

# Analyse de l'impact de la réforme fiscale luxembourgeoise sur les investissements en créances douteuses

Par Oliver R. HOOR et Samantha SCHMITZ\*

Le 18 décembre 2018, le Parlement luxembourgeois a adopté la loi relative à la réforme fiscale de 2019 qui transpose en droit fiscal luxembourgeois d'une part la directive (UE) 2016/1164 du Conseil du 12 juillet 2016 établissant des règles pour lutter contre les pratiques d'évasion fiscale («ATAD») et, d'autre part, d'autres mesures anti-BEPS. Un des changements majeurs de la réforme est la nouvelle règle de limitation de la déductibilité des intérêts qui impose des restrictions à la déductibilité fiscale des charges d'intérêts. Cette disposition pourrait avoir un impact significatif en fonction de la manière dont les investissements en créances douteuses («distressed debt») sont effectués. Cet article fournit une vue d'ensemble sur les structures typiques d'investissement et sur la règle de limitation de la déductibilité des intérêts, analyse l'impact potentiel sur les investissements en créances douteuses et envisage des solutions pour l'ère post-BEPS.

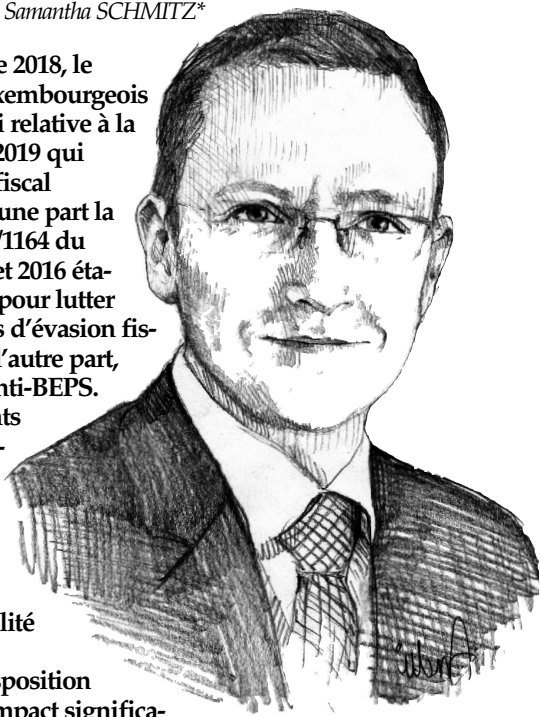
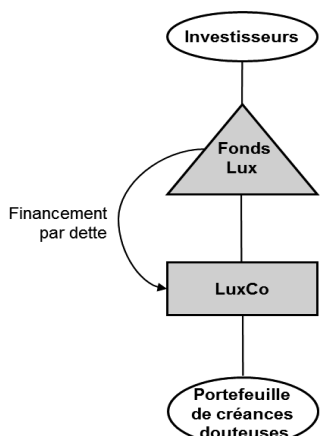
## 1. Introduction

Au cours des 20 dernières années, les investissements en créances douteuses sont devenus de plus en plus populaires. Au Luxembourg, ils constituent un marché de niche important qui a connu un essor considérable au cours de la dernière décennie, contribuant au succès du Grand-Duché comme emplacement de choix pour la structuration des investissements alternatifs en Europe et au-travers de l'Europe. D'une manière générale, les investissements en créances douteuses consistent en l'acquisition de prêts non-performants ou d'autres instruments de créances douteuses à un prix inférieur à leur valeur nominale. Par la suite, l'idée est de réaliser une plus-value sur la vente ou le remboursement de l'instrument de dette une fois que la situation financière du débiteur s'est améliorée.

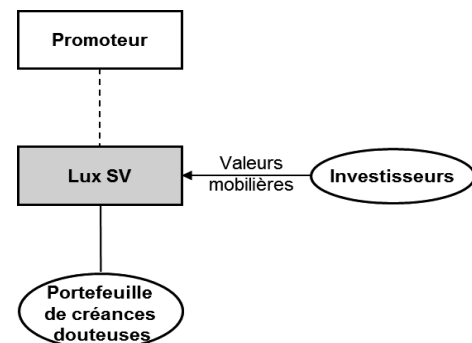
Les investissements en créances douteuses peuvent être structurés par le biais de différents véhicules d'investissement luxembourgeois incluant, en particulier, les sociétés luxembourgeoises, les véhicules de titrisation et les fonds d'investissement, ou une combinaison des deux. Les sociétés luxembourgeoises et les sociétés de titrisation sont généralement soumises à l'impôt sur le revenu des collectivités et l'impôt commercial communal au taux combiné de 26,01% (dans la commune de Luxembourg), taux qui devrait être réduit prochainement à 24,94% avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2019.<sup>(1)</sup> Ainsi, toute limitation de la déductibilité des charges d'intérêts peut avoir un impact significatif sur le profil fiscal général de ces investissements.

## 2. Structures typiques d'investissement

Le cadre juridique luxembourgeois offre un éventail d'options en ce qui concerne l'organisation des investissements en créances douteuses. Cependant, de tels investissements sont généralement réalisés (i) soit par le biais d'un fonds d'investissement luxembourgeois ou étranger et d'une société luxembourgeoise (ii) soit par le biais d'une société de titrisation luxembourgeoise. Lorsque les investissements sont faits via une société luxembourgeoise («LuxCo»), le fonds finance généralement les investissements en grande partie par des instruments de dette qui portent intérêt. Ici, il est important que la société luxembourgeoise réalise une rémunération de pleine concurrence sur ses activités d'investissement.



Lorsque les investissements sont faits via une société de titrisation luxembourgeoise («Lux SV»), cette dernière émet des valeurs mobilières aux investisseurs et utilise les fonds reçus pour réaliser ses investissements. Ici, les engagements pris par la société de titrisation vis-à-vis de ses investisseurs peuvent correspondre au revenu net tiré du portefeuille d'investissement. En d'autres termes, la société de titrisation n'a pas besoin de réaliser de revenu imposable.



Alternativement, les sociétés de titrisation qui émettent des actions en faveur de leurs investisseurs peuvent se reposer sur la déductibilité fiscale des engagements assumés vis-à-vis de leurs investisseurs et des distributions de dividendes, qui sont traités fiscalement comme des charges déductibles<sup>(2)</sup> à des fins fiscales luxembourgeoises.

## 3. La nouvelle règle de la limitation de la déductibilité des intérêts

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, l'article 168bis de la loi concernant l'impôt sur le revenu («LIR») limite généralement la déductibilité des «surcoûts d'emprunt» à 30% du bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements («EBITDA»). Le champ d'application de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts inclut toutes les dettes portant intérêt, indépendamment du fait que le financement par dette soit obtenu d'une partie liée ou d'une partie tierce. Toutefois, les surcoûts d'emprunt peuvent être déduits sans aucune limitation jusqu'à une limite de 3 millions d'euros.

Les contribuables qui sont à même de démontrer que le ratio entre leurs fonds propres et l'ensemble de leurs actifs est égal ou supérieur au ratio équivalent du groupe, peuvent totalement déduire leurs surcoûts d'emprunt (clause dite de sauvegarde).

«Les surcoûts d'emprunt» correspondent au montant du dépassement des coûts d'emprunt déductibles supportés par un contribuable par rapport aux revenus d'intérêts imposables et autres revenus imposables économiquement équivalents réalisés par ce contribuable. Les coûts d'emprunt au sens de cette disposition sont les charges d'intérêts sur toutes les formes de dette, les autres coûts économiquement équivalents à des intérêts et les charges supportées dans le cadre de financements, notamment, mais pas exclusivement :

- les rémunérations dues sur des prêts participatifs,
- les intérêts imputés sur des instruments, tels que des obligations convertibles et des obligations sans coupon,
- les montants déboursés au titre de mécanismes de financement alternatifs, du type finance islamique,
- les intérêts dus au titre de contrats de crédit-bail,
- les intérêts capitalisés inclus dans la valeur de l'actif correspondant inscrit au bilan, ou l'amortissement des intérêts capitalisés,

- les montants mesurés par référence à un rendement financier en vertu des règles d'établissement des prix de transfert, le cas échéant,
- les intérêts notionnels au titre d'instruments dérivés ou de contrats de couverture portant sur les emprunts d'un organisme,
- certains gains et pertes de change sur emprunts et instruments liés à des financements,
- les frais de garantie concernant des accords de financement,
- les frais de dossier et frais similaires liés à l'emprunt de fonds.

En ce qui concerne les revenus d'intérêts et les autres revenus imposables économiquement équivalents, ni ATAD ni la loi fiscale luxembourgeoise ne fournissent de définition claire de ce qui est considéré comme «revenus imposables économiquement équivalents» à des intérêts. Cependant, étant donné que les coûts d'emprunt et les revenus d'intérêts devraient constituer des concepts symétriques, ces derniers devraient être interprétés à la lumière de la définition large des coûts d'emprunt.

La disposition optionnelle reprise dans ATAD selon laquelle l'EBITDA et les surcoûts d'emprunt peuvent être déterminés au niveau du groupe consolidé (dans l'hypothèse d'une intégration fiscale) n'a pas encore été incluse dans la réforme fiscale mais sera introduite dans un deuxième temps avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2019 (conformément à une annonce récente du gouvernement luxembourgeois).

## Entités exclues du champ d'application de la règle

La règle de la limitation de la déductibilité des intérêts exclut expressément de son champ d'application les entreprises financières ainsi que les entités autonomes. Les entreprises financières sont celles réglementées par les directives et règlements européens et incluent, entre autres, les institutions financières, les sociétés d'assurance et de réassurance, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières («OPCVM»), les fonds d'investissement alternatifs («FIA») ainsi que les organismes de titrisation qui sont soumis au Règlement européen 2017/2402.

Les entités autonomes sont des entités qui (i) ne font pas partie d'un groupe consolidé à des fins de comptabilité financière et qui n'ont pas d'entreprise associée ou pas d'établissement stable («ES») situé dans un État autre que le Luxembourg.

## Emprunts exclus du champ d'application de la règle

Selon l'article 168bis LIR, les emprunts contractés avant le 17 juin 2016 sont exclus des restrictions de la déductibilité des intérêts. Cependant, cette règle du maintien des droits acquis ne s'applique pas aux modifications ultérieures apportées à ces emprunts. Par conséquent, lorsque le montant nominal d'un prêt accordé avant le 17 juin 2016 est augmenté après cette date, seuls les intérêts en relation avec cette augmentation seront soumis à la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts. De même, lorsque le taux d'intérêt du prêt est augmenté après le 17 juin 2016, seul le taux originel bénéficiera de la règle du maintien des droits acquis.

Néanmoins, lorsque des sociétés sont financées par une facilité de crédit qui détermine au moment de la conclusion du contrat (qui est antérieure au 17 juin 2016) un montant d'emprunt maximum et un taux d'intérêt, le montant total de l'emprunt devrait être exclu du champ d'application de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts, peu importe les dates auxquelles les prélèvements sont effectués. Ceci reste valable tant que les conditions de la facilité de crédit ne sont pas modifiées après le 17 juin 2016.

De plus, les emprunts utilisés pour financer un projet d'infrastructures publiques à long terme (lorsque l'opérateur du projet, les coûts d'emprunt, les actifs et les revenus se situent tous dans l'Union européenne) sont exclus du champ d'application de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts.

## Report des surcoûts d'emprunts non-déductibles et de la capacité d'intérêts inemployés

La règle de limitation de la déductibilité des intérêts prévoit également un mécanisme de report pour les surcoûts d'emprunt non-déductibles et pour la capacité inemployée des intérêts.

Les surcoûts d'emprunt non-déductibles sont les charges d'intérêts qui ne peuvent pas être déduites au cours d'un exercice d'exploitation parce qu'elles dépassent les limites fixées à l'article 168bis LIR. Ces surcoûts d'emprunt non-déductibles peuvent être reportés sans limite dans le temps et être déduits les années fiscales suivantes.

La capacité inutilisée de déduction des intérêts survient lorsque les surcoûts d'emprunt du contribuable sont moins élevés que 30% de l'EBITDA dans la mesure où ceux-ci excèdent 3 millions d'euros. Ces montants peuvent être reportés durant une période de 5 exercices d'exploitation.

En cas de restructuration d'entreprises qui tombe dans le champ d'application de l'article 170(2) LIR (une fusion par exemple), les surcoûts d'emprunt non-déductibles et la capacité inutilisée de déduction des intérêts seront continués dans le chef de l'organisme transformé.

## 4. Impact potentiel sur les investissements en créances douteuses

Chaque fois que des investissements sont réalisés par des sociétés luxembourgeoises ou des sociétés de titrisation, l'impact potentiel de la nouvelle règle de limitation de la déductibilité des intérêts doit être analysé attentivement.

Cela tient au fait que, fréquemment, aucun revenu d'intérêt n'est perçu tout au long de la durée de vie de l'investissement et que le revenu d'intérêt est annulé pour des raisons de comptabilité luxembourgeoise. C'est ainsi que l'accent est plutôt mis sur la réalisation d'une plus-value lors de la future sortie de l'investissement.

Lorsqu'une société perçoit des revenus d'intérêts, il n'y a pas de limitation de la déductibilité des charges d'intérêts à hauteur du montant des revenus d'intérêts.<sup>(3)</sup> De manière contrastée, les plus-values réalisées sur des instruments de dette ne devraient pas en principe constituer des revenus d'intérêts ou autres revenus imposables économiquement équivalents. Par conséquent, en cas de plus-value, la limitation de 30% de l'EBITDA pourrait être applicable.<sup>(4)</sup>

En ce qui concerne les sociétés de titrisation, ce point doit encore être clarifié dans la mesure où les plus-values réalisées par ces sociétés sur leurs investissements en créances douteuses pourraient être considérées comme des revenus imposables économiquement équivalents à des revenus d'intérêt. Cette position a de même été partagée par le Gouvernement irlandais dans ses réflexions sur la manière dont devra être transposée la règle relative à la limitation de la déductibilité des intérêts.

Une autre question relative aux sociétés de titrisation est celle relative au traitement des engagements vis-à-vis des investisseurs et des distributions faites aux associés. D'un point de vue fiscal luxembourgeois, ces engagements constituent au niveau du véhicule de titrisation des dépenses d'exploitation déductibles<sup>(5)</sup>, ceci afin d'obtenir une neutralité fiscale. Au niveau des investisseurs, les dividendes versés par le véhicule de titrisation sont considérés comme des intérêts.<sup>(6)</sup> Il faut dès lors se demander si cette fiction établie pour des besoins fiscaux luxembourgeois devrait de même avoir pour conséquence que des paiements de dividendes et des engagements envers les actionnaires tomberaient dans le champ d'application de la règle relative à la limitation de la déductibilité des intérêts.

À la lumière de ce qui précède, les sociétés luxembourgeoises et les sociétés de titrisation peuvent être soumises à l'impôt sur le revenu des collectivités et à l'impôt commercial communal au taux combiné de 24,94% (dans la commune de Luxembourg) sur 70% de leurs plus-values. Cela peut engendrer un taux effectif d'imposition d'environ 18% (c'est-à-dire 70 pourcents de base imposable multipliés par 24,94% d'impôts).

## 5. Éléments de planification

L'impact potentiel de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts peut être géré de différentes manières :

### Se fonder sur la règle du maintien des droits acquis

Dans le cas de structures d'investissement existantes, le contribuable peut se fonder sur la règle du maintien des droits acquis applicable aux emprunts conclus avant le 17 juin 2016.

Suite en page de droite

Suite page de gauche

Dans la mesure où ces prêts sont exclus du champ d'application de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts, les charges d'intérêts y relatives resteront pleinement déductibles d'un point de vue fiscal. Cependant, lorsque le contribuable se fonde sur la règle du maintien des droits acquis, il est important qu'il fasse en sorte que les emprunts ne soient pas modifiés jusqu'à la fin de la période d'investissement.

#### Se fonder sur la règle du seuil de 3 millions d'euros

Etant donné que le législateur luxembourgeois a adopté un seuil d'exonération de 3 millions d'euros, les contribuables ayant des investissements peu élevés peuvent se fonder sur cette règle. Néanmoins, si le montant des plus-values d'une année donnée excède le seuil de 3 millions d'euros, le taux effectif d'imposition du véhicule d'investissement pourra potentiellement augmenter significativement en raison de la non-déductibilité des charges d'intérêts.

#### Se fonder sur l'exception de l'entité autonome

Les investisseurs peuvent également se fonder sur l'exception de l'entité autonome aussi longtemps que la société (i) ne fait pas partie d'un groupe consolidé à des fins de comptabilité financière et (ii) n'a pas d'entreprise associée ou pas d'établissement stable situé dans un État autre que le Luxembourg.

Cependant, il est intéressant de noter que la définition d'entreprise associée dans le cadre de la nouvelle réglementation relative à la limitation de la déductibilité des intérêts est très large, incluant les personnes physiques, les sociétés et les entités transparentes. Par ailleurs, dans le but de bénéficier de l'exception de l'entité autonome, il est nécessaire pour une société luxembourgeoise qu'aucun de ses actionnaires ou associés ne détienne directement ou indirectement une participation supérieure ou égale à 25%.<sup>7)</sup> Il en découle qu'une entité autonome devra avoir au moins 5 actionnaires ou associés qui détiendront chacun une participation infé-

rieure à 25%. L'exception de l'entité autonome devrait, par exemple, s'appliquer si une société de titrisation était détenue par 5 fondations caritatives (par exemple une Stiftung de droit néerlandais) détenant chacune 20%, présumant que, dans ces circonstances, il n'existe pas d'exigence de consolidation. Ainsi, dans ce cas, la règle de limitation de la déductibilité des intérêts ne devrait pas s'appliquer et les charges d'intérêts devraient être pleinement déductibles.

#### Mise en place de sociétés de titrisation soumises à la réglementation européenne

Les entreprises de titrisation qui sont soumises au Règlement européen 2017/2402 sont explicitement exclues du champ d'application de la règle de la limitation de la déductibilité des intérêts. Les 3 conditions principales pour tomber dans le champ d'application de cette réglementation européenne incluent (i) différentes tranches avec subordination, (ii) une segmentation du risque de crédit associé à l'exposition des actifs et (iii) les créances doivent être détenues par au moins deux porteurs différents. Cependant, avant d'avoir recours à ce statut réglementaire, les investisseurs devront considérer attentivement les exigences potentiellement contraignantes de ce régime réglementaire.

#### Investissements via un fonds luxembourgeois

Dans certains cas, il pourrait être opportun de considérer l'utilisation d'un fonds luxembourgeois (par exemple un fonds d'investissement alternatif réservé, "FIAR") pour des investissements en créances douteuses. Toutefois, d'un point de vue commercial, il sera généralement préférable de mettre en œuvre les investissements via une société luxembourgeoise ou une société de titrisation dans le but de protéger le fonds des potentiels engagements, obligations et autres dettes relatives à l'investissement.

En tant qu'alternative, il pourrait enfin être envisagé de structurer les investissements via un fonds de titrisation de type contractuel, à savoir un fonds commun de placement (FCP), qui, étant exonéré de toute imposition à l'impôt sur le revenu des collectivités et à l'impôt commer-

cial communal, n'est pas soumis à la règle de limitation de la déductibilité des intérêts.

#### Utilisation de produits dérivés

Si les investissements d'un fonds luxembourgeois ou étranger sont faits via une société luxembourgeoise, il peut, dans certaines circonstances, être envisagé de séparer les revenus d'intérêts des potentielles plus-values. En ce qui concerne les revenus d'intérêts, le portefeuille de créances douteuses peut largement être financé par des instruments de dette qui portent intérêt. Puisque la société luxembourgeoise doit réaliser une rémunération de pleine concurrence sur ses activités d'investissement, la société devra réaliser une marge positive et les charges d'intérêts seront alors entièrement déductibles.

En ce qui concerne les variations potentielles de valeur, la société luxembourgeoise peut envisager d'effectuer avec le fonds des transactions sur dérivés (par exemple, des options) qui protégeront la société contre les risques de détérioration en lien avec le portefeuille d'investissement, en échange d'un avantage potentiel et d'une rémunération de pleine concurrence. Les charges potentielles encourues en relation avec les transactions sur dérivés ne devraient pas tomber dans le champ d'application de la notion de coûts d'emprunt.

#### 6. Prochaines étapes

Les investissements en créances douteuses constituent un marché de niche important de l'industrie des fonds au Luxembourg. Cependant, en fonction de la manière dont ces investissements sont structurés, la nouvelle règle de la limitation de la déductibilité des intérêts peut avoir un impact significatif sur le profil fiscal général et réduire le rendement sur investissement.

En ce qui concerne les sociétés de titrisation, il serait souhaitable que le législateur luxembourgeois clarifie le traitement des plus-values réalisées sur la cession d'instruments de dette afin que ces plus-values soient traitées comme des revenus imposables économiquement équivalents à des intérêts. De la même manière, la qua-

lification des engagements vis-à-vis des investisseurs et des distributions aux associés devra être clarifiée afin de les exclure du champ d'application des coûts d'emprunt. Une analyse de l'impact de la règle de limitation de la déductibilité des intérêts sur les sociétés de titrisation est actuellement à l'agenda du gouvernement luxembourgeois et des éléments de clarification sont attendus dans les prochains mois.

Etant donné que les changements de la loi fiscale sont entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019, les contribuables doivent revoir urgemment leurs structures d'investissement, apprécier l'impact des nouvelles règles et, si nécessaire, développer des stratégies pour mitiger les implications fiscales négatives.

Finalement, même si la structuration des investissements devient de plus en plus complexe dans l'ère post-BEPS, les investissements en créances douteuses peuvent encore être réalisés de manière fiscalement efficiente.

\* Oliver R. Hoor, Tax Partner, Head of Transfer Pricing and the German Desk  
Samantha Schmitz, Chief Knowledge Officer  
Atoz Tax Advisers (Taxand Luxembourg).

Pour contacter les auteurs : [oliver.hoor@atoz.lu](mailto:oliver.hoor@atoz.lu), [samantha.schmitz@atoz.lu](mailto:samantha.schmitz@atoz.lu).

Les auteurs tiennent à remercier Julien Metz (International Tax Director) pour son aide précieuse.

1) Selon une annonce du gouvernement luxembourgeois, le taux de l'impôt sur le revenu des collectivités devrait être réduit d'1% en 2019. Par conséquent, le taux combiné applicable dans la commune de Luxembourg en 2019 devrait s'élever à 24,94%.

2) Article 46 n°14 LIR.

3) Dans cette situation il n'y a pas de surcoûts d'emprunt.

4) Cela inclut les distributions et autres allocations faites par les sociétés de titrisation envers leurs investisseurs qui sont traitées comme des charges déductibles à des fins fiscales luxembourgeoises.

5) Article 46 No. 14 LIR.

6) Application combinée des Article 97 (6) LIR et 97 (1) No. 5 LIR.

7) A cet égard, on entend par participation une participation en termes de droit de vote ou de détention du capital de 25% ou plus ou de droit de recevoir 25% ou plus des profits de cette entité. Il faudra voir si les autorités fiscales luxembourgeoises feront une lecture différente de cette définition dans le cas des sociétés de titrisation luxembourgeoises. En effet, détenir une société de titrisation au travers de 5 trusts au lieu d'un parait artificiel et va à l'encontre de l'intention de l'Union européenne d'encourager les opérations de titrisation et il en résulterait un coût inutile pour les investisseurs.

## La croissance chinoise pourrait aider la zone euro

**Dr Mathilde LEMOINE, Group Chief Economist d'Edmond de Rothschild a publié ses prévisions macro-économiques pour 2019 et 2020. Ses principales conclusions, en rupture avec le consensus, sont les suivantes : la croissance américaine pourrait rester forte grâce à l'impact structurel de la réforme fiscale ; la Chine devrait compléter son plan de relance, ce qui engendrerait une accélération de sa croissance et ne stabilisation de la croissance mondiale ; les changements institutionnels et la guerre commerciale menée par les Américains vont fortement peser sur l'activité économique et l'investissement en zone euro ; la croissance économique luxembourgeoise pourrait ralentir à 2,9% en 2019.**

Analyse de Dr Mathilde LEMOINE

Comme nous l'avions anticipé, les États-Unis sont au cœur de la croissance mondiale et décident de l'agenda économique international. Au-delà de son objectif de croissance intérieure, le président chinois ne peut pas se laisser distancer par les États-Unis en matière de leadership. C'est pourquoi le plan de relance déjà engagé par Xi Jinping devrait être complété. Cette source asiatique de croissance mondiale limiterait l'impact négatif de l'incertitude persistante quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, du risque d'augmentation de sièges gagnés par des partis anti-européens aux élections européennes le 26 mai 2019, des tensions entre l'Italie, l'Allemagne et la France et de l'ouverture de nouvelles négociations commerciales par les États-Unis avec l'Union européenne et le Royaume-Uni.

Si la Chine complète son plan de relance comme nous l'anticipons, sa croissance pourrait accélérer légèrement au premier semestre 2019 à 6,7%. La croissance américaine, bien qu'affaiblie par la fin des effets du plan de relance atteindrait 2,7% grâce au dynamisme de consommation des ménages. Le PIB de la zone euro n'augmenterait que de 1,5% en 2019 et de 1,4% en 2020.

#### Les Etats-Unis au coeur de la croissance mondiale

L'analyse avait conduit les équipes de Recherche économique dirigées par Mathilde Lemoine à considérer que la réforme fiscale pourrait avoir un impact structurel et non seulement conjoncturel sur l'activité économique aux États-Unis. Les pre-



miers chiffres montrent que cela a été le cas au premier semestre puisque les capacités de production ont augmenté. Par ailleurs, de nouveaux travailleurs sont entrés sur le marché du travail, ce qui a limité les hausses de salaires.

En conséquence, la croissance pourrait être encore très dynamique en 2019 soutenue par la consommation des ménages et des effets persistants de la réforme fiscale sur la compétitivité des entreprises américaines. C'est pourquoi, nous anticipons une croissance de 2,7% en 2019 après 2,9% en 2018 et pas de récession en 2020.

#### Zone euro : vacances institutionnelles déstabilisantes

Après un phénomène de rattrapage, la croissance en zone euro manque de relais. De plus, l'année 2019 est une année de changements institutionnels, ce qui va alimenter l'incertitude. En particulier, la perspective d'une augmentation des représentants des partis anti-européens dans les instances européennes et d'un président de la banque centrale moins allant pour mener des actions non conventionnelles va accroître la prime de risque politique de la zone euro et la volatilité

sur les marchés obligataires. De plus, notre analyse des flux de commerce et des spécificités de la politique commerciale européenne montre que la zone euro pourrait être la grande perdante de la guerre commerciale sino-américaine.

L'objectif américain consiste à prendre des parts de marché à ses partenaires commerciaux. Après la hausse des droits de douane, les Américains ont ouvert une négociation bilatérale avec l'Union européenne. Ils veulent pousser les Européens à accroître leurs importations agricoles sous la menace d'une hausse des droits de douane sur les importations d'automobile aux États-Unis.

Simultanément, la Chine cherche de nouveaux marchés pour limiter l'impact négatif des droits de douane sur les volumes exportés. Le PIB de la zone euro n'augmenterait que de 1,5% en 2019 et de 1,4% en 2020. Toutefois, la dépréciation de l'euro serait limitée par la réduction des flux financiers sortants et le plus grand contrôle des chambres de compensation traitant en euros par la Banque centrale européenne.

#### Le plan de relance chinois déterminant pour stabiliser la croissance mondiale

La décélération de la croissance au troisième trimestre à 6,5% a résulté de la forte chute de l'investissement en infrastructure et non de la guerre commerciale. Afin de maintenir le rythme de croissance proche de son objectif de 6,5%, le gouvernement a engagé un assouplissement monétaire et a annoncé des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises.

Ce plan de relance est déterminant pour la croissance mondiale. En effet, l'investissement en infrastructure chinois a un impact direct sur le prix des matières premières, puis sur l'activité des pays exportateurs de matières premières, sur le commerce mondial et sur la production industrielle des pays développés. C'est ce cercle vertueux qui s'est enclenché en 2016 après que la croissance chinoise a chuté.

Au-delà de son objectif de croissance intérieure, le président chinois ne peut pas se laisser distancer par les États-Unis en matière de leadership. C'est pourquoi nous anticipons une légère accélération de la croissance chinoise à 6,7% au premier semestre 2019. Si notre prévision d'accélération, même modeste, de la croissance chinoise se confirmait, les pays émergents pourraient alors faire une pause dans la remontée de leurs taux directeurs.

En effet, les banques centrales indonésienne, philippines, indienne avaient été contraintes de les augmenter pour éviter une chute inflationniste

de la devise, ce qui a pesé sur les crédits. De plus, certains pays comme le Brésil et la Turquie qui ont particulièrement souffert des incertitudes politiques pourraient voir leur activité économique se redresser au premier semestre. La croissance des pays émergents se stabiliserait à 4,8% en 2019 selon nos prévisions.

#### Conclusion : la zone euro va-t-elle succomber au plan de relance ?

L'accélération de la croissance aux États-Unis a confirmé l'hypothèse de désynchronisation de la croissance mondiale, ce qui a déstabilisé les pays émergents. Parallèlement, les craintes d'un recul du commerce mondial ont pesé sur leurs perspectives d'activité. La plupart des banques centrales émergentes ont été contraintes de relever leurs taux directeurs pour éviter une trop forte dépréciation de leurs devises, ce qui a encore réduit la croissance.

Les autorités chinoises ont, quant à elle, assoupli leur politique monétaire pour prévenir une nouvelle décélération de la croissance résultante de la chute des investissements en infrastructure. La crédibilité du plan de relance chinois est déterminante pour la stabilisation de la croissance mondiale début 2019. En effet, dans un contexte de faible croissance l'Union européenne va faire face à un renouvellement de ses instances avec un risque de renforcement de la présence des partis anti-européens. De plus, la zone euro devrait être la grande perdante de la guerre commerciale sino-américaine.

En conséquence, même si la croissance mondiale ne ralentit qu'au second semestre 2019 grâce à une extension du plan de relance chinois, les vacances institutionnelles européennes et la guerre commerciale vont maintenir élevée la volatilité sur les marchés obligataires. La progression de l'endettement américain et chinois y contribuera également. Sans relais de croissance, alors que les tensions politiques sont paroxystiques et avec la garantie que la Banque centrale européenne ne remontera pas son taux directeur avant 2020, la zone euro va-t-elle aussi succomber à la mode du plan de relance ? Si une telle initiative stabilisait les perspectives de croissance à court terme, elle hypothéquerait celles de moyen terme. Le potentiel de croissance dépend toujours et encore de la productivité conclut Mathilde Lemoine.

#### Luxembourg

La croissance économique luxembourgeoise pourrait ralentir à 2,9% en 2019. Ce fléchissement du PIB serait toutefois limité par une consommation des ménages dynamique.