Devises de matières premières : entre risque et rendement

Par Dr. Andrea SIVIERO, Investment Strategist chez Ethenea

La montée des prix des matières premières entraîne actuellement une hausse des marchés des changes : les devises des pays les plus riches en matières premières, comme la Norvège, l'Afrique du Sud et le Canada, en sont les bénéficiaires. Les taux de change augmentent, tout comme le cours du pétrole, du cuivre et du fer. Du côté des investisseurs, la question qui se pose est comment cet élan peut se poursuivre et quelles devises sont susceptibles d'offrir des rendements intéressants dans un tel scénario.

«Les devises des pays dont les exportations, et donc la croissance économique, sont particulièrement dépendantes des ressources naturelles ou d'une matière première spécifique sont généralement appelées «devises de matières premières»», explique Dr. Andrea Siviero, Investment Strategist chez ETHENEA. Les devises de ces pays sont souvent fortement corrélées aux performances de l'industrie extractive nationale ou au cours de la matière première en question. D'après lui, «les devises généralement considérées comme devises de matières premières sont la couronne norvégienne, le rand sud-africain, le rouble russe, le peso chilien, et les dollars canadien, néo-zélandais et australien. Pour les investisseurs, investir dans ces monnaies ou dans d'autres monnaies étrangères signifie toujours prendre un certain risque de change qui devrait être envisagé avec une certaine vigilance».

Alors que les matières premières elles-mêmes sont généralement cotées en dollar américain, les devises de matières premières fluctuent généralement en fonction du cours international des ressources naturelles, étant donné qu'une grande partie de l'économie du pays se base sur la production et l'exportation de cette matière première. «Une augmentation du prix de la matière première concernée se traduit à la fois par une hausse des revenus et des taux de croissance dans le pays exportateur et, de ce fait, entraîne généralement une amélioration de la balance courante du pays», indique l'expert.

«Les devises de matières premières offrent généralement des taux d'intérêt plus élevés, car les exportateurs de matières premières affichent souvent des taux de croissance plus élevés que les pays dont la monnaie constitue une valeur refuge.» Cela est particulièrement pertinent pour les économies émergentes. «Investir dans des devises de matières premières peut être particulièrement intéressant si cette dernière devrait s'apprécier face à la monnaie nationale», dit-il. «C'est notamment le cas en période de croissance économique et de forte demande de matières premières, car le prix des matières premières augmente et les devises de matières premières respectives s'apprécient face aux devises refuges traditionnelles.»

Les pièges de la décision d'investissement

La phase actuelle de reflation économique, associée à une forte reprise économique et à une hausse de la demande de matières premières, pourrait donc sembler favorable aux investissements dans les devises de matières premières. «Toutefois, il existe certains pièges dont il faut être conscient et qu'il faut éviter», précise Dr. Siviero. «Si les devises de matières premières des marchés émergents offrent en principe des taux d'intérêt plus élevés, leur performance globale peut souffrir de taux d'inflation plus élevés et de problèmes sociaux et géopolitiques. De plus, investir dans ces devises comporte parfois des risques opérationnels et des coûts plus élevés». Enfin, les devises de matières premières ont tendance à afficher une volatilité supérieure à la moyenne et il est difficile d'évaluer leur prix, car celui-ci est déterminé non seulement par la dynamique de l'offre et de la demande physique, mais aussi par le prix des actifs financiers liés à ces matières premières.

La prudence est également de mise lorsque l'on évalue des situations d'investissement en apparence favorables : «Investir dans des devises de matières premières dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, de croissance économique élevée et de marchés favorables au risque peut être attrayant pour le moment», déclare Dr. Siviero. Mais la conjoncture macroéconomique actuelle peut changer à tout moment. Un durcissement de la politique monétaire dans les économies avancées, la répression par la Chine sur la spéculation des matières premières ou un ralentissement économique pourraient déclencher une correction des prix des devises de matières premières.

Des alternatives d'investissement avec des profils de risque différents

Il faut tenir compte de plusieurs facteurs avant d'investir dans des devises de matières premières. «Une analyse solide du contexte macroéconomique et géopolitique de l'exportateur de matières premières est essentielle avant de constituer une position dans des devises de matières premières», explique l'économiste. La hausse des prix des matières premières ne garantit pas en soi que la devise correspondante continuera à s'apprécier, ni même qu'elle maintiendra sa valeur actuelle. Si le profil de risque des devises de matières premières des économies émergentes est trop prononcé, une alternative pourrait être d'investir dans les devises de matières premières des économies avancées, qui offriront probablement des taux d'intérêt plus bas, mais qui sont probablement moins volatiles.

«En termes de profils de risque, un juste milieu est également possible : si investir directement dans des devises de matières premières semble trop risqué ou compliqué d'un point de vue opérationnel, des investissements en actions dans des sociétés internationales qui produisent et exportent ces matières premières peuvent être réalisés afin de s'exposer au marché des matières premières», poursuit Dr. Siviero, «mais au final, toutes les stratégies d'investissement ont une chose en commun : un bon timing reste crucial.»

Impacts de la participation à un groupe TVA sur les services entre siège central et succursale

Depuis quelque temps déjà, il nous semblait intéressant de consacrer un article à l'arrêt «Danske Bank» rendu par la Cour de justice de l'Union européenne en mars 2021, mais la riche actualité nous a obligés à en décaler la publication. Cet arrêt revêt une importance certaine pour le Luxembourg, puisqu'il peut impliquer le paiement de la TVA sur des services «internes» lorsque le siège ou la succursale étrangère d'une société est membre d'un groupe TVA, mécanisme TVA introduit en 2018 au Luxembourg. Une telle obligation est toujours sensible pour les entreprises qui ne peuvent pas ou seulement partiellement déduire la TVA sur leurs charges comme celles des secteurs bancaires, des assurances, des fonds ou immobilier, nombreuses au Luxembourg.

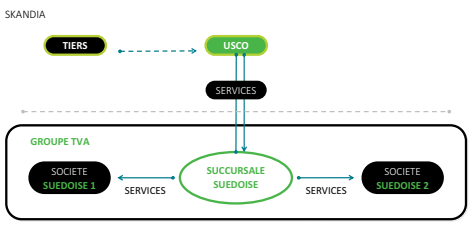
Par Raphaël GLOHR, Partner et Michel LAMBION, Managing Director, Deloitte Tax & Consulting

Au début tout était (relativement) simple …

La Cour de justice de l'Union européenne s'est prononcée pour la première fois sur les services entre le siège central d'une société et un de ses établissements fixes (terme TVA), ou succursale (terme usuel), établi à l'étranger, dans l'arrêt «FCE Bank Plc»[i]. Cette banque, établie au Royaume-Uni rendait un certain nombre de services (conseil, gestion, formation, traitement de données, logiciels) à sa succursale italienne. La question du traitement TVA fut soumise à la Cour qui décida que la succursale n'est pas un assujetti distinct dans la mesure où elle n'agit pas de manière autonome et qu'elle ne supporte pas le risque économique découlant de son activité. Il ne peut donc être question de services rendus par le siège central et acquis par la succursale et la TVA n'est donc pas due sur ces services «internes»[ii] ce qui est favorable aux entreprises qui ne peuvent pas ou seulement partiellement déduire la TVA.

… puis vinrent les complications …

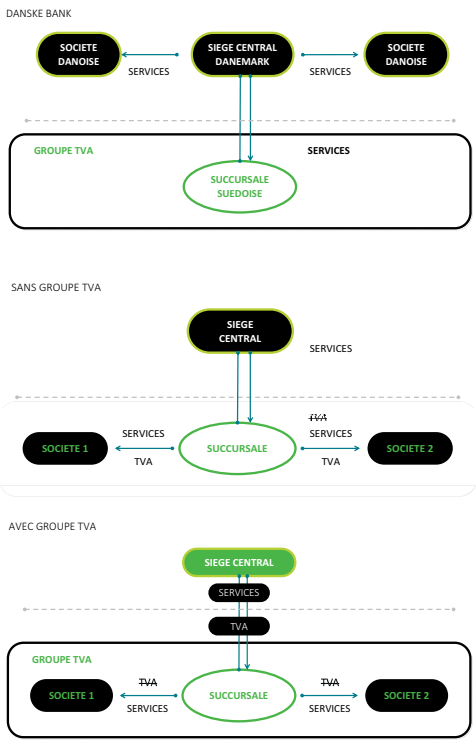
Par la suite, la Cour eut à examiner dans l'affaire «Skandia»[iii] le cas d'un groupe d'assurances suédois qui avait établi une société d'achat de services informatiques aux USA. Cette société avait établi une succursale en Suède et cette succursale était membre d'un groupe TVA suédois. Les services achetés aux USA sans TVA (puisque les USA ne connaissent pas de système TVA) par la société étaient fournis à la succursale, sans TVA sur la base de la jurisprudence «FCE», qui les répercutaient aux autres membres du groupe sans TVA puisque la conséquence principale du groupe TVA est que les opérations entre membres sont ignorées pour la TVA. Cette «cascade» d'opérations internes considérées comme hors champ d'application de la TVA aboutissait à l'acquisition de services externes sans TVA, ce qui est, évidemment, intéressant pour un groupe qui exerce des activités ne lui ouvrant, au mieux, qu'un droit à déduction limité.



La Cour, décida que la succursale suédoise en étant membre d'un groupe TVA devenait une composante d'un autre assujetti que la société et son siège central aux USA. En effet, l'article 11 de la Directive TVA prévoit que les membres d'un groupe TVA, qui ne peut que comporter des personnes établies dans le même État membre, forment un seul assujetti. Les membres d'un groupe perdent donc leur personnalité TVA pour se fondre dans celle du groupe. La succursale devient donc, pour la TVA, étrangère à la société dont elle fait juridiquement partie. Une dichotomie apparaît donc entre l'analyse en matière de droit des sociétés et de TVA. La succursale suédoise était donc tenue d'acquitter la TVA sur les services reçus du siège central états-uniens.

Cet arrêt, bien que clair, laissait certaines questions ouvertes : à savoir si ses principes peuvent trouver à s'appliquer lorsque le siège central et la succursale sont tous les deux établis dans l'Union européenne et si ce n'est pas la succursale mais le siège central qui est membre d'un groupe TVA («reverse Skandia»). La Cour répondit affirmativement à ces deux questions dans une affaire qui concernait des services informatiques rendus par une société danoise, «Danske Bank», membre d'un groupe TVA danois, à sa succursale suédoise[iv]. Nous pouvons donc en déduire que le principe dégagé dans l'arrêt «FCE» selon lequel un siège central et une succursale ne forment qu'un seul assujetti, et que les services internes sont donc ignorés pour la TVA, n'est pas applicable lorsque le siège central ou la succursale est membre d'un groupe TVA «local» répondant aux conditions de l'article 11 de la Directive TVA[v]. *(1er graphique ci-dessous)*

Il est à noter que le Luxembourg avait anticipé cette décision comme en témoigne l'exposé des motifs de la loi de juillet 2018 qui a introduit le groupe TVA au Luxembourg et précise à ce sujet : «(…), *se présente de manière parfaitement identique, que le prestataire soit établi en dehors de la Communauté ou dans un autre État membre, une différence de traitement entre opérations en provenance d'un pays tiers ou d'un autre État membre de l'Union ne s'impose pas.*»



… avec des conséquences à ne pas négliger …

Même si le principe dégagé par cette jurisprudence peut sembler simple, ses conséquences ne sont pas négligeables. La première est de nous rappeler la nécessité d'identifier les prestations qui sont rendues au sein d'une même entité juridique afin d'en assurer le traitement TVA correct, ce qui n'est pas toujours aisé. La deuxième est qu'il est impératif de tenir compte de cette jurisprudence lorsqu'il est envisagé de mettre un place un groupe TVA au Luxembourg ou à l'étranger dès que l'un des membres du futur groupe dispose de succursales à l'étranger. En effet, il est important de comparer le gain résultant de l'absence de TVA sur des relations entre membres du groupe et la TVA qui serait due par un de ses membres sur des services rendus entre siège central et succursale. Ceci sera certainement un point à examiner dans le cadre de la revue de la TVA dans le secteur financier initiée par la Commission européenne et à laquelle nous avons déjà consacré deux articles(vi). De ce point de vue, il est intéressant de mentionner qu'il sera possible à partir de 2023 de créer des groupes TVA en France, ce qui ne devrait pas manquer d'avoir des conséquences indirectes au Luxembourg.

Il doit aussi être tenu compte que certains Etats membres n'avaient pas, au contraire du Luxembourg, anticipé la décision «Danske Bank». L'application de cette décision pourrait donc avoir des conséquences pour les entreprises luxembourgeoises qui disposent de succursales dans l'un de ces Etats membres puisqu'elles pourraient avoir à payer la TVA sur des services reçus du siège central luxembourgeois.

De plus, la circonstance que les services entre siège central et succursale «rentrent» dans le champ de la TVA implique aussi qu'ils pourraient se voir appliquer les règles de «prix de transfert» ou de «valeur normale» de l'article 28.3. de la loi TVA qui permet à l'administration de redresser la base taxable de transactions opérées entre personnes liées, règles qui s'ajoutent et doivent se combiner avec celles, nombreuses, applicables en matière d'impôt sur les revenus. Or, ces règles sont, bien évidemment, sans objet en matière de TVA lorsque le siège central et la succursale sont considérés comme un seul assujetti. De plus, le siège central ou la succursale qui rend le service devrait être en droit de déduire la TVA sur les charges y relatives.

Cette jurisprudence de la Cour dessine un nouveau cadre pour les relations «internes» qu'il est important de comprendre et d'appliquer correctement ce qui implique une analyse individualisée.

i. C-210/4, FCE Bank Plc, 23 mars 2006.
ii. Il doit être mentionné que des règles spécifiques s'appliquent aux transferts de biens transfrontaliers entre établissements d'un assujetti.
iii. C-7/13, Skandia America, 17 septembre 2014.
iv. C-812/19, Danske Bank, 11 mars 2021.
v. Il est loisible de se demander qu'elle serait la réponse de la Cour si le siège central ou la succursale établi en dehors de l'Union européenne était membre d'un groupe TVA régi non pas par les règles de la Directive TVA européenne mais de dispositions locales. La question n'est nullement théorique puisque, par exemple, le Royaume-Uni et la Suisse disposent de régime de groupe TVA, le premier basé à l'origine sur la Directive TVA européenne, et, le second basé sur une législation qui en est très proche. A défaut de réponse expresse, la prudence est sans doute bonne conseillère.
vi. Revue européenne de la TVA dans le secteur financier (1) : Pourquoi ?, mars 2021, et (2) Quelles solutions, avril 2021.