• FINANCIAL MAGAZINE •

LE POINT FINANCIER

ANNÉE 11 • LE POINT 2024 • EDITION 2 • WWW.SDM-PRIVATEBANKING.COM

Ion Beam Applications

Leader mondial de la protonthérapie
Société cotée en bourse. Interview du CEO, Olivier Legrain

Intervest

Interview du CEO, Joël Gorsele, sur les tendances actuelles du marché de l'immobilier

Nos 8 actions favorites

Par Laurence De Munter

The Long View

Analyse macroéconomique et prévisions sur les marchés boursiers 2024
Par Jules & Marc Stevens

SDM | SECURITIES DE MUNTER
Generations you can bank on®

PKF BOFIDI
GROUP

We are on a mission

PKF BOFIDI vous accompagne ainsi que votre entreprise dans votre propre croissance. Nos experts sont les « sparring-partners » idéaux, prêts à vous aider dans une variété de défis professionnels.

Un partenariat basé sur la confiance et l'intégrité

Nos services

> Accounting
> Tax
> Estate planning
> Legal*
> Consulting
> Advisory
> Payroll services
> ESG

400	Employés
6.000+	Clients
45	Années d'expérience
10	Bureaux en Flandre et à Bruxelles

PKF BOFIDI

www.pkfbofidi.com

* PKF BOFIDI Legal BV fait partie d'un groupement multidisciplinaire privilégié de partage des coûts avec PKF BOFIDI Accountants and Advisers BV.

Contenu
— que trouverez-vous dans cette édition ?

04 — 05
Introduction
Par Nicholas De Munter, Managing Partner.

06 — 07
Market Watch
Retour sur le premier semestre 2024.
Par Laurence De Munter.

08 — 13
The Long View
Analyse macroéconomique et prévisions sur les marchés boursiers 2024.
Par Jules & Marc Stevens.

14 — 17
IBA GROUP, leader mondial de la protonthérapie, mais pas que...
Interview d'Olivier Legrain, CEO d'IBA Group, société cotée en bourse, leader mondial en médecine nucléaire et en protonthérapie.
Par Anne-Cécile Rozet.

Olivier Legrain, CEO d'IBA

18 — 19
Inflation, deflation and stagflation
An closer look at inflation, deflation, and stagflation in the economy and their implications for investment portfolios.
By Marsel Paraev.

20 — 23
Intervest
Interview de Joël Gorsele, CEO d'Intervest, sur l'OPA de TPG, sur les tendances actuelles du marché de l'immobilier et sur les prévisions stratégiques.
Par Laurence De Munter

24 — 25
Nos 8 actions favorites
Par Laurence De Munter.

26 — 27
Les plus-values sur actions sont-elles toujours exonérées ?
Par François Collon, avocat fiscaliste au barreau de Bruxelles.

Photo : IBA

Photo : Intervest

Joël Gorsele, CEO d'Intervest

28
Economic and financial indicators

29
Market data
Aperçu de la situation actuelle des marchés, avec prévisions pour les 3 et 12 prochains mois.

Introduction — Les averses de mars, les caprices d'avril

Nicholas De Munter —
Managing Partner

Chers investisseurs,

Tout comme le climat actuel dans nos régions, les marchés financiers ont de nouveau connu un parcours capricieux depuis janvier.

L'inflation n'ayant pas atteint les 2 %, les banques centrales ont mis de côté leurs baisses de taux d'intérêt pour le moment.

Souvenez-vous du fort mouvement de rattrapage des obligations à la fin de l'année 2023. Depuis le début de l'année, l'euphorie des 7 baisses de taux d'intérêt de la BCE a finalement mené à 3. Cela a engendré des rendements négatifs sur les obligations (graphique 1).

Jusqu'à présent, le rendement positif a été principalement obtenu grâce à la classe d'actifs des actions. Les bonnes surprises sont venues des actions européennes, qui, en raison de leur valorisation plus avantageuse, ont enregistré une forte augmentation. En Amérique, il suffit de regarder l'engouement pour l'IA et les « Sept Magnifiques » pour voir apparaître quelques rayons de soleil.

Du côté positif, le prix de l'or est sorti de son hibernation avec de beaux records à 2400 USD l'once (31 grammes). Comme beaucoup d'entre vous le savent, nous aimons conserver une bonne part d'or dans nos portefeuilles. L'or reste l'assurance ultime contre l'inflation et d'autres catastrophes (graphique 2). L'or a également apporté une contribution à notre fonds maison, Fortuna Select (tableau 1).

Sell in May & go away?
En prévision des trois baisses de taux d'intérêt de la BCE et d'une unique baisse de taux d'intérêt de la Fed, nous pensons que nous pouvons encore compter sur une belle remontée des actions et des obligations. À moins que des nuages sombres ne viennent de façon inattendue noircir le tableau ….

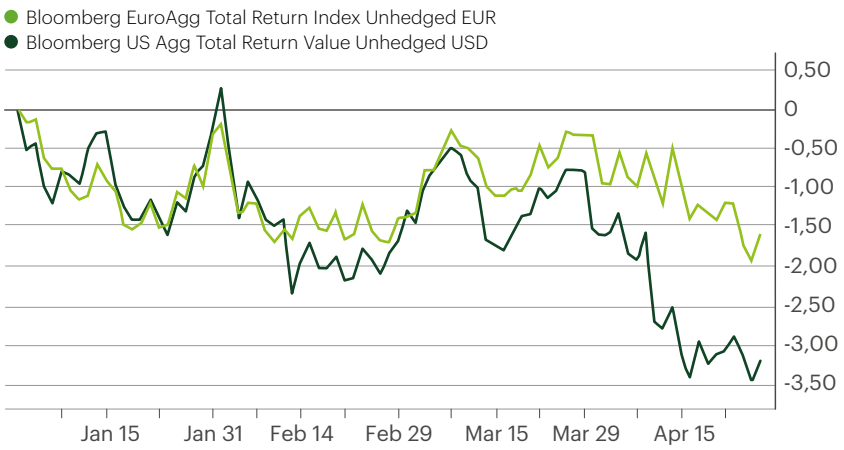
Dans cette édition, nous avons eu le plaisir d'interviewer Joël Gorsele, CEO d'Intervest ainsi qu'Olivier Legrain, CEO d'IBA Group, le spécialiste reconnu de la protonthérapie. Nous y évoquons également nos divers points de vue sur la macroéconomie, nous y suggérons les actions intéressantes et nous y analysons de plus près l'inflation, la déflation et la stagflation.

Enfin, vous y trouverez notre cordiale invitation à participer à la 10ème édition de notre SDM Rally Classic qui aura lieu les 7 et 8 septembre prochains à Durbuy. Comme chaque année, les bénéfices seront reversés au fonds Olivia Fund au profit de la recherche sur le cancer chez l'enfant.

Je vous souhaite un bel été et beaucoup de plaisir à la lecture de ce magazine,

Nicholas De Munter

Graphique 1 : Les rendements obligataires ont été négatifs au cours de 4 premiers mois de 2024. Source : Bloomberg, données du 29/04/2024 29/04/2024.



Graphique 2 : Le prix de l'or
Source : FastMarkets, données du 26/04/2024

Tableau 1 : Fortuna Select Mixte C - Rendement
Source : Financial Times, données du 13/05/2024

	5 années	3 années	1 année	6 mois	3 mois	1 mois
Fortuna Select Fund Mixte C	+4.41 %	+3.73 %	+13.75 %	+11.77 %	+6.11 %	+2.59 %
EUR Moderate Allocation - Global	+2.44 %	-0.65 %	+8.06 %	+8.18 %	+3.45 %	+0.89 %
Fund quartile	1st	1st	1st	1st	1st	1st
Funds in category	91	134	156	160	164	164

Evénements

7 & 8 septembre 2024

SDM Classic Car Rally X — Durbuy

Inscription via **securitiesdm.com/about/classic-car-rally** ou scannez le code QR

7 octobre 2024

Gala Concert Olivia Fund

Orchestre National de Belgique

Lieu Bozar, Palais des Beaux-Arts de Bruxelles

Inscription via **events@sdm.lu**

novembre 2024

SDM Roadshow

Mardi 26 novembre 2024
Lieu Jan Van Rijswijcklaan 200, 2020 Anvers

Mercredi 27 novembre 2024
Lieu Avenue Franklin Roosevelt 142, 1050 Bruxelles

Jeudi 28 novembre 2024
Lieu Namur

Inscription via **events@sdm.lu**

Market Watch — Retour sur le premier semestre 2024

Par ***Laurence De Munter***, CFA, Investment Strategy

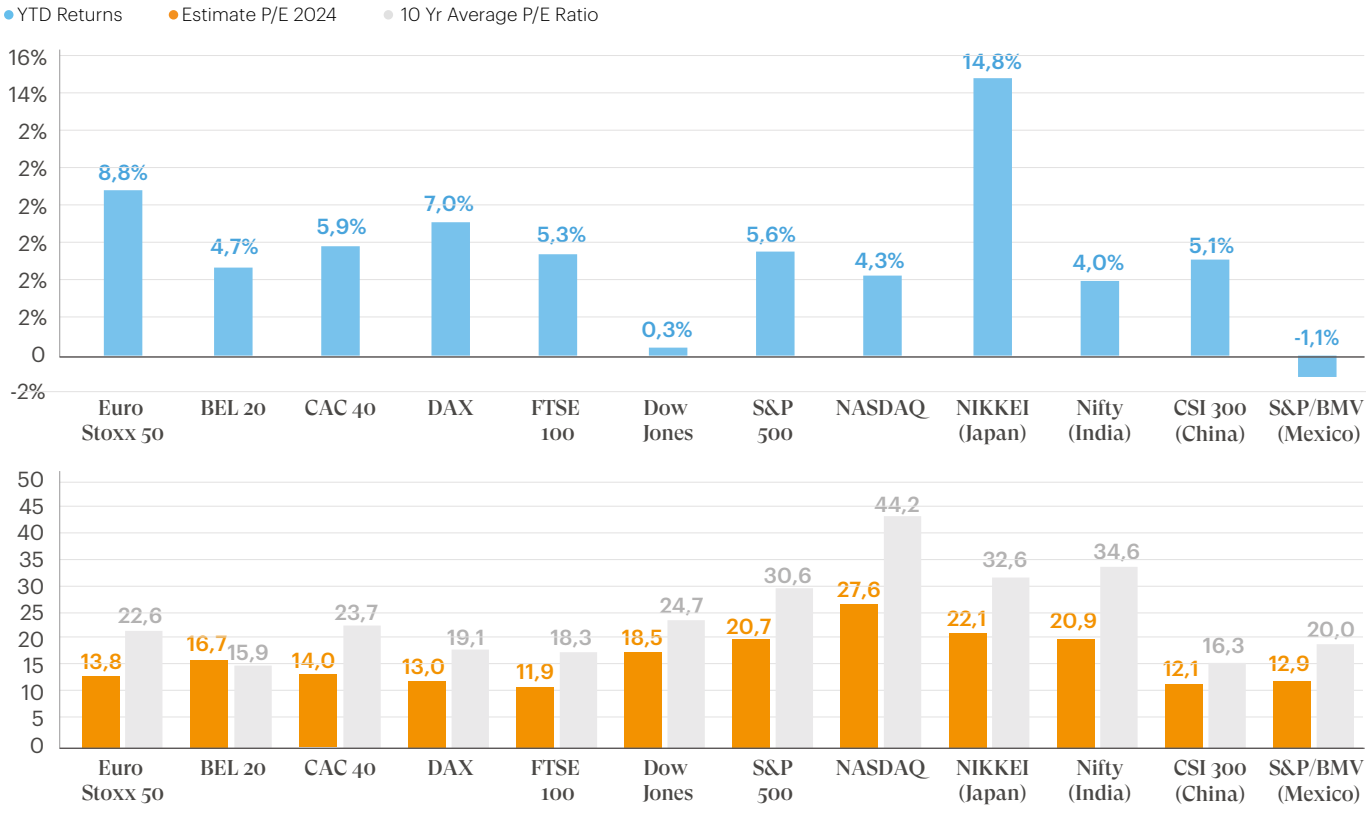
ACTIONS

Les marchés boursiers ont bien commencé l'année. Le gagnant a été le Japon, où le Nikkei a augmenté de 14,8 % en yen japonais, ce qui équivaut à environ 8 % en euro. Ce qui a surpris de nombreux investisseurs, c'est la forte hausse des grandes valeurs européennes. En effet, l'Euro Stoxx 50 a fait deux fois mieux que le Nasdaq. Le retour en force des secteurs bancaires italien et espagnol, combiné aux bons résultats d'ASML et de SAP, a joué un rôle important à cet égard. Tant aux États-Unis qu'en Europe, la tendance à une plus grande concentration des indices se poursuit. Premièrement, les grandes entreprises sont moins affectées par la hausse des taux d'intérêt, car leur dette est davantage financée par des obligations à taux fixe. Deuxièmement, les grandes capitalisations ont tendance à avoir de meilleurs ratings que les petites capitalisations. Enfin, la tendance à l'investissement passif fait que davantage d'argent afflue vers les grandes entreprises. On nous demande souvent si le marché est une bulle parce que de nombreux indices ont atteint un nouveau sommet. Or, les valorisations nous indiquent que le marché n'est pas si cher. Après tout, les récentes hausses de prix ont été soutenues par une saine augmentation des ventes, et non par des valorisations plus élevées. Compte tenu de la montée des tensions géopolitiques, de l'incertitude accrue quant à l'évolution des taux d'intérêt et de la baisse des volumes de transactions au cours de l'été, nous avons estimé qu'il était important de maintenir un portefeuille d'investissement équilibré, capable de résister à d'éventuelles périodes de turbulences.

Photo : asml.com

Equity Overview

Source : Bloomberg. Return data as at 30/04/2024, P/E data as of 12/01/2024. Returns in local currency. P/E estimate based on Bloomberg consensus estimates.

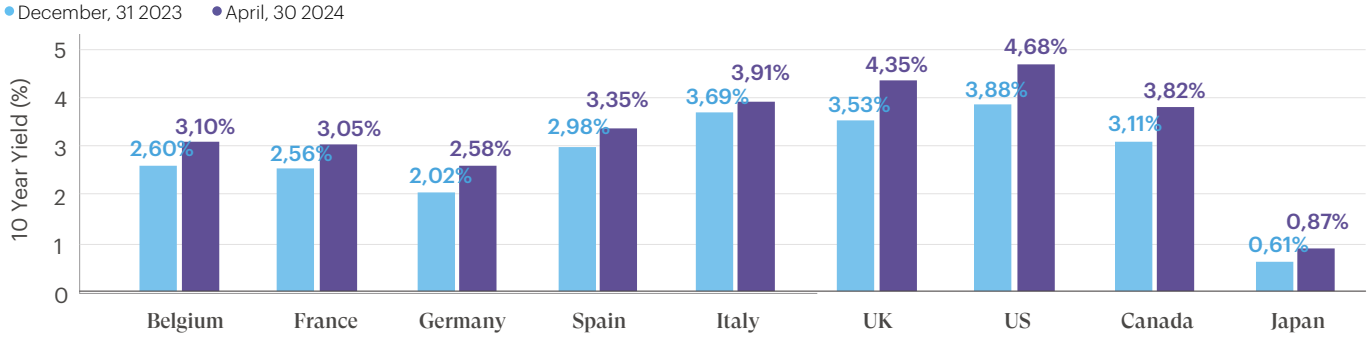


OBLIGATIONS

Contrairement aux actions, les obligations ont connu un début d'année difficile en 2024, les rendements obligataires ayant augmenté dans la plupart des pays, entraînant une baisse des prix des obligations. Par exemple, les chiffres les plus récents ont montré que l'inflation aux États-Unis a de nouveau augmenté, retardant considérablement les attentes d'une première baisse des taux d'intérêt. Aujourd'hui, il est plus probable que la BCE soit la première à réduire ses taux d'intérêt. En effet, les pressions inflationnistes et la croissance économique sont plus faibles en Europe qu'aux États-Unis. Aux États-Unis, nous constatons un contraste saisissant entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Sur le plan monétaire, on observe un resserrement dû à la hausse des taux d'intérêt et à la réduction de la dette. Sur le plan budgétaire, l'ensemble des mesures de relance COVID, y compris la loi CHIPS et la loi sur la réduction de l'inflation, représente 20 % du PIB américain. C'est quatre fois plus que le plan Marshall de 1947, qui ne représentait que 5 % du PIB. Il n'est donc pas surprenant que l'économie américaine se porte beaucoup mieux que l'Europe. Nous prévoyons néanmoins une meilleure performance des obligations au second semestre. Les valorisations sont plus intéressantes aujourd'hui, en particulier aux États-Unis. Par ailleurs, nous continuons de penser que la BCE réduira ses taux d'intérêt cette année.

Change in 10Y Bond Yields

Source : Bloomberg. Data as at 30/04/2024.

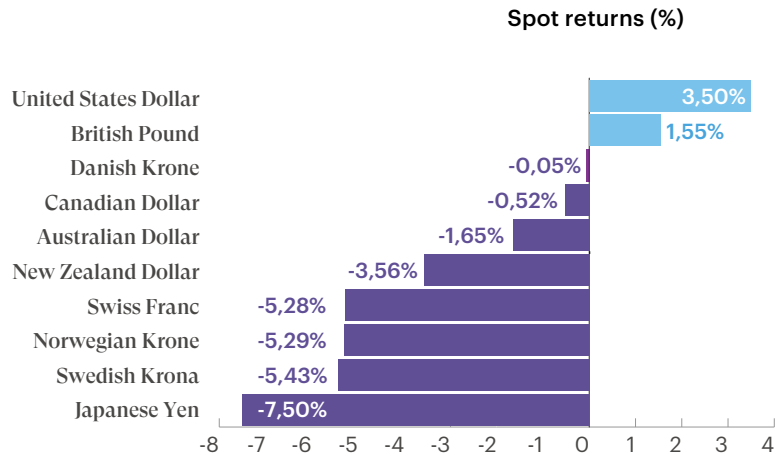


DEVISES

Le dollar américain a gagné du terrain par rapport à l'euro, d'une part, grâce à la forte hausse des attentes en matière de taux d'intérêt. D'autre part, le dollar jouit de son statut de valeur refuge dans la période actuelle de turbulences marquée par les conflits au Moyen-Orient et en Ukraine. La livre sterling a également augmenté par rapport à l'euro en raison des attentes relativement plus élevées en matière de taux d'intérêt. En revanche, le yen japonais a perdu pas moins de 7,5% de sa valeur. La BoJ (Banque du Japon), la banque centrale japonaise, maintient sa politique de taux d'intérêt ultra-bas, ce qui rend le « carry trade » (càd. où l'on emprunte en yen japonais à un taux d'intérêt faible et où l'on investit en dollars américains à un taux d'intérêt élevé) temporairement intéressant. •

2024 Currency Overview EUR versus G10 currencies

Source : Bloomberg. Data as at 30/04/2024.



The Long View

Par *Jules Stevens* & *Marc Stevens*

La dernière saison des résultats a été marquée par (1) un dernier trimestre solide en 2023 et (2) des attentes élevées mais pas exagérées pour 2024. Nous considérons ces deux éléments comme légèrement favorables. Les résultats montrent que le moteur continue de tourner. De plus, la modération face aux attentes relativement élevées du marché indique que les entreprises, même après un trimestre favorable, privilégient la stratégie de "sous-promesse" pour pouvoir éventuellement "surpromettre" par la suite. Cette approche contribue également à maîtriser la volatilité des prix des actions."

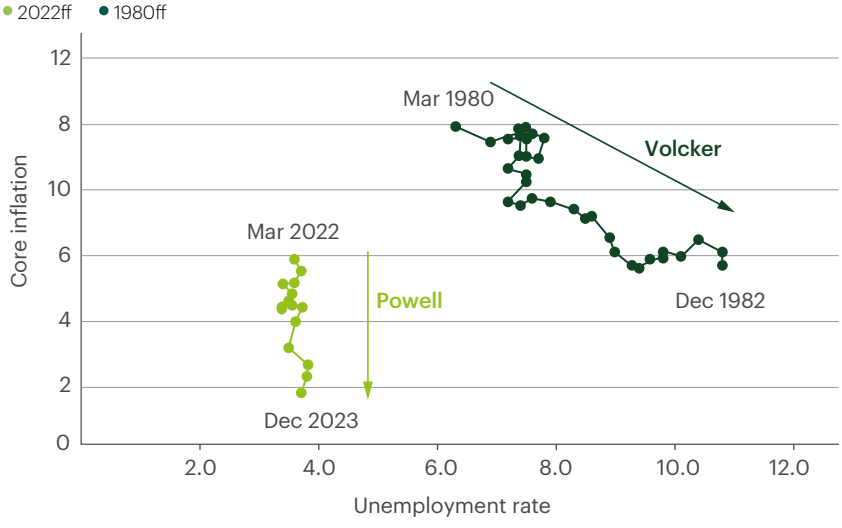
Jules Stevens
Senior Portfolio Manager

Marc Stevens
Représentant légal

LES BANQUES CENTRALES

Le scénario d'un atterrissage en douceur en 2024 reste le plus réaliste. L'économie croît, le chômage reste bas tandis que l'inflation américaine diminue à nouveau après une hausse hallucinante de 0 % à 8 % en 2021-2022. Pendant ce temps, la Réserve fédérale a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour 2024; de 1,4 % à 2 %, soit un ralentissement par rapport aux +3 % de 2023, mais un pourcentage tout de même solide. Une comparaison avec les années 80 est donc déformée à cet égard. Nous voyons parfois des graphiques qui comparent l'inflation du début des années 80 à celle qui existe depuis 2021. Et ces graphiques se superposent. Mais démontrer des corrélations sans argumentation fondamentale est scientifiquement incorrect. Corrélation et causalité ne sont pas synonymes. La conjoncture et les conditions économiques et financières sont aujourd'hui bien plus saines que dans les années 80.

Graphique 1 : Volcker vs. Powell : Désinflation douloureuse ou indolore
Source : S&P Global, Commerzbank Research



Le graphique 1 illustre parfaitement cela. Depuis mars 2022, la Réserve fédérale a réussi à faire baisser l'inflation sous-jacente (inflation nominale corrigée des prix alimentaires et énergétiques) grâce à plusieurs hausses de taux d'intérêt, sans pour autant ralentir la conjoncture : le taux de chômage n'a augmenté que de 0%. Au début des années 1980, c'était une toute autre histoire : l'inflation sous-jacente a atteint un sommet de 10% en mars 1980, puis, après une période de deux ans mouvementée, a fini par diminuer (axe des Y), mais le chômage est passé de 6% à 11% (axe des X). Au cours de ces deux années, l'économie américaine a connu deux récessions et des montagnes russes de taux d'intérêt. Rien de tel n'est observable aujourd'hui.

LES MARCHÉS

Le travail des banques centrales a permis aux marchés boursiers d'atteindre de nouveaux sommets. Dans ce contexte, la question de savoir si c'est toujours le bon moment pour investir en actions se pose.

C'est humain et compréhensible. Mais le "timing" parfait du marché n'est pas à la portée des simples mortels : nous ne pouvons tout simplement pas prédire à court terme ce qui se passera sur les marchés boursiers.

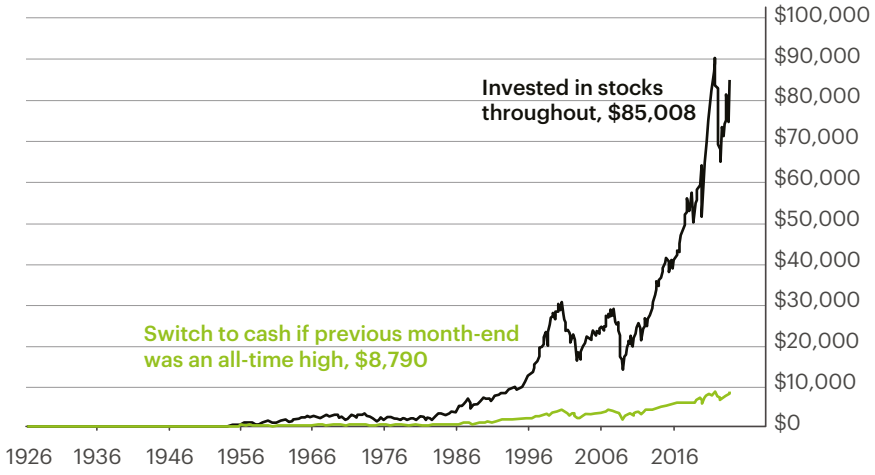
Tableau 1 : YTD total returns in EUR
Source : Bloomberg, data as of 15/04/2024.

	2023	YTD
S&P 500	+22,2%	+12,1%
MSCI All Countries	+18,9%	+10,1%
Euro Stoxx 50	+23,2%	+10,3%

Une solution pourrait consister à entrer en bourse de manière échelonnée. Les acheteurs qui disposent de liquidités y trouveront un certain apaisement, mais qu'en est-il des investisseurs qui sont déjà entièrement investis ? Est-il judicieux de vendre des titres au sommet ? Tout sauf, comme le montre le graphique ci-dessous... Celui qui aurait investi 100 USD sur le marché boursier américain en 1926, via le S&P, posséderait aujourd'hui environ 85 000 USD, après ajustement, pour tenir compte de l'inflation. Ce même investisseur qui aurait vendu des actions au sommet et n'aurait réinvesti que lorsque les prix auraient chuté, aurait obtenu, en 2023, environ "seulement" 8 800 USD. Notre conclusion est donc, comme toujours, que vendre au sommet, pour racheter plus bas plus tard, peut avoir des conséquences très néfastes sur votre rendement à long terme.

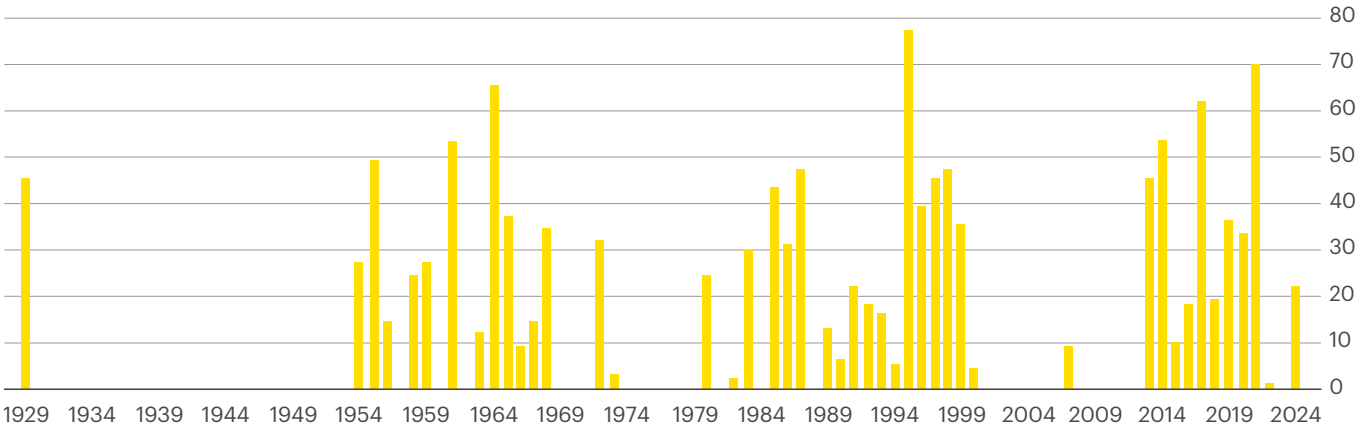
Un autre facteur important à prendre en compte dans ce contexte est le momentum. En effet, les records ne peuvent être atteints que lorsque le marché est dans une tendance positive. Il n'est pas possible d'atteindre des sommets lorsque le marché boursier est en baisse. Atteindre de nouveaux records en bourse est un phénomène naturel. L'économie croît structurellement, de même que le PIB par habitant et le marché boursier. Le graphique 3 montre que depuis 1929, le marché boursier américain a atteint 1 320 nouveaux records, répartis de manière asymétrique au fil des ans. Les records ont donc tendance à se produire par grappes. Il ne faut donc pas s'inquiéter de nouveaux records.

Graphique 2 : 100 USD investis sur le marché américain des actions 1926-2023 (ajusté à l'inflation* Source : CFA Institute Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI) & Schroders



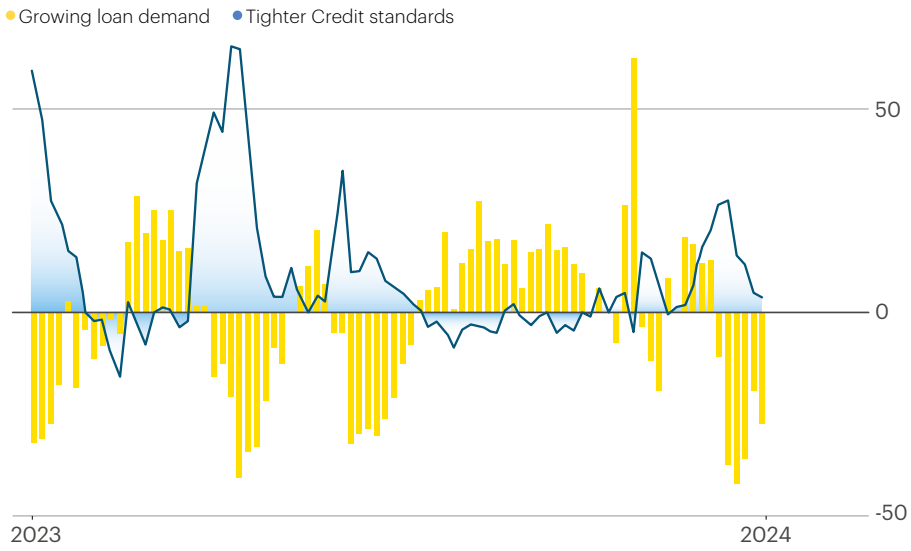
* **Past performance is not necessarily a guide to the future and may not be repeated.** Data: January 1926 - December 2023. Switching strategy moves cash for the next month whenever the previous month-end was a nominal all-time high, and is invested in stocks whenever it wasn't. A switching strategy based on inflation-adjusted all-time highs would have resulted in a final value of $15,135, 80% below the fully invested strategy. Results exclude transaction costs.

Graphique 3 : Nombre de records sur le S&P 500 depuis 1929
Source : BNP Paribas, Bloomberg



European Investment Bank, Luxembourg

Graphique 4: Demande de crédit de la part d'entreprises européennes
Source : ECB, Bloomberg



Alors que l'économie américaine a fait preuve d'une résistance exceptionnelle en 2023, l'Europe a eu un peu plus de mal avec une croissance du PIB de 0,1 %. L'Europe est donc confrontée à des problèmes structurels, pour lesquels il reste à savoir si des taux d'intérêt réduits peuvent l'aider : surréglementation, démographie, manque d'innovation technologique et dépendance énergétique. Le graphique 4 montre, en outre, que la demande de crédit des entreprises européennes diminue. Tout cela a permis à l'inflation européenne de diminuer plus rapidement.

LE RISQUE DE CONCENTRATION

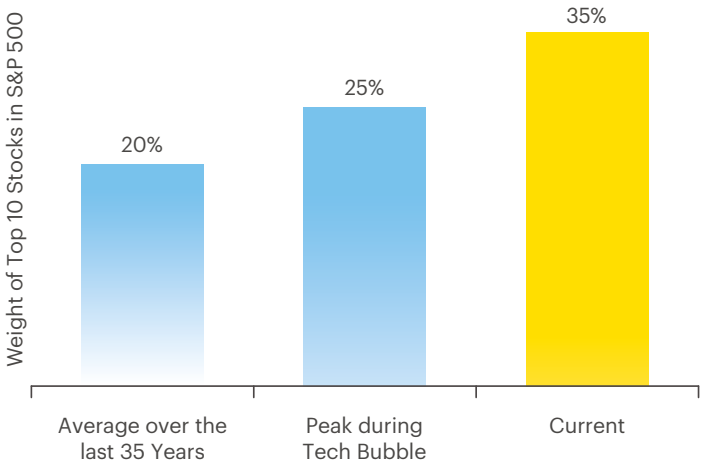
La dynamique positive de certains grands gagnants du marché boursier américain a fait émerger le "l'idée" du risque de concentration. Le risque de concentration est le risque que seul un petit nombre d'actions représente une part disproportionnée des rendements d'un indice, d'un tracker ou d'un fonds. C'est une bonne chose lorsque le marché boursier est en hausse, mais inversement, cela entraîne une forte volatilité et, en cas de panique - même à court terme -, des chutes de prix extrêmes. En 2023, ce risque de concentration a joué en faveur des « Sept Magnifiques », qui ont fourni plus de 100 % des rendements alors qu'ensemble, elles ne représentaient que 28 % de l'indice. D'ailleurs, en 2024, les Sept Magnifiques étaient déjà réduites aux « Quatre Fantastiques » après qu'Apple, Tesla et Alphabet aient perdu quelques plumes.

Le risque de concentration concerne donc la contribution au rendement : une combinaison du rendement et du poids dans l'indice. C'est donc l'histoire de la poule et de l'œuf. Une action qui rapporte plus que les autres verra son poids dans l'indice augmenter. En toute logique, ce sont donc ces titres que vous auriez préféré avoir en portefeuille. Actuellement, le poids des 10 plus grandes entreprises dans l'indice S&P est d'environ 35 %, ce qui est beaucoup plus élevé que la moyenne historique de 20 %. Nous sommes donc enclins à penser que le poids des 10 premières entreprises devrait diminuer quelque peu, ce que l'on appelle le "retour à la moyenne".

Pour les investisseurs actifs, cela devrait donc être un point d'attention. Ils devront en effet prendre la décision de remplacer ou non les quelques actions ayant le plus de poids et contribuant le plus au rendement. Pour parachever complètement l'analogie de la poule et de l'œuf (jeu de mots voulu), un éleveur de poules ne se débarrassera pas des poules qui pondent le plus d'œufs. Faut-il vendre les gagnants ou les garder ? Un choix que nous avons tendance à faire facilement ; garder les gagnants et vendre les perdants. Pourtant, les cartes sont un peu plus difficiles à jouer aujourd'hui.

Ceux qui suivent passivement l'ensemble du marché auront bénéficié en partie de l'augmentation de la concentration pour les 10 premiers, et bénéficieront en partie lorsque les autres titres prendront de l'élan, comme cela a été le cas dans le passé. Il y a un lissage - statistiquement parlant -.

Graphique 5 : Risque de concentration dans le S&P 500
Source : S&P, Bloomberg & Goldman Sachs Multi Asset Solutions 08/05/2024



Le graphique 5 montre en outre que le risque de concentration pendant la bulle Internet était plus faible qu'à la fin de l'année 2023. La seule similitude que nous constatons est que, même à cette époque, le top 10 était principalement composé d'entreprises technologiques et d'Internet. Pour nous, la comparaison s'arrête là. Lors de l'éclatement de la bulle Internet, le risque de concentration a fortement diminué, car les entreprises technologiques ont fini par être moins bien valorisées. Il en va tout autrement aujourd'hui : les principaux contributeurs sont des entreprises rentables et de qualité, disposant de beaucoup de liquidités au bilan, peu endettées, dont la croissance du chiffre d'affaires est supérieure à la moyenne et dont les marges sont plus élevées.

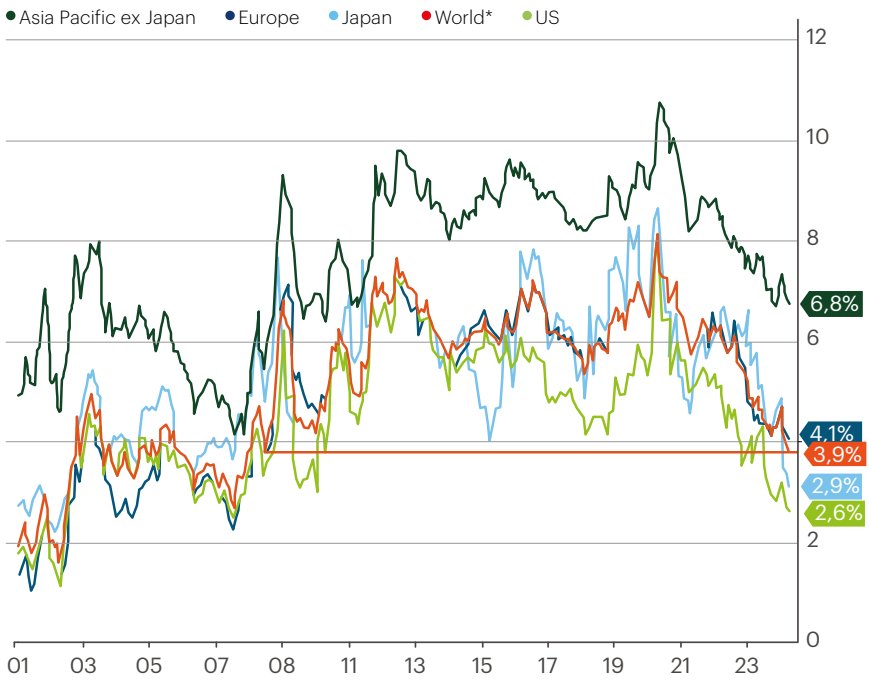
Par ailleurs, le bon départ des marchés boursiers en 2024 est dû à l'évolution attendue des taux d'intérêt : les marchés anticipent déjà la réalité des baisses attendues des taux d'intérêt.

PRIME DE RISQUE

Outre l'amélioration des chiffres macroéconomiques, il reste une inconnue extrêmement importante : la prime de risque pour laquelle les investisseurs devraient être rémunérés. Ceux qui prennent plus de risques s'attendent à être mieux rémunérés. Pour un instrument financier, cela se traduit par un prix plus bas ou une rémunération plus élevée. Celui qui prend plus de risques a plus d'incertitudes quant à l'avenir et voudra donc se ménager une marge de sécurité en étant prêt à payer moins cher pour cet investissement aujourd'hui.

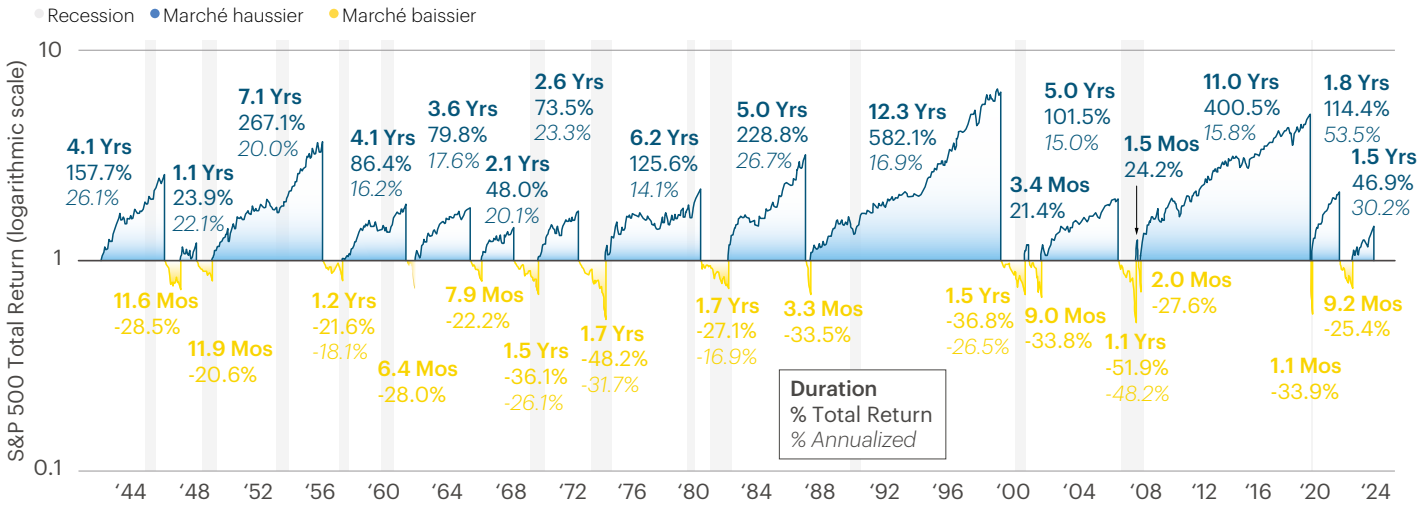
Vous pouvez calculer la prime de risque globale à partir des données du marché. Elle n'est pas déterminée par une banque centrale ou toute autre institution financière. Le graphique 6 montre que la prime de risque a diminué presque partout dans le monde et qu'elle est même historiquement basse. Cela s'explique par l'optimisme économique et les attentes concernant l'évolution des taux d'intérêt directeurs. Si l'inflation devait être ramenée à un niveau de +/- 2 %, les taux directeurs pourraient à nouveau être rabaissés, ce qui stimulerait la croissance économique et la valorisation des actifs financiers. Le marché s'appuie actuellement sur cette hypothèse.

Graphique 6 : Prime de risque des actions mondiales (%)
Source : Goldman Sachs Global Investment Research



* Implied ERP's are calculated by each regional strategy team. While specific assumptions differ between regions, all are calculated using similar frameworks.

Graphique 7 : Cycles économiques
Source : First Trust Advisors, Bloomberg



À la fin d'un cycle haussier, l'économie surchauffe, l'inflation atteint un niveau trop élevé et un refroidissement est nécessaire.

LES CYCLES ÉCONOMIQUES

Le marché boursier fluctue continuellement à la hausse ou à la baisse, mais il le fait généralement sur une période cohérente, ou cycle. Le graphique 6 illustre ces cycles pour le marché boursier américain depuis 1942.

Tout d'abord, vous pouvez constater que les blocs bleus ascendants, les "marchés haussiers", sont beaucoup plus larges et élevés que les blocs jaunes descendants, les "marchés baissiers". Les périodes de hausse structurelle durent en moyenne 4,2 ans, avec un rendement total moyen correspondant de 148,9 %. À la fin d'une telle période, on assiste toujours à une chute du marché boursier, qui s'est le plus souvent accompagnée d'une récession dans le passé - exceptionnellement, il n'y a pas eu de récession en 2022. Notons également que la crise du Covid-19 qui a paralysé le monde au premier semestre 2020 n'a eu qu'un effet très limité sur les marchés boursiers en glissement annuel.

En moyenne, ces marchés baissiers durent 11,1 mois avec une perte de -31,7%. Vous saviez probablement que le marché boursier est structurellement haussier, mais vous savez maintenant aussi que les hausses couvrent des périodes plus longues que les baisses.

Une deuxième observation concerne l'intensité des baisses. À la fin d'un cycle haussier, l'économie surchauffe, l'inflation atteint un niveau trop élevé et un refroidissement est nécessaire. Mais ces baisses sont moins intenses que les hausses : c'est pourquoi notre conseil est invariablement de simplement traverser ces mauvaises périodes boursières. Il faut éviter les pertes permanentes de capital.

Troisièmement, nous constatons que les périodes de hausse se prolongent plus longtemps que par le passé, ce qui rend les "marchés baissiers" moins fréquents et aussi plus courts. Ils sont gérés ou anticipés plus efficacement. En conséquence, la perte cumulée au cours d'une telle période semble avoir augmenté.

LA VALORISATION

Enfin, nous en arrivons à la question jamais résolue de la valorisation. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de bons résultats, les cours des actions sont élevés et le doute règne quant à la faisabilité de la tendance à la hausse pour l'avenir. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de mauvais résultats, les cours des actions sont bas et le doute règne quant à la possibilité d'une reprise. **Dans le premier cas ("marché haussier"), la valorisation boursière est trop élevée parce que nos attentes sont inférieures à celles du marché boursier. Dans le second cas ("marché baissier"), la valorisation est également trop élevée parce que nos attentes pessimistes sont encore plus faibles que celles du marché boursier.** C'était, c'est et ce sera toujours le cas sur le marché boursier : un investisseur en actions doit en permanence escalader un mur d'inquiétude.

La question insoluble de la valorisation

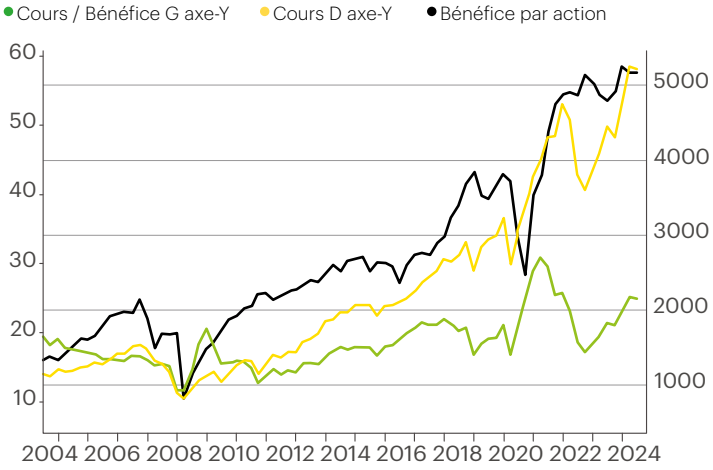
Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de bons résultats ("**marché haussier**") la valorisation boursière est trop élevée parce que nos attentes sont inférieures à celles du marché boursier. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de mauvais résultats ("**marché baissier**") la valorisation est également trop élevée parce que nos attentes pessimistes sont encore plus faibles que celles du marché boursier.

Les graphiques 6 et 7 montrent le prix, le bénéfice par action et le ratio cours-bénéfice pour le S&P 500 (États-Unis) et l'Euro Stoxx 50 (Europe), respectivement, au cours des 20 dernières années. La relation entre ces trois facteurs est très simple : le prix de l'action, déterminé par le marché, devrait en principe suivre les bénéfices réalisés par l'entreprise. Si le ratio est plus élevé en raison d'attentes optimistes, par exemple, on peut dire que le marché boursier est relativement cher. Cela signifie également que si le prix suit à l'identique le bénéfice par action, le marché boursier peut être considéré comme étant également cher à tout moment (ou du moins sur la base de ce seul chiffre). Ce n'est évidemment pas le cas, car il existe toujours un décalage ou une différence infinie dans les attentes des participants au marché.

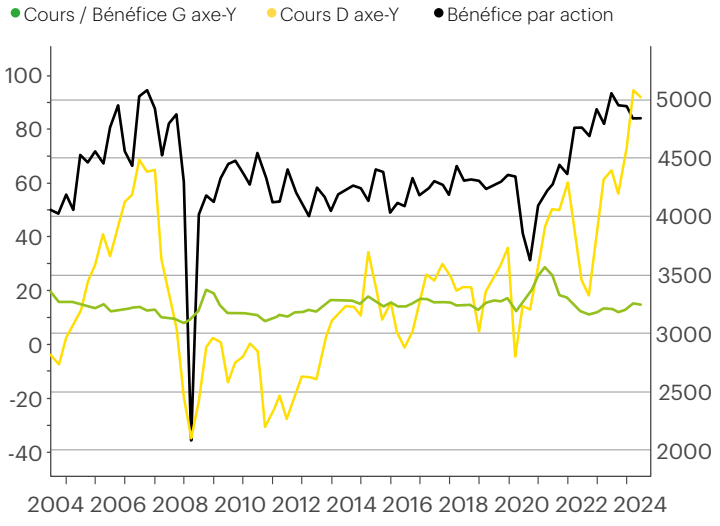
De tout ce qui précède, on peut conclure que les anticipations actuelles sont positives : le cycle économique est positif, l'inflation diminue sans augmenter le chômage, les gagnants ont augmenté leur avance, la prime de risque est certes faible. Nous pourrions donc bien être confrontés à une nouvelle période de croissance séculaire. Curieusement, la nature humaine fait qu'on considère l'optimisme comme un trait naïf et le pessimisme comme un caractère réaliste. Pourtant, l'histoire montre que sur le front économique, les optimistes sont les gagnants, et de loin.

Les marchés boursiers semblent également considérer la situation de cette manière. Depuis la fin de l'année 2022, dans les deux régions, le cours des actions rattrape le bénéfice par action. L'excellente année boursière 2023 et le premier trimestre 2024 n'ont donc été rien d'autre que le rétablissement d'un ratio précédemment faussé (du jaune beaucoup trop bas sous du noir). •

Graphique 8 : S&P - Valorisation
Source : Bloomberg 09/04/2024



Graphique 9 : Eurostoxx 50 - Valorisation
Source : Bloomberg 09/04/2024



INTERVIEW

IBA GROUP, leader mondial de la protonthérapie, mais pas que...

Par *Anne-Cécile Rozet*, Gérante de SDM Bruxelles

Olivier Legrain Photo: IBA

Anne-Cécile Rozet
Gérante de SDM Bruxelles

Alors qu'il était directeur du Centre de recherche du Cyclotron de l'UCLouvain, Yves Jongen, ingénieur civil en électronique (UCL) et diplômé en sciences nucléaires, eût l'idée de créer des accélérateurs de particules de taille réduite spécialement adaptés à des usages cliniques. C'est en 1986 qu'il fonda Ion Beam Applications, une entreprise spécialisée dans le développement de solutions innovantes pour le diagnostic et le traitement du cancer.

Le succès fut au rendez-vous et c'est toujours le cas ! En près de 40 ans, la petite spin-off de l'UCL est devenue leader mondial dans le domaine de la médecine nucléaire et en protonthérapie, une forme de radiothérapie qui permet de cibler très précisément la tumeur en réduisant les dommages sur les tissus sains environnants. IBA développe également des solutions de dosimétrie pour la radiothérapie et l'imagerie médicale, ainsi que des accélérateurs de particules destinés à la stérilisation ou à l'amélioration de la résistance des matériaux. Olivier Legrain en est son actuel CEO. Il a succédé à Pierre Mottet qui en est le président du C.A.

Diplômé en Economie (ULB), vous avez fait vos premiers pas chez IBA en 1996 mais c'est en 2012 que vous en êtes devenu le CEO. Pouvez-vous nous parler en quelques mots de votre histoire longue de près de 28 ans chez IBA dont une partie passée à l'étranger ? Qu'est-ce qui vous a motivé à rejoindre ce poste ?

Olivier Legrain : J'ai démarré ma carrière chez IBA avant son introduction en bourse, quand l'entreprise était encore relativement petite. Nous étions une petite centaine d'employés et notre chiffre d'affaires était de l'ordre de 20 millions d'euros. Comme contrôleur financier, j'ai eu l'occasion de découvrir cette société à la fois hautement technologique et profondément humaine sous ses différents angles, tant financiers qu'opérationnels. Cinq ans plus tard, alors que l'entreprise était devenue dix

fois plus grande, j'ai pris la direction de la division Dosimétrie dont les quartiers généraux étaient établis à Uppsala en Suède. C'était une première expérience d'expatrié dont ma famille et moi-même avons gardé de très bons souvenirs. En 2004, nous avons emménagé à Washington, où j'ai pris la direction de la filiale spécialisée dans la production d'isotopes utilisés en médecine nucléaire. Cette expérience américaine a été riche et essentielle pour moi, dans la mesure où les Etats-Unis représentent un des principaux marchés d'IBA aujourd'hui. Au retour des Etats-Unis, j'ai décidé de prendre un congé sabbatique pour faire un tour du monde à la voile, en famille. C'est lors d'une de nos escale, qu'Yves et Pierre m'ont rendu visite pour me proposer de prendre la direction du groupe. Retour à Louvain-la-Neuve en 2012. C'était et c'est toujours un grand honneur et une grande chance de se voir confier le job de capitaine d'un navire comme IBA. Le Groupe a un rôle décisif à jouer dans la lutte contre le cancer et rien n'est plus motivant. Je suis ravi de mener une telle équipe vers de tels objectifs et d'avoir maintenu le cap du succès et de la croissance. Nous sommes aujourd'hui leader mondial dans nos quatre domaines d'activités et avons encore de belles ambitions.

A partir de quel moment, l'entreprise a-t-elle connu un essor fondamental ?

Il est difficile de choisir un moment particulier dans la mesure où la croissance d'IBA a été continue depuis sa création. Il y a tout de même eu quelques étapes décisives parce que de nouveaux marchés ou de nouvelles perspectives s'ouvraient. Je pense entre autres au développement et à l'installation du premier accélérateur de particules qui a permis de traiter le tout premier patient par proton thérapie en milieu hospitalier en 2001, à Boston, en collaboration avec les chercheurs et oncologues de l'Université d'Harvard. Il y aussi la création, en 2010, du Cyclone® 70, premier cyclotron de haute puissance qui a permis d'envisager la production d'isotopes à large échelle. Aujourd'hui de nouvelles perspectives semblent encore s'ouvrir dans le domaine de la stérilisation par faisceau d'électrons ou par rayons X qui constituent une alternative idéale aux solutions existantes, plus toxiques et limitées par leurs ressources.

Photo : IBA

IBA compte 4 business units : la protonthérapie, la dosimétrie, les solutions RadioPharma et la stérilisation industrielle. Expliquez-nous. Quelles sont leurs parts de marché ? Comment se situent-elles à un niveau mondial ?

La proton thérapie est la forme la plus avancée de radiothérapie. Nous avons probablement la solution la plus complète et la plus fiable de ce marché très spécifique. Près d'un centre de protonthérapie sur deux dans le monde est équipé d'un accélérateur IBA. IBA Dosimetry est une entité qui développe des outils et des applications qui permettent de calibrer les équipements et de doser les traitements de radiothérapie et d'imagerie médicale. On ne peut pas véritablement parler de parts de marché dans ce domaine compte tenu de la diversité des produits et des domaines d'application mais on peut certainement considérer qu'IBA est un des principaux acteurs du secteur de la dosimétrie. RadioPharma Solutions est la branche qui conçoit des accélérateurs destinés à la production d'isotopes (traceurs radioactifs utilisés en médecine nucléaire). Industrial Solutions crée des accélérateurs destinés à la stérilisation par E-beam et X-Ray et à l'amélioration de la résistance des matériaux par réticulation. Nous sommes leaders de marché, au niveau mondial, dans ces deux entités également.

IBA Dosimetry est une entité qui développe des outils et des applications qui permettent de calibrer les équipements et de doser les traitements de radiothérapie et d'imagerie médicale.

Vos équipements se vendent-ils partout dans le monde ?

Oui. L'Europe, l'Amérique du Nord et l'Asie représentent chacune environ 30% de nos ventes. Les 10% restants se répartissent dans le reste du monde.

Vos technologies sont-elles accessibles à tous ?

Du fait de leur complexité et du niveau d'investissement qu'elles impliquent, nos machines se vendent davantage dans les pays les plus développés. Les choses sont cependant occupées à évoluer et on observe une croissance de la demande dans les pays émergents. L'enjeu, c'est la lutte contre le cancer. On ne peut que s'en réjouir.

Quelle mission vous anime ?

Nous avons défini la mission d'IBA : **« Protéger, améliorer et sauver des vies ».** Cela dit bien ce que cela veut dire. Rien n'est plus inspirant que de se soucier de la santé et du bien-être des gens. Cela donne du sens à ce que l'on fait au quotidien. J'entends souvent dire par des collaborateurs chez IBA qu'on sait pourquoi on se lève le matin.

IBA est l'une des rares sociétés cotées en bourse à avoir obtenu le label "B-Corp". Quelle importance accordez-vous au développement durable ?

C'est primordial et je pars du principe que nous n'avons pas le choix. Cette réflexion autour de la durabilité a toujours existé chez IBA. Toutes nos activités, industrielles, commerciales, en R&D, etc, sont considérées du point de vue de leur impact sur toutes les parties prenantes de l'entreprise : nos actionnaires mais également nos employés, nos clients, la communauté et la planète. Notre responsabilité est de veiller au respect du juste équilibre entre leurs intérêts respectifs. Il ne s'agit pas que de mots, l'approche est inscrite dans nos statuts et se traduit en actions concrètes.

C'est dans cette optique que nous avons envisagé d'obtenir la certification B Corp qui évalue les performances de l'entreprise sur la base de normes sociales et environnementales, de transparence et de responsabilité sociétale parmi les plus rigoureuses qui soient. Ce label prestigieux, reconnu internationalement comme un des plus complets et des plus exigeants dans son domaine, atteste l'engagement effectif de notre société envers des objectifs qui visent tant l'intérêt collectif que celui des actionnaires. L'obtention du label n'est cependant pas une fin en soi. Nous la considérons comme un outil et l'évaluation qui a mené à notre certification B Corp nous a surtout permis d'identifier les points que nous pouvons améliorer. Depuis notre certification en 2021, nous avons lancé une cinquantaine d'initiatives dans le domaine.

Alors que votre société est cotée en bourse et qu'elle est scrutée en temps réel par les marchés, vous avez affirmé, dans une interview de l'Echo du 08/12/2020[1], qu' « une entreprise, c'est bien plus que la maximisation des profits ». Qu'entendez-vous par là ? Comment pouvez-vous concilier « rentabilité » et « impact sociétal » ?

De mon point de vue, l'entreprise est un vecteur de progression humaine. L'objectif est d'assurer la pérennité de l'entreprise et, par-là, la réalisation de sa mission sociétale. La profitabilité est un facteur certes indispensable mais elle doit s'inscrire dans un horizon à moyen ou long terme. La maximisation du profit à brève échéance est une vision opportuniste qui ne répond qu'aux attentes court-termistes d'un capitalisme financiarisé. Ce type d'approche mène l'entreprise à une voie sans issue.

Quelle est la part de votre chiffre d'affaires en R&D ?

Nous investissons plus de 10 % de notre chiffre d'affaires dans la R&D. En 2023, cela représentait 48 millions sur un chiffre d'affaires de 429 millions d'euros. Dans un domaine comme le nôtre, et en tant que leader de marché, c'est essentiel.

Avez-vous investi dans le développement numérique ? L'utilisation de l'IA pourrait-elle être un enjeu considérable dans le cadre de vos activités ?

Oui, l'intelligence artificielle jouera un

Photo : IBA

rôle de plus en plus déterminant dans nos activités. C'est déjà le cas en protonthérapie. Tous nos sites sont connectés et l'accès continu à leurs données nous permettent de mesurer leur performance en temps réel, d'intervenir immédiatement en cas de défaillance, de prévenir les disfonctionnements, de rationaliser les coûts de maintenance et d'optimiser la durée de vie de nos équipements. Nous avons par ailleurs lancé différents projets qui étudient la possibilité d'intégrer davantage d'IA et de data management dans nos processus de gestion managériale et opérationnelle mais aussi dans la R&D, et ce, dans l'intérêt de l'entreprise, de nos clients et des patients.

Si le traitement du cancer reste votre fer de lance, pensez-vous pouvoir élargir votre technologie à d'autres traitements tels que la stérilisation ou la dépollution ?

Nous sommes déjà actifs dans le domaine de la stérilisation et pas seulement dans le secteur médical. Nos solutions sont d'ores et déjà mises en œuvre dans les industries pharmaceutique, cosmétique, alimentaire, dans le secteur de l'emballage, etc. Nous avons par ailleurs lancé des recherches dans différents domaines environnementaux. Nous envisageons par exemple des solutions pour la décontamination de l'eau aux PFAS (polluants

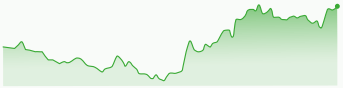
[1] Podcast 7 « Hors Pistes » L'Echo 08/12/2020 par Nicolas Becquet

IBA en chiffres

Fondée en 1986 - Entrée en bourse : 1998

€13,62 ↑19,47% YTD

Données du 07/05/2024



4
Activités principales : protonthérapie, dosimétrie, radiopharmacie et stérilisation

€412,44M
Capitalisation boursière

2000
Employés dans le monde

+130.000
Nombre de patients traités par un système de protonthérapie IBA dans le monde (un patient en protonthérapie sur deux)

€429M
Chiffre d'affaires en 2023

1000
Employés à Louvain-la-Neuve

+650
Nombre d'accélérateurs en opération (protonthérapie, production de radiopharmaceutiques et stérilisation

€1,4 Mia
Carnet de commandes de l'entreprise

72
Centres de protonthérapie

éternels) ou pour la dépollution des sols. Les débouchés sont multiples… malheureusement !

Dans le contexte géopolitique tel qu'on le connaît aujourd'hui, rencontrez-vous des problèmes d'approvisionnement ?
Comme dans la plupart des secteurs, nous avons été touchés par la pénurie de certaines matières premières et composants mais peut-être moins que certains dans la mesure ou la majeure partie de notre chaîne d'approvisionnement se situe en Belgique. Etant présents en Chine, nous avons par ailleurs été conscientisés assez tôt et pu prendre les mesures qui s'imposaient, notamment dans la gestion provisionnelle de nos stocks. Aujourd'hui, les choses semblent être revenues à la normale.

Au vu des carnets de commandes qui ne cessent de croître (1,4 Mia d'euros au terme de 2023), voulez-vous toujours favoriser « l'ancrage local » en recrutant des talents bien de chez nous ?
Certainement. C'était l'objectif d'Yves Jongen quand il a créé IBA : développer des emplois de qualité, en Belgique. L'ancrage local est une dimension essentielle inscrite dans l'ADN de notre entreprise. Cela dit, de par la nature même de nos activités, très internationale, nous sommes aussi très ouverts sur le monde. Aujourd'hui, un employé d'IBA sur deux est basé en dehors de la Belgique. On ne compte pas moins de 60 nationalités au sein de nos 2000 collaborateurs. Cette grande variété est une vraie richesse.

Avez-vous toujours un partenariat avec les HERA Awards (Higher Education & Research Awards) ? Pouvez-vous expliquer ce que signifie ces HERA Awards et en quoi consiste ce partenariat ?
Cela fait près de dix ans que nous soutenons cette initiative de la Fondation pour les Générations Futures qui récompensent chaque année des mémoires de fin d'étude et thèses de doctorat liées au développement durable. Outre le fait de soutenir l'initiative financièrement, nous participons aussi à la sélection des lauréats. Cela fait tout son sens dans le contexte de notre approche et de notre responsabilité dans le domaine de la durabilité. C'est aussi une manière de soutenir et d'entretenir nos relations avec le monde académique qui forme nos futurs collaborateurs.

Quel serait votre plus beau défi dans les années à venir ?
Ils sont nombreux ! Pour aller à l'essentiel, c'est sans doute de permettre un plus large accès à un plus grand nombre de personnes aux solutions technologiques que nous développons pour améliorer la santé et le bien-être.

Quels conseils donnez-vous aux jeunes diplômés qui débutent dans ce secteur d'activité ?
Faites les choses avec passion. Cela mène à tout ! •

Notre mission : « Protéger, améliorer et sauver des vies »

Inflation, deflation and stagflation

By *Marsel Paraev*, Senior Portfolio Manager

Our readers know that in our previous editions we've already talked about inflation and its negative effects on economic agents and the economy overall. Now that it's accepted that inflation is real and it is here, I would like to discuss all the concepts related to the general level of prices in the economy: inflation, deflation and stagflation. In order to be perhaps, more relevant, we will try to see how our discussion can be useful in the light of an investment portfolio with embedded measures to alleviate the risks involved.

As a reminder let's start with their definitions and for simplicity sake, I will use the same online source, Investopedia, to define each of them:

- **Inflation** is a rise in prices, which can be translated as the decline of purchasing power over time
- **Deflation** is a general decline in prices for goods and services, typically associated with a contraction in the supply of money and credit in the economy
- **Stagflation** is an economic cycle characterized by slow growth and a high unemployment rate accompanied by inflation

Let us start with the effects of inflation. It is widely accepted that high inflation is bad because it eats purchasing power hence it alters the standard of living of a given region or economy. Now that it is back, after a prolonged period of absence which was enabled by several factors such as globalization, innovation and productivity increase, we see that Central Banks have the tools and knowledge on how to fight inflation.

However, what about the other 2 possible economic conditions? Deflation and stagflation, are perhaps even worse than inflation. Using the definition, we can quickly see what can be a considerable problem in the case of deflation.

In the second half of the last century, there were many innovations such as credit cards which have contributed to the development of the credit industry overall. This in turn, helped create a consumer-based economy which is a significant part of the US GDP contribution today. The principle is fairly simple, the ample availability of credit gave the possibility to every consumer to spend more than earn. Hence, increasing demand which helped to fine tune the level of inflation through credit expansion or contraction.

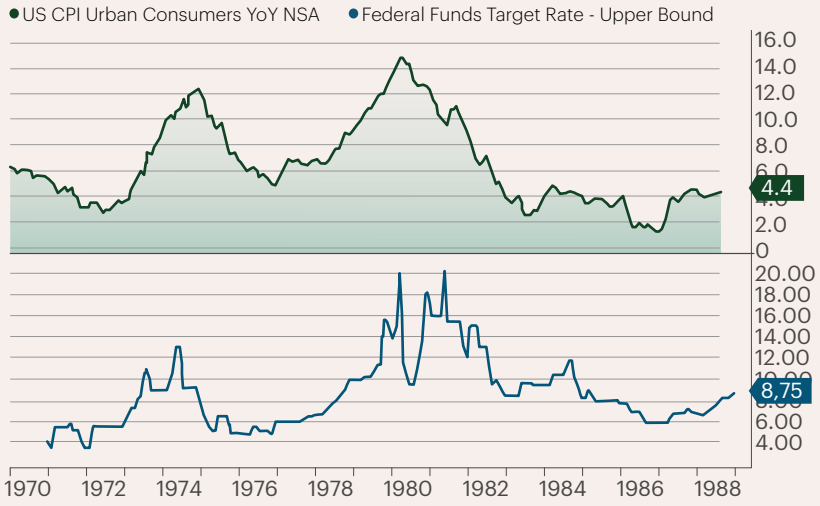
So, if deflation comes back, it implies a postponement of consumption which usually has an impact on credit and the result is a shrinking economic activity with heavy consequences. In the same time, most of the budgets, if not all, are built on the assumption that there will be growth. If there is no growth, then budgets are not balanced, because there are less revenues and less taxes which creates complicated situations for many economic participants.

In their paper, Ben Bernanke and Harold James (1990), study the concept of deflation in length, but for the sake of this article, I will put forward only a few excerpts:

- "Our focus, however, is on a channel of transmission that has been largely ignored by the recent gold standard literature; namely, the disruptive effect of deflation on the financial system"
- "However, we do not want to lose sight of a second potential effect of falling prices on the financial sector, which is "debt deflation" (Fisher 1933; Bernanke 1983; Bernanke and Gertler 1990). By increasing the real value of nominal debts and promoting insolvency of borrowers, deflation creates an environment of financial distress in which the incentives of borrowers are distorted and in which it is difficult to extend new credit. Again, this provides a means by which falling prices can have real effects."

In the above extracts from the paper, we see a few interesting points particularly relevant for our current environment.

Graph 1: US Consumer Price Inflation and Fed Funds Target Rate in the 70's and 80's
Source: Bloomberg, data as of 20/4/2024



In the US, the government debt is above 120% of GDP, the overall liabilities are estimated to be even bigger and the deficit published in March 2024 is -6.44%. You probably read about this in the media, but all of this is happening while there is strong employment, economic growth and the US is not a direct party to an important geopolitical conflict. These conditions are not sustainable according to history and in my view deserve closer attention. So, what are the possibilities that an investor may be contemplating?

The US is still the dominant world economic power, backed by its innovation capacity and a major advantage: the reserve currency status of the dollar. Given, their particular set of circumstances, the United Stated could manage their debt avoiding too much pain. However, the most prominent investors express their doubts (some have been for years). This leaves us with 2 options, either they do manage, in which case things could continue according to our current environment, or they will experience problems.

In the latter case, many changes may happen which will eventually lead to a devaluation of the dollar. Given the US Government wants to avoid a default at all prices, they will print money which is likely to cause inflationary pressures.

Stagflation is a tricky situation because when authorities seek to fight unemployment, several kinds of economic support are deployed which, in a period of inflation, can or even are inflationary which have an undesired side effect. So, the situation the Central Banks would like to observe is an inflation close to 2%.

The point is not to predict but to prepare for any potential outcome. I will end this paper with a few open questions:

- **What if, like in the late 70's there is another spike in inflation after the decline we witnessed?** AI will significantly increase productivity in many industries, but no one knows how big this will be. Usually, the expectations are too high in the short term, but... things may take more time to be implemented.
- **What if the US starts showing signs of a weakening currency?** Even, if there is not one single reserve currency, to replace the USD, there may be a basket of EUR, CHF, ... for instance. In its book, "Business adventures", John Brooks goes through the GBP downfall when the British Empire started losing its glow, the Brits couldn't figure out who was attacking their currency. In the end, they understood that large international corporations were short selling GBP to cover their international operations in pounds which accelerated the fall.

With all the above being said, our team builds balanced portfolios that take into account the different outcomes. It is statistically demonstrated that what matters is the time in the market and not the market timing. •

Sources: The gold standard, deflation, and financial crisis in the great depression: an international comparison, Ben Bernanke and Harold James (1990), www.investopedia.com

Joël Gorsele, CEO d'Intervest

Par *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy

Intervest est un groupe d'investissement immobilier actif en Belgique et aux Pays-Bas. Après une offre publique d'achat réussie par TPG, un gestionnaire d'actifs alternatifs américain, Intervest a disparu de la bourse cette année. Nous avons interrogé Joël Gorsele, le CEO d'Intervest au sujet de l'acquisition, des tendances actuelles du marché immobilier et de ce que nous pouvons attendre d'Intervest à l'avenir.

Joël Gorsele, CEO d'Intervest. Photo : lecho.be

Comment avez-vous débuté votre carrière dans l'immobilier et qu'est-ce qui vous a amené à rejoindre Intervest ?

Joël Gorsele: J'ai commencé chez Deloitte, d'abord dans le domaine de l'audit, puis dans celui de la Corporate Finance, avec une spécialisation dans les transactions immobilières. Depuis le début, je me suis concentré sur l'immobilier ; par exemple, j'ai réalisé l'audit de WDP, Cofinimmo et Immobel. La première partie de ma carrière a été consacrée à un rôle de conseiller. Ensuite, je suis passé du côté des entreprises chez Petercam en tant qu'equity analyst. L'un des principaux changements réside dans le fait qu'en tant qu'equity analyst, vous êtes apprécié des entreprises. D'une part, les entreprises ont besoin de vous et, d'autre part, vous avez besoin d'elles. Du coup, vous avez les numéros de portable des CEO's et des CFO's (qui répondent aussi lorsque vous les appelez) alors que vous êtes encore assez jeune. En conséquence, vous apprenez beaucoup et obtenez des informations intéressantes sur la stratégie des sociétés immobilières cotées en bourse. C'est ainsi que je suis entré en contact avec des investisseurs institutionnels à Paris, Amsterdam et, bien sûr, en Belgique. Je suis ensuite passé du côté privé chez Redevco, propriété de la famille Brenninkmeijer, où j'ai débuté en Belgique comme bras droit du directeur financier. J'ai ensuite commencé à travailler comme gestionnaire d'investissement pour la division européenne de Redevco, notamment à Londres. Après 7 ans chez Redevco et la création de plusieurs fonds d'investissement, un poste de CIO chez Intervest en Belgique s'est libéré. Aujourd'hui, cela fait 1 an que j'occupe le poste de CEO chez Intervest.

Vous avez récemment été racheté par TPG, un gestionnaire d'actifs alternatifs américain bien connu. Comment s'est déroulée l'acquisition ?

L'acquisition a été déclenchée en raison de la forte baisse du cours de l'action Intervest. Plusieurs facteurs étaient en cause : des taux d'intérêt élevés, la guerre en Ukraine, un changement dans la direction d'Intervest, l'incertitude liée aux immeubles de bureaux dans le portefeuille, ... Le prix de l'action était tellement inférieur à la VNI[1] qu'à un moment donné, cette décote atteignait 40 à 50 %. Pour Intervest, cela a bloqué l'accès au capital. Nous avions le choix d'émettre de nouvelles actions pour réduire la dette, mais cela n'allait pas nous mener très loin. D'autre part, davantage de concurrents s'intéressaient à notre entreprise. En tant que société cotée en bourse, nous étions fortement réglementés par la FSMA. Il était important que la décision finale soit la meilleure pour les actionnaires. Les parties intéressées ont dû soumettre des offres détaillées comprenant le prix, la méthode de financement, le business plan, etc. Lors de la réunion du conseil d'administration, nous avons comparé minutieusement les différentes offres et avons rapidement annoncé le vainqueur.

[1] VNI: Valeur nette d'inventaire

Greenhouse Antwerp, green façade containing 50.000 live plants Photo : intervest.be

Quel sera l'impact de l'acquisition sur la stratégie d'Intervest ?

Avant les acquisitions, la stratégie consistait déjà à se détacher de nos bureaux et à se concentrer sur l'immobilier logistique. Il en sera toujours de même aujourd'hui. Au cours de la période écoulée, nous avons vendu un immeuble de bureaux tous les deux mois à des investisseurs institutionnels et privés. Nous voulons continuer à nous concentrer sur l'immobilier logistique et d'avoir un regard en-dehors de la Belgique et des Pays-Bas. Aujourd'hui, notre portefeuille s'élève à 1,4 milliard d'euros et nous avons l'intention de le porter à 4 ou 5 milliards d'euros. Notre nom a été raccourci en « Intervest ».

Intervest a l'intention de vendre 90% de ses immeubles de bureaux pour se concentrer sur l'immobilier logistique. Qu'est-ce qui a motivé cette décision ?

La raison principale est que nous nous concentrions déjà davantage sur la logistique et moins sur les immeubles de bureaux. Les immeubles de bureaux représentent 300 millions d'euros sur un total de 1,4 milliard d'euros. Deuxièmement, l'immobilier de bureau est plus difficile à dimensionner en tant que produit, car chaque client a des exigences spécifiques en matière d'emplacement, de durabilité, d'éclairage, d'intérieurs, etc. Il faut une équipe complète pour les bureaux. Le délai de rénovation de votre immeuble de bureaux est donc plus long et a un impact plus important sur votre trésorerie.

Je vois encore des opportunités dans la construction de bureaux. Par exemple, il y a une forte demande pour des bureaux bien situés. Même si de nombreuses entreprises ont réduit leurs effectifs après la crise du Covid, les besoins en capacité des immeubles de bureaux n'ont pas beaucoup diminué. Cela s'explique par le fait que tous les employés se rendent généralement au bureau le même jour.

Alors pourquoi avons-nous décidé de vendre des bureaux ? C'est un marché plus difficile à anticiper que la logistique. On ne sait pas qui va chercher quoi et quand. C'est plus facile avec la logistique, par exemple. De plus, les économies d'échelle sont plus importantes avec la logistique, ce qui permet de gérer plus de biens avec une équipe plus réduite. Les marges bénéficiaires sont donc plus élevées chez les acteurs de la logistique. Les rendements initiaux des bureaux sont toutefois plus élevés que ceux des immeubles logistiques.

Avant les acquisitions, la stratégie consistait déjà à se détacher de nos bureaux et à se concentrer sur l'immobilier logistique. Il en sera toujours de même aujourd'hui.

La combinaison de la baisse des valorisations immobilières (due à la hausse des taux d'intérêt) et du renforcement des réglementations en matière de développement durable, entre autres, a durement touché le secteur de l'immobilier. Quel est votre point de vue sur le marché immobilier européen actuel ?

En effet, la valeur des biens immobiliers a fortement chuté au cours des dernières années. Cependant, l'impact a été limité sur les grands acteurs cotés en bourse, qui ont adopté une stratégie d'achat et de conservation. Dans le marché actuel, ce sont surtout les promoteurs immobiliers qui ont été les plus touchés. Cela se remarque sur le marché boursier, notamment pour VGP, parce qu'en plus de l'incertitude concernant le prix de vente, il y a la question de l'octroi des licences. Le processus est plus long et plus incertain en raison de l'augmentation du nombre de parties à consulter pour l'approbation.

Cependant, deux éléments sont importants pour l'immobilier coté. Premièrement, la stabilité des taux d'intérêt est importante pour le marché immobilier. En soi, des taux d'intérêt élevés ne sont pas un problème s'ils sont stables, car vous pouvez négocier et investir en fonction d'eux. La plupart des acteurs de l'immobilier coté ont couvert 90 à 100 % de leurs paiements d'intérêts contre la hausse des taux d'intérêt. Cela rend les bénéfices des acteurs de l'immobilier cotés en bourse relativement prévisibles et stables, ce qui est crucial pour les banques qui fournissent le financement et, bien sûr, pour les investisseurs. Deuxièmement, de nombreuses sociétés cotées en bourse ont souvent des ratios d'endettement nettement inférieurs à ceux des investisseurs privés. Un ratio d'endettement de 30 - 50 % est la règle pour les acteurs cotés en bourse.

Zeebrugge Green Logistics Photo : intervest.be

Quel est l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les activités d'Intervest ?

La hausse des taux d'intérêt, la pression sur les valeurs immobilières et le taux d'endettement élevé ont sonné le glas d'Intervest 1.0. En effet, dès que le taux d'endettement atteignait 50 %, nous ne pouvions plus investir. Actuellement, nous avons un partenaire fortuné en la personne de TPG, ce qui nous permet d'investir à nouveau. C'est une arme à double tranchant car il est plus intéressant d'investir lorsque les valorisations sont faibles. D'un autre côté, il y a moins de dossiers qui arrivent sur le marché. Les parties qui ne veulent pas vendre ne doivent pas le faire. C'est pourquoi l'offre actuelle sur le marché est faible. Les dossiers qui arrivent sur le marché aujourd'hui sont intéressants parce que les taux d'intérêt actuels sont pris en compte, ce qui signifie que vous pouvez obtenir un bon rendement.

La demande de centres de données monte en flèche en raison de la nécessité d'augmenter la puissance de calcul pour l'IA, entre autres. S'agit-il d'un secteur auquel vous pourriez participer à l'avenir ?

TPG investit également dans les centres de données par le biais de ses divisions à San Francisco, New York et Londres, entre autres. Si nous voyons passer un dossier sur les « data centers », nous en discuterons avec TPG. Toutefois, TPG assurera lui-même le suivi, Intervest se concentrera uniquement sur l'immobilier logistique en Europe.

[2] P&L: Profit & Loss, bénéfice et perte.

Intervest prévoit-elle de s'étendre géographiquement ?

Nous avons des projets concrets d'expansion dans 2 ou 3 pays, en toute logique, nos voisins ; la France et l'Allemagne. Outre la Belgique, nous avons déjà un portefeuille de 300 millions d'euros aux Pays-Bas. Nous disposons ainsi d'un portefeuille de 4 à 5 pays. Nous n'avons pas encore d'équipe dans ces nouveaux pays cibles pour le moment, mais nous prévoyons d'engager des personnes pour ces nouvelles régions au fil du temps.

Existe-t-il des différences majeures entre les marchés immobiliers américain et européen ?

En Amérique, la construction spéculative est beaucoup plus importante. Deuxièmement, il y a beaucoup plus de biens immobiliers par habitant en Amérique. En outre, les prix de l'immobilier aux États-Unis sont beaucoup plus élevés qu'en Europe et qu'ailleurs. Par conséquent, le budget immobilier d'une entreprise est réduit plus rapidement parce qu'il a un fort impact sur son P&L[2]. Aux États-Unis, les gens vivent beaucoup plus à l'extérieur et les temps de trajet sont beaucoup plus longs dans les grandes villes. En outre, la surface moyenne est beaucoup plus petite : environ 6 m² par employé aux États-Unis, contre 15 m² en Europe. Le seuil à franchir pour se rendre au bureau est donc beaucoup plus élevé. Les autres exigences en matière de développement durable sont un casse-tête en Europe. Mais aux États-Unis aussi, la durabilité est particulièrement importante pour les acteurs institutionnels.

Selon vous, existe-t-il aujourd'hui des opportunités sur le marché belge et européen de l'immobilier coté ?

Oui, si vous pouvez actuellement entrer dans une société cotée en bourse dont le prix de l'action est inférieur à la valeur des briques. Et, si, en plus, vous obtenez une équipe de gestion avec un solide track record et un dividende à imposition différée gratuit. Après tout, presque toutes les sociétés immobilières se négocient aujourd'hui en dessous de leur valeur nette d'inventaire, à l'exception de WDP. De plus, la demande de logistique, d'immobilier social et résidentiel reste forte. Si vous remarquez également cette tendance et que la valeur de marché est inférieure à celle des briques ; alors pour moi, "Achetez la tendance, obtenez le reste gratuitement". Le marché boursier est aujourd'hui plus intéressant que le fait de posséder soi-même un bien immobilier, de trouver soi-même des locataires et de s'occuper soi-même de la gestion. Le taux d'endettement plus faible de 35 à 50 % par rapport à un taux d'endettement généralement beaucoup plus élevé dans le secteur privé constitue une protection naturelle. Après tout, la visibilité des acteurs cotés en bourse est élevée, car ils affichent leurs biens dans leurs résultats. De plus, vous pouvez parfaitement faire vos propres recherches et aller voir les biens par vous-même. Je pense donc qu'il existe bien des opportunités sur la bourse belge. De plus, la liquidité du marché boursier vous permet d'entrer et de sortir facilement et rapidement. •

Tableau 1 : Comparaison du marché immobilier belge. Les acteurs immobiliers cotés en bourse affichent une décote, sauf ceux du secteur logistique (en orange).
Source : Bloomberg. Données du 29 April 2024.

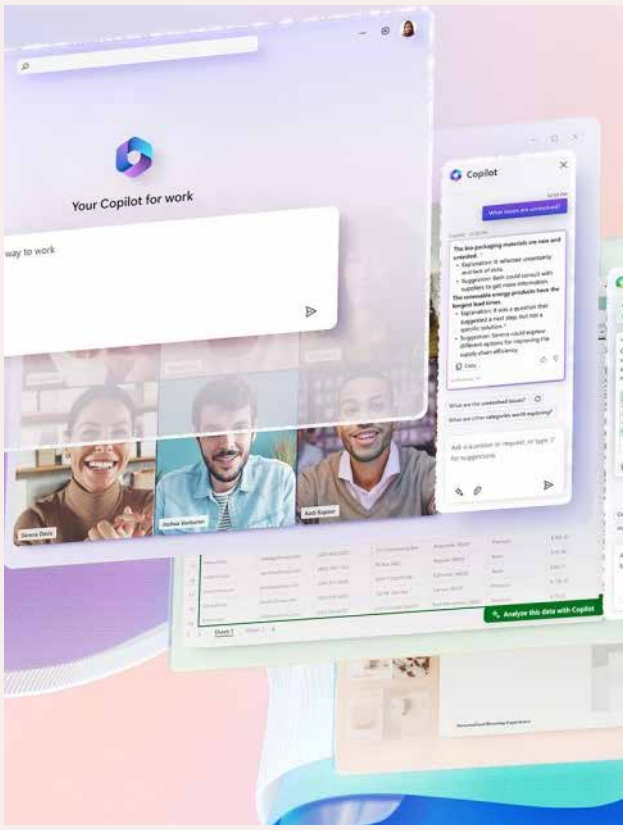
Name	Market Cap (EUR)	Premium / Discount to NAV Per Share %	Dividend Yield (%)
WDP	5.433.181.111	20,58	4,52
AEDIFICA	2.862.517.164	-19,15	6,31
VGP	2.677.277.707	19,09	3,26
COFINIMMO	2.279.459.450	-37,18	10,00
MONTEA NV	1.607.707.131	7,69	4,68
XIOR STUDENT HOUSING NV	1.038.754.796	-34,07	4,67
RETAIL ESTATES	938.725.831	-12,44	7,66
CARE PROPERTY INVEST	488.992.372	-29,77	7,56
NEXTENSA	465.597.848	-43,64	3,22
HOME INVEST BELGIUM	320.858.710	-20,53	13,51

"Achetez la tendance, obtenez le reste gratuitement". Le marché boursier est aujourd'hui plus intéressant que le fait de posséder soi-même un bien immobilier, de trouver soi-même des locataires et de s'occuper soi-même de la gestion.

NOS 8 ACTIONS FAVORITES

Par *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy

Laurence De Munter
CFA, Investment Strategy



D'IETEREN

Le holding familial belge D'Ieteren est principalement actif dans l'industrie automobile, un secteur typiquement cyclique. Néanmoins, D'Ieteren est une action plutôt défensive grâce à sa participation de 50 % dans Belron, le leader mondial de la réparation de vitres automobiles, présent dans 37 pays, dont les États-Unis représentent, à eux-seuls, 60 % de ses revenus. Sa deuxième activité est la distribution automobile, où elle occupe la première place en Belgique avec une part de marché de 25 %. D'Ieteren est une valeur intéressante en raison de ses perspectives de croissance significatives, de sa décote par rapport à la valeur sous-jacente de ses participations et du fait que la famille D'Ieteren/Perrier détient 60 % des actions. En outre, l'augmentation du dividende et le programme d'achat d'actions de 100 millions d'euros constituent un bonus appréciable.

IBERDROLA

Iberdrola produit et distribue de l'énergie en Espagne, au Royaume-Uni, aux États-Unis, au Portugal et en Amérique latine. Cette entreprise est spécialisée dans les énergies renouvelables, notamment le gaz naturel, l'énergie éolienne, l'énergie solaire et l'énergie nucléaire. Elle est également un investisseur majeur dans l'hydrogène vert. La demande d'électricité devrait connaître une forte augmentation dans les années à venir, en raison notamment de la croissance significative des centres de données alimentant l'IA. En outre, les conflits géopolitiques montrent la nécessité de recourir à différentes sources d'énergie. Par conséquent, Iberdrola, avec son rendement du dividende de 4,3 %, est bien placée pour profiter de cette tendance.

Iberdrola est un investisseur majeur dans l'hydrogène vert. La demande d'électricité devrait connaître une forte augmentation dans les années à venir, en raison notamment de la croissance significative des centres de données alimentant l'IA.

Photo : iberdrola.com

META

Meta domine le monde des médias sociaux avec Facebook, Instagram et Whatsapp, entre autres. La croissance des recettes publicitaires, l'augmentation continue du nombre d'utilisateurs et les nombreuses applications d'IA rendent Meta intéressante. Meta se négocie à un ratio PEG (price/earnings to growth) attendu de 1,24, ce qui indique que le prix n'est pas trop cher par rapport à la croissance attendue des bénéfices. Par ailleurs, Zuckerberg a annoncé un programme de rachat d'actions de 80 milliards de dollars et Meta verse un dividende pour la première fois. En outre, son concurrent TikTok, détenu par la société chinoise ByteDance, fait l'objet de pressions pour vendre ses activités aux États-Unis. Cela pourrait donner à Meta une position encore plus forte sur le marché.

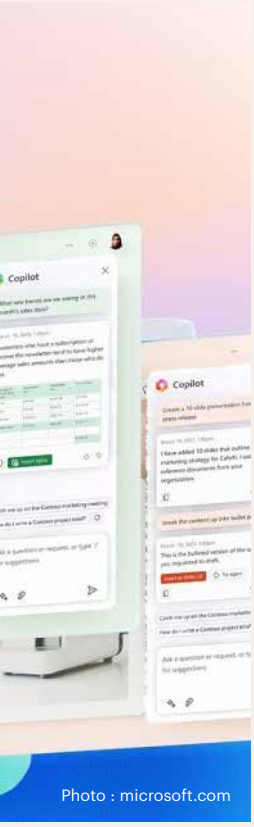


Photo : microsoft.com

MICROSOFT

Microsoft devient une valeur incontournable dans tout portefeuille en raison de sa capacité à définir les prix, à occuper une position de leader sur le marché et à innover. Aujourd'hui, l'activité Cloud basée sur l'IA est son principal moteur de croissance, mais d'autres activités telles qu'Office, Windows et LinkedIn continuent également de croître. Le lancement de Copilot, qui vise à intégrer l'IA dans les systèmes informatiques afin d'améliorer la productivité, a remporté un franc succès. Avec l'acquisition d'Activision Blizzard et de la division XBOX, l'ambition de Microsoft est d'être le numéro 1 du jeu. Microsoft bénéficie de marges bénéficiaires élevées grâce à son pouvoir de fixation des prix supérieur et dispose d'un bilan solide qui lui confère une stabilité financière, lui permettant de résister aux fluctuations économiques.

NOVO NORDISK

Novo Nordisk est le spécialiste mondial du diabète et de l'obésité. Ses traitements sont développés à partir du GLP-1, une hormone qui stimule la sécrétion d'insuline après un repas. La demande de GLP-1 augmente rapidement, un marché sur lequel Novo Nordisk détient aujourd'hui une part de marché élevée, mais où la concurrence, telle qu'Eli Lilly, se développe également rapidement. Novo Nordisk dispose d'un fort pouvoir de fixation des prix grâce à ses brevets, d'une demande supérieure à l'offre et d'un rendement des capitaux propres pouvant atteindre 99,9 %, car ces médicaments sont, après tout, extrêmement coûteux. La position financière exceptionnellement forte de Novo Nordisk se traduit par des acquisitions ciblées et des investissements d'expansion importants, grâce auxquels l'entreprise s'efforce de maintenir sa position de leader sur le marché.

SAP

SAP, la plus grande entreprise informatique d'Europe et le leader mondial des systèmes ERP, s'attend à une forte croissance cette année. En effet, son carnet de commandes actuel pour le cloud - le principal indicateur de la croissance du cloud - a atteint le nouveau record de 27 %. Outre sa notation MSCI ESG AAA, SAP bénéficie de coûts de commutation élevés, de sorte que 77 % de son chiffre d'affaires est prévisible grâce à des contrats à long terme. Grâce à sa position unique sur le marché, SAP dispose d'un bilan solide comme le roc et d'un flux de trésorerie croissant. Son engagement en faveur de la Business AI ainsi que la croissance à deux chiffres du cloud rendent SAP intéressante. SAP verse également un dividende généreux.

VINCI

Vinci est le leader mondial de la construction et de la gestion d'autoroutes, d'aéroports et d'infrastructures énergétiques dans 120 pays. Le marché domestique de Vinci, la France, représente 45 % du chiffre d'affaires, mais le segment international est particulièrement intéressant, car la croissance y est beaucoup plus forte. Grâce à l'augmentation du nombre de passagers aériens et à la forte croissance de son carnet de commandes, le résultat opérationnel a augmenté de 23 % en 2023. En étant actionnaire de Vinci, vous répondez aux besoins d'infrastructures, y compris dans le cadre de la transition énergétique. Vinci dispose d'une forte capacité d'autofinancement, d'un programme de rachat d'actions et d'un rendement du dividende intéressant, de l'ordre de 4 %.

WDP

Les hausses de taux d'intérêt ont durement touché les actions du secteur immobilier. Cependant, le pic des taux d'intérêt est derrière nous et la demande dans le secteur de l'immobilier logistique continue d'augmenter. Avec la famille De Pauw comme actionnaire de référence, WDP se spécialise dans l'immobilier logistique en Europe. WDP dispose d'un bilan sain, de revenus locatifs en hausse grâce à l'indexation automatique sur l'inflation et d'un faible LTV (Loan to Value ratio) de 33,7 %. Ces caractéristiques qualitatives combinées au coût exceptionnellement bas de la dette de 1,7 %, font que WDP vaut sa prime. En outre, l'actionnaire bénéficie d'un beau dividende d'environ 4 % grâce au statut SIR de WDP. •

Photo : novonordisk.com

Photo : vinci.com

Les plus-values sur actions sont-elles toujours exonérées ?

Par ***François Collon***, avocat fiscaliste au barreau de Bruxelles

Avec les élections, surgit toujours, tel un serpent de mer, le traditionnel débat de la taxation des plus-values sur actions. La Belgique fait en effet figure d'exception en exonérant (en principe) ces plus-values de toute taxation à l'impôt des personnes physiques. Cette fiscalité contribue à la placer comme un paradis fiscal pour les investisseurs alors qu'elle est traditionnellement perçue comme un enfer fiscal pour les travailleurs. Dans cette contribution, nous tâcherons d'examiner plus en détails le sort fiscal des plus-values sur actions à l'impôt des personnes physiques.

TROIS TYPES DE PLUS-VALUES SUR ACTIONS

L'article 90, 9°, 1er tiret du Code des impôts sur les revenus 1992 prévoit que les plus-values « réalisées à l'occasion de la cession à titre onéreux de ces actions ou parts, en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle, à l'exclusion des opérations de gestion normale d'un patrimoine privé » entrent dans la catégorie fiscale des « revenus divers ».

Sur la base de cet article, on peut donc rencontrer trois types de plus-values à l'impôt des personnes physiques. Chacune d'entre elles sera soumise à un régime fiscal spécifique.

LES PLUS-VALUES RÉALISÉES DANS LE CADRE DE LA GESTION NORMALE D'UN PATRIMOINE PRIVÉ

Ces plus-values ne sont en principe pas imposables. Elles n'entrent en effet pas dans la catégorie visée ci-avant des revenus divers et, n'étant visée par aucune autre disposition fiscale, elles sont exonérées de toute imposition.

La notion de gestion « normale » d'un patrimoine privé doit être appréciée *in concreto* eu égard au critère d'une personne prudente et raisonnable. La jurisprudence a déjà été amenée à décider qu'une gestion « normale » n'est pas nécessairement passive mais peut être dynamique et fondée sur une bonne connaissance des mécanismes de marché.

Le Code des impôts sur les revenus prévoit une exception importante à l'exonération des plus plus-values sur actions réalisées dans le cadre de la gestion « normale », étant ce qu'il est convenu d'appeler la « taxe Reynders ». Il s'agit de l'imposition à titre d'intérêts au taux de 30 % de la quotepart « obligataire » des plus-values sur actions ou parts de sociétés d'investissement belges ou étrangères.

LES PLUS-VALUES RÉALISÉES EN DEHORS DE LA GESTION NORMALE D'UN PATRIMOINE PRIVÉ

Il s'agit communément des plus-values dites « spéculatives ». Le caractère spéculatif d'une opération doit faire l'objet d'une analyse factuelle au cas par cas.

La jurisprudence a dégagé les critères suivants en matière de plus-values sur actions :

- L'importance de la plus-value réalisée ;
- La durée de détention des actions ;
- Le fait qu'entre l'achat et la revente, aucun dividende n'a été distribué ;
- Le recours à des personnes tierces entretenant des liens tant avec l'acquéreur qu'avec le vendeur ;
- La différence entre le prix de vente des actions et leur valeur intrinsèque ;
- Les relations spécifiques entre l'acquéreur et le vendeur ;
- La prise de risque particulière ;
- Le recours à l'emprunt ;
- Les méthodes utilisées.

Une plus-value réalisée en dehors de la gestion normale d'un patrimoine privée est taxée au taux de 33 %.

Une affaire célèbre a illustré un cas de gestion « anormale » d'un patrimoine privé. L'un des actionnaires de la biscuiterie Destrooper souhaitait vendre ses actions au groupe Lotus. Son frère avait toutefois exercé son droit de préemption et acquis ces actions pour les céder immédiatement à une autre société qui offrait un prix supérieur. Dans ce dossier, la jurisprudence a reconnu l'intention spéculative qui résultait notamment du fait que le frère n'avait aucunement l'intention de conserver les actions acquises et qu'il avait dû recourir à l'emprunt pour procéder à cette acquisition.

Une plus-value réalisée en dehors de la gestion normale d'un patrimoine privée est taxée au taux de 33 %.

LES PLUS-VALUES RÉALISÉES DANS LE CADRE D'UNE ACTIVITÉ PROFESSIONNELLE

Pour qu'une plus-value réalisée par une personne physique sur des actions ou parts soit imposable au titre de revenus professionnels, il faut que les actions soient affectées à l'exercice de son activité professionnelle. La jurisprudence a, à cet égard, reconnu que, quand bien même la plus-value porterait sur les actions d'une société dans laquelle l'actionnaire aurait été actif comme travailleur ou comme dirigeant, il ne se déduit pas que les actions auraient été affectées à son patrimoine professionnel.

La taxation des plus-values en revenus professionnels s'avère donc rarissime.

On pourrait éventuellement l'envisager dans le cas extrême d'un investisseur qui aurait comme seule activité l'achat et la revente d'actions, à laquelle il consacrerait l'essentiel de son temps. Encore faudrait-il toutefois que l'administration fiscale soit en mesure de le démontrer.

CONCLUSIONS

Si elles sont, dans la grande majorité des cas, exonérées de toute imposition, les plus-values sur actions méritent qu'on s'y attarde quelque peu. Ces derniers mois, l'administration fiscale s'est montrée plus attentive à l'analyse du caractère normal ou non de la gestion du patrimoine privé.

Est-ce un signe avant-coureur d'un changement législatif après les prochaines élections ? L'histoire nous le dira. •

Economic and financial indicators

Indices

Date	S&P	EU	CSI	EUR USD
31/12/2004	1.212	251	1.000	1,36
30/12/2005	1.248	310	923	1,18
29/12/2006	1.418	365	2.041	1,32
31/12/2007	1.468	365	5.338	1,46
31/12/2008	903	198	1.818	1,40
31/12/2009	1.115	254	3.576	1,43
31/12/2010	1.258	276	3.128	1,34
30/12/2011	1.258	245	2.346	1,30
31/12/2012	1.426	280	2.523	1,32
31/12/2013	1.848	328	2.330	1,37
31/12/2014	2.059	343	3.534	1,21
31/12/2015	2.044	366	3.731	1,09
30/12/2016	2.239	361	3.310	1,05
29/12/2017	2.674	389	4.031	1,20
31/12/2018	2.507	338	3.011	1,15
31/12/2019	3.231	416	4.097	1,12
31/12/2020	3.756	399	5.211	1,22
31/12/2021	4.766	488	4.940	1,14
30/12/2022	3.840	425	3.872	1,07
31/12/2023	4.770	479	3.431	1,10
31/01/2024	4.846	486	3.215	1,08
29/02/2024	5.096	495	3.516	1,08
31/03/2024	5.254	553	3.584	1,08
30/04/2024	5.036	505	3.604	1,07

Yearly / Monthly

Macro Data

US		EU		China		GDP Growth			Unemployment		
PMI S	PMI M	PMI S	PMI M	PMI S	PMI M	US	EU	China	US	EU	China
59,6	57,2	52,6	51,4			3,9	2,5	10,1	5,4	9,4	
59,0	55,1	56,8	53,6		54,3	3,5	2,1	11,4	4,9	9,0	
53,7	51,4	57,2	56,5		54,8	2,8	3,5	12,7	4,4	8,0	
52,5	50,1	53,1	52,6		55,3	2,0	3,2	14,2	5,0	7,4	
40,0	34,5	42,1	33,9		41,2	0,1	0,5	9,7	7,3	8,4	
49,7	55,8	53,6	51,6		56,6	(2,6)	(4,3)	9,4	9,9	10,2	
56,9	56,6	54,2	57,1		53,9	2,7	2,1	10,6	9,3	10,2	
52,6	53,0	48,8	46,9		50,3	1,5	1,8	9,6	8,5	10,8	
55,7	50,1	47,8	46,1		50,6	2,3	(0,4)	7,9	7,9	12,0	
53,5	56,5	51,0	52,7		51,0	1,8	0,3	7,8	6,7	12,0	
57,2	55,7	51,6	50,6		50,1	2,3	1,8	7,4	5,6	11,5	
55,3	48,7	54,2	53,2		49,7	2,7	2,4	7,0	5,0	10,6	
55,8	54,4	53,7	54,9		51,4	1,8	2,0	6,8	4,7	9,7	
56,3	59,7	56,6	60,6		51,6	2,5	2,9	6,9	4,1	8,7	5,0
58,1	54,9	51,2	51,4		49,4	3,0	2,1	6,7	3,9	7,9	4,9
55,7	47,9	52,8	46,3		50,2	2,5	1,8	6,0	3,6	7,5	5,2
57,5	60,2	46,4	55,2	56,3	51,9	(2,2)	(5,5)	2,2	6,7	8,2	5,2
61,7	58,6	53,1	58,0	53,1	50,3	5,8	6,0	8,4	3,9	7,0	5,1
49,2	48,4	49,8	47,8	48,0	47,0	1,9	3,5	3,0	3,5	6,7	5,5
50,5	47,1	48,8	44,4	52,9	50,8	2,5	0,4	5,2	3,7	6,5	5,1
53,4	49,1	48,4	46,6	52,7	50,8				3,7	6,4	5,2
52,6	47,8	50,2	46,5	52,5	50,9				3,9	6,4	5,3
51,4	50,3	51,5	46,1	52,7	51,1	*2,4*	*0,5*	*4,8*	3,8	6,5	5,2
49,4	49,2	53,3	45,7	52,5	51,4				3,9		

Yearly / Monthly

Central Bank Rates

Date	US	EU	China
31/12/2004	2,25	2,00	
30/12/2005	4,25	2,25	
29/12/2006	5,25	3,50	
31/12/2007	4,25	4,00	
31/12/2008	0,25	2,50	
31/12/2009	0,25	1,00	
31/12/2010	0,25	1,00	
30/12/2011	0,25	1,00	
31/12/2012	0,25	0,75	
31/12/2013	0,25	0,25	
31/12/2014	0,25	0,05	
31/12/2015	0,50	0,05	
30/12/2016	0,75	0,00	3,00
29/12/2017	1,50	0,00	3,25
31/12/2018	2,50	0,00	3,30
31/12/2019	1,75	0,00	3,25
31/12/2020	0,25	0,00	2,95
31/12/2021	0,25	0,00	2,95
30/12/2022	4,50	2,50	2,75
31/12/2023	5,50	4,50	2,50
31/01/2024	5,50	4,50	2,50
29/02/2024	5,50	4,50	2,50
31/03/2024	5,50	4,50	2,50
30/04/2024	5,50	4,50	

Yearly / Monthly

Government Bond 10y Market Rate

US	Germany	China
4,22	3,68	
4,39	3,31	3,31
4,70	3,95	3,06
4,02	4,31	4,46
2,21	2,95	2,76
3,84	3,39	3,64
3,29	2,96	3,91
1,88	1,83	3,44
1,76	1,32	3,59
3,03	1,93	4,62
2,17	0,54	3,65
2,27	0,63	2,86
2,44	0,21	3,06
2,41	0,43	3,90
2,68	0,24	3,31
1,92	(0,19)	3,14
0,91	(0,57)	3,15
1,51	(0,18)	2,78
3,87	2,57	2,84
3,88	2,02	2,56
3,91	2,17	2,43
4,25	2,41	2,35
4,20	2,30	2,30
4,68	2,58	2,31

Inflation

US	EU	China
3,30	2,30	2,40
3,40	2,30	1,60
2,50	1,90	2,80
4,10	3,10	6,50
0,10	1,60	1,20
2,70	0,90	1,90
1,50	2,20	4,60
3,00	2,80	4,10
1,70	2,20	2,50
1,50	0,80	2,50
0,80	(0,20)	1,50
0,70	0,30	1,60
2,10	1,10	2,10
2,10	1,30	1,80
1,90	1,50	1,90
2,30	1,30	4,50
1,40	(0,30)	0,20
7,00	5,00	1,50
6,50	9,20	1,80
3,40	2,90	(0,30)
3,10	2,80	(0,80)
3,20	2,60	0,70
3,50	2,40	0,10
	2,40	

Que remarquons-nous ?

Les indicateurs de conjoncture les plus défavorables sont dans le rouge.

Les taux de chômage et les prévisions de croissance du PIB indiquent toujours un atterrissage en douceur après les fortes hausses des taux d'intérêt de 0 % à 4,5 % et 5,5 % respectivement dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la période 2022-23.

L'inflation aux États-Unis et dans l'UE a déjà chuté de manière significative après avoir atteint un sommet à la fin de 2022. L'objectif de 2 % est en vue pour la BCE, de sorte qu'une baisse des taux est probable le 24 juin. Mais aux États-Unis, l'inflation est repartie à la hausse, de sorte que - pour l'instant - la perspective antérieure de 2 ou 3 baisses de taux d'intérêt en 2024 n'est plus du tout à l'ordre du jour.

La Chine flirte avec la déflation suite à la crise immobilière et bancaire. La Chine mérite de moins en moins le titre de « pays en développement ».

Les marchés boursiers américains et européens atteignent des sommets historiques en 2024.

Numbers in cursive and underlined are estimates for the current year.
PMI: Purchase Manufacturing Index, S: Services, M: Manufacturing

Market update & outlook

— An overview of the current market situation with forecasts for the next 3 and 12 months.

Central Bank rate / 10yr Government Bonds

	CB Rate (%)			10Yr Yield (%)		
	SPOT	*3m*	*12m*	*SPOT*	*3m*	*12m*
EUR	4,00	3,87	2,62	2,58	2,21	2,20
USD	5,25 - 5,50	5,20 - 5,45	4,12 - 4,38	4,68	4,19	3,96
GBP	5,25	5,40	3,50	4,35	3,68	3,40
AUD	4,35	4,20	3,60	4,42	4,05	3,92
JPY	(0,10)	(0,09)	0,25	0,87	0,95	1,00

Foreign Exchange

	SPOT	*3m*	*12m*
EUR/USD	1,07	1,08	1,09
EUR/GBP	0,85	0,86	0,87
EUR/JPY	168,22	165,36	161,33
EUR/AUD	1,65	1,64	1,65
EUR/SEK	11,76	11,70	11,70
EUR/NOK	11,86	11,76	11,86

GDP and Inflation

	GDP YoY Growth (%)			Inflation (%)		
	2024	*2025*	*2026*	*2024*	*2025*	*2026*
US	2,40	1,70	2,00	3,10	2,40	2,30
EURO	0,98	1,69	1,74	2,60	2,24	2,03
UK	0,30	1,20	1,40	2,50	2,20	2,00
Australia	1,40	2,20	2,55	3,30	2,80	2,55
Japan	0,70	1,10	1,00	2,30	1,80	1,70
China	4,82	4,47	4,20	0,70	1,53	1,80

Commodities

	SPOT	*3m*	*12m*
Gold (USD/oz)	2.286	2.325	2.432
Silver (USD/oz)	26	27	28
Copper (USD/ton)	456	456	461
WTI Crude Oil (USD/bbl)	82	81	75
Brent Oil	88	86	80

Equities

	YTD Return (%)	*SPOT*	*P/E*	*Dvd Yield (%)*
MSCI All Countries	4,79	757	20,13	1,98
S&P 500	6,04	5.036	24,09	1,42
Eurostoxx 600	6,99	505	15,33	3,18
UK FTSE 100	6,81	8.144	14,43	3,80
MSCI EM	2,89	1.046	15,15	2,72

Fixed Income (Euro-hedged)

	Yield (%)	*Spread (bps)*	*Duration (yrs)*
BC Global Aggregate	4,06	38,34	6,60
BC Global Treasuries	3,45	10,67	7,29
BC Global IG Corp	5,25	97,65	6,09
BC Global HY Corp	8,46	378,26	4,08

All numbers are the latest available as of 30/04/2024.
Source: Bloomberg, German government bond used as reference for EUR. US CPI used for current US inflation. Future data based on consensus estimates and forward rates. Equity returns are total returns in local currency.

Our Commitment to Sustainability

This magazine was printed on environment friendly paper made from renewable sources. It holds the mark of responsible forestry and carries the European Ecolabel. Produced totally chlorine free bleached (TCF) without any optical brightening agents (OBAs).

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

BELGIQUE
142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

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

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2024 Securities De Munter.
All rights reserved.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities 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 Securities 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 Securities 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 Securities 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 Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.

Thank you to our sponsors

PKF BOFIDI · vinix · CHAMPAGNE TAITTINGER · RALPH LAUREN · nerta