Revue Mensuelle

Mai 2019

LELEUX ASSOCIATED BROKERS
SOCIÉTÉ DE BOURSE
BEURSVENNOOTSCHAP

Edito

Et si on essayait enfin la stabilité de la fiscalité sur l'épargne ? C'est un peu le cri du cœur que de nombreux investisseurs et opérateurs de marché ont poussé ces dernières semaines en découvrant les programmes électoraux des différents partis qui se présentent aux élections fédérales du 26 mai 2019. Chaque parti y va de sa petite mesure, tantôt plus à gauche tantôt plus à droite. Il existe cependant un point commun à toutes ces propositions : les différents partis candidats au pouvoir souhaitent modifier une nouvelle fois la fiscalité sur l'épargne.

Après 10 ans de modifications fiscales kafkaïennes, il serait peut-être temps que le nouveau gouvernement fédéral qui sera élu le 26 mai prochain mette en veilleuse ses velléités fiscales sur l'Epargne et s'essaie à la stabilité. En effet, à force de mettre en place de nouvelles taxes pour les abroger quelques mois plus tard, à force de modifier les assiettes des taxes, leurs taux ou leur plafond, ou encore d'augmenter ou de diminuer la déductibilité de certains investissements en valeur mobilière, le gouvernement ne fait que créer de l'instabilité fiscale. Et cette instabilité fiscale détruit de la valeur, de l'activité et des emplois.

Commençons par la taxe la plus connue des investisseurs : le précompte mobilier, qui frappe de manière libératoire les revenus mobiliers. En 2011, le gouvernement Di Rupo décide d'augmenter le précompte de 15% à 21%. En 2013, le même gouvernement décide de l'augmenter une nouvelle fois de 21% à 25%. En 2016, le gouvernement Michel applique la même recette en augmentant le précompte de 25% à 27%. Et en 2017, une deuxième augmentation décidée par le même gouvernement porte ce précompte à 30%, soit un des taux les plus élevés au sein de l'Union européenne. En pratique, le taux du précompte aura été modifié à 4 reprises en à peine 6 ans.

Prenons maintenant la Taxe sur les Opérations de Bourse (la TOB). En 2011, le gouvernement Di Rupo augmente de 30% tant les taux appliqués que les plafonds de la taxe (c'est-à-dire le montant maximum de la taxe par opération). Les taux de 0,07%, 0,17% et de 0,65% passent respectivement à 0,09%, à 0,25% et à 1,00%. En 2017, le gouvernement Michel augmente les plafonds de la TOB. En 2018, le même gouvernement augmente les taux de la taxe respectivement à 0,12%, 0,35% et 1,32%. Ici également, la taxe sur les opérations de bourse aura été modifiée à 3 reprises en à peine 7 ans.

Puis, il y a eu les taxes "laboratoires", comme la cotisation complémentaire de 4% instaurée en 2012 par le Gouvernement Di Rupo, pour être retirée en catastrophe un an plus tard tant les petites capitalisations belges se retrouvaient dans des difficultés de financement à la suite du départ des investisseurs. Le Gouvernement Michel a réitéré cette expérience en 2016, en instaurant une taxe sur les plus-values spéculatives, taxe qui a été retirée l'année suivante à la suite de la chute vertigineuse du nombre de transactions, ce qui réduisait fortement les revenus de la Taxe sur les Opérations de Bourse.

Il y a finalement une taxe, en sursis, mise en place par le Gouvernement Michel. Instaurée en 2018, la Taxe sur les Comptes Titres fait déjà l'objet de 7 recours devant la Cour Constitutionnelle, ce qui laisse présager de sa suppression ou du moins de sa modification en profondeur à terme.

Cette instabilité fiscale nuit fortement au bon fonctionnement de notre économie et détruit de la valeur. D'une part, elle crée une incertitude fiscale dans le chef des investisseurs qui ne sont plus en mesure d'évaluer la performance future de leurs investissements. D'autre part, elle consomme les ressources informatiques des institutions financières au moment même où leurs concurrents étrangers investissent massivement dans le développement de nouveaux services pour les investisseurs.

Alors, à défaut d'une réforme en profondeur de la fiscalité sur l'Epargne qui assurerait une neutralité et une durabilité pour l'investisseur, pourquoi n'essaierait-on pas pour une fois la stabilité ?

Olivier Leleux
Président du Comité de Direction

Sommaire

Economie	2
Marchés boursiers	3
Taux d'intérêt	4
Marchés obligataires	5
Devises	6
Immobilier	7
Analyses	8
Gestion de Portefeuilles	12
Leleux Invest	14
Agenda	16

Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	571,60	+4,1%(1) ↗ +17,2%(2) ↗
BEL 20 (Belgique)	3.743,67	+2,3%(1) ↗ +15,4%(2) ↗
CAC 40 (France)	5.586,41	+4,4%(1) ↗ +18,1%(2) ↗
DAX (Allemagne)	12.344,08	+7,1%(1) ↗ +16,9%(2) ↗
FTSE (G-B)	7.418,22	+1,9%(1) ↗ +10,3%(2) ↗
SMI (Suisse)	9.769,74	+3,1%(1) ↗ +15,9%(2) ↗
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.199,51	+2,6%(1) ↗ +15,9%(2) ↗
DJIA (USA)	26.592,91	+2,6%(1) ↗ +14,0%(2) ↗
NASDAQ (USA)	8.095,39	+4,7%(1) ↗ +22,0%(2) ↗
TS 300 (Canada)	16.580,73	+3,0%(1) ↗ +15,8%(2) ↗
NIKKEI (Japon)	22.258,73	+5,0%(1) ↗ +11,2%(2) ↗
MSCI World	2.178,67	+3,4%(1) ↗ +15,6%(2) ↗

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2018

Economie

Alain Zilberberg
Head of Asset Management

Un changement d'orientation de la politique monétaire par les banques centrales et les mesures de relance en Chine ne suffiront pas à stimuler la croissance du PIB mondial, qui évolue actuellement à un rythme lent et inférieur à 3%. Et alors que beaucoup s'attendent à une reprise en 2020, nous pensons que la croissance mondiale restera modérée. Par conséquent, la politique monétaire deviendra probablement plus accommodante qu'on ne le suppose généralement.

Alors que l'économie mondiale a progressé de 3,6% en 2018, elle a perdu de la vigueur tout au long de l'année. Le premier trimestre de 2019 semble avoir été encore plus faible, les États-Unis ayant rejoint le ralentissement mondial. Le secteur manufacturier a été le plus durement touché, l'activité du secteur des services en général ayant relativement bien résisté.

Il y a quelques signes qui indiquent que le ralentissement économique au niveau mondial pourrait avoir atteint son point bas. Les indices PMI composites ont généralement augmenté au cours des derniers mois et les indices PMI du secteur manufacturier chinois ont particulièrement rebondi. La croissance du crédit chinois semble avoir pris un tournant décisif, les données les plus récentes relatives aux exportations ont légèrement progressé, et la position accommodante de la Banque centrale américaine a entraîné un assouplissement des conditions financières.

Cependant, une reprise durable est peu probable, en particulier dans les économies avancées. Les conditions financières sont devenues plus tendues que pendant la majeure partie de l'année dernière. Les banques commerciales ont restreint la disponibilité du crédit et la confiance des entreprises reste faible. Par conséquent, les perspectives de reprise de la croissance de l'investissement des entreprises sont peu probables au cours des prochains trimestres.

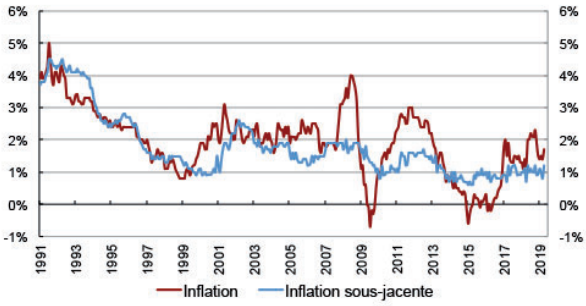
De même, il est peu probable que la croissance de la consommation des ménages s'accélère dans les économies avancées. Certes, si les prix du pétrole devaient chuter à 50 dollars le baril d'ici la fin de l'année, le ralentissement de l'inflation donnerait un coup de pouce bienvenu aux consommateurs. Nous pensons qu'une période prolongée d'incertitude économique incitera les ménages d'économiser une grande partie de cette manne. Dans beaucoup de pays, la faiblesse du marché immobilier devrait également inciter les ménages à se serrer la ceinture.

En outre, toute accélération des dépenses liée à la baisse des prix de l'énergie devrait être atténuée par le ralentissement de la croissance de l'emploi. Les principales économies avancées approchent déjà du plein emploi, et des enquêtes auprès des entreprises indiquent que les employeurs sont de moins en moins optimistes quant aux perspectives d'embauche. Ils suggèrent que les taux de chômage vont bientôt commencer à augmenter dans le G7, ou du moins cesser de baisser. Et à mesure que les marchés du travail commenceront à trébucher, la croissance des salaires devrait s'effondrer peu de temps après.

Le soutien de la politique budgétaire est également en train de s'atténuer. Aux États-Unis, les mesures de relance fiscale de l'année dernière ont pratiquement disparu. Le budget de l'Allemagne cette année comprend une relance budgétaire d'environ 0,6% du PIB, mais elle est d'une ampleur trop faible que pour être significative au niveau de l'économie. En outre, l'Allemagne a toujours fait preuve d'une politique plus stricte que celle promise.

Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente (voir graphique) devrait rester modérée, ce qui devrait permettre aux banques centrales de pratiquer des politiques monétaires qui visent à stimuler leurs économies. Les marchés anticipent que la Banque centrale américaine devrait réduire ses taux d'intérêt directeurs en 2020. Moins consensuelle est notre anticipation que la Banque centrale européenne pourrait relancer sa politique de 'Quantitative Easing' à partir du second semestre de l'année prochaine. La Banque centrale nippone devrait maintenir sa politique monétaire expansionniste. Le retard du Brexit devrait maintenir la Banque centrale anglaise dans une position d'attente jusqu'à la fin de l'année prochaine. Cependant, ce ne sera pas avant la fin de l'année 2020 et début 2021 que ces mesures de politiques monétaires accommodantes aideront à stimuler la croissance de la production et des prix.

Inflation zone euro



En ce qui concerne les économies émergentes, les mesures de relance adoptées en Chine ne devraient pas générer le rebond que les investisseurs semblent assumer. La croissance globale des économies émergentes devrait rester faible jusqu'en 2021 et au-delà, même si les économies avancées se redressent progressivement. En cause, les facteurs structurels de l'économie chinoise qui devraient entraîner la reprise de la décélération de son taux de croissance.

Enfin, la croissance du commerce mondial devrait rester modérée pour la majeure partie de 2019, avant de rebondir vers la fin de l'année et de se redresser lentement par la suite.

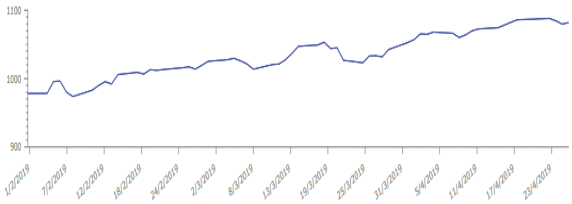
Marchés boursiers

Arnaud Delaunay
Analyste Financier

Europe

Dans la plupart des pays tempérés, le mois de mai symbolise une rupture avec les températures d'hiver, d'où le dicton "en avril, ne te découvre pas d'un fil ; en mai, fais ce qu'il te plaît". La Bourse a elle aussi ses dictons, citons par exemple le célèbre "Sell in may and go away", littéralement "Vendez en mai et allez-vous-en !". Outre les dictons, c'est bien à la réalité économique que les marchés financiers doivent faire face aujourd'hui avec la publication des résultats du 1er trimestre. A fin avril, un peu plus de la moitié des entreprises de l'indice Euro Stoxx 50 ont déjà publié leurs résultats. Parmi cette pluie de chiffres, l'on notera que plus de 60% des entreprises ont publié des revenus et/ou des bénéfices au-dessus du consensus. Enfin, en termes de croissance, le chiffre d'affaires est ressorti en moyenne en progression de 4,7% et de +0,3% pour les bénéfices.

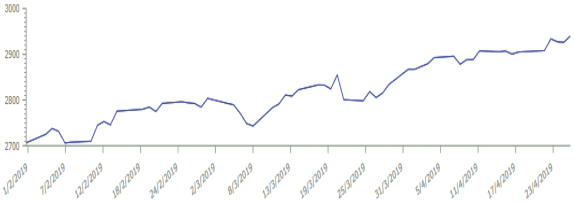
EURO STOXX 50



États-Unis

"Octobre est un des plus mauvais mois pour jouer en Bourse. Les autres sont : juillet, janvier, septembre, avril, novembre, mai, mars, juin, décembre, août et février", ironisait le romancier américain Mark Twain. Au-delà de la boutade, le nouveau record historique enregistré sur l'indice Nasdaq fin avril laisse de marbre les "experts Cassandre". Actuellement, plus de 70% des entreprises qui constituent l'indice S&P 500 ont publié leurs résultats du 1er trimestre. En synthèse, nous retenons que la croissance moyenne des revenus est ressortie à +5% et +2% pour les bénéfices. Enfin, et contre toute attente, 78% des entreprises ont publié des bénéfices supérieurs aux attentes des analystes.

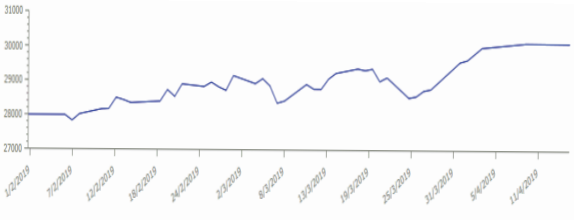
S&P 500



Pays émergents

L'indice large Shenzhen -qui comporte 500 entreprises- enregistre la meilleure performance des grandes places internationales, alors que la croissance économique en Chine n'a progressé que de 1,4% au premier trimestre. Ce paradoxe ne doit toutefois pas faire oublier la forte correction de l'année dernière sur les marchés financiers chinois, ou encore qu'il n'y ait toujours pas à aujourd'hui d'accord commercial signé avec Washington.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	63,0	15/05
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,70%	17/05
JAP	Produit Intérieur Brut	1,7	1,9%	20/05
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	95,2	23/05
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-3,20	24/05
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,30%	24/05
EMU	Confiance économique	-	104,0	28/05
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	31/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	52,8	03/06
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	06/06
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,50%	2,50%	19/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-0,10%	-0,10%	20/06

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille

Les chiffres clés des taux d'intérêt (10 ans)

USD	2,50%	+10(1) ↗ / -18(2) ↘
EUR	0,01%	+8(1) ↗ / -23(2) ↘
Allemagne	0,01%	+8(1) ↗ / -23(2) ↘
Autriche	0,31%	+7(1) ↗ / -19(2) ↘
Belgique	0,45%	+4(1) ↗ / -33(2) ↘
Espagne	1,00%	-10(1) ↘ / -42(2) ↘
Finlande	0,24%	+6(1) ↗ / -31(2) ↘
France	0,37%	+5(1) ↗ / -34(2) ↘
Grèce	3,37%	-37(1) ↘ / -103(2) ↘
Irlande	0,56%	+1(1) ↗ / -35(2) ↘
Italie	2,56%	+7(1) ↗ / -19(2) ↘
Pays-Bas	0,19%	+16(1) ↗ / -20(2) ↘
Portugal	1,12%	-14(1) ↘ / -61(2) ↘

(1) Différence sur un mois en points de base
(2) Différence au 31/12/2018 en points de base

Au mois de mars, la Norvège a procédé pour la deuxième fois en six mois à une augmentation de taux. Conformément aux attentes, le taux de base est passé de 0,75 à 1 pour cent. Le gouverneur de la banque centrale a également déclaré que le taux serait selon toute vraisemblance encore relevé dans les six mois suivants. Une décision frappante à l'heure où la plupart des banques centrales reporte toute nouvelle augmentation de taux. La décision de la banque centrale norvégienne ("Norges Bank") est principalement fondée sur des développements positifs à l'intérieur du pays. L'inflation y a atteint les 3% au mois de mars, au-dessus des pronostics, au-dessus de l'objectif d'inflation de 2% et non loin du plus haut niveau depuis octobre 2016. Une plus forte croissance des salaires et un taux d'occupation supérieur donnent à penser que l'inflation ne devrait pas faiblir dans l'immédiat. Les perspectives de croissance ont également été relevées pour la période 2019-2020. Plus de clarté sera peut-être faite sur l'évolution du taux norvégien lors de la réunion politique intermédiaire du 9 mai. De manière générale, aucune nouvelle prévision n'est faite lors de ces réunions. Mais ce pourrait être l'occasion d'entendre quelques informations déterminantes sur la probabilité d'une augmentation de taux au mois de juin. Jusqu'à présent, la situation intérieure évolue positivement depuis la réunion de mars : un affermissement du marché de l'emploi, de bonnes surprises concernant l'indice des prix à la consommation, une croissance satisfaisante des salaires, une hausse des prix du logement et un accroissement de la production de pétrole augmentent la probabilité d'un relèvement des taux en juin. Ces développements positifs devraient en outre être suffisamment forts pour compenser l'influence néfaste de facteurs extérieurs plus faibles.

Nonobstant des chiffres positifs, la NOK a baissé pendant la dernière semaine d'avril. La monnaie a d'abord subi une pression à la baisse en raison de chiffres de production industrielle décevants (une baisse de 0,3% à la suite du ralentissement économique mondial). Des investissements dans le secteur pétrolier devraient toutefois soutenir le secteur industriel, et donnent à penser que la réaction sur les prix est exagérée. La baisse peut aussi être en partie liée à la dépréciation de la Couronne suédoise. Bien que l'économie suédoise reste jusqu'à présent résiliente face au ralentissement mondial de la croissance, la demande intérieure a été faible durant l'année dernière. Tant la consommation des ménages que les investissements immobiliers ont baissé, entraînant un ralentissement de l'inflation (tout juste en dessous des 2%). L'augmentation de taux prévue pour la deuxième moitié de l'année a dès lors été reportée. Les prévisions de croissance économique pour 2019 ont par ailleurs été revues à 1,3% (contre 1,5% selon les prévisions de décembre 2018). Une croissance de 1,9% est prévue pour 2020 (contre une prévision antérieure de 2%). Autrement dit, c'est une période de croissance ralentie qui s'ouvre pour l'économie suédoise. La "Riksbank" a dès lors annoncé qu'elle n'augmenterait peut-être son taux que fin 2019 ou début 2020, même si elle rachètera pour 45 milliards de SEK en obligations pendant 18 mois. On devrait s'attendre à ce que le taux directeur reste par conséquent à un niveau de -0,25%. Le ton modéré de la banque centrale et la révision à la baisse des chiffres économiques ont en revanche surpris les marchés, ce qui a fait baisser la SEK d'1% par rapport à l'euro. Sachant qu'il n'est pas inhabituel que de grands mouvements dans une monnaie scandinave donnée se répercutent sur une autre, ce peut aussi être une explication pour la soudaine baisse de la NOK fin avril.

La NOK plus faible ne change cependant rien à l'excellent tableau d'ensemble de l'économie et des taux norvégiens. Bien au contraire. Le bas niveau de sa monnaie donne à la banque centrale norvégienne plus de marge pour augmenter les taux sans mettre à mal les exportations du pays.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management

Après un solide premier trimestre, les actifs risqués ont poursuivi leur remontée en avril. Les marchés des actions ont progressé dans toutes les régions, tandis que les écarts de rendement pour les obligations "high yield" ont encore diminué. Le rebond de cette année s'explique par les politiques monétaires accommodantes des banques centrales, l'espoir d'une reprise de la croissance chinoise et la résolution des négociations commerciales sino-américaines. Les marchés ont également bénéficié du soutien d'un bon début de saison de publication des résultats du premier trimestre aux États-Unis. Après que les prévisions de bénéfices ont été révisées à la baisse depuis le début de l'année, les entreprises ont pu livrer des surprises positives. Ce regain d'optimisme s'est traduit par la surperformance des obligations les plus risquées.

Prestations des marchés obligataires de la zone euro et des Etats-Unis

Marché	Résultat en devise locale Avril 2019	total 2019
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-0,6%	1,6%
Etats-Unis ($)	-0,3%	1,8%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	0,7%	4,0%
Etats-Unis ($)	0,6%	5,6%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	1,2%	6,1%
Etats-Unis ($)	1,3%	8,9%

Source : Bloomberg

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont, dans l'ensemble, peu évolué au cours du mois écoulé. Les évolutions des écarts de rendement des obligations souveraines ont affiché une certaine hétérogénéité dans la zone euro. Standard & Poor's a confirmé la note BBB de l'Italie, soit deux crans au-dessus de la notation "high yield", mais a conservé une perspective négative. Bien que cela ait été largement prévu, cela supprime un facteur de risque majeur sur la dette italienne. Les cours boursiers ont augmenté dans un contexte de taux sans risque et de volatilité stables et faibles. En conséquence, les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont réduits.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR Taux 30/04/19	Variation depuis 31/12/18
Investment Grade	1,05%	-54
AAA	1,03%	-32
AA	0,42%	-34
A	0,83%	-42
BBB	1,33%	-64
High Yield	3,12%	-169

Source : Markit Iboxx

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à -0,37%. La courbe des taux anticipés de l'Eonia a continué à se déplacer légèrement vers le bas. Ce déplacement vers le bas a atteint un maximum de 15 points de base pour les échéances proches de cinq ans. Dans l'ensemble, la courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à fin septembre 2022, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR Taux 30/04/19	Variation depuis 31/12/18
Euribor 3 mois	-0,31%	0
OLO 2 ans	-0,52%	1
OLO 5 ans	-0,14%	-11
OLO 7 ans	0,07%	-22
OLO 10 ans	0,45%	-33
OLO 30 ans	1,51%	-26

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Atenor	3,000%	08.05.2023	101,50%	2,60%	NR	BE0002647288	1.000
EUR	Atenor	3,500%	08.05.2025	101,90%	3,15%	NR	BE0002648294	1.000
EUR	Cyprus	2,750%	03.05.2049	101,00%	2,70%	I	XS1989383788	1.000
GBP	EIB	0,875%	15.12.2023	98,50%	1,21%	I+++	XS1679039328	1.000
USD	Netflix	5,375%	15.11.2029	102,25%	5,09%	S+++	USU74079AN15	1.000
USD	Starbucks	4,450%	15.08.2049	100,00%	4,45%	I	US855244AU3	1.000

Ratings: I+++: Prime Grade, I++: High Grade, I+: Medium Grade, I: Lower Grade, S+++: Speculative, S++: Highly Speculative, S+: Extremely Speculative, NR: Non Rated

Devises

Arnaud Delaunay
Analyste Financier

USD/EUR (USA)

0,89 — 0,0%(1) = / +2,2%(2) ↗

GBP/EUR (G-B)

1,16 — 0,0%(1) = / +4,5%(2) ↗

JPY/EUR (Japon)(3)

0,80 — -0,5%(1) ↘ / +0,6%(2) ↗

NOK/EUR (Norvège)

0,10 — 0,0%(1) = / +2,4%(2) ↗

DKK/EUR (Danemark)(3-4)

13,39 — -0,1%(1) ↘ / 0,0%(2) =

CHF/EUR (Suisse)

0,87 — -2,3%(1) ↘ / -1,4%(2) ↘

AUD/EUR (Australie)

0,63 — -0,6%(1) ↘ / +2,3%(2) ↗

CAD/EUR (Canada)

0,67 — -0,3%(1) ↘ / +4,1%(2) ↗

CZK/EUR (Tchèquie)(3)

3,90 — +0,8%(1) ↗ / +0,3%(2) ↗

PLN/EUR (Pologne)

0,23 — +0,4%(1) ↗ / 0,0%(2) =

HUF/EUR (Hongrie)(3)

0,31 — -0,8%(1) ↘ / -0,8%(1) ↘

SEK/EUR (Suède)

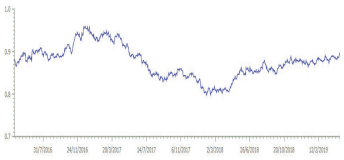
0,09 — -2,0%(1) ↘ / -4,6%(2) ↘

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2018
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25% par rapport à l'euro

Les chiffres clés des devises

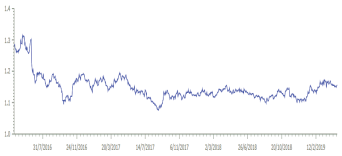
USD/EUR

L'euro vient de franchir à la baisse le seuil psychologique des 1,12 USD. La résistance de l'économie américaine par rapport à la zone euro ainsi que le statut de devise à haut rendement pousse à la hausse le dollar américain.



GBP/EUR

L'évolution sans relief de la livre sterling sur le mois d'avril représente à merveille les non avancées sur le dossier du BREXIT.



TRY/EUR

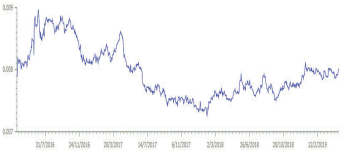
Lors de sa dernière réunion, la Banque centrale a sans surprise laisser inchangés ses taux directeurs. Toutefois, à la surprise générale, la Banque centrale turque a retiré de son communiqué, la phrase : "si besoin, un nouveau resserrement monétaire sera mis en œuvre".

NOK/EUR

A l'inverse des mois précédents, la couronne norvégienne a corrigé en raison du recul du baril de pétrole.

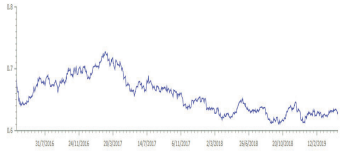
JPY/EUR

La Banque du Japon a promis de maintenir des taux d'intérêts "extrêmement bas" au moins jusqu'au printemps 2020, donnant pour la première fois des précisions sur la période pendant laquelle elle s'abstiendra de tout resserrement.



AUD/EUR

Le dollar australien en enregistré un fort recul durant trois jours en raison d'une inflation bien inférieure aux attentes lors du premier trimestre 2019 (0% contre +0,2% attendu), ce qui a de nouveau alimenté les spéculations concernant une prochaine baisse des taux de la Banque de réserve d'Australie.



Immobilier

Dirk Peeters
Analyste Financier

Performance boursière

Durant le mois d'avril, le taux à long terme belge est resté quasi inchangé, avec une hausse de 4 points de base à 0,45% le 30 avril. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a gagné 10 points de base à 1,17%, ce qui a légèrement raidi la courbe des taux.

Les SIR ont fourni une performance neutre avec une progression moyenne de 0,0%. Les plus fortes baisses ont concerné Ascencio (-4,3%) et Care Property Invest (-3,8%). Intervest Offices & Warehouses (+5,0%), Retail Estates (+2,5%) et Montea (+1,9%) ont réalisé les meilleures progressions en avril.

Information financière

Aedifica a atteint un accord avec Atream, en vue de la vente de son portefeuille hôtelier en Belgique pour un montant proche de la valeur de marché (67 millions EUR).

XIOR s'est porté acquéreur d'un projet de redévelop-pement à Groningue pour 46 millions EUR. Le projet compte au minimum 225 habitations et 180 parkings et aura un rendement initial d'environ 6,2% après sa réception fin 2020.

Aedifica réalise une augmentation de capital de 418 millions EUR via l'émission de 6.147.142 actions nouvelles. Trois actions anciennes permettront de souscrire à une action nouvelle à 68,0 EUR par action nouvelle. Le produit net de l'augmentation de capital (409 millions EUR) servira 1) à refinancer partiellement l'achat du portefeuille d'immobilier de santé au Royaume-Uni (remboursement d'un crédit-pont de 180 millions d'EUR), 2) à financer les projets en cours (477 millions EUR) sur trois ans et 3) augmenter les fonds propres et poursuivre la stratégie de croissance de la société, en maintenant un taux d'endettement adapté de 50-55%.

Cofimmo achète 2 centres de logement et de soins en Allemagne via apport en nature. Les centres en Bavière et en Baden-Württemberg ont une valeur totale d'environ 29 millions EUR. 238.984 actions nouvelles ont été émises à cette fin. Le rendement initial sur les deux centres (180 lits à porter – à charge de l'apporteur – à 222 lits) s'élève à environ 6%. Fin avril, Cofinimmo a encore acheté 4 centres de logement et de soins en Allemagne avec 430 lits (29 000 m2) pour un montant total de 50 millions EUR et un rendement initial d'environ 6%.

Befimmo cède une créance de redevances d'usufruit et octroie une emphytéose de 99 ans sur l'immeuble Pavilion pour un montant total de 93 millions d'EUR. Cette opération permet à Befimmo de débloquer un montant important pour les investissements des années à venir. L'opération générera une plus-value nette de 14,6 millions EUR. Cette somme pourra être allouée au dividende de 2019 (3,45 EUR), qui sera supérieur au résultat EPRA par action attendu.

WDP confirme son pronostic annuel d'un EPRA EPS de 6,50 EUR et d'un dividende brut de 5,20 EUR. Des investissements à hauteur de 125 millions d'EUR ont été faits durant le premier trimestre. Dans la période 2019-2023, WDP souhaite ajouter 1,5 milliards d'EUR à son portefeuille.

Prestations

		Variations depuis				
Entreprise	Cours	30/03/19	31/12/18	30/04/18	Cours/Bénéfice	Rendement
Aedifica	80,00	1,2%	9,4%	18,4%	22,4	3,3%
Care Property Invest	22,30	-3,8%	13,8%	23,4%	24,9	3,4%
XIOR	43,00	1,7%	13,2%	27,5%	26,9	3,0%
Home Invest Belgium	98,80	0,4%	8,1%	19,7%	26,5	5,1%
QRF	14,90	1,7%	8,0%	-28,3%	12,3	5,7%
Retail Estates	83,20	2,5%	8,1%	19,7%	15,3	5,0%
Vastned Retail Belgium	50,00	0,8%	22,2%	-7,7%	17,8	5,6%
Ascencio	53,80	-4,3%	15,2%	14,0%	12,3	6,6%
Wereldhave Belgium	85,60	1,1%	10,5%	-5,0%	14,2	6,2%
Warehouses Estates Belgium	52,50	0,4%	9,0%	7,7%	13,8	6,7%
Leasinvest Real Estate	99,60	0,2%	14,0%	13,3%	14,4	5,3%
Befimmo	51,10	-2,7%	5,3%	1,6%	14,4	6,4%
Cofinimmo	114,00	-3,7%	5,1%	12,5%	16,8	4,9%
Montea	75,00	1,9%	34,5%	80,7%	24,4	3,2%
WDP	133,80	-3,1%	20,3%	35,8%	19,9	3,8%
Intervest Offices & Warehouses	25,25	5,0%	22,6%	23,8%	14,7	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier

BAIDU (ISIN US0567521085 - 166,12 USD)

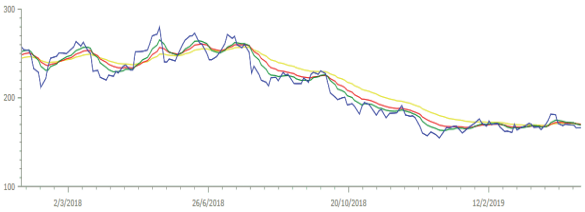
Profil

Baidu est le 1er site chinois de recherche sur Internet. Le site comprend des fonctionnalités de définition, de traduction en version anglaise, de téléchargement de vidéos et d'images, etc. Le CA par source de revenus se répartit comme suit :

- ventes de services marketing (99,6%) ;
- autres (0,4%) : notamment vente de licences de logiciels de recherche.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	20,8x
Cours/Actif Net :	2,40x
Rendement :	0%



Notre opinion

Toujours à "cent degrés"

Analyse financière
Avec une croissance annuelle moyenne des revenus de près de 50% sur ces 10 dernières années, le « Google » chinois mérite bien son nom. En effet, Baidu veut dire « cent degrés » en chinois, ce qui fait référence à "un ancien poème de la dynastie Song évoquant la poursuite acharnée des rêves" (source livre "Homo Industrialis : Tu seras ton industrie"). En 2011, la marge EBITDA du groupe a atteint les 60%, de quoi faire pâlir les grands noms du secteur de la technologie aux Etats-Unis, ou encore le secteur du luxe en Europe. Toutefois, depuis ce pic en 2011, la marge EBITDA s'érode année après année pour atteindre les 24% fin 2018. Cette dégradation est liée à plusieurs éléments, nous en retiendrons deux : 1/ les très fortes hausses des frais de marketing et administratifs (fois 10 depuis 2011) et 2/ une faible monétisation des derniers produits nouvellement lancés (Haokan pour le ''short video" et Quanmin pour le "flash video").

Au niveau du bilan, le principal poste comptable concerne la partie ''Cash, Cash Equivalents & Short Term Investment" (47% du total de l'actif, soit plus de 20 milliards de dollars), l'entreprise chinoise a donc largement les munitions pour financer sa croissance. Bien que le bilan comptable ait atteint des niveaux stratosphériques (de 600 millions en 2008, la valeur pointe à 43 milliards de dollars fin 2018), la direction du groupe a procédé à de nombreuses augmentations de capital afin de maintenir une autonomie financière élevée et limiter in fine le poids de la dette dans le bilan. Ainsi, il n'est pas surprenant de voir que le ratio capitaux propres/total passif s'élève à 59% fin 2018 et que la dette à long terme représente moins de 20% du bilan.

Principaux "drivers" sur le cours de bourse
Les principaux drivers à la hausse sur le cours de bourse : 1/ un rebond de la marge EBITDA plus rapide qu'attendu par le marché ; 2/ une monétisation plus rapide des nouveaux produits lancés ; 3/ une diminution importante des investissements qui permettrait d'améliorer les FCF ; et 4/ une avancée majeure dans les nouvelles initiatives (exemple avec l'intelligence artificielle).

Les risques à la baisse : 1/ poursuite de la diminution de la marge EBITDA ; 2/ hausse de la concurrence sur la tarification des annonces et/ou rabais importants pour les annonceurs ; 3/ augmentation des coûts d'acquisition du trafic ; et 4/ des investissements plus importants que prévus.

Recommandation
Les analystes qui couvrent le dossier sont très majoritairement à ''l'Achat" (plus de 70%), avec un objectif de cours moyen se situant vers les 214 USD. Toutefois, la dispersion des estimations (chiffre d'affaires, bénéfices, ou encore flux de trésorerie) est très importante, ce qui montre bien que l'exercice de valorisation est difficile sur ce genre de dossier. Au niveau des perspectives, la croissance du bénéfice par action est faible depuis 1 an et devrait enregistrer un recul de 18% cette année avant ensuite de reprendre de chemin de la hausse (+35% et +27% respectivement pour 2020 et 2021 selon le consensus source Bloomberg).

En Chine, Baidu traite plus de 70% des requêtes de recherche sur ordinateur et est installé sur 90% des appareils mobiles (source iResearch). Enfin, face à ses concurrents américains et à titre d'anecdote, l'entreprise chinoise ne manque pas d'audace avec son célèbre slogan : "Baidu connait mieux le chinois".

Nous sommes à ''l'Achat", mais plaçons le profil de risque sur élevé.

Analyse technique

Techniquement parlant, BAIDU s'inscrit dans une tendance franchement baissière. En conséquence, les investisseurs se heurtent dangereusement à l'orientation principale. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très baissière plaide souvent pour de plus amples sous-performances.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier

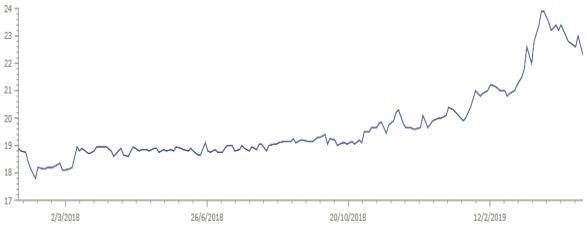
CARE PROPERTY INVEST (ISIN BE0974273055 - 23,20 EUR)

Profil

Care Property Invest est une Société Immobilière Règlementée (Sicafi) spécialisée dans la détention et la gestion d'appartements aménagés pour personnes âgées. À fin 2018, la valeur de marché des actifs immobiliers du groupe était estimée à 444,6 millions d'euros.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	26,1x
Cours/Actif Net :	1,57x
Rendement :	3,29%



Notre opinion

Une augmentation de capital probablement pas nécessaire

Business model
Fondée au milieu des années 90 par la Région flamande, la société Care Property Invest a historiquement pour métier la conception, la construction et le financement de logements sociaux auprès des CPAS (Centres Publics d'Actions Sociales), et dans une moindre mesure, pour les organisations à but non lucratif.

Aujourd'hui Care Property Invest (CPINV) investit dans des projets liés à des décrets portant sur les habitations de soins (centres de soins résidentiels, centres de services, des groupes d'aides au logement, etc.) mais aussi plus généralement dans des établissements résidentiels pour personnes handicapées.

Le portefeuille est constitué de 100 projets pour une valeur de portefeuille immobilier estimée à 445 millions d'euros (près de 3.536 résidences). La durée moyenne restant jusqu'à la fin de la période de location d'immeubles en crédit-bail (78 projets - 2.134 résidences) est de 15,2 ans et de 24 ans dans l'investissement en immobilier (19 projets et 1.402 résidences).

Subventions
Près de 67% des revenus de CPINV proviennent des loyers payés par les CPAS (Centres Publics d'Actions Sociales). Ces montants correspondent à des subventions de la Région flamande (= revenus sécurités), mais ce que l'on retiendra surtout, c'est que ces loyers (indexés sur l'indice des prix à la consommation) sont contractuellement non dépendants du taux de remplissage des résidences, ce qui de facto explique pourquoi CPINV affiche un taux de remplissage de 100%. Lorsque les baux expirent, les CPAS exercent une option d'achat sur les biens immobiliers. A partir de 2025, les revenus issus des activités historiques (c'est à dire subventionnées) commenceront à diminuer en absolu (en raison de la fin des premiers contrats leasing avec la Région flamande).

Recommandation
Au 1er avril 2019, CPINV a acheté une maison de retraite à Genval pour un montant de 16,4 millions d'euros par le biais d'une contribution en nature. En conséquence, il est fort probable que CPINV n'aura pas besoin de mobiliser du capital en 2019 pour financer sa croissance.

Notre modèle d'évaluation (actualisation des flux de trésorerie) pointe un objectif de cours à 24,0 EUR. Nous sommes à "Conserver".

Derniers résultats

CPINV a vu ses revenus locatifs augmenter de 26,5% en 2018, à 25,2 millions d'euros, grâce à l'acquisition de plusieurs nouveaux projets et maisons de retraite. Les mêmes acquisitions ont entraîné une augmentation de 22,8% de la valeur du portefeuille. Le résultat opérationnel a augmenté de 20,1%, à 21,4 millions d'euros et le BPA EPRA de 95,1%, à 1,58 EUR.

Le taux d'endettement total à la fin de 2018 était de 45,70%. Le coût moyen pondéré de la dette a fortement diminué, passant de 3,76% à la fin de 2017 à 2,90% à la fin de 2018.

CPINV versera un dividende brut de 0,72 EUR par action, ex-coupon, le 1er avril 2019, payable le 4 juin 2019.

Perspectives 2019

CPINV s'attend à percevoir un revenu locatif minimum de 29 millions d'euros en 2019 et à atteindre un résultat net IFRS de 0,87 EUR par action. Le groupe a l'intention de verser un dividende brut pour l'exercice 2019 de 0,76 EUR par action.

Analyse technique

Une correction technique vient de débuter, et le marché n'attend pas de reprise directe. Les vendeurs exercent le contrôle sur le titre. CPINV évolue en territoire neutre, l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue, mais l'ambiance de marché s'améliore. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un espoir de rattrapage technique se profile.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier

DEUTSCHE TELEKOM (ISIN DE0005557508 - 14,96 EUR)

Profil

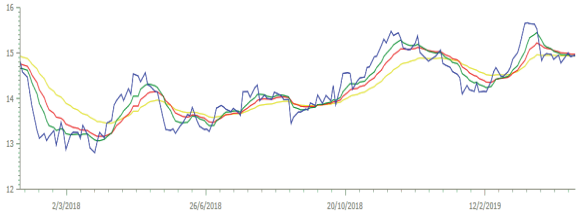
Deutsche Telekom figure parmi les 1ers opérateurs mondiaux de télécommunications. Le CA par activité se répartit comme suit :

- prestations de télécommunications (90,4%) : prestations de téléphonie mobile (178,4 millions d'abonnés à fin 2018), de téléphonie fixe (27,9 millions d'abonnés), de transmission de données, d'accès à Internet, d'hébergement de sites Web, de messagerie, etc. En outre, le groupe développe une activité de vente de combinés mobiles, d'accessoires, et de matériels de télécommunication;
- développement de systèmes d'information et de communication (9,4% ; T-Systems) ;
- autres (0,2%).

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (33%), Europe (17,9%), Amérique du Nord (48,6%) et autres (0,5%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	13,57x
Cours/Actif Net :	2,12x
Rendement :	5,19%



Notre opinion

5G et T-Mobile & Sprint seront les thèmes de 2019
Deutsche Telekom est l'un des principaux groupes de télécommunications au monde avec près de 168 millions de clients, 28 millions de lignes en réseau fixe et 19 millions de lignes à large bande. Le groupe est actif dans plus de 50 pays avec environ 215.000 employés. En 2018, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 75,7 milliards d'euros, dont 71% hors d'Allemagne.

Deutsche Telekom veut devenir le leader européen des télécommunications et souhaite acquérir des positions de leader dans 4 domaines :

- meilleur réseau
- meilleurs services
- meilleurs produits
- fournisseur privilégié pour les clients commerciaux

Pour ce faire, Deutsche Telekom est en train de basculer l'ensemble de l'infrastructure de réseau fixe vers la technologie InternetProtocol (qui utilise des adresses IP). Comme en Belgique, les forfaits (réseau fixe + TV + réseaux mobiles) sont proposés à un prix fixe. En développant des plateformes standardisées, Deutsche Telekom peut attirer des partenaires pour développer conjointement une stratégie "gagnant-gagnant".

Deutsche Telekom a une structure financière solide, avec une dette financière nette de 55,4 milliards d'euros. L'endettement financier net rapporté aux capitaux propres et à l'EBITDA s'élève respectivement à 1,28x et 2,4x. Les notations financières sont BBB+ pour Fitch, Baa1 pour Moody's et BBB+ pour S&Ps. Moody's et S&Ps mettent la note de crédit sous "surveillance négative".

En 2019, seuls 4,8 milliards d'euros de dettes seront échues, en grande partie couvertes par la trésorerie. Deutsche Telekom dispose également de lignes de crédit bilatérales non utilisées d'un montant de 12,9 milliards d'euros, dont 1,1 milliard d'euros sont utilisés pour couvrir le papier commercial en circulation. En conséquence, toutes les échéances des 24 prochains mois (9,3 milliards d'euros) sont largement couvertes. De plus, les flux de trésorerie disponibles générés par les activités opérationnelles garantissent une solidité financière accrue.

En Allemagne, les licences 5G sont actuellement vendues aux enchères, mais il existe une grande divergence entre les souhaits des hommes politiques et les projets des opérateurs de télécom. Un tribunal doit statuer sur ce sujet, mais cela crée une incertitude. Après plus de 200 enchères réparties sur seulement 22 jours, le montant total de toutes les licences 5G a été estimé à 5,4 milliards d'euros.

La fusion entre T-Mobile et Sprint aux États-Unis est actuellement en cours d'obtention de toutes les approbations réglementaires. Ce processus devait être achevé à la fin du deuxième trimestre.

Deutsche Telekom maintient sa stratégie de transformation IP et de réseau intégré en vue de réaliser des économies récurrentes de 1,5 milliard d'euros en 2021.

Recommandation
L'exercice de valorisation et l'objectif de cours moyen des analystes pointent vers les 17 EUR. Nous sommes à "Renforcer".

Derniers résultats

Deutsche Telekom a vu ses ventes augmenter de 0,9%, à 75,7 milliards d'euros en 2018, avec des chiffres positifs aux États-Unis (+2,2%) et en Europe (+2,6%), mais une légère baisse en Allemagne (-1,1%). Sur une base comparable, les ventes ont augmenté de 3,1%.

L'EBITDA ajusté a progressé de 5%, à 23,3 milliards d'euros, grâce à la solide performance aux États-Unis (+8,3%). La marge EBITDA s'est améliorée d'un point de pourcentage, à 30,8% (39,7% en Allemagne, 32,7% en Europe et 27,6% aux États-Unis).

Le bénéfice net est en fort recul (-37,4%) en raison de la hausse de la charge fiscale (1,8 milliard d'euros contre un crédit d'impôt de 0,6 milliard d'euros en 2017) et d'un règlement (Toll Colect) de 0,6 milliard d'euros. Cette perte a été partiellement compensée par la perte de l'amortissement de 1,5 milliard d'euros sur la participation dans BT. Le dividende brut passe de 0,65 EUR à 0,70 EUR.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier

SPIE (ISIN FR0012757854 - 16,35 EUR)

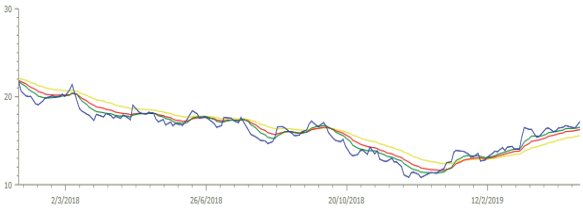
Profil

SPIE est spécialisé dans les prestations de services multi-techniques dans les domaines du génie électrique, mécanique et climatique, des systèmes de communication ainsi que des services spécialisés liés à l'énergie. Le groupe assure la conception, la réalisation, l'exploitation et la maintenance d'installations économes en énergie et respectueuses de l'environnement.

La répartition géographique du CA est la suivante : France (44%), Allemagne (25,3%) et autres (30,7%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,16x
Cours/Actif Net :	1,59x
Rendement :	3,94%



Notre opinion

Solide croissance, mais attention au bilan comptable

Analyse financière
Avec une croissance annuelle moyenne de 7% des revenus par an et une progression de près de 50% de la marge EBITDA sur les 10 dernières années, l'on pourrait presque croire que nous avons à faire à une jeune start-up. Et pourtant, il s'agit bien de la société SPIE dont les doubles origines Française et Belge remontent à la fin du 19ème siècle. Pour parvenir à une telle progression des revenus, il n'y a pas de mystère, le groupe procède régulièrement à des acquisitions : le bilan comptable a été multiplié par 3 en l'espace d'une décennie. Et qui dit investissement dit financement, d'où la progression de l'endettement ces dernières années puis l'augmentation de capital en 2015 (via une introduction en bourse qui servira principalement au désendettement). Et c'est là le principal point d'achoppement du dossier, car malgré la belle dynamique de croissance, la structure du bilan comptable montre deux fragilités : la première concerne le niveau élevé de la dette (1) et la seconde le niveau très élevé du poste goodwill (2).

Endettement (1)
A fin 2018, la dette nette par rapport aux capitaux propres ressortait à 90%, c'est élevé comparativement à 2015 (69%) mais nettement mieux comparativement à 2014 où l'endettement net ressortait à 500% (!). Toutefois, et même si une "hirondelle ne fait pas le printemps", la trajectoire sur laquelle se situe le niveau de transformation des revenus en flux de trésorerie (ratio FCF/Sales) devrait permettre au groupe de se désendetter graduellement et de manière organique.

Goodwill (2)
A fin 2018, le montant du goodwill représentait 40% du bilan comptable et le double du montant des capitaux propres. Ces niveaux sont élevés et peuvent rapidement se transformer en "épée de Damoclès". En effet, et à titre d'exemple, en cas d'un fort retournement du cycle économique, d'importantes dépréciations d'actifs devront être comptabilisées (pour prendre en compte l'écart entre la valeur comptable du goodwill et sa valeur d'utilité) et in fine réduire lourdement le bénéfice du groupe. Ce risque n'est toutefois pas nouveau et est très clairement indiqué dans les derniers états financiers consolidés : "Les principales sources d'incertitude relatives aux hypothèses clés et aux appréciations portent sur les pertes de valeur des goodwills (...)" (source SPIE - 31 décembre 2018). Enfin, et toujours à la lecture du rapport annuel, nous apprenons que le groupe applique "la méthode de l'acquisition" pour comptabiliser les regroupements, ce qui explique pourquoi chaque nouvelle acquisition fait gonfler la ligne comptable du goodwill.

Agences de notation
Les agence de notation (Standard & Poor's et Moody's) placent la note de crédit du groupe SPIE dans la catégorie Non Investment Grade. L'été dernier, l'agence Moody's pointait les éléments suivants : bonne dynamique de croissance, position de premier plan dans son secteur, bonne diversification de la clientèle et génération de flux de trésorerie stables. A l'inverse, cette agence souligne que l'effet de levier est élevé, que la concurrence est intense et relève quelques difficultés sur le marché français. Enfin, Moody's souligne que la stratégie de croissance "peut retarder le désendettement si la société finance ses acquisitions par endettement".

Recommandation
Les analystes couvrant le dossier recommandent majoritairement l'achat ou la surpondération de l'action, et ce depuis l'introduction en bourse en 2015. Actuellement, le titre est valorisé seulement à 0,4 fois son chiffre d'affaires et 10 fois ses bénéfices estimés sur 2019. L'exercice de valorisation conclut que SPIE est bon marché. La sous-évaluation actuelle est de 16% par rapport à l'objectif moyen du consensus qui est situé à 19 EUR. Nous sommes à "Renforcer" sur ce dossier avec un profil de risque ''élevé".

Gestion de portefeuilles

Jonas Theyssens
Gestionnaire de portefeuille

Environnement

L'événement le plus attendu du mois a été le début de la nouvelle saison des résultats, ouverte comme à l'accoutumée par les grandes banques américaines. Les premiers résultats des entreprises ont été généralement meilleurs qu'escomptés et ont dissipé les craintes d'une mauvaise saison chez de nombreux investisseurs. L'optimisme a encore été favorisé par des chiffres de croissance supérieurs aux attentes en Amérique et en Chine, qui selon certains indique que le pire est derrière nous. Reste toutefois à voir si cela donnera bien lieu à une reprise de l'économie. La plupart des observateurs s'accorde à dire que les chiffres élevés de croissance des dernières années appartiennent désormais au passé. Le sentiment sur les marchés financiers reste positif pour l'heure et le MSCI World Index est en augmentation pour le quatrième mois consécutif.

L'économie européenne reste en difficulté et les indicateurs prospectifs ne laissent pas franchement entrevoir d'amélioration dans un proche avenir. Les nouveaux chiffres font encore davantage redouter que l'économie ne parvienne pas à rebondir après que des facteurs uniques, dont des normes d'émissions plus strictes et le mouvement des gilets jaunes, aient pesé sur l'activité économique fin de l'année dernière. C'est le calme plat autour du Brexit ces dernières semaines. Malgré des mois de négociations et d'innombrables mises au vote, les deux partis ne sont pas parvenus à un accord. Un report était donc indispensable pour éviter une sortie chaotique sans accord. Si le problème est ainsi temporairement écarté, la situation n'en est pas devenue plus simple pour autant. En dépit des perspectives peu réjouissantes, les places boursières européennes ont poursuivi leur montée ce mois-ci.

Les États-Unis ont pu présenter de bons chiffres économiques et restent ainsi relativement en bonne forme. Le PIB a augmenté de 3,2% au premier trimestre, tandis que les analystes tablaient sur une hausse de 2,2%. Outre les chiffres impressionnants de la croissance, le rapport a également pointé quelques faiblesses en arrière-plan, dont un affaiblissement de la consommation privée. Ces éléments négatifs donnent à penser que le ralentissement de la croissance économique se fera sentir aux USA dans les prochains trimestres. Les bourses américaines sont en hausse en avril aussi, encore que de façon moins marquée que dans la Zone euro.

Les bourses chinoises ont commencé le mois d'avril en force avec des chiffres économiques meilleurs que prévu. La croissance au premier trimestre a été de 6,4% et les chiffres PMI indiquent que l'industrie ne se trouve plus en contraction. Les chiffres donnent à penser que les mesures de stimulation instaurées portent leurs fruits et que la croissance économique se stabilise à tout le moins. Il est néanmoins trop tôt pour parler de réelle relance.

Sur les marchés boursiers, nous avons observé ce mois-ci quelques mouvements notables au niveau sectoriel. Le secteur immobilier a perdu de sa vigueur après une très bonne performance au mois de mars. De manière plus importante cependant, le secteur de la santé a connu un mois très chahuté. Avec les présidentielles américaines en perspective, le débat sur les prix élevés des médicaments et sur les assureurs privés aux États-Unis s'est rouvert, suscitant une vague générale de vente dans le secteur. La seule constante reste le secteur technologique qui continue à bien se porter pour le quatrième mois de suite.

Le prix du pétrole a continué d'augmenter en avril et a même franchi brièvement le seuil des 75 dollars le baril. La raison en est, ce mois-ci, le fait que le président américain Trump a décidé d'augmenter la pression sur le régime iranien en renforçant l'interdiction frappant les exportations de pétrole iranien. Après les réductions de la production décidées par l'OPEP en mars et le chaos politique dans des pays comme le Venezuela, la Libye et le Nigeria, c'est une énième mauvaise nouvelle pour l'offre de pétrole mondiale. Le prix de l'or est tombé à son niveau plancher de 2019 ce mois-ci. L'explication de cette baisse est la même que les semaines précédentes : la remontée des marchés boursiers et une préférence générale pour les actifs plus risqués dans les périodes de moindre incertitude. Pointons aussi la relation inverse au cours du dollar, qui pèse actuellement sur le prix de l'or.

Transactions

Les scénarios-catastrophes annoncés fin de l'année dernière ne semblent finalement pas devoir se concrétiser. Les données économiques et les résultats des entreprises au premier trimestre démontrent que le ralentissement de l'économie sera plutôt progressif et qu'il n'y aura pas encore récession. Nous n'en sommes pas moins conscients que le moteur de la croissance économique ralentit et que les risques se sont accrus. Dans l'environnement actuel, nous choisissons donc d'abaisser le risque dans les portefeuilles, de prendre les bénéfices sur certaines positions et de conserver des liquidités en suffisance.

Bon nombre de transactions ont été actées pour les profils obligataires ce mois-ci. Deux obligations individuelles ont notamment été vendues. Il s'agit ici d'obligations émises par le distributeur britannique Tesco et l'entreprise d'infrastructures énergétiques Kinder Morgan, devant arriver

à échéance respectivement en 2024 et 2027. Nous avions la possibilité de vendre les deux obligations à un yield et un spread bas et avons pu en profiter pour prendre les bénéfices et libérer des fonds pour de nouvelles opportunités.

L'une d'entre elles était une nouvelle émission d'obligations du promoteur immobilier belge Atenor. Celui-ci souhaite récolter des fonds auprès des investisseurs particuliers au moyen d'une double émission d'obligations : une obligation dotée d'une échéance de quatre ans et d'un coupon de 3%, et une autre dotée d'une échéance de six ans et d'un coupon de 3,5%. Nous avons souscrit pour le profil Bass à l'obligation associée à l'échéance la plus longue. Et pour le profil Baryton-Bass, en raison de sa pondération déjà supérieure en immobilier, nous avons opté pour l'obligation à plus brève échéance. Ces achats nous ont permis d'investir les liquidités en obligations européennes à moyen terme à des conditions relativement intéressantes.

Pour le profil à obligations Baryton-Bass qui, outre les obligations, possède aussi une position dans des sociétés immobilières, nous avons décidé d'acheter la SIR belge Aedifica. Aedifica est depuis peu active à 100% dans l'immobilier de santé, avec d'excellentes réalisations passées dans un marché en croissance. Avec son récent investissement au Royaume-Uni, la société possède à présent quelques 250 centres de logement et de soins dans 4 pays. L'augmentation de capital récemment annoncée nous a donné la possibilité d'ajouter l'action à nos portefeuilles pour un prix intéressant.

Nous avons aussi acheté pour ce profil une obligation individuelle en couronnes norvégiennes. Nous avons décidé d'ajouter une position dans cette devise au portefeuille pour les raisons suivantes. Premièrement, la banque centrale de Norvège a l'attitude la plus offensive de tous les membres du G10. L'économie du pays est en très bonne forme et l'inflation est supérieure au niveau souhaité. Pour éviter une surchauffe de l'économie, la banque centrale a décidé d'appliquer une série d'augmentations de taux dont au moins une est encore prévue. De plus, la monnaie apparaît également sous-évaluée par rapport à d'autres monnaies. Et enfin, la transaction est conforme à notre stratégie consistant à réduire notre pondération en dollar et à nous diversifier davantage dans d'autres monnaies au profil intéressant. Il s'agit spécifiquement ici d'une obligation émise par la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD). La BIRD, plus grande banque de développement du monde, accorde des crédits et conseille politiquement les pays en développement. Cette obligation a la plus haute notation possible (AAA), donne un coupon de 1% et a une échéance de 3 ans.

Pour les profils à actions, deux transactions ont été exécutées en avril. Nous avons profité de la récente chute du cours des actions pharmaceutiques pour ajouter l'action individuelle américaine Pfizer à nos portefeuilles. Pfizer fait partie des plus grandes entreprises pharmaceutiques et est active dans le monde entier. L'entreprise a un portefeuille de produits solide, englobant à la fois la prévention, le traitement et la guérison d'affections dans un vaste éventail de domaines thérapeutiques. Quelques-uns de ses médicaments les plus connus sont Viagra, Zoloft, Xanax et Lyrica.

Cet achat a été financé par la vente des ETF Amundi FRN Corporate Bonds USD. Comme son nom l'indique, cet ETF donne une exposition à un grand nombre d'obligations d'entreprises en dollar avec un coupon variable de qualité "Investment Grade". Ce type d'obligation donne à l'investisseur la possibilité de tirer profit de taux d'intérêts en hausse. Considérant le récent assouplissement de la politique monétaire de la Fed, le potentiel haussier pour les obligations d'entreprises américaines à coupon variable est limité. Aussi avons-nous opté pour la prise des bénéfices dans cette position.

Perspectives et points d'attention

- Les élections européennes
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- D'éventuels tarifs à l'importation de produits européens aux États-Unis

Nous préférons actuellement les actions aux obligations et aux obligations d'Etat en particulier. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, nous attachons plus d'importance aux flux de dividendes qu'aux éventuels potentiels d'appréciations de cours.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest

Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

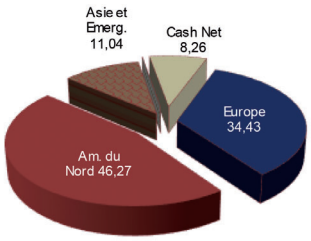
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC, diversifiés en actions. Afin de réduire le risque intrinsèque des placements en actions, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre plusieurs gestionnaires via différents Fonds (OPC, OPCVM). Le capital investi initialement n'est pas garanti. La volatilité de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) risque d'être élevée du fait de la composition du portefeuille. Aucune garantie de la performance passée du compartiment ne peut être assurée pour le futur, la VNI du portefeuille dépendant de l'évolution des marchés. Le risque de volatilité est la probabilité que le cours d'un placement à revenu variable soit soumis à des fluctuations de marché, plus ou moins fortes, entraînant une plus-value ou une moins-value du titre.

Profil de risque - SRRI

Risque plus faible / Rendement généralement plus faible						Risque plus élevé / Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	**5**	6	7

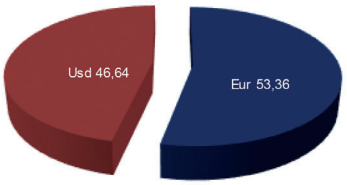
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré, le risque de concentration (risque lié à la concentration des investissements sur un secteur, une région ou un thème spécifique).

Allocation par région/secteurs en % (*)



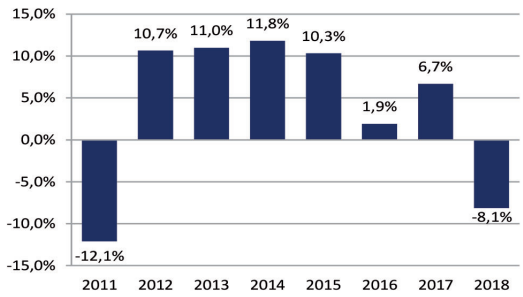
Source: Caceis Belgium

Allocation par devise en % (*)



Source: Caceis Belgium

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 avril 2019	16,09€
VNI plus haut (26 avril 2019) :	16,23€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	4,28%
3 ans rend. actuariel :	6,19%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,67%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS
Date de lancement :	6 sept 10
Devise :	EUR
Calcul de la VNI :	Journalière
Date de règlement :	j+4
Réviseur :	Mazars
Administrateur :	Caceis Belgium
Code ISIN :	BE62 0276 2975
Souscription minimum :	1 action
Frais courants :	2,53%/an
Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest

Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

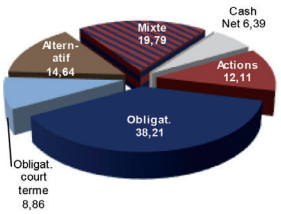
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différents classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Le compartiment distribuera intégralement les revenus nets sous forme de dividendes annuels aux actionnaires. Le capital investi initialement n'est pas garanti. La volatilité de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) peut être élevée du fait de la composition du portefeuille. Aucune garantie de la performance passée du compartiment ne peut être assurée pour le futur, la valeur nette d'inventaire du portefeuille dépendant de l'évolution des marchés.

Profil de risque - SRRI

Risque plus faible / Rendement généralement plus faible						Risque plus élevé / Rendement généralement plus élevé
1	2	3	**4**	5	6	7

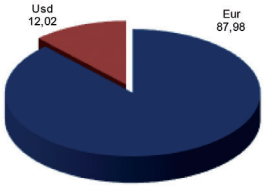
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital(risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), le risque d'inflation (risque que l'inflation érode la valeur réelle des actifs en portefeuille), le risque lié à des facteurs externes (incertitude quant à la pérennité de l'environnement fiscal).

Allocation par région/secteurs en % (*)



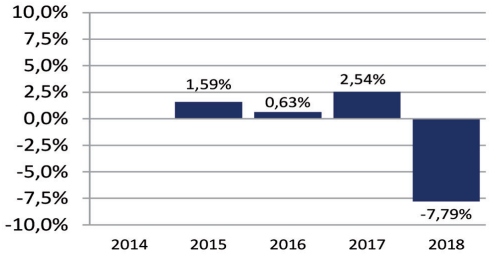
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 avril 2019	9,79€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (20 décembre 2018) :	9,24€
1 an rend. cumulé :	0,20%
3 ans rend. actuariel :	0,90%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,69%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF-R DIS.	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,13%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	Néant
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

Agenda

Jeudi 16 mai 2019 : Conférence
Comment investir dans l'immobilier via la Bourse (REITs, SIR,...)
Langue : Français
Lieu / Heure : Agence de Liège, Place Saint Paul 2 - 4000 Liège / 19h
Orateur : Dirk Peeters, analyste financier chez Leleux Associated Brokers
Inscriptions : 0800/255 11

Mardi 21 mai 2019 : Conférence
Quelles solutions pour transmettre son patrimoine
Langue : Français
Lieu / Heure : B19 Country Club, avenue Van Bever 17 - 1180 Uccle / 19h
Orateur : Maître Yasmina Hatioueche, avocate au Barreau de Bruxelles
Inscriptions : 0800/255 11

Jeudi 23 mai 2019 : Conférence
Où en sont les marchés financiers ?
Langue : Français
Lieu / Heure : Ferme de Widewance, Rue de l'Eglise 5 - 7070 Ville-sur-Haine / 19h
Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier chez Leleux Associated Brokers
Inscriptions : 0800/255 11

Sièges et Agences

	Siège Social	
BRUXELLES	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
	Siège Administratif	
SOIGNIES	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	Agences	
AALST	Capucienenlaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
ANTWERPEN KIPDORP	Kipdorp, 2	Tél: +32 3 304 05 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusdreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

Internet: https://www.leleux.be
E-Mail: webmaster@leleux.be
0800/255 11

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction :
Olivier Leleux
Date de rédaction :
26 avril 2019