



VPsf

Fund Administration Domiciliation
Transfer Agent Registrar

valuepartners.lu

AGEFI Luxembourg

Le Journal Financier de Luxembourg



VALUE PARTNERS

Accounting PERE Tax
Consolidation AML Services
Corporate Services KYC Services

valuepartners.lu



FARAD I.M. was awarded "2023 ESG Investor" at the "Wealth Management Awards", recognizing its commitment to E, S & G factors and the quality of the GreenEthica Sustainable Reporting. www.FARAD-IM.com




Le dilemme des banques centrales

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

Après une année 2022 rythmée par une inflation galopante ayant entraîné des remontées de taux extrêmement rapides et violentes de la part des banques centrales, l'année 2023 était annoncée par beaucoup comme celle du retour en grâce des obligations. Les rendements sont effectivement de nouveau au rendez-vous aussi bien sur les obligations gouvernementales que sur les obligations d'entreprises et les banques centrales sont déjà fortement avancées dans leur normalisation monétaire. Malgré cela, ce début d'année nous montre que les incertitudes et la volatilité restent toujours extrêmes sur le marché obligataire.



(les taux directeurs de la Fed étant passés de 0,50% à 5%) après près d'une décennie de taux à 0% n'engendre pas quelques soucis. Le premier se sera matérialisé sur le secteur des banques régionales américaines. La banque SVB, ayant investi une grande partie de ses dépôts sur des bons du trésor, ou équivalents, de maturités longues, a vu la valorisation de ses actifs fortement baisser suite aux remontées de taux. Ces pertes latentes se sont cristallisées lorsque la banque a dû procéder à des ventes pour faire face aux retraits de clients. Manque de liquidité, crise de confiance et la 15^{ème} banque des Etats-Unis est tombée en quelques jours.

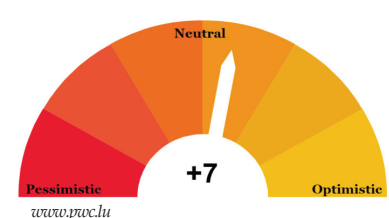
Contrairement à la crise financière de 2008, nous ne sommes pas dans une problématique liée à la solvabilité (ou au passif toxique) des banques, mais bien à un problème de liquidités potentiel, pour celles n'ayant pas immunisé ce risque de remontée des taux, combiné à une crise de confiance des clients pouvant mener à des retraits massifs. Quelques jours plus tard, le Credit Suisse a été racheté de manière express par UBS pour éviter un risque systémique. Encore une fois, ce n'est pas un problème de solvabilité (Credit Suisse avait un ratio de CET1 supérieur à 14%) mais bien une crise de confiance ayant entraîné une fuite massive des déposants.

Dans le même temps, l'inflation reste à des niveaux élevés et semble faire de la résistance. En effet, l'inflation core (hors énergie et alimentaire) s'établit toujours à 5,5% aux Etats Unis au mois de février, un niveau quasiment stable sur les

trois derniers mois. En zone euro, cette même mesure s'établit à 5,7% en mars, restant donc sur une pente ascendante depuis août 2021...

Suite en page 3


The Monthly PwC Barometer
Economic Confidence indicator in collaboration with AGEFI Luxembourg



Banking turmoil raises recession fears despite the increasing consumer confidence

Key Takeaways:

- The PwC Business Barometer remained steady this month, standing at 7 as of end-March.
- Tripartite negotiations in Luxembourg have led to significant outcomes resulting in improved consumer morale, but uncertainty remains due to rising interest rates.
- The Euro Area private sector has rebounded with its strongest expansion since May 2022, driven primarily by the service sector accompanied by a softening of price pressures in March.
- Although business confidence is increasing, the outlook for 2023 remains cautious due to recent financial turmoil, and slowing economic activity worldwide causing concerns about a possible global recession and rising inflation.

Read more on page 11 

Sommaire

◆ Economie / Fiscalité

Les tensions dans les banques augmentent la probabilité d'une récession en cours d'année (Guy WAGNER, BLI) p.2

The reverse hybrid entity rule – some light at the end of the tunnel (Stéphanie YIOLITOU, Allen & Overy) p.4

Réformes fiscales européennes : «Mind the gap!» (Luis MUNOZ, DLA Piper) p.11

◆ Fonds d'investissement

Forestry Funds: a green opportunity in alternative investments (Laurent CAPOLAGHI, Francis GODDARD, EY) p.18

Pilier II : Impact pour les gestionnaires de fonds d'investissement (Andreas MEDLER, ATOZ) p.20

EMIR: If you think it's not for you, think again (Lionel NICOLAS, Admir FEJZIC, PwC) p.23

◆ RH / Droit

L'industrie, les jobs du futur (FEDIL) p.32

«Les challenges de l'éducation financière au 21^e siècle» (Fondation ABBL, CSSF) p.35

Sécurité de l'emploi et flexibilité : les travailleurs veulent les deux (Randstad) p.37

◆ Immobilier

Le crowdlending apporte sa pierre à l'édifice... en matière de logement (BeeBonds) p.43

De nouvelles opportunités pour le marché immobilier luxembourgeois (CBRE) p.45

◆ Informatique financière

A partir de 2024, les prestataires de services de paiement face à CESOP (Deloitte) p.46

Luxembourg Blockchain III Law to strengthen DLT activity (LuxembourgforFinance) p.47

Best practices for drafting and updating data protection notices (Vincent WELLENS, Sigrid HEIRBRANT, NautaDutilh Avocats) p.48

Sommaire détaillé en page 2

Luxembourg modernizes its Fund Law Toolbox

By Dr. Sebastiaan Niels HOOGHMSTRA, Loyens & Loeff Luxembourg *

On 24 March 2023 the Luxembourg government published bill of law n°8183 ("Bill") that seeks to amend five Luxembourg laws that regulate alternative investment funds ("AIFs") and alternative investment fund managers ("AIFMs") to modernize the so-called "Luxembourg fund law toolbox" and to bring it in line with changes in the European investment fund law domain, such as the adoption of Regulation (EU) 2023/606 that amends Regulation (EU) 2015/760 on European long-term investment funds ("ELTIF") on 15 March 2023.



- Luxembourg law dated 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment ("UCIs"), as amended (the "UCI Law"); and
- Luxembourg law dated 12 July 2013 on AIFMs, as amended (the "AIFM Law").

Changes affecting AIFMs

a) Tied Agents for AIFMs with MiFID II top-up

The Bill seeks to introduce the use of tied agents, within the meaning of Directive 2014/65/EU, as amended ("MiFID II"), for AIFMs that have a so-called "MiFID II top-up". By allowing the use of tied agents, the legislator proposes to align the legal framework applicable to authorized AIFMs with those of undertakings for the collective investment in transferable securities ("UCITS") management companies authorized under the UCI Law.

Similar as for UCITS management companies, authorized AIFMs with such a top-up will be allowed to appoint tied agents for certain MiFID II activities that fall within the ambit of its license and the MiFID II tied agent regime, including the service of the reception and transmission of orders and the provision of investment advice.

b) Marketing to Retail Investors in Luxembourg

The Bill proposes to amend Article 46 AIFM Law, which deals, in general, with the marketing of AIFs to retail investors in Luxembourg. In particular, it confirms that, in addition to Part II UCIs, SICARs and SIFs may be marketed to well-informed investors (i.e. "retail investors" within the meaning of the AIFM Law) in Luxembourg. In principle, unregulated AIFs are not eligible to be marketed to "retail investors" within the meaning of the AIFM Law in Luxembourg.

The Bill, however, proposes to introduce an exemption to this in the RAIF Law for RAIFs marketed to well-informed investors in Luxembourg. In addition, the Bill clarifies that any type of AIF (including unregulated AIFs) qualifying as a qualifying venture capital fund ("EuVECA"), social entrepreneurship fund ("EuSEF") or ELTIF may be marketed to retail investors in Luxembourg, provided that the AIF and its manager fulfils the conditions in the relevant regulations.

c) Liquidation of AIFMs

The Bill amends the rules to be followed in case of a voluntary liquidation of AIFMs. The liquidator must be approved by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") and the AIFM will continue to be under the supervision of the CSSF until the closing of the liquidation process. The liquidation report must be subject to review of the statutory auditor of the AIFM.

Continued on page 4



Deloitte.

REGULATORY COMPLIANCE SENTINEL

www.deloitte.lu

Détail en page 17

Le dilemme des banques centrales

Suite page Une

Les banques centrales doivent donc jongler entre une économie qui commence à ressentir les effets des hausses de taux mais avec une inflation persistante et un marché de l'emploi toujours robuste (malgré des derniers chiffres qui montrent un début de fléchissement). Continuer à durcir leur politique monétaire au risque d'accroître davantage les risques pour l'économie ou relâcher la pression au risque de ne pas régler la problématique de l'inflation, tel est le dilemme actuel.

Il est actuellement complexe de se positionner sur les futures décisions des banques centrales car elles seront vraiment dépendantes des données économiques à venir. Christine Lagarde l'a d'ailleurs rappelé lors de la dernière conférence de presse, la Banque centrale européenne (BCE) sera *data dependent* et les décisions se prendront «meeting par meeting». Néanmoins, il nous semble peu envisageable que les banques centrales abaissent rapidement leurs taux d'intérêt directs malgré les premiers signes de turbulence.

Pour conserver leur crédibilité vis-à-vis de la lutte contre l'inflation et leur indépendance par rapport au marché financier, les banques centrales devraient, a minima, conserver ces niveaux de taux directs pour les prochains trimestres. De plus, elles disposent d'autres outils pour soutenir certains secteurs si besoin. Le cas du manque de liquidités dans les banques régionales américaines en est un bon exemple. La Fed était en train de réduire la taille de son bilan depuis le milieu d'année 2022, elle l'avait réduite de 623 milliards de dollars jusque début mars 2023 en ne réinvestissant pas la totalité des obligations détenues. Pour soutenir le système bancaire, elle vient de réinjecter près de 400 milliards en moins d'un mois...

Une volatilité exceptionnelle sur les taux

Cet environnement donne lieu à une volatilité exceptionnelle sur le marché obligataire. L'indice MOVE Index, qui est un indicateur très suivi de la volatilité sur les taux américains (le pendant du VIX Index mesurant la volatilité sur le S&P 500), est monté à près de 200 points soit un plus haut niveau depuis 2008. La moyenne historique de cet indice s'établit à 94 points, cela signifie que la volatilité que nous venons de connaître est deux fois supérieure à la normale.

On peut également regarder la variation journalière moyenne du taux à 10 ans américain pour s'apercevoir que le régime de volatilité actuel est exceptionnel. En effet, cet indicateur nous montre qu'en moyenne le taux à 10 ans américain évolue journalièrement de +/- 4,33 points de base. Depuis mars 2022 (première hausse de taux de la Fed), cette moyenne s'élève à +/- 6,46 points de base, soit 1,5 fois le régime «normal». Depuis mars 2023 (stress sur le secteur bancaire qui engendre ce fameux dilemme pour les banques centrales), on peut noter une évolution moyenne journalière de +/- 9,47 points de base, soit plus de 2 fois le régime habituel. Pour se rendre compte de l'amplitude actuelle, 9,47 points de base représentent une variation journalière moyenne du prix de l'obligation américaine à 10 ans de +/- 0,80% soit presque un quart de son rendement annuel en un jour...

Un positionnement de gestion complexe mais source d'opportunités

Dans cet environnement d'incertitude par rapport à l'évolution des politiques monétaires et avec un régime de volatilité exceptionnel, il n'est pas aisé de positionner les portefeuilles. La gestion des poches obligataires doit être réalisée, plus que jamais, avec une approche dynamique tant sur l'aspect de la durée (sensibilité du portefeuille au mouvement de taux) que sur le plan du risque crédit (risque lié à l'émetteur).

Actuellement, un positionnement sur du crédit *investment grade* de qualité BBB semble intéressant. Les spreads de crédit se sont de nouveau écartés suite au stress sur le secteur bancaire et redonne tout son attrait à cette classe d'actifs. Les courbes de taux étant plates et les incertitudes au niveau économique grandissantes, une approche courte sur la durée de ces instruments est à privilégier. Il y a également de belles opportunités sur certaines obligations du secteur bancaire.

La décision de dévaluer totalement les titres AT1 (*Additional Tier 1*, communément appelés CoCo les obligations convertibles en actions) de Credit Suisse a sonné comme une bombe pour cette classe d'actifs mais a également provoqué des élargissements de spread parfois exagérés sur l'ensemble du secteur bancaire (*Senior* et *Tier 2* compris). De plus, la réglementation européenne

est différente de son homologue suisse. Entre autre, elle ne permettrait pas de traiter un détenteur d'obligation AT1 de manière subordonnée à un actionnaire, comme l'a rappelé la BCE. Les opportunités sont donc présentes, notamment sur les obligations *Senior* et *Tier 2*, à condition de porter une réelle attention à la sélection.

Dernier point, cette période de stress bancaire couplée aux craintes de récession grandissantes nous montre que la traditionnelle corrélation négative entre les obligations d'Etat et le marché du crédit (ou marché actions) est de retour. Cela constitue une excellente nouvelle en termes de diversification des portefeuilles. En effet, l'année 2022 aura été dévastatrice pour beaucoup de gestionnaires car la corrélation entre les obligations d'Etat et les ac-

tions est devenue positive. Les taux sont remontés fortement entraînant la baisse des obligations d'Etat (les plus longues en maturité étant naturellement les plus impactées) mais également celle des marchés actions. Il n'y avait donc pas de valeur refuge pour assurer une diversification dans un portefeuille. Aujourd'hui, avec des niveaux de taux directs à 3% en zone euro et 5% aux Etats-Unis, les bons du trésor américains et allemands jouent de nouveau leur rôle de valeurs refuges dans les périodes de turbulence.

Par exemple, l'obligation à 10 ans américaine s'est appréciée de plus de +3% depuis mi-février quand le S&P 500 se contractait de -4%. Cela nous incite à reconstruire des poches de durée plus longues sur les obligations d'Etat (avec une préférence pour les Etats-Unis) mais en ajoutant une composante d'indexation à l'inflation. En effet, comme nous l'avons rédigé précédemment, l'environnement actuel crée un vrai dilemme pour les banques centrales et accentue de surcroît le risque d'une erreur de politique monétaire.

Le principal risque en ajoutant de la durée dans un portefeuille serait que l'inflation soit plus persistante que prévue et encourage les banques centrales à remonter d'avantage leurs taux d'intérêt. Les anticipations d'inflation restant aujourd'hui plutôt contenues (autour de 2,30% à 10 ans), cela donne un coussin de protection supplémentaire aux obligations indexées à l'inflation tout en conservant l'aspect de durée qui diversifie les portefeuilles.

Malgré des taux d'intérêt beaucoup plus rémunérateurs et des opportunités clairement plus nombreuses sur le marché obligataire, les prochaines années ne s'annoncent donc pas comme un long fleuve tranquille sur la classe d'actifs.

Il faudra une approche dynamique pour en profiter mais, surtout, pour maîtriser une volatilité qui s'annonce plus importante que d'habitude.

Thomas VEIT,
Senior Portfolio Manager,
Spirit Asset Management

Cross-border made coherent

With a leading bench that spans the USA, UK, Ireland, France, Luxembourg, Brussels and Germany, as well as the Middle East and Asia, we advise on all major asset classes, fund domiciles and investment structures, collaborating for the benefit of our clients at every stage of the investment life cycle. [dechert.com](https://www.dechert.com)

1000 lawyers | 10 time zones | one firm

Dechert
LLP