

• FINANCIAL MAGAZINE •

LE POINT

FINANCIER

ANNÉE 7 • N° 3 • LE POINT Q3 2020 • WWW.STEVENSDEMUNTER.COM



STEVENS &
DE MUNTER

Generations you can bank on®

06

ÉDITORIAL

Follow the money

Un collègue expérimenté m'a un jour surpris en me déclarant : « Investir, c'est facile, il suffit de suivre son argent ». Cette affirmation semble aberrante mais elle contient une bonne part de vérité si l'on ne se contente pas d'une lecture littérale.



12

SPOTLIGHT

A Goldilocks scenario

Gold prices are back at levels not seen since 2012. Are they here to stay or is it time to take profit?

16

IMMOBILIER

Votre immobilier est-il à l'épreuve du coronavirus ?

Alors que les agents immobiliers et les notaires ont été contraints de cesser temporairement leur activité, l'investisseur immobilier coté en bourse a pu, quant à lui, acheter et vendre à sa guise n'importe quelle société immobilière réglementée belge (SIR).

20

TECHNOLOGIE

Le coronavirus, le supraconducteur du secteur technologique

Si de nombreuses entreprises souffrent de l'épidémie de coronavirus, les entreprises technologiques en sont toutefois gagnantes.

24

ENTREPRENDRE

Interview de Frédéric Rouvez, CEO et cofondateur d'EXKI

sur l'alimentation saine, le Covid-19 et les perspectives économiques d'EXKI.

28

RECHERCHE

Les obligations subordonnées une alternative intéressante ?

Comme les obligations ordinaires, elles génèrent un revenu régulier, mais offrent souvent un rendement intéressant. Analyse.

32

SUCCESSION

La fin de la 'KAASROUTE': Toutes les donations mobilières enregistrées ?

En sera-t-il bientôt fini des donations devant intervenir par acte notarié effectuées aux Pays-Bas pour éviter de payer en Belgique des droits d'enregistrement de 3%, 3,3%, 5,5% ou 7% ?

04 POINT

Introduction par
Anne-Cécile Rozet

34 TAXES

Mesures liées au
coronavirus du VLABEL
en matière de droits
d'enregistrement et de
succession

37 FUN

Un petit moment de
détente ? Participez à
notre jeu de mots-croisés
de l'été



STEVENS &
DE MUNTER

LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm.lu

Follow us



LE POINT FINANCIER Q3 2020

Copyright © 2020 Stevens & De Munter.
All rights reserved.

DISCLAIMER

Ce document est une publication de la société Stevens & De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg.

Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Stevens & De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Stevens & De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers.

Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés.

Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Stevens & De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure.

Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Stevens & De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency



THE 6TH EDITION
OF THE
SDM CLASSIC

SEPTEMBRE
5 & 6
2020

UN JOUR DE CONDUITE
REGION CONDROZ
AVEC NUITEE

2020
SDM
CLA
SSIC

goodie bag – rally plates & signage – personalised apparel limited edition

Ralph Lauren – breakfast – lunch – Taittinger apero – fancy dinner with

musical entertainment – overnight stay with breakfast

www.sdmclassic.com

« L'humain et l'économie » et quel modèle économique post-coronavirus ?

Depuis des années, et bien plus encore avec cette troisième phase de déconfinement qui entraîne la réouverture des commerces, des restaurants, des terrasses, on ne cesse de nous répéter que « l'on fait passer l'économie avant l'humain ». Or, on constate que cette crise sanitaire a déclenché un arrêt de l'économie, a fait plonger les bourses mondiales et a provoqué un chômage massif afin de protéger nos aînés et les plus fragiles de notre société. Alors que l'on pensait être entrés dans une société plus individualiste, on a prouvé que l'on était, à l'inverse, très solidaires et que l'humain était privilégié.

Néanmoins, cette crise nous amène à des réflexions sur la remise en question de notre rapport aux autres, de notre rapport au travail, sur le changement au sein de la sphère familiale, ... voire même sur le changement de notre modèle économique. Une crise est toujours un accélérateur de mutation. La crise du coronavirus ne fera pas exception. Aujourd'hui, avec la crise du Covid-19, il y a une différence importante d'avec les crises précédentes car l'on sort d'une année 2019 où le monde politique et le monde économique ont réalisé qu'un changement

était nécessaire. Cette crise survient, en effet, après un bouleversement de notre société (manifestation pour le climat, manifestation des gilets jaunes, crise politique, annonces concrètes d'entreprises cheminant vers davantage de durabilité, ...).

On peut toutefois vouloir modifier le système économique actuel mais il n'y a pas de société sans économie. Sans économie, il n'y a pas de financement pour les soins de santé, pour le logement, pour l'enseignement, pour la culture, pour les retraites... Il est nécessaire d'entreprendre, d'investir et de produire pour créer de la richesse dans un pays. Et, c'est cette capacité de production qui permet des révolutions électroniques et scientifiques successives pour le bien-être de l'humain.

Avec la crise du Covid-19 et son confinement de 6 semaines, les statistiques prédisent que 15% des entreprises pourraient faire faillite. Nombreuses sont celles qui, en effet, rencontrent des problèmes liés à la liquidité et à la continuité de leurs activités avec une diminution significative de leur chiffre d'affaires (absence ou baisse de la demande et problèmes dans les chaînes d'approvisionnement). Il s'agit d'un problème humain, pas seulement pour les actionnaires, propriétaires,

ou indépendants mais aussi pour les travailleurs. Le risque de faillite peut entraîner une pauvreté généralisée. L'économie ne s'oppose pas à l'humain, elle fait partie de l'humain.

Chez Stevens & De Munter, l'humain reste au cœur de la relation bancaire. Nous connaissons très bien nos clients grâce à la relation de confiance qui s'est tissée entre nous. Nous sommes à l'écoute de leurs besoins et leur prodiguons les conseils les plus adéquats par rapport à leur situation propre et à leur profil d'investissement. Nous gérons leurs avoirs en « bon père de famille » et les accompagnons dans la gestion de leur patrimoine global. Nos clients savent exactement ce qu'ils ont dans leur portefeuille car nous investissons leurs actifs au travers de lignes directes et non pas au travers de fonds de fonds qui sont souvent opaques et que nous ne pouvons pas contrôler. Pareil pour l'or utilisé comme valeur refuge où nous privilégions l'or au travers de trackers backés par de l'or physique, plutôt que des trackers synthétiques. Nous sommes en étroite relation avec nos clients et mettons l'accent sur la protection de leur capital.

Si l'humain fait partie de l'économie, on peut se demander ce que sera le

modèle économique de demain, une fois cette pandémie disparue ou si, au contraire, elle perdure. Peut-être devra-t-on alors apprendre à vivre avec elle ?

On parle de relocalisation de certaines productions comme solution. Serions-nous prêts à payer notre smartphone, notre ordinateur, notre voiture aux coûts de production belges ou européens ? Bon nombre de produits seraient tout simplement inabordables. Il est vrai qu'au début de la pandémie, la Belgique a fait face à une pénurie de masques et de médicaments déterminants pour combattre le virus parce qu'ils étaient fabriqués en Chine ou en Inde, là où les coûts de production sont moins élevés. On l'a vu également dans le domaine de l'alimentation où les pays qui vivent de l'importation de nourriture ont connu des pénuries alimentaires. Raison pour laquelle, de plus en plus de supermarchés belges ou européens s'approvisionnent aujourd'hui avec des produits locaux. La solution serait-elle d'arriver à une autosuffisance nationale des produits de santé et des aliments de première nécessité ? C'est peu probable. Cependant, la crise du coronavirus pourrait accélérer la tendance vers une moindre mondialisation et encourager le développement durable de nos économies. Des habitudes ont été prises lors du confinement et deviendront probablement de nouvelles habitudes de consommation.

Et que penser du développement du télétravail ? Bien que les interactions professionnelles soient source de créativité et de productivité mais également de vie sociale, d'aucuns ont pu se rendre compte à quel point le télétravail permettait de combiner « qualité de vie » et « travail ». Le



ANNE-CÉCILE ROZET

Gérante de la succursale SDM Bruxelles

Photo Cassandra Sturbois

télétravailleur a goûté au plaisir de concilier sa vie familiale et sa vie professionnelle. Des études ont prouvé que la productivité est proportionnelle au niveau de satisfaction de celui qui produit. Par ailleurs, l'absence des déplacements pendant ce confinement a eu un impact direct sur la qualité de l'air et a offert un certain répit à la planète. En outre, la digitalisation, grande gagnante dans cette crise, a favorisé à la fois le télétravail via les webinaires ou les réunions en ligne et à la fois l'E-commerce. Même les plus réfractaires à l'évolution du numérique ont été obligés de s'y soumettre, que ce soit les télétravailleurs ou les commerces. Selon le CEO de Google, Thierry Geerts, « On a pris un cours de digitalisation en deux mois qu'on aurait pris cinq ans à faire ».

Et si l'après confinement se traduisait par un renforcement des liens

sociaux, par une nécessité de retrouver l'essentiel face à une société qui nous oblige à avancer toujours plus vite ?

Cette crise va-t-elle entraîner des changements définitifs ? A quel (s) changement(s) doit-on s'attendre ? Comment imaginer un monde nouveau ? Et comment déconfiner les certitudes de chacun ? Il y a une certitude, rien ne sera plus comme avant et nous pouvons avoir l'espoir que nous ne repartirons pas tout à fait sur les mêmes bases. A suivre...

Anne-Cécile



Follow the money

Un collègue expérimenté m'a un jour surpris en me déclarant : « Investir, c'est facile, il suffit de suivre son argent ». Cette affirmation semble aberrante mais elle contient une bonne part de vérité si l'on ne se contente pas d'une lecture littérale.

Super tendances

Dans notre processus de sélection, nous concentrons principalement nos investissements en actions sur des entreprises qui participent à des super tendances. Il s'agit de tendances qui attirent plus d'investissements en raison d'une hausse structurelle de la demande. Nous en distinguons actuellement six :

Digitalisation (y compris l'intelligence artificielle (IA) et la robotisation) : presque tous les services de notre société ont recours à l'informatique – le nombre d'applications est en constante augmentation.

Durabilité

Infrastructure : pour que les 7,8 milliards d'êtres humains sur la planète bénéficient des effets positifs de la mondialisation et de la consommation de masse, des infrastructures sont nécessaires. Depuis le Moyen Âge, les villes sont le berceau de la créativité, de l'innovation et donc du progrès. C'est tout autant le cas aujourd'hui.

Outsourcing : la spécialisation est la base du progrès. Les entreprises confient de plus en plus de tâches à des prestataires de services externes spécialisés. Cela va de l'élaboration d'une « analyse » stratégique à l'exploitation du restaurant d'entreprise ou à la lutte contre les nuisibles dans l'entrepôt.

Vieillesse : l'espérance de vie de l'humanité augmente constamment en raison des progrès en soins de santé et de l'amélioration de l'hygiène de vie.

Loisirs & luxe : nous avons plus de temps libre en raison, d'une part, de l'augmentation de l'espérance de vie et, d'autre part, d'une philosophie de vie plus « milléniale ». La demande de luxe augmente à cause de la croissance de la classe moyenne. Il convient néanmoins de signaler que, dans le monde, les inégalités s'accroissent à mesure que le fossé entre les plus riches, d'une part, et la classe moyenne et les plus pauvres, d'autre part, se creuse.

Avantage concurrentiel

Nous sélectionnons en outre des entreprises qui disposent d'un avantage concurrentiel. Un tel avantage entraîne en effet un pouvoir de fixation de prix plus élevé. Cela se traduit par plus de profit, une plus grande capacité d'investissement et de Research & Development. Nous distinguons cinq sources d'avantage concurrentiel :

Actifs incorporels : une marque forte ou un brevet : p. ex., Gucci

de Kering, Sanofi.

Effets de réseau : la valeur du produit ou service s'accroît à mesure que le nombre d'utilisateurs augmente. C'est le cas de WhatsApp, de Facebook, par exemple.

Economie d'échelle : quand on est le plus grand acteur d'une industrie, on dispose d'une économie d'échelle. Cela permet d'avoir, proportionnellement, les coûts les plus bas. Ex. : AB Inbev.

Avantage en termes de coûts : lorsque les managers mettent en œuvre efficacement la stratégie planifiée par le conseil d'administration, on peut bénéficier d'un avantage supplémentaire important en termes de coûts. Cela engendre alors des marges plus élevées ou une part de marché plus importante. Colruyt en est un bon exemple.

Coûts de changement d'enseigne : si, pour un consommateur ou une entreprise, les coûts (ou les efforts) pour passer à un produit d'un concurrent sont élevés, il y a de fortes chances qu'il continue à acheter votre produit à l'avenir. Par exemple, l'intégration du système d'exploitation d'un SAP peut être longue et très complexe, si bien que l'entreprise ne passera pas facilement à un autre système.

Le marché des actions exagère généralement dans le sens négatif, mais récupère toujours

« Suivre l'argent » fonctionne en tout cas sur un marché en hausse. Mais lorsque : 1) une faille systémique est apparue dans l'économie américaine et a stimulé de manière irrationnelle la demande de résidences secondaires et tertiaires, la bonne qualité des titres de créance hypothécaire a été réduite au statut de junkbonds (crise financière majeure de 2008-2009) ; 2) la Corée du Nord lançait un missile nucléaire à longue portée au-dessus d'une péninsule japonaise (septembre 2017) ; 3) la banque centrale américaine communiquait mal au sujet de la politique en matière de taux d'intérêt (décembre 2018) ; et 4) une pandémie se déclarait : COVID-19 (mars 2020 – ...),

...la bourse chutait de quelque 10 %.

La bourse n'a pas tenu compte au préalable de ces événements. Il faut ajuster la valeur actuelle des revenus futurs des entreprises de façon adéquate. En fonction de l'impact à court terme, on parle d'une correction boursière. Celle-ci se situe entre -10 % et -20 %. Si la baisse est supérieure à -20 %, on parle d'un marché baissier.

Les traders les plus rapides peuvent – parfois – en tirer avantage. Pour la plupart des investisseurs, l'information complète arrive cependant trop tard pour pouvoir réagir de manière adéquate. Ils doivent donc subir les événements et attendre une amélioration. Il faudra être patient ! Or, à moins que vous ne puissiez prévoir les cabrioles boursières à court terme, c'est la bonne attitude à adopter. Comme le montre le graphique 1 séculaire ci-dessous. C'est dans ce sens-là que je tiens à nuancer les propos de mon cher collègue : « Suis ton argent » investi dans des entreprises structurellement plus performantes et laissez-le là.

Covid 19

Le marché des actions s'est redressé de façon spectaculaire après le marché baissier de mars-avril 2020. La COVID-19 n'exercera plus de pression déflationniste générale une fois qu'un vaccin existera. On peut s'attendre à ce que ce soit le cas début 2021. La principale conclusion à tirer est que l'effet net sur le PIB pour 2020 et 2021 pourrait ne pas provoquer de contraction du tout. En d'autres termes, les investisseurs qui regardent au-delà de 2021 tiennent déjà compte d'un scénario de croissance. C'est aussi ce qui ressort des prévisions de JP Morgan ci-dessous.

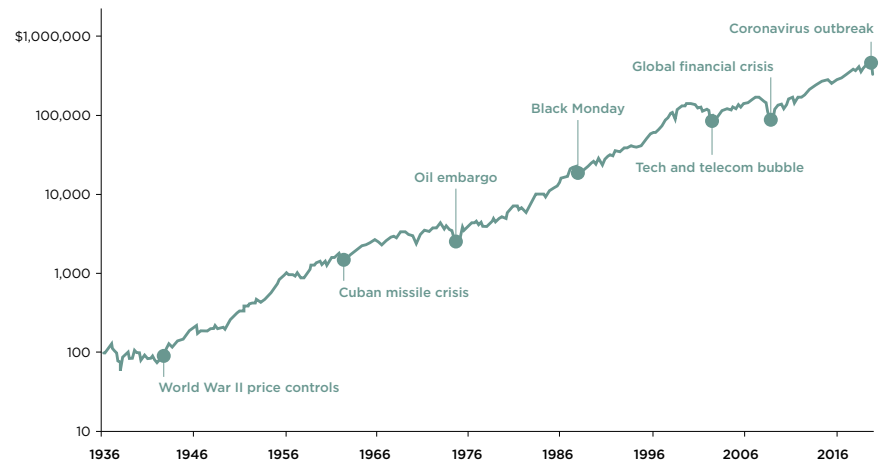
La reprise en Europe sera d'abord plus rapide grâce à notre système de chômage temporaire et d'assurance maladie publique. C'est moins le cas aux États-Unis. Il en va de même pour les prévisions de bénéfices pour 2020 et 2021. Il est aujourd'hui impossible de faire des prévisions de bénéfices précises pour une entreprise cyclique. Mais si JP Morgan (graphique 2) estime plus ou moins correctement le bénéfice moyen de toutes les entreprises sur les 7 prochains trimestres, le pire devrait être derrière nous d'ici quelques mois.

Conditions

En général, le marché estime donc qu'à une récession violente mais brève succède une reprise tout aussi spectaculaire. Les cinq

GRAPHIQUE 1 - « LES MARCHÉS EXAGÈRENT EN GÉNÉRAL MAIS SE REDRESSENT TOUJOURS »

Source : RIMES, Standard & Poor's 500 Total Return Index en USD. Période 1936 - 2020.

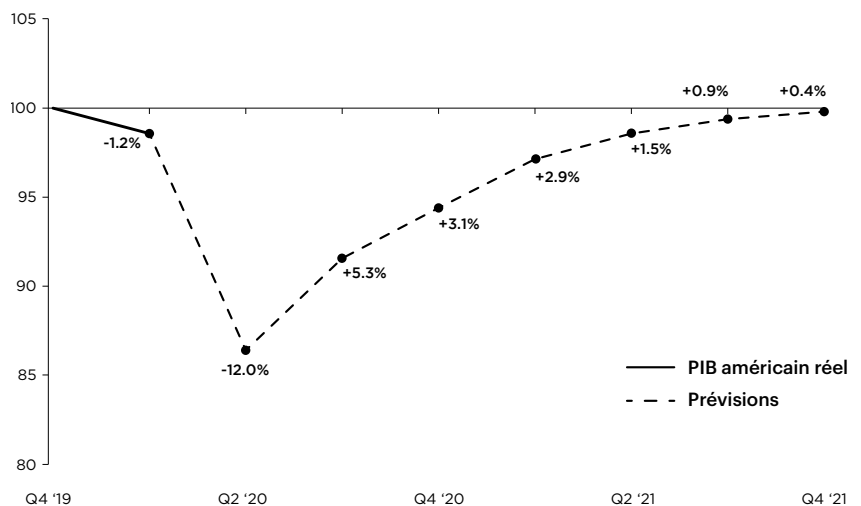


GRAPHIQUE 2 - PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Source : JP Morgan Market Watch (Mai 2020)

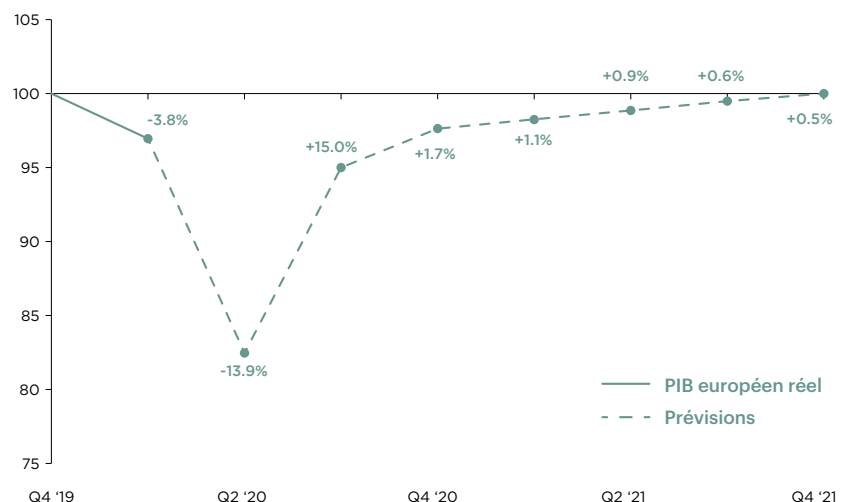
Estimations de croissance du PIB américain réel sur base trimestrielle

Niveau de l'indice, converti en 100 au T4 '19, variations en % d'un trimestre à l'autre



Estimations de croissance du PIB européen réel sur base trimestrielle

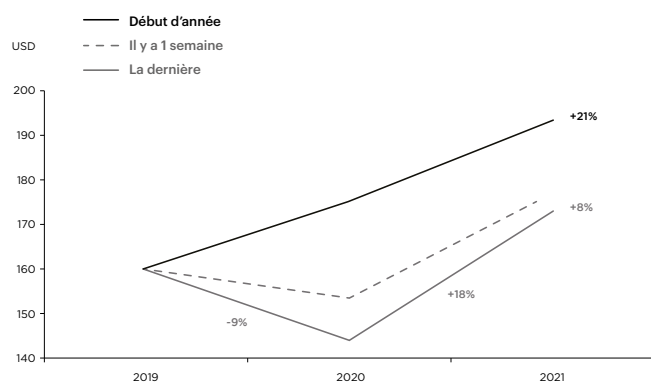
Niveau de l'indice, converti en 100 au T4 '19, variations en % d'un trimestre à l'autre



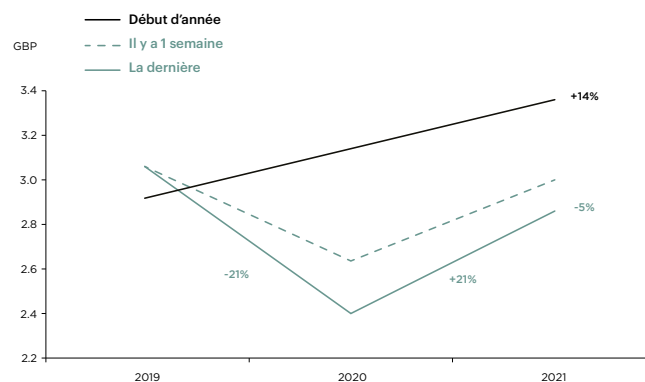
GRAPHIQUE 3 - EVOLUTION ATTENDUE DES BÉNÉFICES EN 2020-2021

JP Morgan Market Watch (Mai 2020). Données jusqu'au 14/04/2020

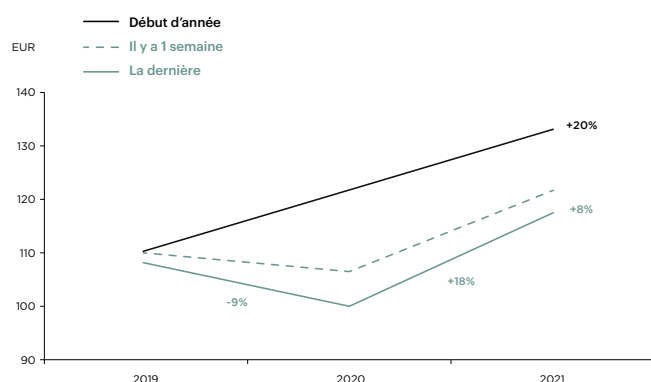
Estimations consensuelles des bénéfices par action du S&P 500



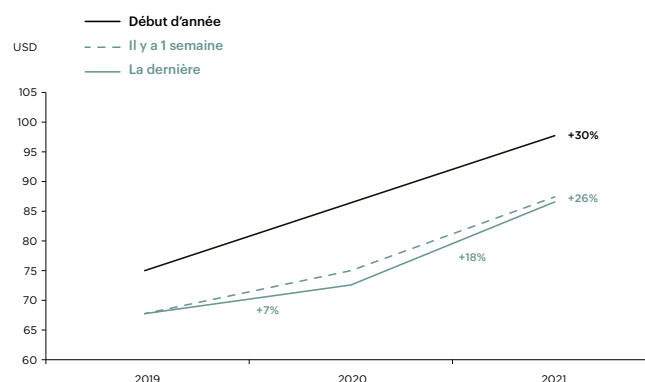
Estimations des bénéfices par action du FTSE



Estimations des bénéfices par action du MSCI Europa ex-UK



Estimations des bénéfices par action du MSCI EM



conditions pour un tel redressement rapide sont :

1. Pour le moment, les nouvelles infections à la COVID-19 doivent se stabiliser à un niveau faible afin d'éviter un deuxième confinement. Et la mise au point d'un vaccin d'ici début 2021.
2. Les autorités doivent neutraliser dès maintenant le choc de la demande en proposant un revenu de remplacement aux travailleurs et aux indépendants.
3. Les pouvoirs publics doivent dès à présent soutenir la solvabilité/liquidité des entreprises par des mesures de chômage économique, des crédits supplémentaires pour les entreprises.
4. Les autorités doivent être en mesure d'accuser des déficits importants (> 10 % du PIB) pour financer (2) et (3). Il s'agit d'éviter que le chômage augmente trop fortement et que la récession ait un impact trop déflationniste sur le système.
5. Les banques centrales devraient racheter massivement de nouvelles dettes publiques. D'une part parce que la COVID-19 est une crise qui ne peut être imputée à personne. Et d'autre part, parce que c'est aux banques centrales d'assurer la stabilité.

Attention : il existe deux définitions différentes du terme « reprise » :

- retour au niveau pré-corona du PIB/habitant, du taux de chômage ;
- retour à une hausse durable du PIB/habitant ou une baisse du chômage après qu'il ait atteint son niveau relatif le plus bas.

La bourse applique la deuxième définition, tandis que plusieurs macro-économistes utilisent la première. Les conditions 2, 3, 4 et 5 sont remplies depuis +/- le 18 mars. La première condition semble également être remplie étant donné que les mesures de confinement ont été largement levées depuis le 8 juin. La bourse a donc pu se redresser de façon spectaculaire (graphique 4).

Les pessimistes affirment

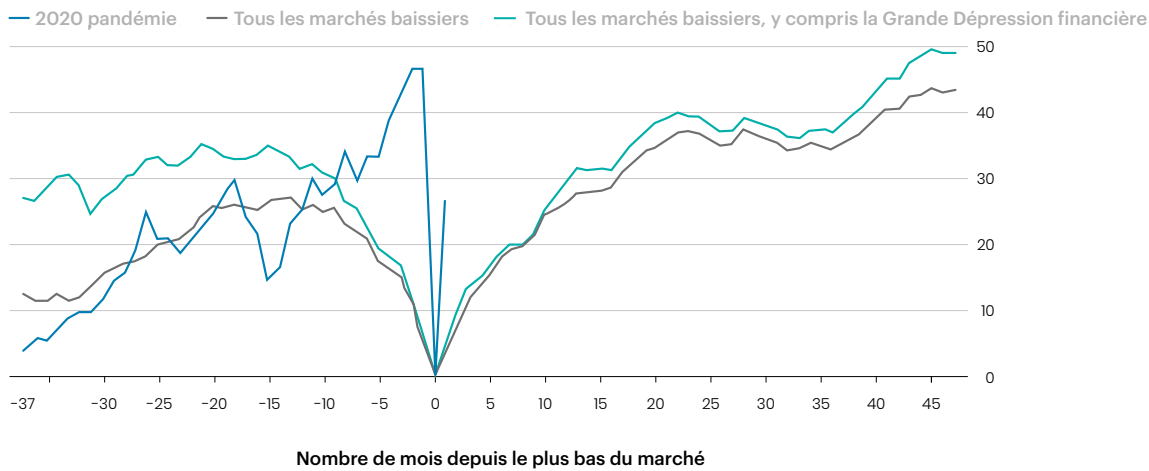
L'extrapolation de la pléthore actuelle de faits négatifs conduit à des perspectives négatives à court terme. « Nous n'avons encore jamais connu ça. » D'un point de vue statistique, une reprise fondamentale ne commencera que dans les 5 à 10 mois. Une reprise en forme de « V » est extrêmement rare.

Les optimistes affirment

GRAPHIQUE 4 - COMMENT L'HISTOIRE A RÉTABLI LE MARCHÉ

Rendements cumulés des bottoms des marchés baissiers à partir de 1870 (%)

Source : FT et Société Générale



1) Cette crise a une origine exogène. La pandémie est progressivement jugulée, il n'y aura pas de deuxième confinement ; dans quelques mois, les choses reprendront leur cours normal. 2) Le soutien des pouvoirs publics et des banques centrales est énorme et fructueux. 3) La bourse en général comprend des secteurs cycliques tels que le tourisme, l'horeca, les banques, qui seront exceptionnellement touchés en 2020 et perturberont fortement la moyenne globale à la baisse. Si vous n'investissez pas dans ces secteurs, la valorisation de 2021 ne devrait pas forcément être aussi élevée qu'il y paraît à première vue.

20 % de dettes publiques en plus

Pour un bon père de famille, la récente création de dette publique d'environ 1 000 milliards semble excessivement élevée. Mais comme il s'agit d'une crise qui n'est imputable à personne, les banques centrales et les gouvernements comprennent bien que ces dettes COVID-19 achetées massivement peuvent rester longtemps dans les bilans des banques centrales. Ces dernières ont effet aussi le devoir de maintenir la stabilité du système financier. Si elles ne rachètent pas les dettes COVID-19, la grande dépression de 1931 pourrait se répéter. Le préjudice financier et économique serait alors bien plus important.

Étant donné que ces dettes sont presque toutes émises à des taux d'intérêt réels négatifs, elles ne coûtent rien au débiteur dont les revenus augmentent avec l'inflation en termes réels. Et il n'a pas à se soucier du remboursement. Le créancier (la banque centrale) dispose de moyens illimités et continuera à se refinancer. Si l'inflation augmente malgré tout en raison de cette création massive

d'argent, l'opération sera encore moins chère pour le débiteur. Ce sera au créancier de s'en préoccuper : il a de toute manière créé l'argent à partir de rien.

Cependant, les agences de notation de crédit continueront à tenir compte du taux d'endettement par rapport au PIB. Même si les dettes sont contractées auprès de créanciers patients, la solvabilité de l'Italie et de l'Espagne régressera fortement en raison des dettes supplémentaires. Du moins, dans la mesure où les dettes COVID-19 ne sont pas mutualisées dans un contexte européen.

En ce qui concerne ce dernier point, la décision d'Angela Merkel & Emmanuel Macron du 18 mai constitue un pas historique dans la bonne direction. Ils proposent aux 27 États membres de mettre en place un fonds de relance de 750 milliards d'euros au sein de l'Union européenne :

- Qui est financé par des dettes émises par l'Union européenne (et non par les États membres).
- Qui accorde des subventions non remboursables (« grants »). Celles-ci ne sont pas réparties proportionnellement, mais sur la base des dommages causés par la COVID et de la solvabilité. Elles ne font pas augmenter la dette de l'État membre bénéficiaire.
- Qui est remboursé au cours de la période 2028-2058 en augmentant temporairement les contributions des États membres à l'Union européenne du fameux 1 % – que Margaret Thatcher jugeait déjà trop élevé – à 2 %.

Le risque d'une nouvelle crise de la dette souveraine de la zone

Pour un bon père de famille, la récente création de dette publique d'environ 1 000 milliards semble excessivement élevée. Mais comme il s'agit d'une crise qui n'est imputable à personne, les banques centrales et les gouvernements comprennent bien que ces dettes COVID-19 achetées massivement peuvent rester longtemps dans les bilans des banques centrales.

euro a incontestablement augmenté, mais génère beaucoup moins de pression qu'en 2012.

Visibilité

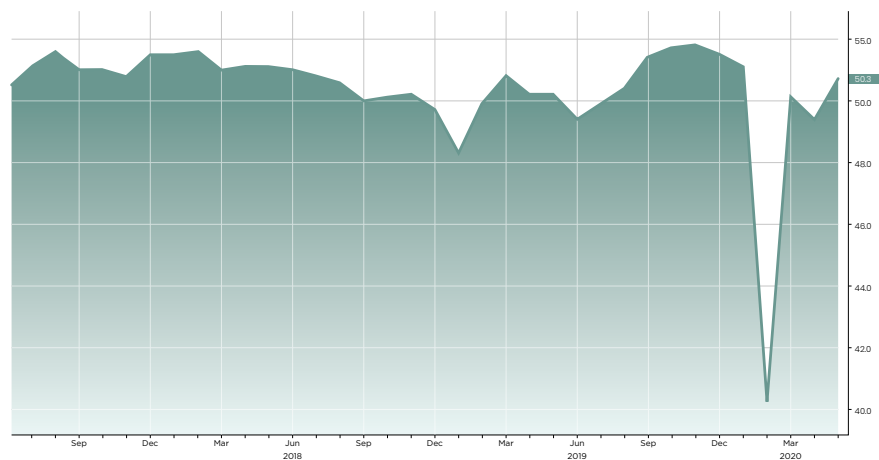
Alors que la visibilité est toujours au plus bas au début d'une crise, elle augmente lentement mais sûrement par la suite. En réalité, la Chine est désormais l'indicateur précurseur pour l'Europe et nous le serons pour les États-Unis.

En Chine, nous constatons en mars une reprise spectaculaire des indicateurs PMI de Caixin, tant pour l'industrie que pour le secteur des services.

Nous n'observons pas ici une reprise en forme de V, de U, de L, de W ou de Swoosh, mais en forme de I. Ce constat augmente les chances d'une reprise globale rapide également pour l'Europe et les États-Unis, si cette tendance se poursuit. •

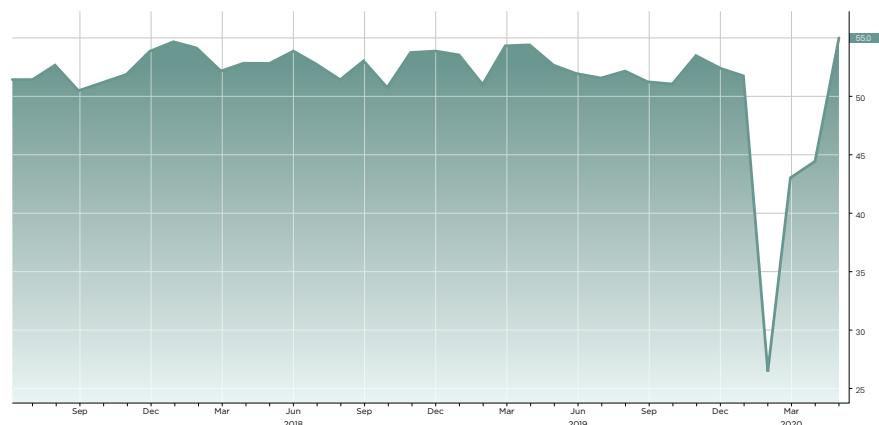
GRAPHIQUE 5 - INDICATEUR PRÉCURSEUR EN CHINE POUR L'INDUSTRIE (CAIXIN)

Source : Bloomberg



GRAPHIQUE 5 - INDICATEUR PRÉCURSEUR EN CHINE POUR LES SERVICES (CAIXIN)

Source : Bloomberg



A *Goldilocks* scenario

GOLD PRICES ARE BACK AT LEVELS NOT SEEN SINCE 2012. WHILST THIS PRECIOUS METAL IS QUITE VOLATILE, IT DOES PLAY AN IMPORTANT ROLE IN A DIVERSIFIED INVESTMENT PORTFOLIO AS IT PROTECTS AGAINST DEFAULTS, INFLATION AND GEOPOLITICAL EVENTS. WHAT ARE THE DRIVERS BEHIND GOLD PRICES TODAY? ARE THEY HERE TO STAY OR IS IT TIME TO TAKE PROFIT?

The highest level recorded was on the 5th of September 2011 where the precious metal reached USD 1,900 per Ounce. This was during the European debt crisis and S&P's downgrade of the United States' credit rating. Today's gold prices are close to their all-time highs and analysts expect gold prices to keep climbing.

What drives gold prices?

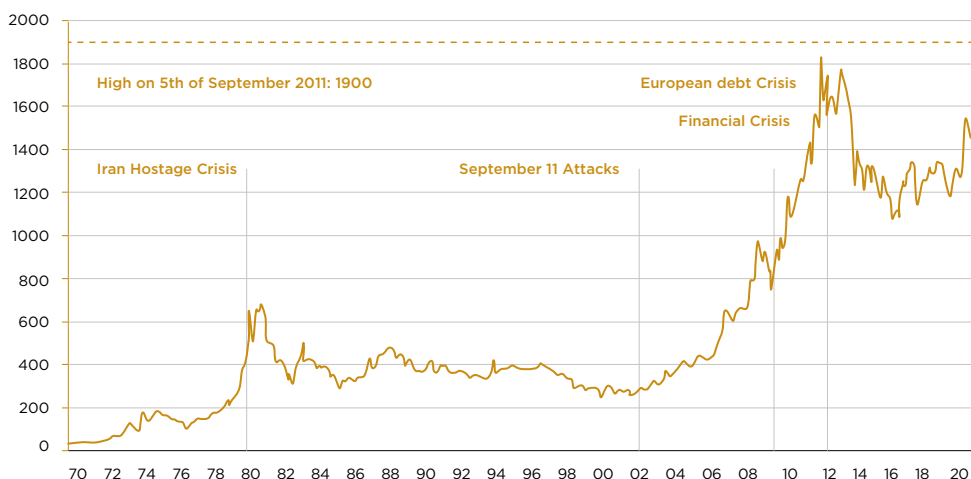
Similar to other commodities, this precious metal is impacted by supply and demand. With gold, it is in particular the demand side that determinates the price. Buyers of gold are Central Banks, companies who need it in their production process as well as individuals. Various factors impact the individual demand for gold and the importance of these factors change over time.

Gold prices usually rise during geopolitical crisis. Indeed, gold acts as a safe haven during times of high uncertainty as we are experiencing today. The fear of the COVID-19 virus as well as the economic impact from lockdowns have led to prices not seen since 2012. In graph 1, you can see how gold prices rise sharply during times of major crises such as the banking crisis in 2008. The key reason is that gold doesn't default and hence offers a safe place for storage.

GRAPH 1: GOLD ACTS A SAFE HAVEN IN TIMES OF STRESS

Historical Gold Spot Prices

Source: SDM, Bloomberg, monthly price data as of 25 June 2020

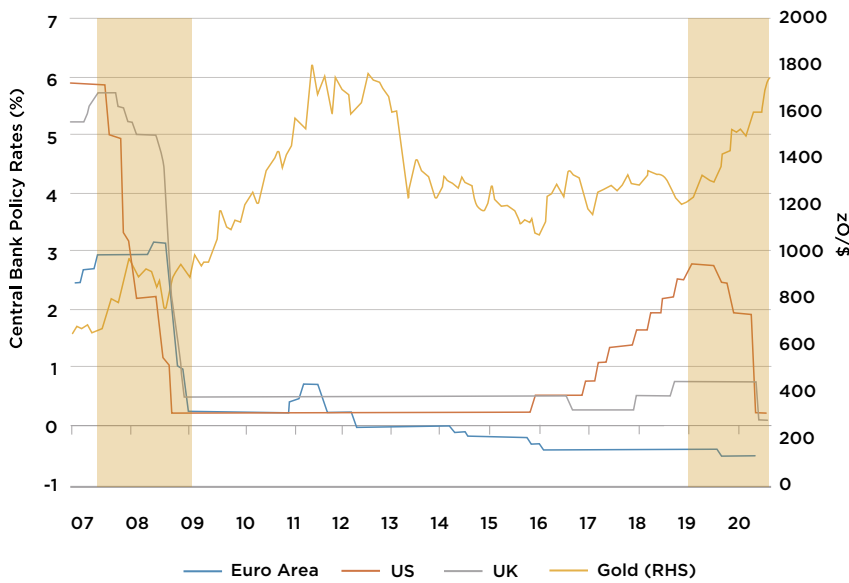


One of gold's biggest disadvantage is that it provides no income unlike bonds or stocks. However this has become increasingly irrelevant as government bonds have low or even negative yields. If assets with default risk pay you nothing in real terms, then it is better to hold gold.

"Gold is money, everything else is credit." John Pierpont Morgan

GRAPH 2

Source: SDM, Bloomberg, Euro Area: ECB deposit rate, U.S.: Federal Funds Upper Bound Target Rate, U.K.: Bank Rate, Gold: monthly spot price data as of 25 June 2020.

**Why are interest rates so low?**

Central banks have a mandate to create price stability, which generally means a level of inflation around 2% over a long term horizon. They can reduce their policy rates as well as purchase financial assets to stimulate the economy and avoid deflationary pressures. The graph on the left illustrates the two most recent periods where the FED, ECB and BOE reduced their rates (see shaded areas). This has led to an increased demand for gold.

Hence today's gold prices are high mainly because the coronavirus is causing severe economic damage and because rates are very low, offering not much of an alternative to investors who are seeking safety.

How does gold's future look like once the pandemic is under control? One other factor we haven't discussed yet is inflation. Indeed, inflation expectations are an important driver for gold prices. When inflation expectations are high, investors avoid traditional fixed income securities with fixed rates as their income will be eroded by rising asset prices. What are today's inflation expectations? One good indicator is the 10 Year US breakeven rate, which measures the difference between the yield on a 10 year Treasury Bond and Treasury Inflation Protected Security. One key factor driving inflation expectations are oil prices, as they feed through into lower fuel and energy prices which are taken into account in the CPI data. Hence if you expect oil to rise, inflation is likely to follow.

However, in 2019 inflation expectations and gold prices decoupled. The heightened political tensions between the US and China as well as the Fed cutting its target rate from 2.5% to 0.25%, increased the demand for gold. In contrast, inflation expectations fell together with oil prices, which declined

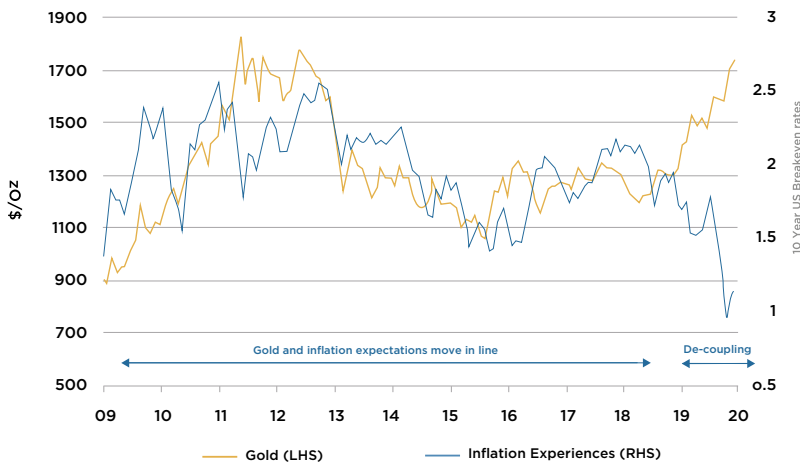
sharply due to a combination of lower demand due to lower economic activity with higher supply as Russia rejected a plan by Saudi Arabia and OPEC countries to cut production.



Graph 3 illustrates how inflation expectations moved in line with gold prices over the last 10 years. Today 10 year US breakeven rates, which are a good estimate of inflation expectations, are close to 1%, their lowest since 2009.

GRAPH 3: INFLATION EXPECTATIONS DRIVE GOLD PRICES ABSENT FROM GLOBAL CRISIS OR UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY

Source: SDM, Bloomberg, monthly price data as of 25 June 2020

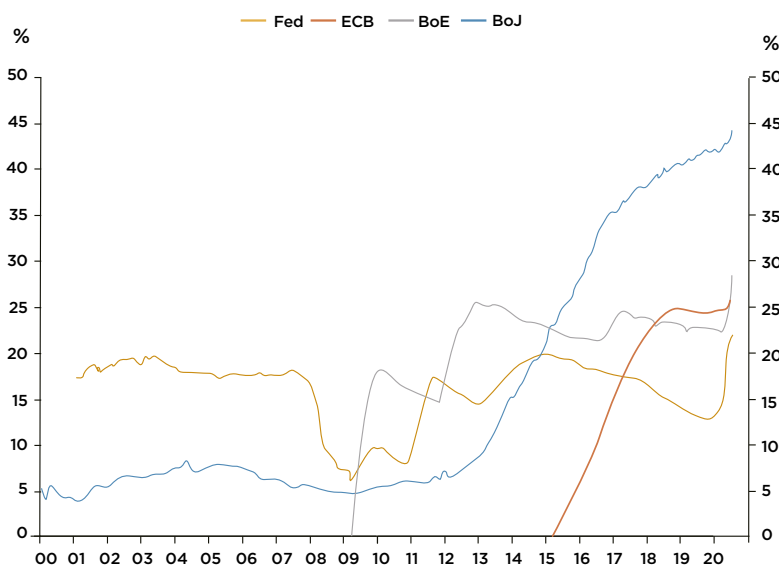


With Central Banks across the world printing trillions of dollars to stimulate the economy, we expect higher inflation over the medium term. Central banks are financing their governments to levels not seen even during the financial crisis. Currently the Bank of Japan holds up to 45% of the local government bonds - a level other central banks might reach if they continue at this pace.

Governments eventually will need to repay their massive amounts of debts. It's highly likely that central banks will keep their policy rates low so the cost of borrowing remains equally low to stimulate growth whilst reverting to a healthy level of inflation. Going forward, we expect that the virus will gradually become under control but probably only after a second lockdown. Hence the fear factor that is causing gold to rise will tail off but the inflation fears will recede as the demand for oil will rise thanks to a pick-up in the economic activity.

GRAPH 4: CENTRAL BANK OWNERSHIP OF DOMESTIC GOVERNMENT DEBT

Source: Deutsche Bank Research, June 2020



Major banks such as Citigroup and Goldman Sachs predict prices of \$2,000/ounce with the Bank of America even targeting \$3,000/ounce for 2021. The combination of the economic damage created by the virus, the massive debt burden, the elevated risks of corporate and government defaults as well as the prospect of higher inflation leads us to continue to be optimistic about gold.

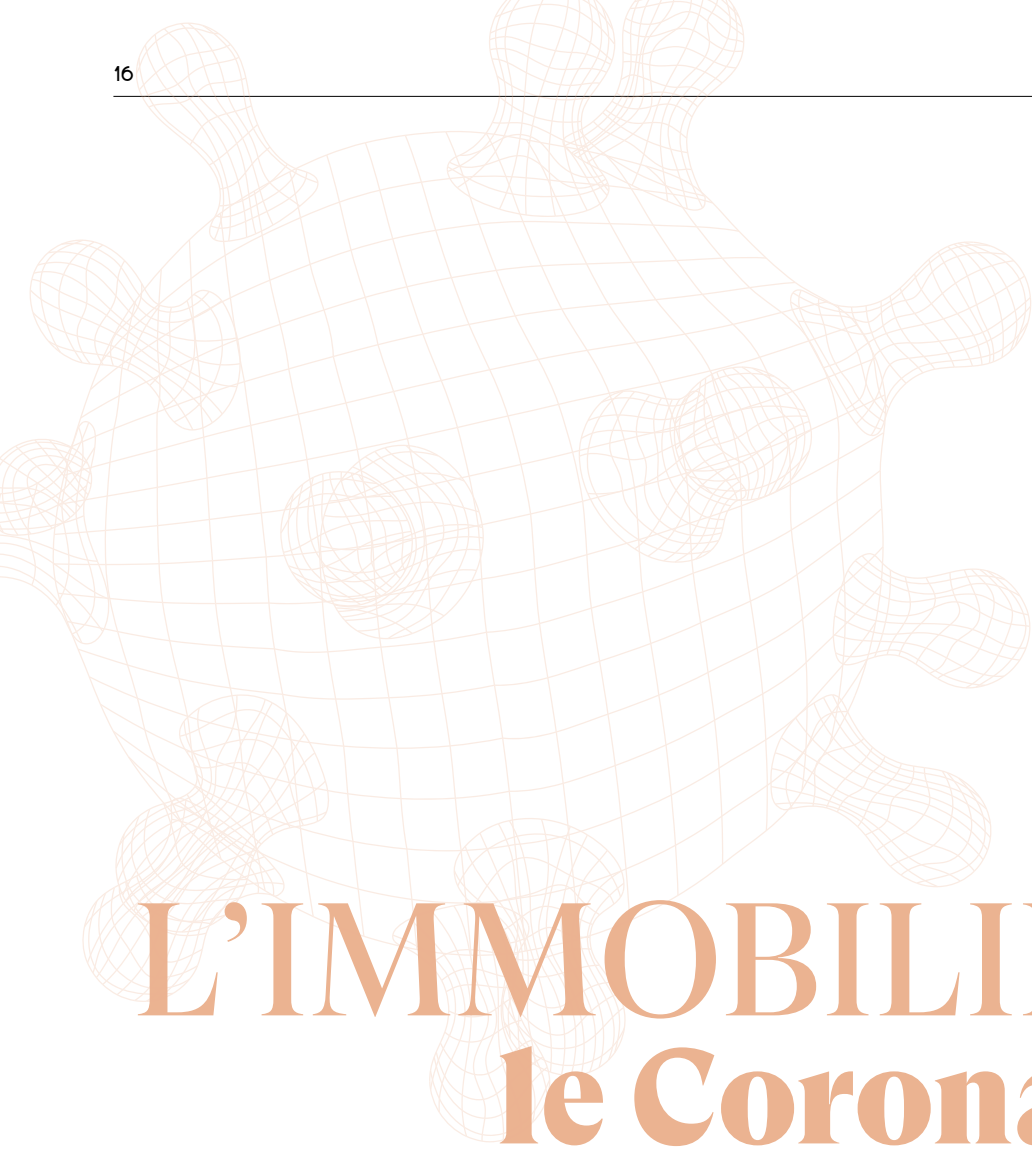


Every individual is a potential gold buyer, although he may not need the gold.

It may be added to the store of personal wealth, and passed from generation to generation as an object of family wealth.

There is no other economic good as marketable as gold.

- Hans F. Sennholz.



L'IMMOBILIER ET le Corona

Votre immobilier est-il à l'épreuve du coronavirus ?

L'apparition du coronavirus et surtout les mesures pour lutter contre sa propagation ont mis involontairement en lumière deux différences. Alors que les agents immobiliers et les notaires ont été contraints de cesser temporairement leur activité, l'investisseur immobilier coté en bourse a pu, quant à lui, acheter et vendre à sa guise n'importe quelle société immobilière réglementée belge (SIR). Quiconque avait un besoin urgent de liquidités était incapable de monnayer ses briques. Celles et ceux qui voulaient investir leurs liquidités dans des biens immobiliers directs n'ont pu le faire non plus. Les promoteurs immobiliers intelligents ont certes vendu leur bâtiment neuf

via des canaux numériques, mais le nombre de transactions a brutalement chuté.

Il n'en va pas de même pour les biens immobiliers cotés en bourse. La volatilité y a augmenté, ce qui est l'inconvénient majeur des SIR. À long terme, c'est principalement l'offre et la demande de biens immobiliers qui détermineront l'évolution des prix. Elles ne sont pas les mêmes pour tous les types de biens immobiliers. Nous commencerons par l'immobilier résidentiel physique, avant d'examiner l'immobilier coté en bourse en nous basant sur quelques SIR concrètes.



D'une année record pour le marché du logement belge à des baisses de prix...

En 2019, le marché belge du logement a battu presque tous les records ; les conséquences du bon climat économique, des taux d'intérêt bas et du nombre toujours croissant de ménages. Le baromètre des notaires a indiqué une hausse de près de 9 % des transactions ainsi que des augmentations de prix de plus de 3,5 % dans chaque région et pour chaque type de bien immobilier résidentiel. Les appartements en région bruxelloise se sont avérés être les plus concernés avec une augmentation moyenne des prix de 5,7 %. Au cours des deux premiers mois de cette année, le marché a conservé le même rythme. Et pourtant... Au premier trimestre, le nombre de transactions a baissé de près de 8 %, alors même que le confinement n'avait commencé officiellement que le 18 mars.

En Flandre en particulier, et plus précisément dans la province d'Anvers, le marché immobilier a été au point mort, avec respectivement 10 % et 14,5 % de transactions en moins qu'au cours de la même période l'année dernière. Les hausses de prix des habitations ont quelque peu stagné, mais les appartements ont connu une augmentation moyenne de prix de plus de 5 % dans toute la Belgique. Pour connaître l'incidence réelle du confinement sur les prix de l'immobilier, il faudra encore patienter un certain temps. Une première indication de l'impact sur les prix proviendra du rapport pour le deuxième trimestre.



... mais pas d'effondrement en prévision grâce à des moteurs favorables à la demande sur le long terme

Divers économistes de l'immobilier supposent que les prix réels de l'immobilier en Belgique vont baisser cette année. Ce ne serait que la troisième fois en 40 ans environ. C'est surtout l'impact des mesures de confinement sur le revenu disponible du Belge qui se fera sentir. La crainte d'une éventuelle deuxième vague de contaminations peut également inciter les gens à reporter leur achat. Les modèles ne prévoient pas d'effondrement du marché du logement. Les taux d'intérêt qui restent bas soutiennent la demande, surtout pour l'immobilier d'investissement. Si les acheteurs retardent l'acquisition de leur première habitation, la demande de logements locatifs augmentera. Les loyers ne devraient pas diminuer, et pourraient même augmenter dans les premiers mois suivant la réouverture de l'économie. Dans le contexte européen, le marché immobilier belge va une fois de plus exceller en matière de stabilité relative.



Appartements et bureaux cotés en bourse

Les personnes désireuses d'investir dans l'immobilier peuvent ne pas avoir le temps, l'envie ou les connaissances nécessaires pour s'occuper de l'achat et de la location d'un appartement. Si vous êtes également dans ce cas, il est préférable d'investir dans une société immobilière réglementée (SIR) bien gérée. Avec le même budget d'investissement, vous pouvez mieux diversifier et répartir les risques. Une équipe professionnelle fait, en outre, tout le travail pour vous. Si, par exemple, vous investissiez dans des actions de Home Invest Belgium, vous achèteriez une fraction d'un portefeuille d'appartements d'un peu plus de 600 millions d'euros au total. En effet, près de 65 % de l'exposition du portefeuille reste concentrée sur la région bruxelloise. Le marché locatif bruxellois est fortement dépendant des expatriés, qui peuvent rentrer chez eux plus rapidement en période de coronavirus. Nous n'attendons pas trop d'impact négatif de ce côté-là. De plus, Home Invest se diversifie désormais aux Pays-Bas, en étant sous une nouvelle direction.

Par ailleurs, le marché des bureaux et de l'immobilier commercial est dans une situation difficile. La demande d'espace de bureau était déjà sous pression avant le coronavirus en raison de l'utilisation accrue de la digitalisation et de la diminution du

du personnel ; c'est principalement le cas pour le secteur bancaire ou l'administration publique. La tendance vers plus de bureaux ouverts et de postes de travail flexibles assure également une gestion plus efficace de l'espace de bureau existant. Cela pèse sur la demande. Enfin, les locataires ont des exigences très élevées en matière d'économie d'énergie.

La rénovation des anciens bureaux est très onéreuse et crée une inoccupation temporaire dans le portefeuille. Souvent, une démolition et une reconstruction complètes sont plus intéressantes qu'une rénovation. Juste au moment où le marché locatif des bureaux se redressait peu à peu, un confinement est venu s'ajouter aux difficultés.

Notre espace de bureaux a tout à coup déménagé dans notre salon ou une autre pièce de la maison. La technologie nécessaire existait depuis longtemps déjà et est désormais utilisée de façon plus intense. Bien que les baux continuent à courir, Befimmo a annulé ses perspectives de croissance qu'elle avait communiquées précédemment au sujet de ses résultats et du dividende. Par prudence, Befimmo limitera le dividende au minimum réglementé selon le statut de SIR. Cette prudence est nécessaire. Toute personne qui investit dans des bureaux devra, à l'avenir, tenir compte de la possibilité de baux plus courts, de loyers au m² plus bas et d'une demande moindre en surfaces de bureaux (surtout de grande taille). La récente tendance au coworking est désormais aussi sous pression.

L'immobilier commercial dans l'œil du cyclone Corona

À l'instar des bureaux, l'immobilier commercial connaissait déjà des difficultés avant la pandémie de coronavirus. La popularité de l'e-commerce exerce une pression sur la rentabilité des commerçants depuis plusieurs années. Une opportunité pour les grandes chaînes de magasins de renégocier leurs loyers ou de déménager dans des locaux plus petits. Les commerçants qui agissent trop tard prennent davantage de risques. Là encore, l'impact du confinement vient empirer les choses.

On le perçoit sur deux fronts : 1) la fermeture complète de tous les magasins (en dehors des supermarchés) et, ce, pendant plusieurs semaines 2) le client qui opère ses achats en ligne.

Divers commerçants ayant dû fermer leurs portes ont, en même temps, cessé de payer leur loyer. Même si, d'un point de vue juridique, le propriétaire est dans ses droits, il a tout intérêt à geler temporairement le paiement du loyer. En fin de compte, l'idéal est de parvenir à un compromis aux termes duquel le locataire ne serait plus tenu de payer tout le loyer directement mais bien de ne payer qu'une partie du loyer pour les mois d'avril et de mai, ou aurait la possibilité de postposer le paiement de celui-ci. Si un propriétaire

n'accepte pas ce compromis, il y a de fortes chances qu'à terme, il voit ses locataires disparaître pour cause de faillite ou simplement par mécontentement. Les centres commerciaux du centre-ville sont particulièrement vulnérables. L'offre de magasins axée sur la mode y est importante, l'accessibilité n'est pas idéale et les places de parking sont limitées et coûteuses. Retail Estates, propriétaire de magasins situés en périphérie, a sciemment opté pour une plus grande diversification, loin d'une focalisation unique sur la mode. Le magasin Brantano, actif précisément dans la mode, est un locataire en difficulté. Bien que la clientèle de Retail Estates soit bien diversifiée, la proportion de Brantano dans ses revenus locatifs s'élève à un peu plus de 3%.

Retail Estates dispose de liquidités suffisantes pour supporter une période de trois mois de défauts de paiement. Elle pourrait en récupérer une partie dans les mois à venir. À plus long terme, on peut cependant être confronté à des taux d'inoccupation plus élevés et à une baisse des loyers au m². Avec son portefeuille de magasins en périphérie, Retail Estates pourra, par exemple, mieux y résister que QrF City Retail. Le portefeuille de QrF se compose principalement d'immeubles situés en plein centre-ville. Plusieurs d'entre eux se trouvent en dehors des principaux centres commerciaux du pays.



Chasseurs de primes

Depuis son introduction en bourse en 1998, Retail Estates a connu une forte croissance. Le portefeuille immobilier est passé de 32 millions d'euros à plus de 1,6 milliard d'euros à la fin du mois de septembre de l'année dernière. Un track record respectable. Celui-ci a également été remarqué et apprécié par la bourse. En témoignage, d'ailleurs, la prime par rapport à la valeur de l'actif nette du portefeuille immobilier. En d'autres termes, les investisseurs ont estimé que la société Retail Estates valait bien plus que l'aspect immobilier dans le portefeuille. Alors que les investisseurs immobiliers de magasins situés en périphérie s'attendent à un rendement d'environ 6,5 %, ceux qui réalisent des investissements dans des magasins de périphérie cotés en bourse se contentent d'un

rendement inférieur. Ils justifient ces rendements plus faibles (et donc la valorisation plus élevée de la SIR) par la perspective d'une croissance du portefeuille immobilier et donc également celle des futurs bénéfices par action. Cette croissance était bien au rendez-vous, surtout grâce aux taux d'intérêt plus bas.

Une SIR finance son portefeuille grâce à une combinaison de dettes et de fonds propres, en général dans un rapport 50/50. Ces dernières années, le financement de la dette est devenu de moins en moins coûteux grâce à la baisse continue des taux d'intérêt. Mais le financement en fonds propres est également devenu meilleur marché. Si le cours de l'action de la SIR cote avec une prime, cette dernière permet de financer la croissance externe avec de nouvelles actions à un meilleur coût. Les investisseurs peuvent, en effet, souscrire à ces nouvelles actions à un prix inférieur au cours de bourse réel. La SIR finance à son tour l'achat du nouvel immeuble par des actions cotées avec une prime au regard de la valeur et du prix du bien immobilier à acheter. Le vendeur de l'immeuble peut recevoir de nouvelles actions au lieu du cash et éviter de la sorte l'impôt sur les plus-values. Ainsi, tout le monde est content.

La croissance soutient la prime et la prime soutient la croissance

La prime est soutenue par de bonnes perspectives de croissance et, à son tour, la prime rend la croissance future moins onéreuse. Prime et croissance se renforcent donc mutuellement. Jusqu'à ce qu'une pandémie bouleverse complètement la situation existante... Aujourd'hui, Retail Estates cote avec une réduction limitée par rapport à la dernière VNI calculée. Cela complique le financement par de nouvelles actions et met en toute logique un frein à la stratégie de croissance externe. Comme mentionné ci-dessus, cette stratégie de croissance est passée au second plan. Les locataires qui suspendent le paiement de leur loyer, ceux qui ont des difficultés financières, l'éventuelle pression sur la valorisation déterminent aujourd'hui les points à l'ordre du jour du CEO Jan De Nys. À l'heure actuelle, nous ne voyons pas non plus beaucoup de raisons de payer une prime au regard de la VNI de 63 euros par action de Retail Estates. En ce moment, vous percevez un rendement sur dividendes de 7,5 % ; la croissance moyenne du dividende de 7 % au cours des dernières années nous semble être de l'histoire ancienne pour un bon moment.

Retail Estates n'a pas été la seule SIR à la bourse de Bruxelles à coter avec une prime considérable par rapport au calcul de la VNI par action. Les acteurs logistiques Montea et WDP ainsi que les investisseurs dans le secteur des maisons de repos et de soins Aedifica et Care Property Invest utilisent aussi souvent leur valorisation pour financer des acquisitions avec de nouvelles actions. En avril, Aedifica a ainsi renforcé son bilan, l'acquisition de la société finlandaise Hoivatilat étant bouclée. Alors que le secteur des maisons de repos et de soins était en première ligne pendant la crise du coronavirus, Aedifica et Care Property Invest se sont révélées plutôt immunisées en bourse contre cette situation. Les prix les plus élevés enregistrés juste avant l'épidémie de COVID-19 ne figurent plus dans les tableaux des cours. Néanmoins, l'immobilier logistique comme celui de la santé continue à sortir gagnant du secteur immobilier.

Tant chez les exploitants de maisons de repos et de soins que chez les investisseurs immobiliers, nous voyons encore suffisamment de possibilités de croissance en raison du vieillissement de la population. Ce secteur très fragmenté a encore un potentiel de consolidation suffisant. La demande de biens immobiliers logistiques reste également forte. L'évolution de notre comportement d'achat vers l'e-commerce demeurera le principal moteur de l'immobilier logistique dans les années à venir. Ici aussi, nous constatons un renforcement de la tendance. En revanche, pour l'immobilier des secteurs de la santé et de la logistique, ces tendances jouent en faveur de l'investisseur immobilier. •





LE CORONAVIRUS

le supraconducteur du secteur technologique

Si de nombreuses entreprises souffrent de l'épidémie de coronavirus, il y a également des gagnants, tels que les entreprises technologiques. **Cette crise sanitaire a en effet rendu les gens plus dépendants de la technologie.** Les exemples sont légion : les réunions que nous organisons au bureau se font désormais par Skype ou Teams (Microsoft), les achats que nous effectuons dans un magasin physique se font maintenant sur Bol.com et Amazon.com. L'épidémie de COVID-19 a accéléré la tendance numérique. « Une transformation numérique a eu lieu en l'espace de deux mois, alors qu'elle prendrait normalement deux ans », explique Satya Nadella (CEO de Microsoft). La technologie joue donc un rôle encore plus important dans la société. Et cela se reflète également dans les prix des actions. Le 9 juin, l'indice technologique Nasdaq a clôturé à plus de 10 000 points, le plus haut niveau jamais atteint.

Quel est l'impact sur notre stratégie d'investissement ?

Nous continuons à avoir une préférence pour le secteur technologique. Les entreprises technologiques ont encore un fort potentiel de croissance. Les tendances observées depuis des années passent maintenant à la vitesse supérieure. Lorsque le confinement sera terminé, nous ne reviendrons pas à la situation pré-COVID. Nous nous attendons à un effet durable en faveur des entreprises technologiques.

Pourquoi ces entreprises restent-elles attractives ?

1 La majorité des entreprises susmentionnées sont en situation de quasi-monopole. Elles bénéficient d'effets de réseau et d'économies d'échelle difficiles à reproduire.

Dans les années 1990 et 2000, le ministère de la Justice des États-Unis (Department of Justice, « DOJ ») a intenté, sans succès, des poursuites antitrust contre Microsoft. L'affaire *United States v. Microsoft Corporation* a constitué un précédent important pour la Silicon Valley. L'objet de ce procès était de savoir si Microsoft était autorisée à regrouper Microsoft Windows avec Internet Explorer. Microsoft et le DOJ sont finalement parvenus à un accord.

Microsoft a été autorisée à continuer à regrouper des logiciels, comme Internet Explorer, avec Windows. De cette manière, il était pratiquement impossible pour les petits navigateurs Web comme Netscape Navigator de concurrencer Internet Explorer.

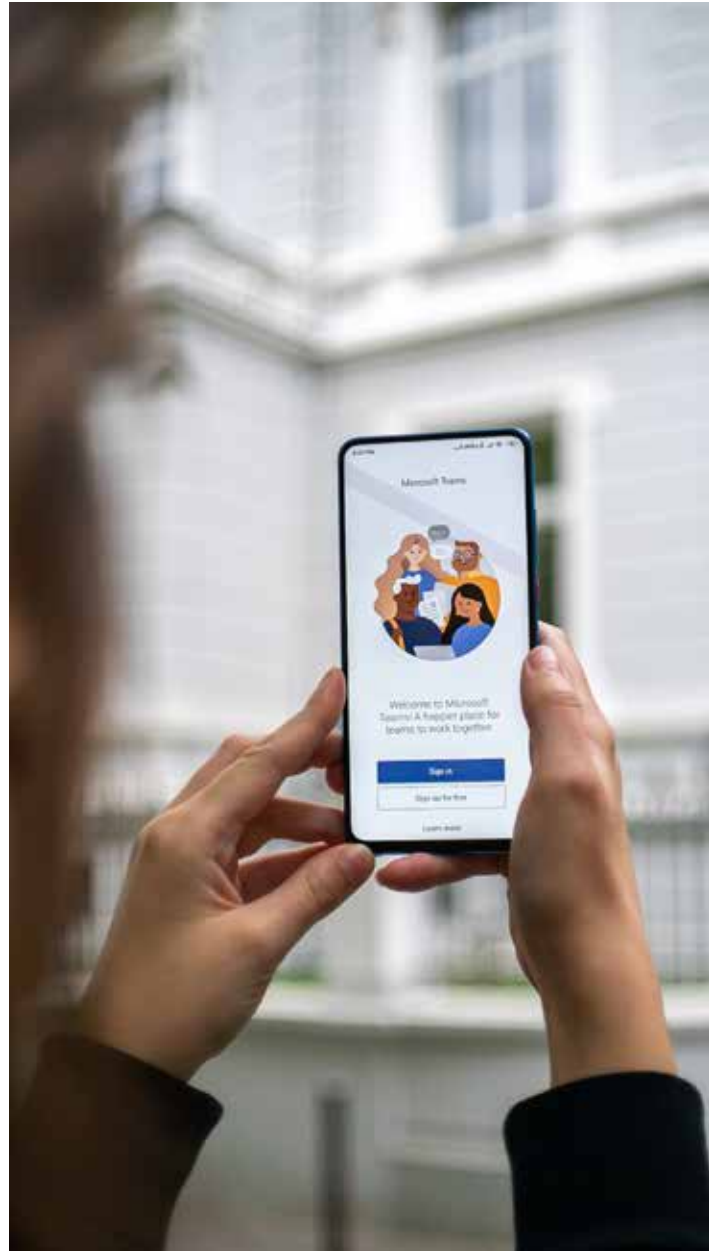
Cette stratégie de regroupement est aujourd'hui appliquée par tous les géants de la technologie, ce qui renforce les monopoles.

2 Ces entreprises sont actives sur des marchés à croissance rapide. La plupart d'entre elles ont en outre un business model « asset-light ». Un utilisateur supplémentaire d'Office 365 ne coûte presque rien à Microsoft. Ce modèle commercial est donc très évolutif. Les choses sont différentes pour un hôtel, par exemple, où il faut prévoir une chambre en plus pour chaque client supplémentaire.

Un tel business model flexible conduit à de solides chiffres sous-jacents : un rendement élevé sur les capitaux investis, un faible endettement, des revenus récurrents et une forte croissance.

3 Ces actions obtiennent de bons résultats en présence ou en absence d'inflation. Bien que l'inflation ne soit pas une préoccupation majeure pour le moment, nous sommes toujours à la recherche d'actions capables de réaliser de bonnes performances dans toutes les circonstances économiques. En période d'inflation, les actions ayant un pouvoir de fixation de prix élevé et une base de coûts relativement faible sont les plus performantes. Warren Buffett a un jour décrit cela en ces termes :

« Des sociétés qui, intentionnellement ou par accident, n'ont acheté que des entreprises particulièrement bien adaptées à un environnement inflationniste. Ces entreprises privilégiées doivent présenter deux caractéristiques : (1) une capacité à augmenter les prix assez facilement (même lorsque la demande de produits est stable et que la capacité n'est pas pleinement utilisée) sans craindre de pertes importantes de part de marché ou de volume unitaire, et (2) une capacité à faire face à de fortes augmentations de volume en dollars dans les affaires (davantage produites par l'inflation que par la croissance réelle) avec seulement un investissement supplémentaire mineur en capital. Des gestionnaires ordinaires, se concentrant uniquement sur les possibilités d'acquisition qui répondent à ces critères, ont obtenu d'excellents résultats au cours des dernières décennies. »



Comme expliqué précédemment, ces entreprises ont besoin de peu de capitaux pour exercer leurs activités. Si l'inflation augmente, ces entreprises auront donc relativement peu de coûts supplémentaires, mais elles pourront malgré tout augmenter facilement les prix grâce à leur pouvoir de fixation des prix.

Trois actions à l'honneur : quel est l'impact du coronavirus sur Microsoft, Amazon et Facebook ?

Facebook

Les recettes publicitaires ont fortement baissé en mars, mais se sont déjà stabilisées en avril par rapport à l'année dernière. Les recettes publicitaires des jeux ont augmenté et l'e-commerce s'est stabilisé. Les publicités du secteur du tourisme et des voyages ont également connu une forte régression. Cette tendance s'est poursuivie en avril. Compte tenu de l'incertitude, la société ne donne aucune perspective pour les prochains trimestres. **Étant donné que les gens restent davantage chez eux, l'utilisation des produits Facebook a considérablement augmenté.**

Quelques chiffres notables :

- Au cours du premier trimestre, 3 milliards de personnes étaient, pour la première fois, actives sur Facebook, Instagram, WhatsApp ou Messenger chaque mois.
- Le volume de messages a augmenté de plus de 50% dans certaines régions.
- En Italie, le temps passé sur les applications Facebook a augmenté de 70%.

Facebook se concentre davantage sur l'e-commerce :

- Facebook Shops a été lancé en mai. Ce programme permet aux vendeurs d'écouler plus facilement leurs produits sur Facebook et Instagram. À terme, il sera également possible de vendre des biens via WhatsApp, Messenger et Instagram Direct. Facebook Shops est gratuit. Selon le CEO, Marc Zuckerberg, cela entraînera à terme une plus grande interaction sur la plateforme et donc plus de revenus publicitaires.
- Facebook a investi 5,7 milliards USD dans Jio Platforms Limited (« Jio »), en échange de 9,99% de la société. Jio est active en Inde et propose un Internet à haut débit, des services mobiles et des plateformes en ligne d'e-commerce. En trois ans, 370 millions d'Indiens se sont abonnés à Jio pour l'Internet mobile.

Pourquoi ce marché est-il intéressant pour Facebook ?

- Jio possède plusieurs applis, dont JioMart. Grâce à cette dernière, les Indiens peuvent faire leurs achats en ligne et se les faire livrer à domicile. Facebook y voit du potentiel. La société américaine voit ainsi des possibilités de relier cette boutique en ligne à WhatsApp et donc de traiter le paiement.
- Facebook considère l'Inde comme un marché important. WhatsApp y compte 400 millions d'utilisateurs. Le potentiel y est en outre énorme. En 2017, l'Inde comptait 370 millions d'utilisateurs d'Internet. Selon PwC, ce chiffre devrait passer à 850 millions à l'horizon 2020.

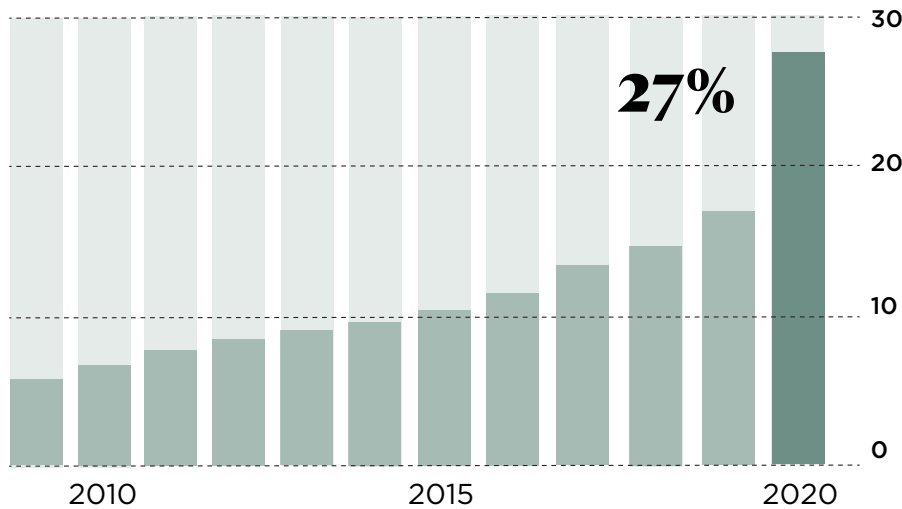


Amazon

AMAZON EST UNE DES PLUS GRANDES ENTREPRISES D'E-COMMERCE ET DE CLOUD COMPUTING AU MONDE.

Amazon.com a été lancé comme une librairie en ligne. Le succès a été tel que d'autres produits ont ensuite été ajoutés à la gamme. Amazon a un modèle commercial différent de celui d'EBAY et d'Alibaba. EBAY et Alibaba ont un marché numérique où les acheteurs et les vendeurs se rencontrent. C'est également le cas d'Amazon, qui possède en outre ses propres entrepôts, ses stocks et une société de transport. Ces activités sont à forte intensité de capital, mais cela garantit l'intégration totalement verticale d'Amazon. Selon les experts, la chaîne logistique d'Amazon fonctionne mieux ou au moins aussi bien que celle d'UPS et de FedEx. Amazon finira par en récolter les fruits. La plateforme, capable de livrer les colis moins chers et plus rapidement, attirera à terme davantage d'acheteurs et de vendeurs. Cette intégration verticale est de plus en plus avantageuse.

Le chiffre d'affaires d'Amazon était déjà en forte augmentation avant l'apparition du coronavirus, mais avec la pandémie, la société passe désormais à la vitesse supérieure. Ce dernier trimestre, le chiffre d'affaires a augmenté de 26 %. Le géant en ligne profite du grand nombre de consommateurs faisant des achats en ligne aux États-Unis et ailleurs dans le monde en raison de la crise du coronavirus.

GRAPHIQUE 1 : L'E-COMMERCE EXPLOSE AUX USA**Part du commerce électronique dans le total des ventes au détail aux États-Unis**

Source : Bank of America *jusqu'à avril 2020

La marge opérationnelle est passée de 7,4 à 5,2 %. Au cours du premier trimestre, les coûts liés au coronavirus se sont élevés à 600 millions USD. L'entreprise a dû investir dans des tests COVID-19, des masques, etc. Au deuxième trimestre aussi, les coûts liés à la pandémie continueront de peser lourdement sur le résultat net. Cependant, l'entreprise continuera à se développer fortement et les coûts liés au coronavirus ne seront que temporaires.

Autre élément frappant : le chiffre d'affaires d'Amazon Web Services (AWS), le service de cloud computing de l'entreprise, a dépassé pour la première fois la barre des 10 milliards USD. En raison de la crise du coronavirus, les gens travaillent à domicile et le lieu de travail devient numérique. AWS fournit tout ce qui est nécessaire pour cela, notamment des programmes permettant de créer rapidement une application, des programmes d'analyse de données et le stockage dans le cloud.

Microsoft**LE CHIFFRE D'AFFAIRES DE MICROSOFT A AUGMENTÉ DE 15% AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE.**

Microsoft a connu un pic d'utilisation de ses services de cloud computing (Microsoft Teams, Power BI et Windows Virtual Desktop) de pas moins de 775 %. De nombreuses entreprises se tournent ainsi vers Microsoft Teams pour les vidéoconférences virtuelles. Aujourd'hui, environ 75 millions de personnes l'utilisent chaque jour. Jared Spataro est à la tête de Microsoft 365 et est responsable de plusieurs de ces applications : « Je pense que c'est un tournant dans la façon dont les gens travaillent. Je ne crois pas que nous reviendrons à nos anciennes méthodes de travail. » Les concurrents de Microsoft Teams sont Zoom, Slack et Google Meet. Zoom serait toujours le plus populaire, mais Microsoft Teams serait sur le point de rattraper son retard.

Azure, le pendant d'Amazon Web Services, connaît également une forte croissance.





Interview de
Frédéric Rouvez,
CEO et cofondateur d'EXKI

SUR L'ALIMENTATION SAINE, LE COVID-19
ET LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUE D'EXKI



Après avoir eu l'honneur d'accueillir en nos bureaux en février dernier, le CEO de Google Belgique/Luxembourg, Monsieur Thierry Geerts (cfr. Le Point Q2 2020), nous avons eu le plaisir de recueillir les propos du CEO et cofondateur d'EXKI, Monsieur Frédéric

Rouvez, lors de l'interview qu'il nous a accordée en juin dernier. Alors que l'un s'exprimait sur la révolution digitale de Google, l'autre évoquait son souhait de recréer le futur d'EXKI, à savoir, l'EXKI 2.0 ».

Communiquer, oser rebattre les cartes et profiter de cette période de confinement pour se réinventer sont les leçons tirées par EXKI de cette crise sanitaire.



01

EXKi a ouvert son premier restaurant en janvier 2001. C'est avec 2 amis d'enfance que vous avez lancé ce concept de restauration rapide. Comment vous est venue l'idée de développer un tel business ?

C'était l'idée de créer notre propre entreprise qui nous a motivés à développer ce concept. Nous n'avions pas spécialement un secteur d'activité de préférence mais nous voulions rester dans le « retail » qui avait occupé nos dernières années et qui nous avait enthousiasmés. Le « retail » permet une communication directe et quasi quotidienne avec les clients par rapport aux produits, offrant une reconnaissance immédiate. Faisant le tour de l'Europe et des Etats-Unis, nous avons remarqué que la restauration rapide n'apportait pas de solution idéale à la femme active et se résumait à un « fast-food » très masculin et mono-produits, n'offrant pas du tout un menu équilibré, à la recherche duquel étaient les femmes actives, de 25 à 45 ans. Or, le besoin de déjeuner vite était une tendance de fond, il fallait donc y adjoindre une restauration de qualité, saine et équilibrée.

L'idée d'EXKi, tournée vers les femmes actives et soucieuses de leur bien-être, était née !



02

Dans la vie, mangez-vous également bio ? D'où vient l'inspiration de nouvelles recettes ? Cuisinez-vous vous-mêmes ?

Je partage bien entendu les mêmes valeurs qu'EXKi, c'est-à-dire que je privilégie les produits biologiques au maximum mais c'est surtout consommer local et de saison qui m'importe et ce pour des raisons écologiques évidentes. L'inspiration, je la trouve lors de mes voyages, en bouquinant mais aussi dans certains restau-

rants que j'apprécie pour leur manière de sublimer le produit et qui travaillent dans le respect de la saisonnalité des produits.

03

Comment avez-vous vécu le confinement personnellement ?

Ce confinement a été pour moi une période fort chargée en travail et en émotions. **Ce confinement m'a également donné l'occasion de réfléchir. De réfléchir au futur d'EXKi, de l'EXKi 2.0.** Je me suis retrouvé comme il y a 20 ans lorsque j'ai participé à la conception d'EXKi. Ce temps de réflexion en petit comité nous a permis de mettre en place de nombreuses idées pour ressortir plus forts qu'avant la crise du Covid-19 et de créer, recréer, le futur d'EXKi.

04

Vous êtes actifs dans 5 pays, y compris les Etats-Unis. Quel est votre stratégie de croissance ? Avez-vous l'intention de vous étendre à d'autres pays ?

Nous sommes en réalité présents dans 6 pays. La Belgique, la France, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Espagne et l'Italie. Malheureusement, depuis fin 2016, nous ne sommes plus présents sur le marché américain. Après 3 ans d'essais, nous avons décidé d'arrêter nos activités à New York. La différence de culture du marché new-yorkais a été le principal élément de notre mésaventure.

Néanmoins, notre déconvenue en Amérique ne nous a pas arrêtés et nous a même poussés à nous développer dans d'autres pays européens. Avant de nous exporter à l'étranger, nous voulons nous imposer en tant que leader du marché dans les pays où nous sommes déjà présents.



05

Quelles seraient selon vous les perspectives de croissance les plus ambitieuses d'EXKi ?

Nous sommes déjà bien présents dans les gares et les aéroports mais la crise actuelle nous pousse à nous repositionner et à nous questionner. La concurrence est dure et de plus en plus vaste, mais nous sommes persuadés qu'il y a encore de la place dans des secteurs mal servis en matière de restauration saine, comme les hôpitaux, les écoles et les entreprises.

06

Quels sont les plus grands changements au sein d'EXKi suite à la crise COVID-19 ?

Tout d'abord, il faut savoir que la décision de fermer les restaurants suite au Covid-19 a été une décision extrêmement brutale pour nous. Nous avons vite décidé de fermer nos restaurants car nous nous sommes aperçus qu'il nous était impossible de respecter les règles de protection de nos employés et dès lors pas possible de continuer les activités.

07

La réouverture des bars et des restaurants aura lieu ce 8 juin sous certaines conditions pour respecter l'hygiène et la distanciation. Ces conditions ne vont-elles pas limiter la rentabilité ?

Rouvrir les restaurants a été plus difficile pour nous que de les fermer. En tout cas dans les conditions connues actuellement. Nous avons très vite réalisé qu'il y aurait un avant et un après complètement différents, donc, nous avons mis à profit cette période extrêmement dense pour nous réinventer et pour justement analyser les changements de comportements chez les consommateurs qui allaient arriver suite à cette crise et pour les intégrer.

Nous avons réalisé qu'en digitalisation, le secteur de la restauration est tout à fait en retard et qu'on avait de gros efforts à réaliser. Les personnes n'allaient pas revenir au bureau comme ils y allaient avant. Les personnes ont pris l'habitude de travailler à la maison. Toutes ces habitudes de consommation qui vont fondamentalement changer, vont avoir un impact important sur la façon dont nous devons aborder nos clients avec beaucoup plus de contacts digitaux. Nous devons aller vers les clients sous toutes les formes possibles et imaginables et le digital en fait partie et nous y aide beaucoup. Nous avons profité de cet arrêt pour accélérer le changement qui avait déjà été lancé avant la crise.

Bien évidemment, ces conditions particulières vont affecter sérieusement la rentabilité. En période de crise, le besoin de financement augmente, mais le fait d'être entrés dans cette crise avec une situation financière saine, nous a permis de vraiment gérer la situation le mieux possible, tant avec nos banques qu'avec nos actionnaires.

08

Comme bon nombre d'employeurs, vous avez été contraints de recourir au chômage temporaire pour la plupart de vos collaborateurs, y compris les franchisés. Comment ceux-ci l'ont-ils vécu ? Avez-vous pu privilégier le télétravail ?

En effet, et malheureusement, nous avons été contraints de recourir au chômage temporaire pour bon nombre de nos travailleurs. Bien entendu, ce fut un choc pour tout le monde mais, fort heureusement, cette crise a à nouveau confirmé la motivation et la fidélité que nos collaborateurs ont pour EXKi. Nous privilégions bien entendu le télétravail et avons réorganisé les bureaux afin que tout le monde puisse travailler sereinement et dans les meilleures conditions.

09

Le secteur de l'Horeca ayant particulièrement souffert de cette crise sanitaire, des mesures de relance ont été mises sur la table telles que la réduction du précompte professionnel et la baisse de la TVA à 6%. Pensez-vous que ces mesures soient efficaces ?

La crise du Covid-19 a porté un grand coup au secteur de l'Horeca. Nous nous attendions à ce que des mesures soient prises et nous sommes ravis de ces mesures économiques qui sont un vrai soutien aux entreprises de la restauration.

10

Enfin, quelles leçons avez-vous pu tirer de cette crise sanitaire ? Quel est votre nouveau modus vivendi ? Quels conseils donneriez-vous aux entrepreneurs/start-ups ?

Notre plus grande leçon fut le besoin et le plaisir de communiquer énormément. **Communiquer avec le personnel, qui était à juste titre inquiet, mais aussi avec les fournisseurs, les franchisés et nos actionnaires.** Les vidéos nous ont beaucoup aidés d'ailleurs et nous ont permis de communiquer très facilement avec l'ensemble des équipes.

Notre deuxième leçon est d'oser changer. **Oser rebattre les cartes et profiter de cette période pour se réinventer et aller au-delà afin de se donner des dimensions positives dans une crise comme celle-là.**

Bien entendu, pour cela, il est nécessaire d'avoir des équipes très soudées et qui avancent dans la même direction. Ce que nous avons la chance d'avoir.

**Interview réalisée par Laurence De Munter
et par Anne-Cécile Rozet**



Frédéric Rouvez, CEO d'EXKi

Les obligations subordonnées une alternative intéressante ?

La plupart des investisseurs connaissent les obligations ordinaires d'entreprises ou d'État. Elles sont considérées comme un investissement relativement sûr qui peut générer un revenu régulier. Ces dernières années, les rendements n'ont cependant cessé de baisser, si bien que la majorité des investisseurs privés n'en possède quasi plus dans leur portefeuille, ou beaucoup moins. Les obligations subordonnées sont en revanche moins connues. Comme les obligations ordinaires, elles génèrent un revenu régulier, mais offrent souvent un rendement intéressant. Constituent-elles une alternative intéressante ? Nous vous proposons ci-dessous une analyse succincte.

Les obligations subordonnées, le plus souvent appelées « obligations hybrides », peuvent être intéressantes pour les investisseurs en quête d'un rendement supérieur à celui des obligations d'entreprise habituelles, mais qui veulent courir moins de risques qu'avec un placement en actions. Elles sont presque toujours émises par des sociétés ayant une qualité de crédit élevée (entreprises ayant une notation de crédit « Investment Grade »). Le risque de faillite est par conséquent relativement faible. Les obligations subordonnées donnent toutefois un rendement sensiblement plus élevé que les obligations ordinaires de la même société parce que, d'une part, elles sont « subordonnées » et, d'autre part, la structure de l'obligation elle-même est souvent complexe.

Qu'est-ce qu'une obligation subordonnée ?

Lorsqu'une entreprise fait faillite, les détenteurs d'obligations subordonnées ne sont indemnisés qu'après tous les autres créanciers (banques, détenteurs d'obligations ordinaires, etc.), mais avant les actionnaires. Ils subiront donc une perte plus importante que les autres créanciers en cas de faillite. Dans la structure du capital d'une entreprise, une obligation subordonnée a un profil de risque qui se situe quelque part entre les obligations ordinaires et les actions

Une obligation subordonnée présente les caractéristiques des actions et des obligations

Obligation :

Coupon fixe sur une base régulière

Valeur nominale représentant une créance sur les actifs de l'émetteur

Coupon fiscalement déductible pour l'émetteur

Parfois avec une durée déterminée

Action :

Le coupon peut être reporté

Le moment du remboursement de la valeur nominale peut être reporté

Passe après tous les autres créanciers en cas de faillite

A PROPOS DE L'AUTEUR



Jan Brouwers est directeur et cofondateur de Jaran Capital et est un gestionnaire de fortune spécialisé aux Pays-Bas, qui investit dans des actions et obligations d'entreprises, en se concentrant sur les titres sous-évalués, selon une approche "buy-and-hold". Avant cela, Jan a travaillé dans le secteur de la banque d'investissement pendant plus de 15 ans. Il a commencé sa carrière chez JP Morgan à Bruxelles et puis à New York. Il a passé la plus grande partie de sa carrière en tant que banquier chez Morgan Stanley à Londres, où il était directeur général de la division "Fixed Income". Jan est aujourd'hui aussi actif en tant que gérant indépendant du secteur de la gestion de fortune.

Pourquoi les entreprises émettent-elles des obligations subordonnées ?

Soutenir ou améliorer la solvabilité. Les obligations hybrides ou subordonnées sont en partie (en général 50%) considérées comme des fonds propres par les agences de notation. Elles ont donc un effet positif sur la notation de crédit senior d'une entreprise. Les obligations subordonnées ne représentent généralement qu'une petite partie de la dette totale d'une entreprise. Un coupon plus élevé est payé sur les obligations subordonnées, mais l'impact positif sur la solvabilité de l'entreprise fait baisser le coût de financement sur les autres dettes (qui ont d'ordinaire une plus grande importance). Le coût supplémentaire de l'obligation subordonnée ne contrebalance pas l'économie réalisée sur la dette plus élevée dans la structure du capital. L'émission d'obligations subordonnées réduit le coût total de financement de l'entreprise.

Renforcer le bilan sans diluer les actionnaires existants. Les entreprises utilisent par exemple des obligations subordonnées pour financer un rachat : d'une part, elles essaient de maintenir leur solvabilité (elles ne peuvent pas financer intégralement l'acquisition par des dettes), mais d'autre part, elles tentent d'émettre le moins possible de nouvelles actions pour éviter la dilution des actionnaires existants (elles ne peuvent pas financer tout le rachat par l'émission de nouvelles actions). Les obligations hybrides offrent une solution partielle à ce problème.

FISCALEMENT AVANTAGEUX : contrairement au paiement d'un dividende, celui d'un coupon sur une obligation subordonnée est généralement déductible fiscalement pour l'émetteur.

RÈGLEMENTATION : les entreprises sont souvent tenues par les autorités de réglementation d'émettre des obligations subordonnées. Cela s'applique surtout aux entreprises réglementées, telles que les banques et les assurances.

Exemples spécifiques d'obligations subordonnées

Il existe différents types d'obligations subordonnées. Nous abordons ici deux types différents qui sont souvent émis par des entreprises européennes. Nous analysons une obligation subordonnée Additional Tier 1 d'une banque (HSBC Plc), et une obligation hybride subordonnée d'une société industrielle (Repsol SA). Dans ces exemples, notre attention se porte surtout sur les caractéristiques particulières et la structure des obligations, et non sur la solvabilité de l'émetteur. Il s'agit bien sûr d'un aspect très important, mais ce n'est pas l'objet de la présente analyse. L'objectif de ces exemples est uniquement d'évoquer les propriétés, les avantages et inconvénients d'une obligation subordonnée. Ils ne constituent pas une recommandation à investir spécifiquement dans ces obligations ou sociétés.

EXEMPLE 1

HSBC PLC – OBLIGATION ADDITIONAL TIER 1

Détail	Description
Émetteur	HSBC Holding Plc – un des plus grands fournisseurs de services financiers au monde
ISIN	XS1640903701
Devise	Euro
Échéance	Perpétuelle
Coupon	4,75 % jusqu'en 07/2029 – ensuite au taux de swap en euros à 5 ans + 3,844 %
Rachat	Rachat par l'émetteur à 100 en 07/2029 et ensuite tous les 5 ans
Montant total de l'émission	1 250 000 000 EUR
Date d'émission	27/06/2017
Montant minimal	200 000 EUR
Notation de crédit	Obligation : Baa3/Émetteur : A2
Prix	Prix sur le marché secondaire : 95,5 Rendement jusqu'au premier rachat : 5,45 % Rendement à perpétuité : 4,45 %

Cette obligation diffère d'une obligation senior ordinaire à de nombreux égards. Les principales différences, mais pas les seules, sont :

SUBORDONNÉE : Cette obligation est subordonnée à tous les autres créanciers dans la structure du capital.

LE COUPON EST DISCRÉTIONNAIRE : Le coupon peut être (temporairement) suspendu. Les banques doivent respecter des ratios minimums de fonds propres spécifiques fixés par l'autorité de réglementation. Quand le capital d'une banque tombe sous ce minimum, par exemple, en raison de pertes importantes, aucun coupon ne peut être payé ou seul, coupon partiel, peut l'être. Ce n'est que lorsque les ratios de fonds propres sont à nouveau supérieurs aux exigences minimales que le coupon peut être versé à nouveau. Le coupon n'est pas cumulatif, c'est-à-dire qu'un coupon impayé est définitivement perdu et ne sera pas payé ultérieurement. Il est donc important d'investir dans des banques disposant d'un coussin de fonds propres suffisant et d'une bonne rentabilité afin qu'il y ait un « matelas » suffisant pour absorber les pertes éventuelles sans que le coupon doive être annulé. L'autorité de réglementation peut aussi décider de manière autonome qu'une banque ne soit pas autorisée à payer un coupon.

RISQUE DE RACHAT : l'émetteur n'a aucune obligation de rembourser l'obligation à la première date de rachat, en l'occurrence en 07/2029. Dans ce cas, l'obligation reste en cours et le coupon devient variable. Il est fixé au taux de swap en euros à 5 ans alors en vigueur, plus un supplément de 3,8844%. À partir de ce moment-là, l'émetteur peut décider de rembourser l'obligation tous les 5 ans. Si ce n'est pas le cas, le coupon sera refixé de la même manière à chaque fois. Les émetteurs ne

rembourseront leur obligation que si leurs ratios de fonds propres sont suffisamment élevés à ce moment-là ou s'ils peuvent remplacer l'obligation remboursée en émettant une nouvelle obligation à des conditions similaires ou meilleures. L'échéance de cette obligation est donc incertaine. Plus le supplément de coupon est élevé après la première date de rachat, plus il est probable que l'obligation soit remboursée à la première date de rachat. Jusqu'à présent, la majorité de ce type d'obligations subordonnées a été remboursée à la première date de rachat.

RISQUE DE CONVERSION : dans un scénario extrême où le ratio de fonds propres (ratio Core Equity Tier 1) tombe sous les 7%, cette obligation peut être convertie en actions HSBC. La probabilité que cela ne se produise est faible et serait comparable à une faillite. Pour les autres obligations Additional Tier 1, le ratio minimum de fonds propres avec lequel cela se produit est souvent inférieur (5,125%) et il n'y a pas de conversion en actions, mais le capital de l'obligation est amorti (et ensuite réécrit lorsque l'émetteur redevient rentable).

Il existe plusieurs possibilités pour investir dans HSBC. En euro, les principales sont les suivantes :

Type	Rendement	Instrument
Obligation senior	0.25%	HSBC 2,25 % 2027
Credit Default Swap Senior	0.66%	Credit Default Swap à 5 ans
Obligation subordonnée Tier 2	1%	HSBC 3,25 % 2028
Obligation subordonnée Additional Tier 1	5.45%	HSBC 4,75 % perpétuelle
Rendement bénéficiaire par action (sur la base d'un consensus sur 12 mois – bénéfice par action/prix de l'action)	5.6%	Action (en GBP)

Les obligations subordonnées Additional Tier 1 offrent un compromis intéressant entre le risque et le rendement. Les obligations seniors ordinaires offrent un faible rendement parce que le marché suppose que HSBC est une banque solide avec un très faible risque de faillite. En revanche, le rendement des obligations subordonnées Tier 1 est nettement plus élevé. Cela est dû principalement aux caractéristiques spécifiques et à la structure de l'obligation qu'à la solvabilité de l'émetteur : le coupon peut être vendu, l'obligation peut, dans un scénario extrême, être convertie en actions et le remboursement de l'obligation peut être reporté. Cette obligation subordonnée offre donc la possibilité d'un rendement plus élevé auprès d'un émetteur solide. Un rendement comparable pour une obligation ordinaire non subordonnée ne peut être obtenu qu'avec des émetteurs ayant une solvabilité nettement inférieure. Un investissement en actions offre en revanche un rendement potentiellement meilleur que l'obligation subordonnée, mais présente également un profil de risque plus élevé.

EXEMPLE 2

REPSOL SA - OBLIGATION HYBRIDE SUBORDONNÉE

Détail	Description
Émetteur	Repsol SA : multinationale espagnole active dans l'extraction, le raffinage et la distribution de pétrole
ISIN	XS2186001314
Devise	Euro
Échéance	Perpétuelle
Coupon	4,247 % jusqu'en 09/2028 - ensuite : 2028 : taux de swap à 5 ans + 4,41 % 2033 : taux de swap à 5 ans + 4,66 % 2048 : taux de swap à 5 ans + 5,66 %
Rachat	09/2028 et ensuite chaque année
Montant total de l'émission	750 000 000 EUR
Date d'émission	06/2020
Montant minimal	100 000 EUR
Notation de crédit	Obligation : BB+/Émetteur : BBB
Prix	Prix : 101,5 Rendement jusqu'au premier rachat : 4,05 %. Rendement à perpétuité : 3,79 %

Cette obligation hybride diffère d'une obligation senior ordinaire à de nombreux égards. Les principales différences, mais pas les seules, sont :

SUBORDONNÉE : en cas de faillite, cette obligation n'est pas remboursée tant que tous les autres créanciers n'ont pas été remboursés.

COUPON : le paiement du coupon peut être reporté si Repsol avait de graves problèmes financiers. Tous les coupons différés restent payables, contrairement à l'obligation subordonnée de HSBC. Des intérêts sont également dus sur l'intérêt reporté lui-même. Lorsqu'un coupon est différé, Repsol ne peut pas payer de dividende ou racheter des actions. À partir du moment où elle le ferait, le coupon différé ainsi que les intérêts y afférents devraient être payés immédiatement. Un investisseur peut donc partir du principe que tant que Repsol ne fait pas faillite, le coupon finira par être payé. Un coupon différé n'est pas perdu.

ÉCHÉANCE : Repsol peut décider de ne pas rembourser l'obligation subordonnée à la première date de rachat. En conséquence, le coupon se transforme en un coupon variable égal au taux de swap en euros à 5 ans à ce moment-là, plus un supplément de 4,41%. Si Repsol décide de ne pas non plus rembourser l'obligation aux dates de rachat ultérieures, le coupon augmentera progressivement selon le schéma ci-dessus. Autre point important : l'obligation subordonnée ne sera plus considérée comme fonds propres pour les agences de notation si elle n'est pas remboursée à la première date de rachat. Pour leur analyse de notation de crédit, elles la considèrent alors comme une obligation senior, ce qui est néfaste pour Repsol puisque l'obligation subordonnée est plus chère qu'une obligation senior, mais aussi parce qu'elle augmente l'endettement.

Il y a donc une incitation économique claire pour l'émetteur à rembourser à la première date de rachat. Jusqu'à présent, il est également exceptionnel que ce type d'obligation subordonnée ne soit pas remboursé par l'émetteur à la première date de rachat.

Il existe plusieurs possibilités pour investir dans Repsol. En euro, les principales sont les suivantes :

Type	Rendement	Instrument
Obligation senior	0.85%	Repsol 0,25 % 2027
Credit Default Swap Senior	0.77%	Credit Default Swap à 5 ans
Obligation hybride subordonnée	4.05%	Repsol 4,247 % perpétuelle
Rendement bénéficiaire par action (sur la base d'un consensus BPA sur 12 mois - bénéfice par action/prix de l'action)	5.88%	Action

Une fois encore, il est clair que les obligations subordonnées sont un instrument intéressant dans la structure du capital. Repsol est une entreprise dotée d'une solide solvabilité. Les obligations ordinaires offrent par conséquent un rendement faible. Les obligations subordonnées offrent la possibilité d'obtenir malgré tout un bon rendement dans une entreprise ayant une solide solvabilité sans avoir à prendre le risque d'investir en actions. Là encore, le rendement plus élevé peut s'expliquer par la structure et les caractéristiques spécifiques de l'obligation et non par la qualité de crédit de l'émetteur.

CONCLUSION

Comme le montrent ces deux exemples spécifiques, les obligations subordonnées offrent un compromis potentiellement intéressant entre le risque et le rendement. Elles procurent un rendement nettement plus élevé que des obligations ordinaires d'une entreprise, mais sont moins risquées qu'un investissement en actions. Lorsque l'on envisage un investissement, il est important de ne pas se contenter d'une analyse approfondie de la solvabilité de l'émetteur : la structure des obligations elles-mêmes requiert également une attention particulière. Cette démarche est souvent complexe et il est donc important de toujours consulter le prospectus d'émission afin d'être bien informé au sujet des droits et obligations de l'émetteur. L'analyse de la solvabilité de l'émetteur et celle de la structure de l'obligation requièrent l'expertise nécessaire.

LA FIN DE LA 'KAASROUTE':

TOUTES LES DONATIONS MOBILIÈRES ENREGISTRÉES ?

En sera-t-il bientôt fini des donations devant intervenir par acte notarié effectuées aux Pays-Bas pour éviter de payer en Belgique les droits d'enregistrement de 3%, 3,3%, 5,5% ou 7% ? En tout cas, c'est ce à quoi aspirent certains députés (Ecolo/Groen/CD&V/Spa/PS) qui ont déposé une proposition de loi en ce sens le 17 juin 2020.



Petit rappel

La méthode est connue depuis longtemps en droit fiscal belge. On sait que tout acte de notaire belge doit être nécessairement soumis à l'enregistrement. Il s'agit d'une règle du Code des droits d'enregistrement.

Par ailleurs, le Code civil impose, à peine nullité, que toute donation directe (et tel sera, par exemple, nécessairement le cas d'une donation avec réserve d'usufruit) intervienne par acte authentique. La combinaison de ces deux règles entraînera nécessairement, si la donation intervient devant un notaire belge, la soumission de l'acte aux droits de donation.

Depuis des décennies, le contribuable belge a réussi à échapper à cette taxation obligatoire, tout en respectant le prescrit des règles de droit civil.

En effet, surtout à l'époque où les droits de donation mobilière n'étaient pas réduits et fixés de manière forfaitaire (on rappellera que les taux de 3% ou 3,3% en ligne directe en régions bruxelloise et flamande, d'une part et wallonne, d'autre part, n'ont été introduits qu'au début des années 2000), la solution consistait à faire acter la donation par un notaire étranger.

Pas n'importe quel notaire toutefois : il fallait se rendre dans

un Etat dans lequel des droits de donation ne sont pas dus lorsque l'acte intervient entre deux personnes qui ne sont pas résidentes de cet Etat. Tel est, notamment, le cas des Pays-Bas (ainsi que de quelques cantons de Suisse).

Tous ces actes « passés » aux Pays-Bas ont donc porté le nom de la « Kaasroute ».

Nécessairement à l'abri ?

Pas du tout. On rappellera que l'article 7 du Code des droits de succession¹ prévoit que lorsqu'une libéralité n'a pas été soumise aux formalités de l'enregistrement, les droits de succession sont dus si le décès intervient dans les trois ans de la donation.

A défaut d'enregistrement spontané, celui qui choisissait cette voie courait donc le risque de payer des droits de succession si le donateur devait décéder dans les trois ans de l'acte (sauf à couvrir ce risque par le recours à un contrat d'assurance).

Planning in de collimator

On sait que l'administration fiscale flamande (le VLABEL) a, depuis que la région flamande a repris le service de l'impôt, lutté contre cette planification considérée comme injustifiée alors que les tarifs des droits de donation mobilière sont bas.

¹ Article 2.7.1.0.5., § 1er du Code flamand de la fiscalité en Région flamande

Ainsi, une position avait été prise par ce service dont il découlait qu'en Flandre, il n'était plus possible de faire une donation avec réserve d'usufruit sans enregistrement préalable.

A défaut de pareil enregistrement, le VLABEL considérait, en effet, que le tout faisait encore partie de la succession au moment du décès. Le Conseil d'Etat a, dans un arrêt du 12 juin 2018, annulé cette position du VLABEL la considérant comme *contra legem*.

C'est en réaction à cette annulation que la proposition de loi a été déposée.

Proposition du 17 juin 2020

Selon les auteurs, (Ecolo, Groen, CD&V, PS, SPa) il convient de mettre un terme à la « Route du fromage » en rendant obligatoire l'enregistrement des actes notariés étrangers de donations mobilières.

Est-ce que cela vaudrait pour toutes les donations ?

Non. Cette proposition ne vise que les donations intervenant par acte authentique (par contre, assez paradoxalement, toute donation – mobilière ou immobilière – est visée par le texte tel que rédigé actuellement alors que l'objectif est de viser uniquement les donations mobilières).

Les exceptions à la forme notariée (et partant, la possibilité de ne pas enregistrer) n'est pas remise en cause.

Ainsi, un donateur pourra toujours faire don d'objets mobiliers (des tableaux, des meubles, etc.) de manière « manuelle ». Les donations de comptes bancaires ou de sommes d'argent en pleine propriété avec adjonction d'un pacte adjoint (en vue de prévoir, notamment, une clause de retour ou une charge de rente) seront toujours possibles sans devoir procéder à l'enregistrement.

L'écueil du délai de trois ans sera, par contre, toujours applicable. A défaut d'enregistrement dans les trois ans, et en cas de décès, ce sont bien les droits de succession qui s'appliqueront.

On assiste donc à une chose peu commune : l'Etat fédéral vient au secours des régions qui – seules – bénéficieront de ces rentrées.

En effet, la détermination d'actes devant être soumis à l'enregistrement relève bien d'une compétence fédérale mais les droits sont dus aux régions. En outre, pareille modification profiterait aux trois régions puisqu'en effet, s'agissant d'une disposition fédérale, toute donation mobilière qui concerne un donateur flamand, wallon ou bruxellois, devrait être enregistrée et entraînera nécessairement des droits d'enregistrement.

La proposition de loi a été déposée le 17 juin 2020 à la Chambre et le 18 juin, l'urgence a été adoptée. Le processus législatif devrait donc être rapide si le texte est, *in fine*, approuvé.

Peut-on faire quelque chose ?

Que les donateurs se dépêchent donc, s'ils souhaitent procéder à une donation devant notaire hollandais, puisque la loi – si elle est adoptée – entrera en vigueur dix jours après sa publication au Moniteur belge.

Cette évolution vers une obligation d'assujettissement aux droits d'enregistrement peut laisser craindre d'autres « aggravations » du système : (i) l'augmentation du délai de trois ans, déjà annoncé en Flandre, qui passerait à quatre ans, voire même (ii) l'augmentation des taux forfaitaires, si l'enregistrement devient obligatoire.

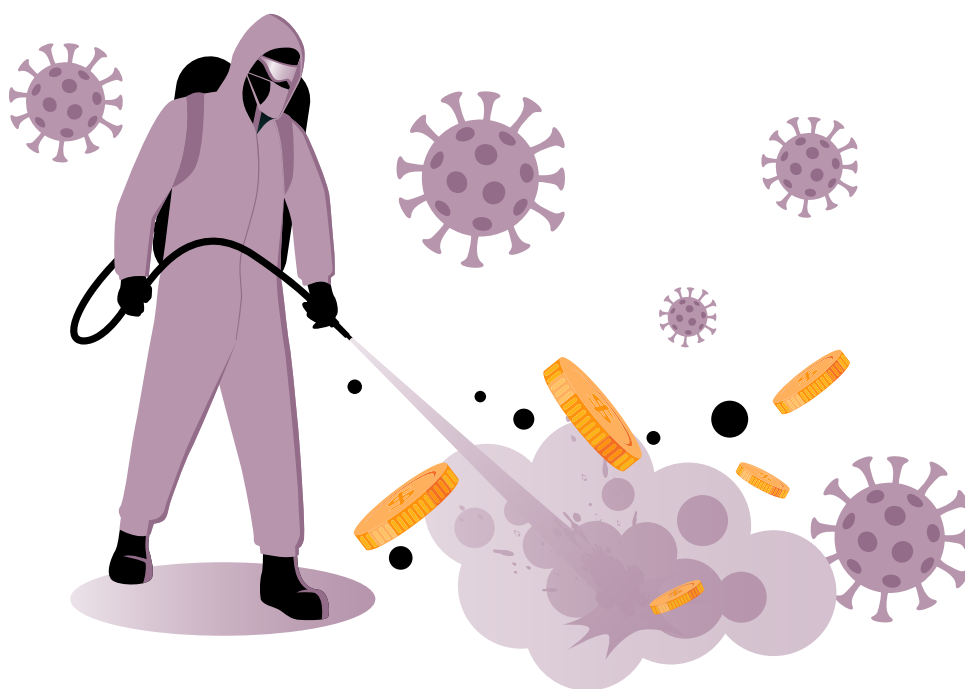
Ceci relève toutefois de la compétence des régions qui pourraient choisir des voies différentes. On rappellera utilement que le droit régional applicable est celui de la région dans laquelle le donateur a son domicile.



Sabrina Scarnà
Avocat, TETRA LAW

Chargée de conférences à la Solvay Brussels School of Economics and Management, ULB - Chargée de cours à la formation interuniversitaire en droit pénal des affaires (UCL, ULB et ULiège)

Mesures liées au coronavirus du VLABEL en matière de droits d'enregistrement et de succession



Le VLABEL (Vlaamse Belastingdienst), le Service flamand des impôts, a publié sur son site Internet une série de mesures visant à donner aux entreprises, aux citoyens, aux notaires, etc. une flexibilité et une marge de manœuvre financière supplémentaires en cette période difficile sur le plan social et économique. Nous expliquons ci-dessous les mesures qui ont un impact sur les droits de succession et d'enregistrement.

Droits de succession et droits d'enregistrement : prolongation des délais pour satisfaire aux obligations fiscales

En raison des mesures de sécurité en vigueur en Belgique, les études de notaires et les citoyens ne sont pas toujours en mesure de remplir toutes les formalités (fiscales) à temps.

En guise de mesure générale, le VLABEL prévoit donc une prolongation des délais jusqu'à deux mois après la fin de la période au cours de laquelle les mesures renforcées liées au coronavirus s'appliquent. Cette prolongation est d'application pour les délais expirant pendant la période où les mesures corona sont durcies ainsi qu'aux délais qui arrivent à échéance dans les deux mois suivant la période susmentionnée.

Le VLABEL utilise actuellement le 31 juillet comme date de référence pour la fin des mesures renforcées de lutte contre le coronavirus. Il y a donc une prolongation générale des délais jusqu'au 30 septembre.

Il n'est pas nécessaire de demander cette prolongation.

Concrètement :

- Si le délai initial arrive à échéance entre le 13 mars 2020 et le 30 septembre 2020 (c'est-à-dire entre le début des mesures corona renforcées et la date de référence utilisée pour leur fin + deux mois)
- et si les obligations fiscales sont respectées au plus tard le 30 septembre 2020 (c'est-à-dire deux mois après la date de référence utilisée pour la fin des mesures corona renforcées)
- aucune majoration des droits n'est due.

Nous vous proposons quelques exemples concrets dans les paragraphes ci-dessous.

Droits de succession : délai de dépôt d'une déclaration de succession

La majoration d'impôt pour une déclaration de succession tardive ne sera pas imposée si la déclaration est déposée dans les deux mois suivant la date de référence utilisée pour la fin des mesures corona renforcées. La déclaration peut donc être déposée jusqu'au 30 septembre inclus. Il n'est pas nécessaire de demander un report à cet effet.

Exemple

- Les héritiers devaient déposer une déclaration de succession au plus tard le 28 mars. Cette échéance est reportée au 30 septembre (deux mois après la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées).
- Les héritiers devaient déposer une déclaration de succession au plus tard le 15 mai. Cette échéance est reportée au 30 septembre (deux mois après la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées).

Droits d'enregistrement : délai pour l'enregistrement d'un acte

Aucune majoration d'impôt ne sera appliquée si le délai dans lequel un acte ou un document doit être déposé pour enregistrement est dépassé.

Exemple

Après la conclusion d'un compromis de vente, un acte authentique devait être enregistré au plus tard le 28 avril. Cette échéance est reportée au 30 septembre (deux mois après la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées).

Droits d'enregistrement : délai pour remplir les conditions de maintien des régimes favorables

Pour remplir les conditions, on bénéficie d'un délai supplémentaire de deux mois après la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures renforcées liées au coronavirus.

Exemple

Restitution en cas de revente dans les deux ans : l'acte authentique de vente doit en principe être passé dans un délai de deux ans. Cette échéance est reportée de deux mois à compter de la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées, soit le 30 septembre 2020.

Reportabilité par compensation : l'acte authentique de la nouvelle acquisition doit en principe être passé dans les deux ans suivant l'acte authentique de la vente de la résidence principale précédente. Cette échéance est reportée de deux mois à compter de la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées, soit le 30 septembre 2020.

Obligation de domiciliation dans l'unique logement familial : pour maintenir le taux réduit à l'achat de la maison individuelle, il faut en principe être inscrit à cette adresse dans le registre de la population dans un délai de deux ans à compter de la date de l'acte d'achat. Cette échéance est reportée de deux mois à compter de la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées, soit le 30 septembre 2020.

Condition de domiciliation pour le taux d'enregistrement réduit pour habitation modeste : pour maintenir le taux réduit pour l'habitation modeste, il faut en principe être inscrit à cette adresse dans le registre de la population dans les trois ans suivant la date de l'acte d'achat. Cette échéance est reportée de deux mois à compter de la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées, soit le 30 septembre 2020.

Condition pour la vente d'un bien immobilier saisissable sous différents régimes favorables : pour bénéficier par exemple du taux réduit pour l'unique logement familial, on ne peut posséder aucune autre habitation ni aucun terrain à bâtir, à moins qu'il ne soit vendu dans l'année. Cette échéance est reportée de deux mois à compter de la date de référence utilisée pour la fin de la période des mesures corona renforcées, soit le 30 septembre 2020.

Droits de succession : assouplissement temporaire de l'évaluation des titres cotés en bourse dans la déclaration de succession

La pandémie de coronavirus a également entraîné une crise de l'économie et en bourse. Des titres cotés (comme des fonds ou des actions) risquent par conséquent de devoir être déclarés à une valeur non représentative dans une déclaration de succession. La réglementation flamande prévoit donc temporairement un moment d'évaluation supplémentaire. Outre le choix déjà existant entre le cours de clôture le jour du décès du défunt et le cours de clôture un mois ou deux mois plus tard, une quatrième option est ajoutée : le cours de clôture trois mois après le décès.

Cette option supplémentaire existe pour les décès survenus entre le 13 novembre 2019 et le 30 septembre 2020. Une seule et même date doit toutefois être choisie pour tous les titres.

Pour les déclarations de succession qui n'ont pas encore été déposées :

Lors du dépôt de la déclaration de succession, les héritiers choisissent un des quatre moments d'évaluation possibles.

Pour les déclarations de succession qui ont déjà été déposées et pour lesquelles le délai de déclaration initial a expiré entre le 13 mars et le 21 avril 2020 :

Les héritiers peuvent toujours opter pour le taux de clôture de trois mois après le décès en déposant une nouvelle déclaration fiscale modifiée au VLABEL. Les héritiers doivent introduire cette nouvelle déclaration dans les quatre mois suivant l'expiration du délai de dépôt initial. •



Mots-croisés de l'été

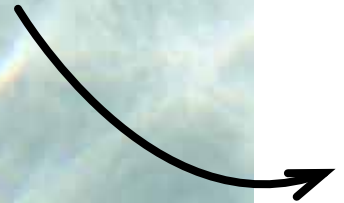
À l'origine, le mot latin *corona* désignait une couronne de lumière autour du soleil visible pendant une éclipse solaire totale. Un terme technique pour les astronomes, en somme. Le coronavirus tire son nom de sa ressemblance avec ce phénomène céleste.

Le mot *coronavirus* figurait déjà dans le Larousse avant la pandémie actuelle comme étant la cause de la maladie du SRAS qui y est liée. L'abréviation *corona* est un mot nouveau du langage populaire; le virus s'appelle en réalité COVID-19.

En temps de crise, les gens font preuve de créativité. Le mot *corona* a introduit dans le langage toutes sor-

tes d'expressions qui se propagent aujourd'hui aussi vite que le virus lui-même. De nombreux termes sont temporaires et, dans quelques années, ils nous renverront directement à notre époque. D'autres, en revanche, sont bien partis pour être conservés. Notre rédaction a donc décidé de vous proposer une grille de mots croisés de l'été, garantie sans virus. Trouvez le mot de 8 lettres et envoyez-le à notre rédaction avant le 15/8. Les 10 premiers gagnants recevront non seulement la gloire éternelle mais aussi des bulles ! Pas des bulles de contact, de vraies bulles ! Et sans doute un peu de gel désinfectant, des masques et d'autres jolis cadeaux. Bonne chance !

<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
1	2	3	4	5	6	7	8

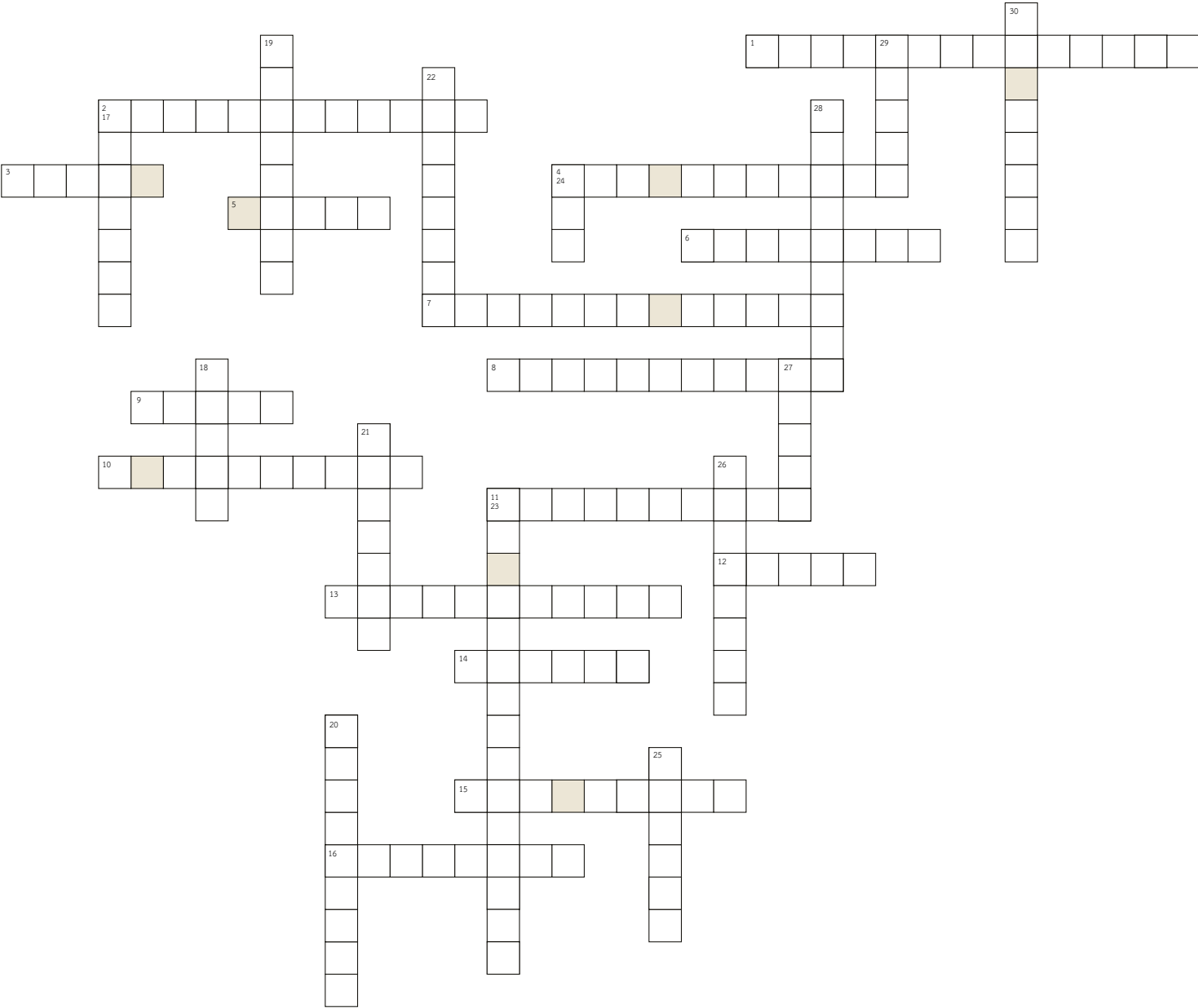


Horizontal

1. Adjectif. Une personne infectée par le Covid-19 qui n'a ni fièvre, ni toux sèche, ni difficultés respiratoires.
2. Nom féminin. Le masque chirurgical est utilisé dans la prévention de celle-ci.
3. Nom masculin. Sport qui a été autorisé en tout début de déconfinement et qui a provoqué l'hilarité sur les réseaux sociaux.
4. Nom féminin. Le Prof. Didier Raoult de Marseille a vanté les mérites d'un de ses dérivés pour lutter contre le coronavirus.
5. Nom féminin. Ville de la province chinoise de Hubei, connue pour ses marchés où l'on peut acheter de délicieuses chauves-souris vivantes.
6. Nom féminin. Une épidémie qui touche toute la population d'un continent, voire plusieurs zones du globe.
7. Nom masculin. Groupe de personnes qui était interdit pendant le confinement.
8. Nom féminin. Néologisme de la crise Covid-19 qui s'impose désormais comme alternative à la quarantaine.
9. Nom féminin. Aide financière et mesure de soutien face au Covid-19.
10. Nom masculin. On l'utilise pour réaliser un prélèvement dans le cadre du dépistage du Covid-19.
11. Nom masculin. Plaque de plexiglas dont on équipe les guichets pour éviter toute contamination.
12. Nom féminin. Réunion d'un nombre limité de personnes afin de favoriser les contacts sociaux dans le respect de distances physiques.
13. Nom masculin. La période de confinement liée au Covid-19 a entraîné une explosion de cette activité.
14. Nom masculin. Article tombé en pénurie en début de confinement et dont les commandes ont été de véritables cauchemars pour la ministre Madame De Block.
15. Nom pluriel. Nouvelle génération (après les millenials) d'enfants conçus pendant la crise du coronavirus.
16. Nom féminin. Capacité naturelle ou acquise d'un organisme à se défendre contre un virus ou une maladie. Elle peut être « collective ».

Vertical

17. Nom anglophone. Ce concept permet de retracer les contacts qui ont eu lieu entre les personnes atteintes du Covid-19.
18. Nom masculin. Germe pathogène contagieux. Le Covid-19 en est un.
19. Prénom d'un virologue belge rendu célèbre pendant la crise du Covid-19.
20. Nom féminin pluriel. Il est associé à un autre mot désignant l'attitude que chaque individu peut ou est invité à adopter pour réduire les risques de contamination pour soi et son entourage.
21. Nom masculin. Bon délivré aux voyageurs dont les projets de voyage n'ont pas pu se réaliser en raison du coronavirus.
22. Verbe. Forcer à rester dans un espace limité.
23. Adjectif. Se dit d'une solution désinfectante ou d'un gel aseptisant, utilisé pour l'hygiène des mains.
24. Abréviation. Organisme créé par le gouvernement belge pour définir les grandes lignes politiques à suivre, notamment dans le cadre de la crise sanitaire.
25. Nom féminin. Achat à grande échelle par crainte de pénurie (principalement en ce qui concerne le papier de toilette).
26. Nom anglophone. Action de pression qui a été déployée notamment par certains industriels contre les normes environnementales et sociales pendant la crise sanitaire.
27. Nom anglophone. Elle était applaudie à 20h00 chaque jour pendant le confinement car elle était en première ligne face au Covid-19.
28. Nom masculin. Foyer d'infection d'un virus.
29. Nom féminin. Etape utilisée dans le déconfinement.
30. Nom masculin. Mammifère édenté, au corps couvert d'écailles, qui se roule en boule en cas de danger. Il est très prisé en Asie. Il serait à l'origine de la transmission du coronavirus.



Register now
5.9.2020
6.9.2020

register via sdmclassic.com



STEVENS &
DE MUNTER

Banquiers Privés depuis 1986

**Generations
you can bank on.**