

# Vos Investissements



novembre 2015

FOCUS



## Les petites entreprises s'en sortent mieux en Bourse

ACTUALITÉ

### Avis de tempête sur le Made in Germany

COACHING

### Mesures pour juger d'une action (partie 2)



# Les consommateurs à l'honneur !

Cher lecteur,

Le 12 octobre dernier, le britanno-américain, Angus Deaton, s'est vu attribuer le Prix Nobel d'économie pour ses travaux portant, entre autres, sur les comportements des consommateurs. Ce professeur à l'université de Princeton (New Jersey - États-Unis) s'est attelé depuis les années '80 à étudier en profondeur les liens entre les évolutions des revenus et de la consommation au sein des différentes couches de la population. À notre niveau, le consommateur est également au centre de nos attentions.

En effet, en septembre, le VW-gate a secoué le secteur automobile. Ce dernier avait pourtant déjà souffert en août du ralentissement de l'économie et de la consommation en Chine, principal soutien de sa croissance ces dernières années. Le scandale des moteurs diesel truqués chez Volkswagen a porté un nouveau coup au secteur automobile. Quelle sera la réaction des consommateurs dans les mois à venir ? Compte tenu de l'importance de ce secteur dans l'économie allemande et de l'aura du « Made in Germany », c'est donc l'optimisme de l'ensemble des industriels d'outre-Rhin qui a pris du plomb dans l'aile... L'occasion en page 3 de faire le point sur la Bourse allemande.

Face à certaines dérives tarifaires, Hilary Clinton, candidate aux primaires démocrates pour les présidentielles US de 2016, se positionne en défenderesse des « consommateurs de médicaments » et veut réguler les prix de certains traitements. Cette annonce a semé un vent de panique sur les valeurs biotechnologiques... Après les performances enregistrées ces dernières années, faut-il dès lors craindre d'investir dans le secteur des soins de santé ou de la biotechnologie ? Vous en saurez davantage après avoir parcouru l'article en page 6.

Enfin, la reprise, même faible, en zone euro est plutôt de bon augure. Face au ralentissement dans les économies émergentes, nous nous focalisons en tant qu'investisseur, sur les entreprises plus proches du consommateur européen, plutôt que sur celles axées sur les exportations, pour lesquelles l'effet d'un euro bon marché s'essouffle petit à petit. Ces entreprises de plus petites tailles, appelées *small caps*, ont notre préférence parmi les actions européennes. Nous passons en revue leurs points forts et points faibles aux pages 10 et 11.

Bonne lecture,



**Bernard Bemelmans,**  
Senior Advisor Investment  
Strategy

## SOMMAIRE

03

Avis de tempête  
sur le Made in  
Germany

08

Mesures pour  
juger d'une  
action (partie 2)

04

Le  
consommateur,  
moteur essentiel  
de la reprise  
économique

09

Questions de  
nos lecteurs

06

Le secteur de la  
biotechnologie  
sous tension

10

Les petites  
entreprises s'en  
sortent mieux en  
Bourse

**Ont collaboré à ce numéro :** Jan Vergote, Isabelle Bohets, Patrick Vandenhoute, Bernard Bemelmans, François Groessens, Guy Vanroten, Alex Clinckx, Els Vander Straeten, Jean-Paul Dirick et Sabine Everaert.

**Éditeur responsable :** Belfius Banque SA, boulevard Pachéco 44, 1000 Bruxelles – Tél. : 02 222 11 11 – IBAN BE23 0529 0064 6991 – BIC GKCCBEBB – RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 – FSMA n° 019649 A. Conditions en vigueur au 01-11-2015. Ce document est une communication marketing et ne peut être considéré comme un conseil en investissement.

**Concept & mise en page :** [www.chriscom.be](http://www.chriscom.be)

# Avis de tempête sur le Made in Germany

Début 2015, les vents étaient très favorables aux actions allemandes : l'Allemagne était la locomotive incontestée de la zone euro et le label Made in Germany avait clairement le vent en poupe. De janvier à avril, le DAX, l'indice boursier allemand de référence, a progressé de 24 %. Ces derniers mois, le vent a brusquement tourné et l'indice a, en grande partie, perdu les bénéfices engrangés. Que s'est-il passé ? Vaut-il encore la peine d'investir dans les actions allemandes ?

## La cause

Depuis plus de 125 ans, le label Made in Germany est le symbole de la solidité, de la qualité et de la fiabilité. En septembre, cette réputation a toutefois été sérieusement ternie par le scandale des moteurs truqués de Volkswagen. Une enquête américaine a révélé que le constructeur automobile avait équipé des véhicules d'un logiciel qui veillait à ce que, lors de tests environnementaux, les voitures émettent moins de particules polluantes que sur route. La nouvelle a eu l'effet d'une bombe, entraînant la chute de l'action Volkswagen, qui a cédé plus de 40 % de sa valeur en quelques jours.

## Les conséquences

Les retombées du scandale ne devraient pas se limiter à Volkswagen. On n'en connaît toutefois pas encore bien l'impact sur l'économie allemande. Comment vont réagir les consommateurs ? Une baisse de la demande de VW et d'Audi aura évidemment aussi des répercussions sur les nombreux fournisseurs du constructeur. L'atteinte à la réputation se limitera-t-elle à VW ou éclaboussera-t-elle l'ensemble du secteur automobile allemand ? Dans l'un des pires scénarios, le scandale pourrait même entamer la confiance dans le Made in Germany. Cependant, il est encore trop tôt pour affirmer quoi que ce soit, les conséquences ne se feront concrètement sentir que sur le long terme.

Ce qui est sûr, c'est que le scandale VW frappe l'économie allemande au mauvais moment. Celle-ci commence en effet à percevoir l'impact du ralentissement de la croissance dans les pays émergents, en particulier en Chine. L'Allemagne exporte plus que les autres entreprises européennes vers les pays émergents : les entreprises allemandes réalisent environ 13 % de leurs ventes en Asie, contre seulement 10 % en moyenne pour leurs homologues européennes. En août, les exportations allemandes ont accusé leur recul le plus marqué depuis le début de la crise financière mondiale (-5,2 %). De plus, l'euro est devenu un peu moins bon marché ces derniers mois. Ce ballon d'oxygène pour l'économie allemande orientée à l'exportation est donc en train de se dégonfler.

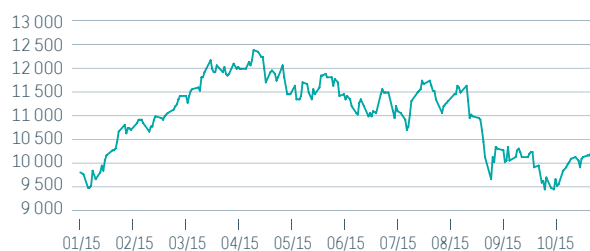
## La situation actuelle

Les perspectives économiques de l'Allemagne semblent moins favorables qu'au début de l'année, mais il faut se garder d'être trop pessimiste. Le taux de chômage allemand ne s'élève actu-

ellement qu'à 6,4 %, soit son plus bas niveau depuis 24 ans. Vu son excédent budgétaire, la situation financière de l'Allemagne est enviable. Les indicateurs de confiance des chefs d'entreprise allemands restent favorablement orientés. De plus, la Bourse allemande regorge d'entreprises cycliques, qui profitent de la baisse du cours du pétrole.

Heureusement, outre les constructeurs automobiles, la Bourse renferme de nombreuses autres perles, notamment dans le secteur pharmaceutique (Fresenius, Merck,...), les télécommunications et les technologies (Deutsche Telekom, SAP, Infineon,...), le secteur financier (p. ex. Allianz) et le secteur des biens de consommation (Henkel, Beiersdorf,...). Après les baisses de cours de ces derniers mois, la valorisation de celles-ci est redevenue beaucoup plus intéressante. L'indice allemand DAX affiche un ratio cours/bénéfice de 11,80<sup>1</sup>, alors qu'il est de 14,7<sup>1</sup> pour l'indice européen Stoxx 600. Si vous avez des actions allemandes en portefeuille, vous pouvez les conserver.

Indice boursier allemand DAX



## Conclusion

Ces derniers mois, la Bourse allemande a connu des moments difficiles. Les entreprises allemandes disposent toutefois encore de suffisamment d'atouts. Dès lors, si vous avez investi dans leurs titres, vous pouvez conserver ces positions. En attendant d'y voir plus clair sur l'impact du scandale VW et du ralentissement de la croissance des pays émergents sur l'économie allemande, mieux vaut toutefois demeurer vigilant et donc ne pas prendre de nouvelles positions.

1. Ratio cours/bénéfice pour les 12 prochains mois, source Factset.



# Le consommateur, moteur essentiel de la reprise économique

Geert Gielens est Économiste en chef chez Belfius depuis un an. En cette période d'incertitudes, a-t-il des inquiétudes quant à l'économie mondiale, alors que le moteur chinois a des ratés ? Le redressement économique va-t-il se poursuivre en zone euro ? Ou les nuages s'amoncellent-ils à l'horizon ?

**Commençons par la zone euro. Depuis le mois de mars, la Banque centrale européenne (BCE) rachète chaque mois pour 60 milliards d'euros d'obligations. Est-ce bon pour notre économie ?**

**Geert Gielens :** « À court terme, oui. Grâce à l'action de la BCE, les banques ont plus de moyens pour octroyer de nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages. Depuis début 2015, les crédits au secteur privé (non financier) ont augmenté de 0,44 %. Dans le sud de l'Europe aussi, les entreprises peuvent emprunter plus facilement. Et ce programme d'achat signifie également que le taux d'intérêt à long terme reste extrêmement bas.

La zone euro aperçoit enfin une petite lumière au bout du tunnel. Le chômage a baissé, tandis que le revenu disponible des ménages progresse, grâce au pétrole moins cher, mais aussi aux augmentations salariales, par exemple en Allemagne. La consommation privée réelle remonte donc après des années de dégradation. Pour 2016, nous tablons sur une croissance de 1,7 %. »

**Selon certaines rumeurs, la BCE aurait l'intention d'intensifier ou de prolonger son programme d'achat. Pourquoi ?**

**Geert Gielens :** « Essentiellement à cause d'une inflation insuffisante. La BCE vise une inflation - autrement dit une augmentation des prix - d'un peu moins de 2 % par an. À cause de la chute des prix des matières premières, l'inflation reste cependant bien en deçà de l'objectif. En injectant des liquidités dans l'économie, la BCE espère attiser l'inflation.

L'augmentation de la masse monétaire a pour effet collatéral un euro faible. C'est bon pour nos entreprises exportatrices, car nos produits coûtent moins cher à l'étranger. Toutefois, bien que les exportations aient largement contribué aux bons chiffres de la croissance, nous craignons désormais un recul. C'est surtout le commerce avec les pays non européens qui suscite des inquiétudes : le ralentissement de la croissance en Chine et dans d'autres pays émergents (p.ex. Brésil, Turquie) n'est pas une bonne nouvelle.

L'économie européenne est aussi confrontée à un manque d'investissements de la part des entreprises. L'industrie souffre toujours d'une surcapacité, ce qui entretient le bas niveau des prix. Les investissements ont besoin de bénéfices, et ceux-ci ont justement évolué très positivement ces dernières années. À terme, l'espoir est donc permis. »

### La Réserve fédérale américaine n'a pas augmenté son taux : elle attend d'y voir plus clair quant à l'impact du ralentissement de la croissance chinoise. Faut-il craindre que la Chine provoque une troisième grande crise financière comme la faillite de Lehman Brothers en 2008 ou la crise de l'euro en 2012 ?

**Geert Gielens :** « S'il ne faut pas sous-estimer le ralentissement de l'économie chinoise, il ne faut pas non plus lui accorder une importance exagérée. La Chine est la deuxième économie au monde derrière les États-Unis. De mauvais chiffres, ou plutôt de moins bons chiffres chinois, pèsent évidemment sur toutes les places financières. Pourtant, si l'on s'en tient aux faits, je ne fais certainement pas partie des pessimistes. L'économie chinoise est en train d'évoluer. Le système fondé sur les investissements et les exportations se transforme en une économie axée sur la consommation, et cela s'accompagne naturellement d'une croissance moins forte. Mais les 6 % de croissance actuelle contribuent plus au produit intérieur brut (PIB) mondial que les 14 % de croissance de 2007. La Chine représente 10 % de la consommation mondiale, contre 36 % pour l'Amérique du Nord et 24 % pour l'Europe. Il lui reste donc un important retard à rattraper. On évoque souvent aussi le fort endettement des entreprises chinoises et des autorités locales. N'oublions cependant pas que les banques chinoises sont aux mains de l'État et que celui-ci a les moyens d'intervenir en cas de problème. Ajoutons que les Chinois épargnent beaucoup. En 2014, l'épargne intérieure brute (des ménages, des entreprises et de l'État) intervenait pour 50,2 % dans le PIB<sup>1</sup>. Cette épargne, principalement logée sur des comptes d'épargne, constitue d'une part un matelas pour les banques et d'autre part, à terme, un énorme soutien à l'économie lorsqu'elle sera en partie consommée.

Les entreprises occidentales vont peut-être réaliser un chiffre d'affaires moins élevé en Chine. C'est ce qui explique la chute boursière des constructeurs automobiles allemands, avant même le scandale VW. Mais ici encore, il ne faut rien exagérer. Cela fait déjà un certain temps que les exportations, non seulement européennes mais aussi américaine, à destination de la Chine sont en stagnation. La Chine représente 5 % du total de nos exportations. Pour les États-Unis, la Chine est un partenaire commercial aussi important avec une part de +/- 5 % dans les exportations totales, mais ces dernières sont beaucoup plus modestes par rapport au PIB. »

### Cette année, la FED va-t-elle encore relever son taux et quelles pourraient en être les conséquences ?

**Geert Gielens :** « À première vue, la Réserve fédérale américaine n'a guère de raison de ne pas relever son taux : l'économie progresse de 2,5 à 3 % grâce à la consommation privée, et le chômage est faible. Face à cela, le taux de participation au marché de l'emploi est très bas (63 %), ce qui explique les augmentations salariales limitées. De même, l'inflation américaine reste minime. Enfin, l'industrie souffre d'un dollar cher.

### BIOGRAPHIE DE GEERT GIELENS

Geert Gielens est Économiste en chef et Directeur de la division Research de Belfius Banque depuis mars 2014. À ce titre, il partage sa vision de l'économie avec les clients et est souvent invité en tant qu'orateur.

Avant cela, Geert a travaillé pendant 15 ans à la salle des marchés de Belfius où il a occupé plusieurs fonctions, dont celles de responsable du trading desk pour les produits obligataires et les instruments dérivés, responsable pour le développement de modèles de pricing et développeur de produits sur la base de dérivés de taux et d'actions.

Geert est titulaire d'un doctorat en sciences économiques de la K.U. Leuven (1996). Il a rédigé plusieurs publications scientifiques et a été professeur invité à la K.U. Leuven pendant plusieurs années. Il est actuellement fellow au Collège Hogenheuvel et membre du conseil consultatif du département Accounting, Finance et Insurance de la faculté d'économie et de commerce de l'université de Louvain.

La Réserve fédérale va-t-elle procéder cette année encore à sa première augmentation de taux en 10 ans ? C'est très difficile à dire. Un report à début 2016 ne serait pas surprenant. L'essentiel est que la Réserve fédérale communique clairement : il ne faut pas que l'incertitude relative au timing perturbe plus longtemps les marchés. »

### Le scandale Volkswagen peut-il avoir des répercussions majeures sur l'économie allemande ?

**Geert Gielens :** « Il y aura un impact, cela ne fait guère de doute. Je suppose que Volkswagen va réduire ses investissements et mettre des liquidités de côté pour payer les frais du scandale. Une faillite ? Je ne crois pas. L'entreprise est trop grande pour faire faillite, et détient 21,5 milliards d'euros de liquidités nettes. Volkswagen a de quoi voir venir. »

### Vous restez donc plutôt positif concernant l'économie en 2016 ? En va-t-il de même pour les Bourses ?

**Geert Gielens :** « Il est évident que l'économie occidentale s'est renforcée par la consommation intérieure. Les consommateurs retrouvent progressivement confiance, laissant la crise derrière eux. Les péripéties chinoises, il est vrai, vont affecter la croissance mondiale. J'imagine que les places financières resteront relativement volatiles en 2016. En tout cas, l'incertitude est toujours bien présente (quel sera le timing d'une éventuelle prochaine hausse de taux aux USA et comment évoluera la Chine ?). Sans oublier les tensions géopolitiques, maintenant que la Russie s'immisce dans le problème syrien. C'est pourquoi, je conseillerais d'échelonner les achats boursiers et de privilégier une stratégie à long terme. Si vous optez en 2016 pour un compte d'épargne ou des valeurs à taux fixe, il faudra encore vous contenter d'un rendement extrêmement faible. »

1. Source : Banque Mondiale : économies domestiques brutes - à titre de comparaison, en Belgique : 23,8 % du PIB en 2014, aux États-Unis : 16,3 % du PIB en 2013.

# Le secteur de la biotechnologie sous tension

Après avoir connu un début d'année en fanfare, l'indice Nasdaq Biotechnology qui mesure la performance boursière de 143 sociétés, enregistre, depuis son plus haut niveau du 20 juillet dernier, une baisse de 20 % (clôture du 26-10). De nombreux investisseurs se posent donc logiquement des questions quant aux fondamentaux de ce secteur.

## Pourquoi le secteur est-il sous pression ?

Comme l'ensemble des marchés boursiers, le secteur de la biotechnologie a connu des prises de bénéfices. Les investisseurs se posant de nombreuses questions quant à la croissance de l'économie mondiale. Toutefois, des éléments spécifiques ont pesé négativement sur le parcours boursier du secteur.

Le moteur de la croissance du secteur de la biotechnologie repose sur deux axes. Tout d'abord, l'innovation qui engendre une augmentation croissante de nouveaux médicaments agréés par les autorités de contrôle. À titre d'exemple, la FDA<sup>1</sup> a approuvé 41 nouveaux médicaments en 2014. La plupart d'entre eux étant issus de la biotechnologie.

Le second axe de cette croissance est un environnement de prix élevés permettant de financer la recherche. Or, cet environnement de prix favorables est remis en question suite aux déclarations d'Hillary Clinton. Si elle est élue, la candidate Démocrate à l'élection présidentielle américaine de 2016 veut lutter contre les prix élevés des médicaments. Les prix des médicaments resteront donc un sujet important durant la course présidentielle. Cependant, pour réellement changer le mécanisme actuel de fixation des prix, dans lequel le gouvernement n'intervient pas, il faudra une nouvelle loi. Or les Républicains, actuellement majoritaires au Congrès, sont opposés à un contrôle des prix. Ce débat est donc loin d'être terminé.

## Divers éléments plaident pour un avis positif sur le secteur.

Le mouvement de fusions et acquisitions devrait probablement encore être bien présent en 2016, car dans un environnement de faible croissance économique, les sociétés achètent des actifs qui leur semblent nécessaires pour leur croissance. De plus, la valorisation des grandes capitalisations boursières du secteur biotechnologique est actuellement en ligne avec celle du Standard and Poor's 500. On a vécu cette situation une seule fois dans le passé, c'était en 2011.

Bien que nous soyons positifs envers le secteur, nous pensons que le débat autour des prix des médicaments issus de la biotechnologie restera un thème majeur de la campagne présidentielle aux États-Unis. Dès lors, nous ne serions pas surpris que le secteur connaisse des périodes de forte volatilité. Dans ce contexte, le secteur des soins de santé pourrait être une alternative de placement intéressante.

## Le secteur des soins de santé

Quand on parle du secteur des soins de santé, on pense directement aux grandes entreprises pharmaceutiques, telles que Pfizer, AstraZeneca, Sanofi... Pourtant, les activités reprises sous l'appellation « soins de santé » sont bien plus variées. Passons-les en revue.

1. Les grandes entreprises pharmaceutiques constituent le poids lourd du secteur.
2. La biotechnologie représente 12 à 13 % du secteur.
3. Une troisième catégorie concerne ce que l'on pourrait appeler le « matériel médical ». Sous cette appellation, on retrouve d'une part des entreprises qui fournissent par exemple du matériel orthopédique ou cardiaque nécessaire aux interventions chirurgicales et, d'autre part, celles qui fournissent les équipements de laboratoire.
4. Enfin, il y a ce que l'on pourrait nommer « les services médicaux », regroupant des hôpitaux, des centres psychiatriques, des homes et les organismes d'assurance-maladie.

## Perspectives du secteur des soins de santé

Le secteur des soins de santé a, dans le jargon financier, un « profil défensif » : quelle que soit la situation économique, on continue de se soigner et de consommer des médicaments. Les revenus des entreprises pharmaceutiques résistent donc relativement bien dans un climat économique difficile. Par ailleurs, les nombreuses mesures prises afin de diminuer les coûts, d'améliorer la productivité de la recherche ainsi que les innovations thérapeutiques ont permis aux grandes sociétés pharmaceutiques d'augmenter leurs bénéfices. Bilans sains, important cash-flows, développement de nouveaux médicaments sont les nouveaux moteurs de croissance de ces entreprises.

Le futur semble très prometteur pour le secteur grâce :

1. à l'augmentation des dépenses pharmaceutiques principalement dans les pays émergents. En 2050, sur les 9,3 milliards d'habitants que comptera notre planète, 86 % seront originaires des pays émergents et 70 % de la consommation mondiale aura lieu dans ces mêmes pays. À ce titre, le développement progressif d'un système d'assurance-maladie dans les pays émergents contribuera à l'évolution des soins de santé et sera donc un levier essentiel du développement des revenus du secteur ;
2. à la commercialisation de nouveaux médicaments pour pallier des besoins médicaux non satisfaits, comme les maladies neurodégénératives (Alzheimer et Parkinson) ;
3. au vieillissement de la population, et au besoin croissant de soins spécifiques, qui sera un facteur de soutien supplémentaire à long terme. En 2050, 1 personne sur 5 aura plus de 60 ans.

## Conclusion

Le secteur de la biotechnologie présente de nombreux atouts. Toutefois, nous pensons que le débat autour des prix des médicaments engendrera de la volatilité. Dès lors, nous conseillons soit d'opter pour un fonds permettant de limiter la perte en cas de forte fluctuation, soit d'investir dans le secteur des soins de santé.

1. La Food and Drug Administration est l'administration américaine qui autorise la commercialisation des médicaments sur le territoire des États-Unis.

# Mesures pour juger d'une action (partie 2)

Belfius met un point d'honneur à vous informer correctement et à vous expliquer des notions parfois complexes. Le numéro d'octobre était consacré au rapport cours/bénéfice. Cette seconde partie aborde les paramètres permettant de juger de la santé financière d'une entreprise.

Il existe différents ratios pour déterminer si des actions sont chères ou non. Le rapport cours/bénéfice est la manière la plus simple et la plus utilisée d'évaluer une action. Vous divisez le cours de l'action par le bénéfice réalisé ou attendu par action. Un rapport cours/bénéfice élevé indique une action chère, mais n'est pas révélateur de la croissance future du bénéfice. Si une entreprise connaît tout à coup une forte croissance et que les bénéfices peuvent donc exploser au cours des prochaines années, ce ratio a moins de valeur.

## Tenez compte de l'évolution future du bénéfice

Pour éviter cela, mieux vaut également tenir compte de la croissance. Pour ce faire, il existe le ratio PEG, qui est le résultat de la division du ratio cours/bénéfice par la croissance attendue du bénéfice. Plus la croissance du bénéfice est élevée, plus le ratio PEG est bas et plus l'action est attrayante. De cette manière, les actions ayant un rapport cours/bénéfice élevé peuvent quand même se révéler intéressantes. On considère généralement qu'un ratio PEG inférieur à 1 est bon marché et qu'une action dont le ratio est supérieur à 1 est chère. Les ratios PEG sont également calculés pour les indices d'actions. Vous pouvez ainsi comparer différents indices (régions ou secteurs).

Vous devez toutefois faire preuve de prudence avec les ratios. Par exemple, une entreprise en croissance, qui comporte des risques, aura inévitablement un ratio PEG inférieur à celui d'une entreprise dont la croissance est stable. Dès lors, il est fortement recommandé de toujours associer le ratio PEG à d'autres ratios.

## L'entreprise est-elle financièrement saine ?

En tant qu'investisseur, vous aimez savoir si une entreprise est financièrement saine. À combien s'élèvent les dettes de l'entreprise ? Génère-t-elle suffisamment de revenus pour financer ses activités opérationnelles ? C'est la raison pour laquelle les analystes calculent également l'EV/EBITDA.

- L'EV (*Enterprise Value*, valeur de l'entreprise) est la valeur boursière<sup>1</sup> majorée du montant des dettes nettes. Cette valeur indique le montant qu'un acquéreur potentiel doit mettre sur la table pour reprendre l'entreprise au cours de Bourse actuel.
- L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation*), le bénéfice avant paiement des intérêts, taxes et amortissements) indique le montant des liquidités que crée l'entreprise. Plus elle génère d'EBITDA, plus vite les dettes pourront être remboursées ou plus élevée pourra être la rémunération octroyée à l'actionnaire.

Le ratio de valorisation EV/EBITDA tient donc compte de la structure du capital de l'entreprise et indique combien de fois vous payez le résultat d'exploitation brut, compte tenu des dettes. Plus le rapport est bas, mieux c'est. Il s'agit d'un ratio utile pour comparer des entreprises du même secteur.

Le cours/valeur comptable est un autre critère souvent utilisé. Il est également calculé pour les indices boursiers. Le cours de Bourse est alors divisé par les fonds propres par action. La valeur comptable, ou les fonds propres, est la valeur totale que l'actionnaire obtiendrait si l'entreprise était liquidée. Plus le ratio est bas, plus l'action est intéressante.

## Vais-je recevoir un dividende ?

Maintenant que les obligations ne rapportent presque plus rien, les investisseurs lorgnent de plus en plus le dividende des actions. Le dividende est la partie du bénéfice net qu'une entreprise paie chaque année à ses actionnaires. Un critère intéressant est le rendement du dividende, qui mesure le dividende par rapport au cours de l'action. Plus le rendement du dividende est élevé, plus une action est intéressante. Outre le rendement du dividende, il est important de connaître le ratio *pay-out*. Ce ratio donne une idée de la durabilité des dividendes qu'une entreprise verse aux actionnaires. Il indique le pourcentage du bénéfice payé à titre de dividende. Un ratio bas est préférable, car la société est alors probablement en mesure de maintenir le dividende, voire de l'augmenter, les années suivantes.

Les ratios évoqués ci-dessus vous aideront à sélectionner les actions individuelles. Ils ne permettent cependant pas de prévoir le pourcentage de hausse ou de baisse d'une action. En effet, les cours de Bourse sont influencés par bien d'autres facteurs que la seule analyse fondamentale d'une entreprise. Belfius opte dès lors résolument pour des portefeuilles bien diversifiés sur la base de fonds qui cadrent dans la stratégie d'investissement choisie par le client.

### LES RATIOS BOURSISERS EN RÉSUMÉ

- **Cours/bénéfice et cours/valeur comptable** : plus le rapport est bas, plus l'action est intéressante.
- **PEG** =  $\frac{\text{cours/bénéfice}}{\text{croissance attendue du bénéfice}}$  : un ratio PEG inférieur à 1 est bon marché.
- **EV/EBITDA** : plus le rapport est bas, mieux c'est.
- **Rendement du dividende** =  $\frac{\text{dividende}}{\text{cours de l'action}}$  : plus le rapport est élevé, plus l'action est intéressante.
- **Ratio pay-out** =  $\left( \frac{\text{dividende par action}}{\text{bénéfice par action}} \right) \times 100$ . Ce ratio donne une idée de la durabilité des dividendes qu'une entreprise verse aux actionnaires.

1. Valeur ou capitalisation boursière = cours de Bourse x le nombre d'actions de l'entreprise.



# Questions de nos lecteurs

→ L. V. de Geel

*Quels sont concrètement les impacts du Tax Shift, approuvé par le gouvernement, sur mes investissements bancaires ?*

Le gouvernement va instaurer deux mesures susceptibles d'impacter vos investissements :

- une hausse du précompte mobilier de 25 à 27 % ;
- une taxe sur la spéculation, c'est-à-dire une taxe sur la plus-value réalisée en cas de revente de certains titres dans les six mois suivant l'achat.

## Dès 2016, le précompte mobilier passera de 25 à 27 %

Sont par exemple concernés, les dividendes perçus, coupons sur obligations, intérêts de bons de caisse et comptes à terme, plus-values sur obligations structurées, certains fonds bien déterminés, etc.

Le précompte mobilier sur les intérêts du prêt citoyen sera également relevé de 15 à 27 %, y compris pour les émissions en cours.

Le précompte mobilier sur les dividendes des sociétés immobilières réglementées (p. ex. Aedifica, Home Invest Belgium) passera de 15 à 27 %.

Cette mesure entrera en vigueur dès 2016, et s'appliquera donc aux revenus mobiliers perçus à partir de 2016.

Deux exceptions :

- Les bons d'État Letermé restent soumis au taux de précompte mobilier avantageux de 15 %.
- Pour les livrets d'épargne réglementés, rien ne change. L'exonération de 1 880 euros d'intérêts est maintenue. Le précompte mobilier réduit de 15 % reste en vigueur sur le solde.

## Taxe sur la spéculation, frappant les plus-values

Les plus-values réalisées sur la vente d'actions individuelles cotées en bourse, options et warrants détenus pendant moins de six mois par des personnes physiques seront taxées à 33 %. Étant entendu que, dans ce cadre, les moins-values ne peuvent pas être déduites.

Cette mesure entrera en vigueur pour les titres achetés à partir du 01/01/2016 et revendus dans les six mois avec une plus-value.

Si les titres sont détenus et vendus via un intermédiaire belge, la taxe sera retenue à la source et reversée au fisc. Si les titres sont vendus via un intermédiaire étranger, c'est au contribuable qu'il incombera de déclarer la plus-value à l'impôt des personnes physiques.

## Attention !

La vente de fonds d'actions réalisée dans les six mois avec une plus-value n'est normalement pas concernée.

Bon à savoir : en cas d'achat échelonné dans le temps, la plus-value doit être calculée selon le principe LIFO (Last In/First Out), qui suppose que les derniers titres achetés sont les premiers vendus.

Supposons qu'en janvier 2016, vous achetiez 100 actions d'une entreprise déterminée, cotée en bourse, et que vous achetiez encore, en avril 2016, 100 actions de cette même entreprise ; en août 2016, vous revendez 100 actions. Étant donné que les actions achetées en dernier lieu sont restées moins de six mois dans votre portefeuille, vous payerez la taxe sur la spéculation si vous réalisez une plus-value sur les actions achetées en avril.



**Vous souhaitez plus d'infos ?**  
Contactez votre conseiller financier,  
dans votre agence.



→ M. S. de Verviers

*Il y a peu, j'ai terminé de rembourser mon prêt hypothécaire. J'aimerais compenser la marge fiscale ainsi libérée par une épargne à long terme. Quel avantage fiscal puis-je en retirer ? Jusqu'à quel âge peut-on commencer une épargne à long terme ?*



## Avantage fiscal de l'épargne à long terme

La fin du remboursement du prêt hypothécaire de votre habitation familiale ou de votre seconde résidence libère une marge de manœuvre pour effectuer une épargne à long terme au moyen d'une assurance vie. Chez Belfius, c'est possible par le biais d'une assurance vie avec remboursement du capital et taux d'intérêt garanti.

Vous pouvez vous constituer un capital pour vos vieux jours, en complément de votre pension, tout en bénéficiant d'un avantage fiscal. Sur les versements effectués, vous bénéficiez en principe d'une réduction d'impôt (fédérale) de 30 % (majorés des taxes communales). Cette réduction d'impôt complémentaire s'ajoute à celle de l'épargne-pension. L'enveloppe maximale de l'épargne à long terme (fédérale) est limitée en fonction de vos revenus professionnels nets. Pour l'année de revenus 2015 (exercice d'imposition 2016), cette enveloppe est calculée selon la formule suivante : 169,20 EUR + 6 % du revenu professionnel net par an, plafonné à 2 260 EUR. Votre avantage fiscal se monte à 30 % et peut donc en principe atteindre 678 EUR (majorés des taxes communales). La législation fiscale actuelle prévoit une imposition à 10 % du capital (voir ci-dessous).

## Quand commencer ?

En vertu de la loi, vous devez entamer l'épargne à long terme avant votre 65<sup>e</sup> anniversaire. À l'échéance de votre contrat, vous pouvez, contrairement à l'épargne-pension, continuer à effectuer des versements après vos 65 ans. Vous devez néanmoins conclure un contrat d'au moins 10 ans, par exemple jusqu'à l'âge de 80 ans. Mieux vaut ne pas attendre jusqu'à 64 ans pour se mettre à l'épargne à long terme. Si vous êtes assujéti à l'impôt des personnes physiques, chaque année sans versement, vous perdez un avantage fiscal.

Idealement, commencez à 55 ans. Votre contrat doit courir au moins jusqu'à vos 65 ans. Conformément à la réglementation fiscale actuelle, une taxe libératoire (taxe anticipative) de 10 % est retenue. Les primes versées après le 60<sup>e</sup> anniversaire donnent encore droit à un allègement fiscal, même si la part du capital constitué est exonérée d'impôts.

Si vous entamez une épargne à long terme après 55 ans, votre contrat doit avoir une durée d'au moins 10 ans et la taxation au taux de 10 % interviendra normalement au dixième anniversaire du contrat ou éventuellement plus tôt en cas de prélèvement au cours des cinq dernières années du contrat. Fiscalement, c'est donc moins intéressant.

## Vous ne versez pas le plafond chaque année

Si vous ne versez pas votre montant fiscalement déductible chaque année, vous risquez de rencontrer des ennuis avec les versements ultérieurs, pour les raisons suivantes :

- Dans le cas d'un contrat sur 10 ans, de la deuxième à la dixième année, vous n'êtes pas habilité à verser des primes plus élevées que celle (éventuellement indexée) de la première année
- Pour les contrats de plus de 10 ans, les primes versées au cours des 10 dernières années ne peuvent pas dépasser la moyenne (éventuellement indexée) des primes versées au cours des cinq années précédant la dernière décennie.

## Exemple

Vous entamez votre épargne à long terme à 53 ans et clôturez le contrat à l'âge de 68 ans. Pendant les trois premières années civiles, vous versez le maximum sur la base de vos revenus, p. ex. 2 000 EUR. Au cours de la quatrième et de la cinquième année civile, vous ne faites aucun versement. La moyenne des primes versées durant les cinq premières années est donc de 1 200 EUR (soit  $3 \times 2\,000 \text{ EUR} / 5$ ). Si l'on applique les règles ci-dessus, sans tenir compte de l'indexation, vous ne pourrez plus verser que 1 200 EUR par an au cours des dix dernières années. Vous pouvez toujours conclure un nouveau contrat et y verser le solde de 800 EUR. Cependant, étant donné que vous avez déjà dépassé l'âge de 55 ans, c'est fiscalement moins intéressant vu la taxation moins favorable (voir précédemment).

Faites donc en sorte de verser votre montant maximal déductible (en fonction de votre revenu professionnel) pour éviter de voir le versement de votre prime tronqué à l'avenir. Il est par conséquent recommandé d'avoir recours à un ordre permanent.

Une autre règle s'applique : après 65 ans, il n'est plus possible d'augmenter la ou les prime(s) versée(s) dans le contrat. C'est un point important à prendre en compte si vous n'entamez un contrat qu'à 64 ans et si vous ne versez qu'un petit montant, nettement inférieur à votre plafond fiscal. Dans les années suivantes, vous serez tenu de verser ce montant inférieur (éventuellement indexé). Étant donné que vous avez plus de 65 ans, vous ne pouvez plus souscrire de nouveaux contrats. Vous laissez ainsi filer un gros avantage fiscal sur vos versements. Un retraité a en principe droit à une réduction d'impôt via l'épargne à long terme. Il n'y aura d'avantage fiscal réel que si vous devez payer des impôts.



1. Il importe de faire calculer votre enveloppe maximale d'épargne à long terme. En effet, sur le surplus, vous ne bénéficierez pas d'un avantage fiscal. Par contre, vous serez imposé ultérieurement.
2. Ce n'est pas non plus une bonne idée de verser des primes inférieures au plafond fiscal ou de faire l'impasse sur une année, car vous risquez de passer à côté d'un avantage fiscal. Vous risquez aussi de rencontrer des difficultés avec vos versements ultérieurs.



Il s'agit d'une matière complexe. Votre conseiller financier Belfius se tient à votre disposition pour vous guider.

# Les petites entreprises s'en sortent mieux en Bourse

Sur une longue période, les performances boursières des *small caps* sont meilleures. L'année 2015 n'y fait pas exception. Comment expliquer ces résultats et le phénomène revêt-il une dimension mondiale ? Leurs performances sont-elles toujours meilleures ou les petites capitalisations se replient-elles davantage en période de turbulences ?



## Les *small caps* et leurs avantages

Avant de répondre à ces questions, nous allons définir le concept de *small cap*. Cap est l'abréviation de capitalisation boursière. On la calcule en multipliant le cours de l'action en Bourse par le nombre d'actions en circulation. On peut dire que les *small caps* sont les entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 250 millions et 1 milliard d'euros, mais ces limites ne sont pas immuables.

D'après une étude des universitaires Dimson et Marsh, les indices *small caps* de 30 pays ont surpassé les *large caps* de près de 7 % chaque année, de 2000 à 2013. Ces meilleurs résultats s'expliquent par plusieurs facteurs. Le principal est sans doute que les petites entreprises sont plus proches de leurs clients. Grâce à leur moindre envergure, elles peuvent réagir dynamiquement aux demandes et aux besoins du marché. Les petites entreprises ont aussi la particularité de se développer plus facilement, par exemple avec un nouveau produit ou en perçant sur un nouveau marché. Il est plus simple de grandir pour Kinopolis ou Lotus Bakeries que pour Nestlé ou Siemens, par exemple. De plus, les petites entreprises restent souvent dirigées par leurs familles fondatrices, qui sont généralement aussi l'actionnaire de référence.

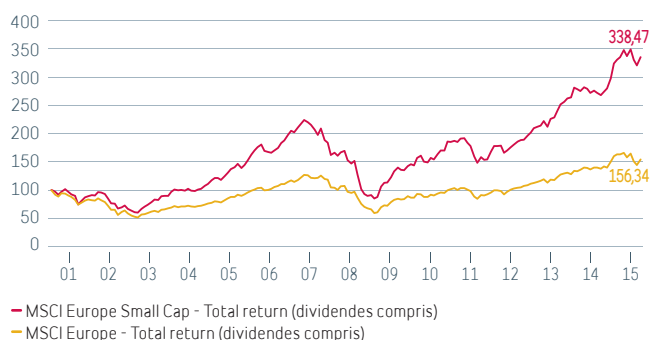
Les petites entreprises sont souvent actives dans un segment de niche de l'industrie ou du secteur des technologies. Dans les secteurs des télécommunications et des services d'utilité publique, on ne trouve pas de petites entreprises, et dans le secteur pharmaceutique, elles sont peu nombreuses. L'accès est trop difficile.

## Que des avantages ?

Restez toutefois prudent, surtout si vous sélectionnez des actions individuelles. En effet, les informations sur les petites entreprises sont parfois moins étoffées. Si les grosses entreprises cotées en Bourse ont un département *Investor Relations* qui fait le point sur la situation rapidement et en détail, la communication de certaines *small caps* se limite au strict minimum. De plus, ces entreprises étant petites, les actions sont moins faciles à négocier et il n'y a pas toujours autant d'acheteurs que de vendeurs. En cas de turbulences boursières, les fluctuations de cours peuvent être énormes. Plus liquides, les *large caps* encourent un risque moindre à ce niveau. Par ailleurs, les *small caps* ne sont, pour la plupart, pas suivies par les vendeurs à découvert ou les investisseurs qui spéculent sur une baisse du cours des actions.

Il faut beaucoup de temps et d'énergie pour dénicher les petites entreprises dont l'avenir est prometteur. Laissez donc ce soin aux spécialistes et cherchez un fonds bien diversifié. Les *small caps* méritent en effet une place dans tout portefeuille. Nous privilégions résolument les petites entreprises européennes. Elles sont souvent actives localement et profitent donc du redressement de la consommation européenne.

Les petites actions signent-elles toujours de meilleurs résultats ou se replient-elles plus brutalement en période de crise ?





## Analyse de leurs performances

Les *small caps* européennes ont triplé de valeur ces 15 dernières années. Bien que les rendements du passé ne présument pas des rendements futurs, nous pouvons examiner l'évolution des petites et des grosses capitalisations sur différents cycles boursiers. Ces 15 dernières années, nous avons connu deux krachs boursiers. Néanmoins, les *small caps* ont enregistré en moyenne 2 % de mieux par trimestre que les grosses capitalisations. Une moyenne ne veut cependant pas dire grand-chose ; une analyse plus approfondie s'impose. Les 60 derniers trimestres (= 15 ans), les *small caps* ont enregistré 23 fois une sous-performance moyenne de 3 %. Sur ces 23 mauvais trimestres, on compte 14 marchés baissiers. On peut donc en conclure que les *small caps* s'en sortent considérablement moins bien que les grosses capitalisations en période de turbulences boursières. Les *small caps* sont surtout moins performantes que les grosses capitalisations lorsque les Bourses dévissent à l'échelle mondiale.

**Les *small caps* performant nettement moins bien que les grosses capitalisations en cas de forte baisse des bourses mondiales**

	Comparaison du rendement trimestriel des indices de référence MSCI Europe Small Caps et MSCI Europe
3 <sup>e</sup> trimestre 2001	-5 % > 11/09/2001 et éclatement de la bulle Internet.
4 <sup>e</sup> trimestre 2002	-5 % > les scandales comptables aux États-Unis et le ralentissement de la croissance mettent les Bourses sous pression.
3 <sup>e</sup> trimestre 2007	-6 % > la crainte de crise immobilière aux États-Unis entraîne une correction des Bourses mondiales.
3 <sup>e</sup> et 4 <sup>e</sup> trimestres 2008	-6 % et -8 % > la crise bancaire aux États-Unis et en Europe entraîne un ralentissement de la croissance mondiale.

Par contre, lorsqu'on examine les trimestres où les *small caps* s'en sortent mieux que les grosses capitalisations, on se rend compte que leurs performances sont significativement meilleures (environ 5 % par trimestre en moyenne), surtout sur les marchés haussiers. 75 % des surperformances s'inscrivent dans un contexte boursier favorable.

## Critères de valorisation appliqués

Les différents critères de valorisation des actions et des indices boursiers sont expliqués à la page 7. Dans le tableau ci-dessous, nous comparons les ratios des petites et des grosses capitalisations.

	MSCI Europe Small Caps <sup>1</sup>	MSCI Europe <sup>1</sup>
Cours/bénéfices (C/B)	22,35	16,90
Cours/valeur comptable	1,97	1,69
Ratio PEG	1,26	1,78
Rendement de dividende	2,44	3,56

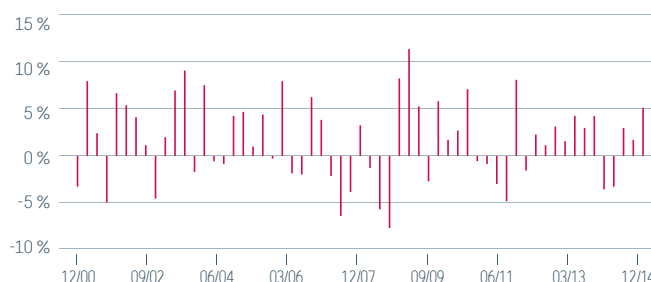
1. Source : MSCI

Après la hausse des trois dernières années, les *small caps* européennes ne sont plus bon marché (C/B > 22). Le ratio PEG est de 1,29. Autrement dit, les marchés tablent sur une croissance des bénéfices de l'ordre de 17 %. Les grosses capitalisations semblent meilleur marché (C/B < 20), mais le ratio PEG est plus élevé. Les marchés s'attendent dès lors à une plus faible croissance des bénéfices (9,5 %) des grosses capitalisations européennes. Vu la croissance plus élevée des bénéfices, la valorisation des *small caps* n'est certainement pas exagérée.

→ Les *small caps* enregistrent de meilleures performances durant 37 trimestres, dont 31 (83 %) avec un écart de plus de 2 %.

→ 23 trimestres avec un différentiel de rendement négatif, mais 14 (60 %) avec un écart inférieur à 2 %.

### Différence de rendement







Que feriez-vous avec un  
revenu complémentaire ?

Découvrez  
Belfius Invest Target Return.

**95%**  
de clients  
satisfaits,  
on se donne  
à 100% pour  
y arriver.

### Profitez d'un rendement potentiel plus élevé.

Belfius Invest Target Return, une assurance placement de la Branche 23, investit dans des fonds qui visent un objectif de rendement prédéterminé. Vous pouvez retirer périodiquement une partie de votre capital et percevoir ainsi un revenu complémentaire. Vous ne payez pas de précompte mobilier sur les plus-values éventuelles. Ce produit ne prévoit pas de rendement minimum garanti, ni de protection de capital.

Investissez avant la fin 2015 et ne payez pas de frais d'entrée.  
Plus d'infos sur [belfius.be/targetreturn](http://belfius.be/targetreturn).

 **Belfius**  
Banque & Assurances

Belfius Invest Target Return est un contrat d'assurance (branche 23) de droit belge sans date finale fixe, qui est commercialisé par Belfius Assurances SA - entreprise d'assurances (code 0031 - activité Vie) - avenue Galilée 5 - 1210 Bruxelles Belgique - RPM Bruxelles 0405.764.064. Avant d'investir, les investisseurs potentiels sont priés de prendre connaissance du contenu intégral de la fiche d'information financière sur l'assurance vie, des conditions générales et du règlement de gestion, disponibles dans les agences de Belfius Banque et sur [belfius.be](http://belfius.be).

Belfius Banque SA, Boulevard Pachéco 44 à 1000 Bruxelles - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 - N° FSMA 19649 A