

Edito

La naissance d'un véritable marché boursier européen semble prendre forme. L'opérateur du marché boursier allemand, Deutsche Boerse, a en effet annoncé avoir conclu un accord pour une fusion avec l'opérateur du marché boursier britannique, le prestigieux London Stock Exchange, qui opère non seulement la bourse de Londres, mais également la bourse de Milan.

Chose peu habituelle dans ce type de dossier, les deux sociétés ont clairement indiqué leur soutien à ce projet et ont recommandé à leurs actionnaires ce projet de fusion d'égal à égal. Sur base des informations disponibles, la fusion devrait être finalisée avant la fin de l'année. Les actionnaires du Xetra seraient représentés à concurrence de 54,4% du nouveau groupe, les 45,6% restants étant destinés aux actionnaires du London Stock Exchange.

Cette opération est une excellente nouvelle pour les investisseurs et les émetteurs européens. Outre les 450 millions d'euros d'économie réalisées par cette opération de fusion, économies qui se répercuteront d'une manière ou d'une autre sur les frais de transactions facturés aux investisseurs, la fusion des deux grands marchés de référence du continent européen est véritablement le pas en avant qui manquait depuis plus de 15 ans dans la construction boursière européenne.

Euronext avait ouvert la voie en mars 2000 en annonçant la fusion des bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam, et rejoint quatre années plus tard par Lisbonne. Le rachat par Euronext du marché des dérivés londoniens Liffe quelques mois plus tard avait suscité les plus grands espoirs. Mais les actionnaires et la direction d'Euronext avaient préféré en 2007 se rapprocher du groupe NYSE (Bourse de New York) plutôt que de persévérer sur la voie de l'intégration européenne. Pendant ce temps-là, la Bourse de Londres rachetait la Bourse de Milan, les marchés scandinaves fédérés au sein d'OMX étaient repris par le

Nasdaq et le Qatar renforçait ses intérêts au sein de la Bourse de Londres. Il semblait dès lors, à l'aube de la crise financière de 2008, que le projet de constitution d'un grand marché boursier européen était mort et enterré sur l'autel des intérêts des fonds de pension et du radicalisme de la directive européenne MiFID sur la concurrence entre marchés réglementés nationaux.

L'espoir renaît lorsqu'en 2011, Deutsche Boerse et NYSE Euronext annoncent conjointement avoir débuté des discussions avancées sur une fusion. Mais cette fois-ci, ce sera la Commission européenne qui recalera le projet en prétextant une position dominante sur un segment de marché (les dérivés opérés par Liffe du côté NYSE Euronext et par Eurex du côté de Deutsche Boerse) qui ne représente que 3% des transactions en dérivés. Le projet de fusion sera alors très rapidement abandonné.

L'avant-dernier épisode se déroule il y a trois ans, lorsque le groupe américain ICE lance une OPA sur le NYSE Euronext. L'opération réussit et est directement suivie par une vente d'Euronext sur le marché. C'est donc le moment d'une nouvelle indépendance pour les marchés de Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne qui auront perdu le Liffe dans l'aventure.

Fort de l'expérience des 15 dernières années, il est à souhaiter que les autorités politiques et communautaires européennes mettront tout leur poids dans la balance afin de faire aboutir la fusion entre Deutsche Boerse et le London Stock Exchange, et que cette bourse fusionnée sera ensuite très rapidement rejointe par Euronext, formant ainsi un marché boursier paneuropéen capable de prétendre à une position de leader à l'échelle mondiale et qui bénéficiera à tous les investisseurs opérants sur ces marchés.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, je vous souhaite une excellente lecture de notre revue mensuelle.

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

439,68 -0,1%⁽¹⁾ ↘
-0,5%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.409,37 +1,1%⁽¹⁾ ↗
-7,9%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

4.428,96 +1,0%⁽¹⁾ ↗
-4,5%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

10.038,97 +0,7%⁽¹⁾ ↗
-6,6%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

6.241,89 +1,1%⁽¹⁾ ↗
0,00⁽²⁾ =

SMI (Suisse)

7.960,85 +2,0%⁽¹⁾ ↗
-9,7%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.856,28 +2,4%⁽¹⁾ ↗
-7,9%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

17.773,64 +0,5%⁽¹⁾ ↗
+2,0%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

4.775,36 -1,9%⁽¹⁾ ↘
-4,6%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

13.951,45 +3,4%⁽¹⁾ ↗
+7,2%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

16.666,05 -0,6%⁽¹⁾ ↘
-12,4%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1.670,80 +1,4%⁽¹⁾ ↗
+0,5%⁽²⁾ ↗

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2015



La reprise de l'économie mondiale se poursuit, mais elle est toujours plus lente et de plus en plus fragile. Les premières semaines de l'année 2016 ont été caractérisées par un nouvel épisode de volatilité sur les marchés mondiaux, un ralentissement de la croissance dans les pays avancés et la persistance de vents contraires dans les pays émergents. En outre, plusieurs facteurs de nature non économique menacent l'activité économique. Ces développements ont conduit à réduire de nouveau de manière généralisée les projections pour la croissance économique, mais semblent indiquer aussi que les résultats hors scénario de référence pourraient être à la fois moins favorables et plus probables.

En dépit de ce bilan plus défavorable, les marchés financiers des pays avancés ont partiellement inversé leurs reculs des premières semaines de 2016. La publication de données plus favorables, un affermissement des prix du pétrole, une baisse des sorties de capitaux de Chine et des décisions prises par les principales banques centrales ont tous contribué à une amélioration de l'état d'esprit. Ces développements correspondent à notre scénario où, la croissance sera quand même légèrement plus élevée qu'en 2015, même si elle sera plus faible que ce que nous pensions probable il y a quelques mois seulement. Cependant, ce résultat est loin d'être garanti. Des risques considérables subsistent, et des événements qui intensifient ces risques pourraient bien provoquer de nouvelles turbulences sur les marchés financiers.

Quels sont les risques ? Parmi les risques économiques, il convient de noter un retour des troubles financiers, qui mine la confiance et la demande dans une chaîne d'interactions négatives qui se renforce elle-même. En dépit du rebond récent des prix des actifs, les conditions financières aux États-Unis, en Europe et au Japon se durcissent depuis le milieu de 2014. Cependant, les conditions financières se sont durcies encore plus en dehors des pays avancés. L'augmentation des sorties nettes de capitaux des pays émergents, pourrait entraîner de nouvelles dépréciations des monnaies de ces pays, ce qui aurait en fin de compte des effets négatifs sur les bilans. Le fait que les marchés jugent que la marge de manoeuvre macroéconomique est limitée vient s'ajouter à l'accès récent de pessimisme. Ces craintes subsistent et valent particulièrement pour les pays émergents. La Chine, qui est aujourd'hui la plus grande économie du monde en parité de pouvoir d'achat, gère une transition cruciale mais complexe vers une croissance plus durable, fondée sur la consommation et les services. En fin de compte, ce processus profitera tant à la Chine qu'au monde. Cependant, étant donné le rôle important de la Chine dans le commerce mondial, les secousses qui se produisent tout au long de ce processus pourraient avoir des répercussions considérables, en particulier sur les pays émergents. La persistance d'une croissance faible laisse des séquelles qui elles-mêmes menacent de réduire la production potentielle et partant, la consommation et

l'investissement. L'économie mondiale risque de se retrouver au point mort et de plonger dans une stagnation séculaire généralisée.

Des facteurs d'ordre politique, géopolitique ou naturel viennent s'ajouter à cette liste de risques. Tant aux États-Unis qu'en Europe, le débat politique est de plus en plus orienté vers l'intérieur. Les causes en sont complexes, mais tiennent certainement à l'augmentation des inégalités de revenu et à des changements structurels. La crainte du terrorisme joue un rôle aussi. Il pourrait en résulter un retour à des politiques plus nationalistes, y compris protectionnistes. Au Royaume-Uni, le référendum qui est prévu en juin concernant la participation à l'Union européenne a déjà créé de l'incertitude pour les investisseurs; un "Brexit" pourrait provoquer des dégâts sérieux à l'échelle régionale et mondiale en perturbant des relations commerciales bien établies. La tragédie des entrées de réfugiés à grande échelle accentue les tensions politiques en Europe.

En dehors de ces risques, le scénario de référence doit intégrer un nouveau fléchissement de la croissance mondiale. Une cause importante de ce fléchissement est la persistance d'une demande faible, notamment de l'investissement, à l'échelle mondiale, mais surtout dans les pays exportateurs de produits de base, dont les termes de l'échange se sont effondrés. Le processus de rééquilibrage de l'économie chinoise a amputé sensiblement la croissance de l'investissement mondial, et la montée générale de l'incertitude entourant les perspectives de croissance mondiale constitue un autre facteur. A son tour, la faible demande d'investissement va de pair avec un ralentissement de la croissance du commerce international, étant donné les rôles importants que jouent les biens d'équipement et les biens intermédiaires. Les pays émergents et en particulier les pays à faible revenu exportateurs de produits de base auront du mal à rétablir la croissance tant qu'il n'auront pas diversifié la base de leurs exportations, et ce processus prendra du temps. Si, en principe, une détérioration des termes de l'échange pour les pays exportateurs devrait se traduire par des gains symétriques pour les pays importateurs, les effets négatifs sur les producteurs semblent avoir dominé jusqu'à présent dans la pratique.

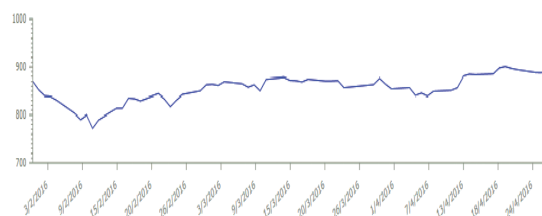
Étant donné la révision à la baisse des perspectives économiques due à une augmentation des risques, il est encore plus souhaitable d'intensifier et d'amplifier des mesures bien conçues qui préservent la croissance à court terme et stimulent la production potentielle. La politique monétaire doit rester accommodante face aux tensions déflationnistes, notamment au moyen de mesures non conventionnelles supplémentaires si nécessaire. Mais la politique monétaire ne peut être le seul moyen de réagir aux problèmes qui se posent aujourd'hui; elle doit être complétée par d'autres mesures qui stimulent directement l'offre et la demande.



Europe

Il y a tout juste un an, au sortir du premier trimestre euphorique à la Bourse, les indices avaient enregistré entre 14 et 18% de hausse. Un an plus tard, c'est un scénario diamétralement opposée qui s'est développé sur les indices, avec une baisse qui a été jusqu'à -17% mi-février. Depuis, la Bourse s'est reprise grâce au rebond de l'or noir. A l'heure actuelle, près de la moitié des sociétés qui composent l'indice Euro Stoxx 50 ont publié leur résultat du T1 : en moyenne, les bénéficiaires ressortent 3% au-dessus des attentes. Plus avancés au niveau calendaire, 65% des sociétés américaines viennent de publier leur résultat : là encore, les bénéficiaires ressortent en moyenne 4% au-dessus des attentes. Certes, les anticipations des bénéficiaires avaient été fortement revues à la baisse pour ce T1 lors des 4 derniers mois, mais somme toute, nous pouvons au moins nous réjouir que le consensus ait été trop alarmiste.

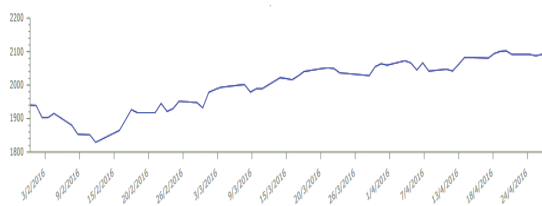
EURO STOXX 50



États-Unis

Au-delà de la publication du T1, au niveau économique les indices de confiance des acheteurs du secteur industriel (ISM manufacturier et Markit PMI) ont apporté du baume au cœur des investisseurs. En effet, nombreux sont ceux qui s'inquiétaient du recul de la production industrielle Outre-Atlantique depuis septembre 2015 (une baisse très largement due à la crise que traverse le secteur énergétique). Au niveau de la politique monétaire, la probabilité d'un relèvement des taux en juin est passée à 38% contre 50% fin mars. Même si cette donnée est très volatile, la normalisation moins agressive de la Fed favorise l'appétit pour le risque.

S&P 500



Pays émergents

Les statistiques économiques chinoises du mois de mars ont rassuré les investisseurs. La production industrielle et les ventes au détail sont ressorties au-dessus des prévisions des économistes. En outre, l'investissement des ménages et des entreprises accélère, les exportations et importations se redressent. Le rythme de croissance du PIB est le plus faible depuis 2009, mais il est ressorti un peu mieux que ne le prévoyait les économistes. Malgré ces bonnes nouvelles, nombreux sont ceux qui restent préoccupés par la rapide progression de la dette totale des agents économiques (hors secteur financier). Selon les dernières estimations, l'endettement total (hors secteur financier) représente 260% du PIB Chinois, une situation qu'il faudra suivre attentivement au cours des prochains trimestres.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,40	25/05
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	100,4	25/05
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,40%	30/05
EMU	Confiance économique	-	103,9	30/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	51,4	50,8	01/06
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	-0,35%	-0,35%	02/06
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,75%	0,50%	15/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/06

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
1,8350%	+6,46 ⁽¹⁾ -43,62 ⁽²⁾
EUR	
0,2710%	+11,80 ⁽¹⁾ -35,80 ⁽²⁾
Allemagne	
0,3%	+12 ⁽¹⁾ -36 ⁽²⁾
Autriche	
0,5%	+13 ⁽¹⁾ -41 ⁽²⁾
Belgique	
0,7%	+16 ⁽¹⁾ -30 ⁽²⁾
Espagne	
1,6%	+16 ⁽¹⁾ -18 ⁽²⁾
Finlande	
0,6%	+14 ⁽¹⁾ -34 ⁽²⁾
France	
0,6%	+15 ⁽¹⁾ -35 ⁽²⁾
Grèce	
8,6%	-1 ⁽¹⁾ +29 ⁽²⁾
Irlande	
1,0%	+24 ⁽¹⁾ -19 ⁽²⁾
Italie	
1,5%	+27 ⁽¹⁾ -11 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,5%	+15 ⁽¹⁾ -29 ⁽²⁾
Portugal	
3,2%	+22 ⁽¹⁾ +65 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2015
en points de base

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

La BCE a un mandat qui est d'obtenir une inflation de 2% à moyen terme dans la zone euro. Depuis que Mario Draghi dirige la BCE en novembre 2011, l'inflation n'a pas cessé de s'écarter de la cible. A peine 1% sur sa première moitié de mandat et au voisinage de zéro depuis un an. Les critiques ne portent pas sur son échec à délivrer 2% d'inflation. Elles concernent les mesures monétaires exceptionnelles prises pour y parvenir et dont les effets se verraient surtout sur la politique allemande. Il est incontestable que la BCE est devenue beaucoup plus activiste depuis que Draghi en est devenu le président, d'une part à cause des circonstances, d'autre part à cause de sa fonction de réaction. Depuis 2014, pour remplir son mandat, la BCE agit selon trois axes visant à restaurer les anticipations d'inflation, à assouplir les conditions monétaires et à relancer le crédit bancaire :

- L'axe des anticipations d'inflation est omniprésent dans tous les discours de Draghi. L'outil associé est la politique d'achats d'actifs.
- L'axe des conditions monétaires consiste à réduire les taux d'intérêt à court terme et à peser sur le taux de change. Les politiques de taux zéro puis de taux négatifs sont les outils utilisés.
- L'axe du crédit bancaire repose sur l'idée qu'un reprise est plus solide quand les agents ont accès au crédit. Pour cela, il faut que les banques aient des incitations à octroyer des prêts. Cela nécessite d'abord qu'elles aient résolu leur problème de bilan, mais en plus, il faut leur assurer un accès quasi-illimité à la liquidité. Dans cette optique, l'outil phare est le TLTRO.

La critique que l'on peut formuler à l'encontre de la BCE est le manque de continuité de son action. En cherchant successivement à reflater les prix des actifs, à relancer le crédit, à peser sur l'euro, on peine à voir quelle est sa priorité :

- En juin 2014, la BCE a lancé sa stratégie de reflation avec une insistance évidente sur le canal du crédit. C'est l'époque où Draghi estime que les problèmes d'output gap des pays du sud de la zone euro

viennent d'une restriction du crédit. C'est pourquoi la BCE fait pression pour que les banques révèlent ce qu'elles ont à leur bilan dans l'Asset Quality Review; c'est pourquoi aussi elle leur fournit la liquidité dans des conditions généreuses.

- A la fin de l'été 2014, la BCE va subitement changer de cible. Dans cette phase, Draghi a surjoué le risque de déflation pour mieux imposer un programme d'achats d'actifs de grande ampleur. En mettant l'accent sur les achats de titres publics, il ne s'agissait plus de relancer le crédit mais de créer des effets de richesse en augmentant les prix des actifs.
- Durant l'été 2015, la BCE s'effraie de la remontée de l'euro. L'idée de pousser plus avant dans la voie des taux négatifs s'impose alors.

En mars dernier, les annonces de nouveaux TLTRO a redonné du poids à l'axe crédit et l'extension du QE a renforcé l'axe des anticipations d'inflation.

Quelle sera la prochaine étape de la politique monétaire si l'inflation peine à se redresser ? Parmi les pistes extrêmes, deux sont fréquemment citées. La première est de rendre la politique de taux d'intérêt négatif si intense qu'elle créerait une préférence infinie pour le présent. A force d'être pressurés, les épargnants se transformeraient d'un coup en consommateurs ! En pratique, cela requerrait d'imposer une taxe sur les encaisses liquides, mais les contraintes sont nombreuses, techniques comme politiques. L'autre est l'option dite 'hélicoptère money', consistant par exemple à financer un programme d'investissement public. Ce serait alors effacer totalement la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire, au risque de l'illégalité dans le cas de la Banque centrale européenne. Nous serions surpris que la Banque centrale européenne envisage de s'aventurer dans ces chemins non balisés. Elle est sûrement consciente que son action n'est pas sans limite. D'où son insistance à demander aux gouvernements de faire leur part du travail, en menant des réformes domestiques et en complétant l'union monétaire et bancaire.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Les investisseurs ont fait preuve d'optimisme en avril, anticipant un gel de la production pétrolière, une amélioration des statistiques économiques en provenance de la Chine et la continuation des mesures accommodantes de la Banque Centrale Européenne. Les actifs risqués ont donc poursuivi leur rallye, ce qui a largement bénéficié aux segments dits "high yield" (obligations à haut rendement) et 'investment grade' (obligations d'entreprises de qualité), à la faveur d'un nouveau resserrement des spreads. Ce regain d'appétit s'est surtout traduit par la forte performance du marché américain des obligations à haut rendement (high yield). Les obligations d'entreprises européennes de moindre qualité sont également ressorties en forte hausse. Par effet de vase communicant, les obligations d'état ont nettement sous-performé le segment des obligations à haut rendement.

A la fin du mois d'avril, les obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en euros dites 'investment grade' offraient en moyenne un rendement de 1,32%, en baisse de 47 points de base depuis le début d'année. A l'opposé de cette catégorie "investment grade", on retrouve le segment des obligations dites 'high yield'. Ce compartiment affiche à présent des rendements supérieurs à 4% en euros, bien qu'en baisse lui aussi de 90 points de base depuis le début de l'année 2016. Bien entendu, ce segment 'high yield' reste soumis à une très forte volatilité, comme en témoignent de nombreux soubresauts ces derniers mois.

Au 29 avril dernier, il faut investir dans une obligation de l'Etat belge d'une maturité de 7 ans pour se procurer un rendement positif. En dessous de cette maturité, on place à des taux négatifs, ce qui est un pur non sens du point de vue de la logique d'investissement. Il faut aller vers du 30 ans belge pour dégoter un malheureux 1,77%. Ces conditions sont de plus en baisse depuis janvier.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Avril 2016	total 2016
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-1,3%	2,7%
Etats Unis (\$)	-0,4%	2,6%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	0,0%	2,5%
Etats Unis (\$)	1,3%	5,1%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	1,7%	3,4%
Etats-Unis (\$)	3,4%	6,8%

Source : Bloomberg

*Return en EUR.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 29/04/16	Variation depuis 31/12/15
Investment Grade	1,32%	-47
AAA	0,93%	-46
AA	0,81%	-47
A	1,07%	-42
BBB	1,73%	-54
High Yield	4,22%	-90

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 29/04/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,25%	-12
OLO 2 ans	-0,44%	-12
OLO 5 ans	-0,23%	-26
OLO 7 ans	0,03%	-37
OLO 10 ans	0,67%	-30
OLO 30 ans	1,77%	-25

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	Coca-Cola Amatil	4,125%	11/05/2026	100,18%	4,06%	I+	XS1405797694	2.000
CHF	Glencore Finance	2,250%	10/05/2021	100,17%	2,21%	S+++	CH0319416001	5.000
EUR	Linde	1,000%	20/04/2028	99,64%	1,03%	I+	XS1397134609	1.000
GBP	EIB	1,500%	01/02/2019	101,50%	0,94%	I+++	XS0881488430	1.000
USD	Texas Instrument	1,850%	15/05/2022	99,74%	1,90%	I+	US882508BA13	1.000
USD	Philip Morris Intl	2,125%	10/05/2023	98,72%	2,32%	I+	US718172BU28	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



USD/EUR (USA)

0,87 -0,6%⁽¹⁾ ↓
-5,1%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,28 +0,9%⁽¹⁾ ↑
-5,9%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,82 +5,2%⁽¹⁾ ↑
+7,3%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +2,0%⁽¹⁾ ↑
+4,2%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 +0,1%⁽¹⁾ ↑
+0,3%⁽¹⁾ ↑

CHF/EUR (Suisse)

0,91 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-1,1%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,66 -1,5%⁽¹⁾ ↓
-1,0%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,70 +2,7%⁽¹⁾ ↑
+4,5%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -2,9%⁽¹⁾ ↓
-2,4%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,6%⁽¹⁾ ↑
+1,3%⁽²⁾ ↑

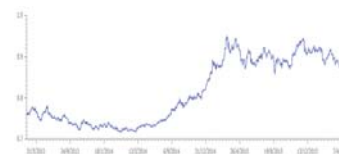
SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,3%⁽¹⁾ ↑
-0,2%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2015
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

■ USD/EUR

La hausse des matières premières (l'or, le pétrole, argent, etc.) et les derniers chiffres économiques de la zone euro (au-dessus des attentes) participent à soutenir l'euro par rapport au dollar américain.



■ GBP/EUR

L'incertitude sur le résultat du référendum sur l'UE ("Brexit") a fortement pesé ces derniers mois sur la livre sterling. Toutefois, ce mois-ci la devise a repris un peu de hauteur vis-à-vis de l'euro.



■ TRY/EUR

La livre turque reste toujours fragile suite aux fondamentaux économiques et à la situation politique. Néanmoins, le taux de change s'est stabilisé depuis près de 4 mois.



■ NOK/EUR

Après s'être stabilisée au mois de février face à l'euro, la couronne norvégienne reprend un peu de hauteur grâce au rebond du pétrole.



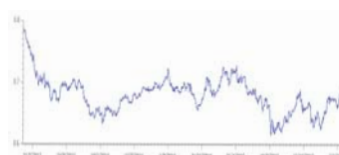
■ JPY/EUR

A rebours des attentes du marché, la Banque centrale japonaise (BoJ) a décidé de maintenir en l'état sa politique monétaire. Le yen a donc fortement progressé vis-à-vis de l'euro mais également du dollar.



■ AUD/EUR

Le dollar australien continue de profiter du sursaut du cours du cuivre et des autres matières premières.





■ Performance boursière

Les sociétés immobilières réglementées belges (SIR) ont en avril connu une progression moyenne (non pondérée) de 1,6% conformément au BEL20. Les taux d'intérêt à court et moyen terme sont restés quasi inchangés, alors que le taux à plus long terme (10 ans +16bps ; 20 ans +25bps) a augmenté, amenant ainsi la courbe des taux à se pentifier. Les meilleures performances boursières étaient réservées à Wereldhave Belgium (+4,6%) et Care Property Invest (+4,5%).

■ Information financière

Home Invest Belgium (HOMI BB) a acheté un immeuble d'appartements à Audenarde. Cet immeuble date de 1980 et sera rénové durant plusieurs années. Il compte 80 studios, 15 appartements, 1 espace bureau et 74 box à garage et rapporte un loyer annuel de 500.000 EUR.

Aedifica (AED BB) a mis en service l'extension de la maison de repos et de soins Helianthus à Melle. Il s'agit d'un investissement de 4 millions EUR avec un rendement locatif brut initial d'environ 6%.

XIOR (XIOR BB) a acquis 2 complexes d'étudiants à construire à La Haye et à Delft pour une valeur d'investissement totale d'environ 24 millions EUR et un rendement locatif initial de 5,7%. Les deux projets ajouteront 190 unités au portefeuille. La valeur d'acquisition représente plus de 10% de la valeur du portefeuille à la fin de 2015.

Cofinimmo (COFB BB) annonce la vente conditionnelle de la propriété située boulevard du Souverain 25 à 1170 Bruxelles à une autorité étrangère (la presse fait mention des États-Unis). L'immeuble voisin (boulevard du Souverain 23) est

conservé et sera transformé en appartements résidentiels. L'actuel locataire du complexe, AXA, quittera le site du boulevard du Souverain en août 2017, à la fin du bail.

Invervest Offices & Warehouses (INTO BB) vend 4 immeubles de bureaux et un immeuble semi-industriel dans la périphérie bruxelloise pour 27 millions EUR, soit 32% sous la juste valeur de 40 millions EUR. Les immeubles vendus étaient vacants pour un tiers. Les bureaux restants dans le portefeuille ont un taux d'occupation d'environ 96%. Le poids de la partie logistique dans le portefeuille passera au terme de la vente (troisième trimestre) à 51%.

Les actionnaires de WDP (WDP BB) peuvent choisir entre le 2 mai 2016 et le 13 mai 2016 pour faire verser leur dividende (4,00 EUR brut – 2,92 EUR net) en espèces (ex-coupon le 28 avril 2016) ou en actions (25 coupons pour 1 nouvelle action, ou 73,00 EUR par nouvelle action) ou une combinaison des deux.

Retail Estates (RET BB) a procédé à un placement privé d'obligations à dix ans pour un montant de 30 millions EUR. 13,33% de l'obligation ont été placés avec un taux d'intérêt fixe de 2,839%. 86,67% des obligations sont soumis à un taux d'intérêt variable EURIBOR3M + 225 points de base.

■ Divers

Montea (MONT BB) a été informée par la famille De Pauw que la participation qu'ils détiennent dans Montea depuis le 23 mars 2016, a dépassé la limite de 20%.

WDP (WDP BB) a reçu d'AXA Investment Managers une déclaration de transparence que sa participation dans WDP dépasse la limite de 3% depuis le 19 avril 2016.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/03/16	31/12/15	30/04/15		
Aedifica	61,64	-0,4%	1,8%	2,8%	25,1	3,3%
Care Property Invest	16,89	4,5%	11,1%	13,2%	19,3	4,6%
XIOR	31,08	0,7%	16,4%	n.a.	26,8	3,6%
Home Invest Belgium	103,00	3,1%	11,2%	18,5%	44,4	4,0%
QRF	27,81	1,9%	3,3%	3,9%	17,2	5,0%
Retail Estates	78,30	0,4%	-0,9%	11,2%	18,9	4,1%
Vastned Retail Belgium	57,50	4,0%	2,7%	-0,5%	23,5	4,2%
Ascencio	59,50	1,2%	4,8%	1,8%	15,1	5,4%
Wereldhave Belgium	114,20	4,6%	8,3%	16,1%	18,7	4,3%
Warehouses Estates Belgium	61,01	0,0%	-0,3%	0,8%	16,3	5,6%
Leasinvest Real Estate	100,60	1,2%	8,1%	13,1%	17,0	4,8%
Befinimmo	58,35	3,3%	6,1%	0,4%	15,6	5,9%
Cofinimmo	108,50	0,6%	10,3%	10,3%	17,3	5,1%
Montea	39,75	0,8%	1,4%	12,5%	15,1	5,4%
WDP	79,50	-0,1%	2,8%	23,8%	15,0	5,4%
Intervest Offices & Warehouses	24,98	-0,4%	2,5%	0,2%	13,6	6,4%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



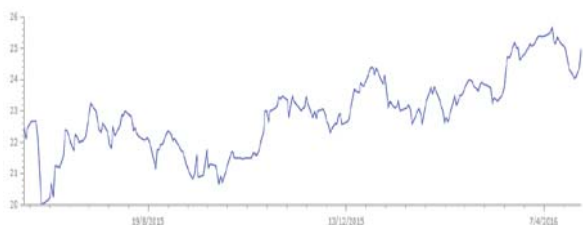
INTERVEST OFFICES & WAREHOUSES (ISIN BE0003746600 – 24,98 EUR)

Profil

Intervest Offices & Warehouses investit en Belgique dans des immeubles de bureaux et des immeubles logistiques d'excellente qualité, qui sont loués à des locataires de premier ordre. L'immobilier dans lequel il est investi concerne surtout des bâtiments modernes situés à des endroits stratégiques en dehors du centre des villes.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,98
Cours/Actif Net : 1,84



Ambition de faire augmenter le poids de la partie logistique dans le portefeuille

Intervest Offices & Warehouses (IO&W) est une société immobilière réglementée publique (SIR) dont les actions sont cotées sur Euronext Brussels (INTO) depuis 1999. Le 31 décembre 2015, la valeur du portefeuille immobilier s'élevait à 634 millions EUR avec un rendement locatif moyen de 7,9%. Les immeubles de bureaux (17) représentent 51% du portefeuille et se concentrent sur l'axe Anvers-Malines-Bruxelles. L'immobilier logistique (20) représente 49% du portefeuille et se situe sur les axes Anvers-Bruxelles et Anvers-Liège. IO&W a l'ambition de porter le poids de la partie logistique à 60%.

Le taux d'occupation au niveau des immeubles logistiques (95%) est inférieur à celui de WDP (97,5%) et de Montea (96,0%). Le taux d'occupation au niveau des bureaux (85%) est largement inférieur à celui de Befimmo (94,2%) et de Cofinimmo (89,7%), mais les bureaux d'IO&W sont principalement établis dans la périphérie, de sorte qu'il vaut mieux comparer ce taux d'occupation avec celui de Wereldhave Belgium (93,4%). La vacance des bureaux à Bruxelles centre a récemment de nouveau baissé pour la première fois depuis longtemps sous les 10%. Dans la périphérie, aucune amélioration n'est cependant encore visible, ce qui maintient les revenus locatifs sous pression et contraint à l'octroi de gratuités locatives importantes pour garder les locataires. Pour le moment, nous n'y voyons toujours aucun signe de redressement.

IO&W annonce un plan de croissance stratégique

IO&W a annoncé la mise en place d'un plan de croissance stratégique pour les 3 prochaines années (2016-2018). Les points clés du plan sont les suivants :

- Le portefeuille doit augmenter de 634,4 millions EUR fin 2015 à 800 millions EUR fin 2018.

- Le poids de la partie logistique dans le portefeuille doit atteindre 60% (à présent 49%).
- Le poids des bureaux dans le portefeuille doit baisser à 40% (à présent 51%).
- Le redéveloppement de Diegem Campus est une priorité.
- Un dividende brut minimum de 1,40 EUR sera payé au cours des 3 prochaines années.
- Le taux d'endettement fluctuera entre 45-50%.
- Le management sera renforcé par la fonction de Chief Investment Officer.

Suite à la vente systématique d'actions, la participation de Nieuwe Steen Investments dans IO&W est à présent passée sous le seuil de notification de 3%. Le free float d'IO&W a dès lors augmenté pour atteindre 82% (45% début 2015).

Conseil en investissement

Pour les trois prochaines années, IO&W paiera un dividende brut minimum de 1,40 EUR par action, de sorte qu'IO&W présente toujours l'un des rendements de dividende les plus élevés des SIR en ce qui concerne le cours actuel. La modification apportée à l'actionariat a également créé la marge pour réaliser le plan de croissance annoncé et en partie le financer avec des actions, de sorte que le taux d'endettement continue d'osciller entre 45-50%. Les récentes acquisitions ont démontré que dans le segment logistique, il est toujours possible de trouver des investissements à un rendement attractif (> 8%), alors que le coût de financement moyen évolue vers les 3,5%.

L'évaluation de l'action est correcte, mais pourrait encore augmenter une fois que l'incertitude quant au remplacement de Deloitte aura été levée. Nous continuons de détenir l'action avec un objectif de cours inchangé de 25 EUR.

Derniers résultats

En 2015, les revenus locatifs d'IO&W ont augmenté de 15,4% pour passer à 46,2 millions EUR. Cette croissance est essentiellement due à l'acquisition de sites logistiques à Opglabbeek (33 millions EUR – 8,1%) en décembre 2014 et à Liège (28,6 millions EUR – 8,2%) en février 2015. Le résultat d'exploitation distribuable a augmenté de 33,9% pour passer à 30,9 millions EUR, y compris les indemnités de remise en état des locataires sortants. L'EPRA NAV s'élevait à 20,09 EUR par action. Depuis le début de 2015, le taux d'occupation s'est amélioré de 3 points de pourcentage pour atteindre 90%. Cette amélioration concerne tant la logistique (+4% pour atteindre 95%) que les bureaux (+2% pour atteindre 85%). Le dividende brut s'élève à 1,71 EUR par action, payable le 26 mai 2016 et ex-coupon le 3 mai 2016.

Perspectives

IO&W s'attend à une baisse du résultat d'exploitation distribuable pour 2016, notamment parce que le résultat de 2015 comprenait une indemnité de remise en état unique. Le réajustement du portefeuille et le redéveloppement de Diegem Campus auront également un impact négatif. En revanche, IO&W paiera un dividende brut minimum de 1,40 EUR par action pour les trois prochaines années.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



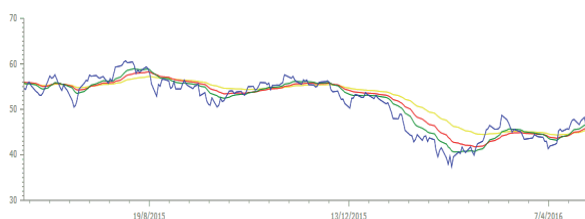
■ BNP PARIBAS (ISIN FR0000131104 - 45,27 EUR)

■ Profil

BNP Paribas est le 1er groupe bancaire français. Le Produit Net Bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit : banque de détail (52%) ; banque de financement et d'investissement (34%) ; gestion institutionnelle et privée et assurance (13%). La répartition géographique du PNB est la suivante : Europe (73,3%), Amérique du Nord (11,8%), Asie-Pacifique (7,5%) et autres (7,4%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,96
Cours/Actif Net : 0,64



■ Notre opinion

Renforce sa future croissance

Profil

BNP Paribas est la plus grande banque française avec 189.077 employés dans 75 pays. En 2015, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 42,9 milliards d'euros, dont 37,1% via l'activité "Retail Banking" (banque de détail), 35,7% via l'activité "International Financial Services" (Services Financiers) et 27,1% via le segment "Corporate and Institutional Banking CIB" (Corporate Banking).

La stratégie du groupe est construite autour de cinq piliers : 1. Renforcer la proximité avec les clients ; 2. Simplifier l'organisation et le fonctionnement du groupe ; 3. Poursuite de la rentabilité opérationnelle ; 4. Adaptation de certaines activités à l'environnement économique et réglementaire actuel ; 5. Réussite de l'ensemble des initiatives pour le développement ultérieur.

Le plan stratégique 2014/2016 est sur la bonne voie

Le plan stratégique 2014/2016 a été présenté lors le "L'Investor Day" de 2014, et est centré autour de cinq piliers stratégiques (voir ci-dessus). Les objectifs financiers à atteindre d'ici 2016 (année de référence 2013) sont les suivants :

- Croissance des ventes : $\geq +10\%$ vs. 2013
- 2,0 milliards d'euros de réduction de coûts, puis par la suite 2,8 milliards d'euros
- Cost-to-income ratio inférieur à 3% par rapport à 2013 (66%)

- ROE $\geq 10\%$
- Common Equity Tier 1-ratio (fully loaded) à 10,0%
- Pay-out ratio de +/- 45%
- EPS croissance annuelle à deux chiffres

Lors de la présentation des chiffres annuels de 2015, la direction a indiqué que le plan 2014/2016 est sur la bonne voie pour être pleinement réalisé.

Lancement du programme de transformation 2016/2019 CIB

Lors de la présentation des résultats annuels de 2015, BNP Paribas a lancé un programme de transformation 2016/2019 pour le segment « Corporate and Institutional Banking ». Les objectifs financiers (année de base 2015) sont :

- Croissance $\geq 4\%$ du chiffre d'affaires
- Réduction $>$ à 8% du ratio coût-revenu
- +1,6 milliard d'euros de bénéfices brut en 2019 par rapport à 2015.

Les coûts de restructuration s'élèvent à environ 800 millions d'euros.

Conseil d'investissement

Le titre BNP Paribas est relativement bon marché à l'intérieur de son secteur et offre également un rendement brut attrayant. Nous continuons donc d'être à l'achat sur le titre avec un objectif de cours à 55 EUR. Le groupe travail depuis sur un nouveau plan horizon 2017/2020.

■ Derniers résultats

Le groupe BNP Paribas a vu son chiffre d'affaires de 2015 fortement progressé (+9,6% ou +7,9% corrigé des éléments "non économiques"). Les charges d'exploitation ont progressé de 10,3% mais avec 793 millions d'euros d'éléments non récurrents. Les provisions et dépréciations sont restées quasiment stables. De ce fait, le résultat net ressort à 6,7 milliards d'euros. En 2014, le résultat net a été encore fortement affecté par les 6 milliards d'euros de règlement auprès des autorités USA. Le ratio de solvabilité reste solide avec un ratio Common Equity Tier 1 (fully-loaded) à 10,9%.

Il y aura un dividende de 2,31 euros par action sera payé, ex-coupon le 2 juin 2016 et payable le 6 juin 2016.

■ Perspectives

BNP Paribas ne donne pas une perspective 2016, mais les analystes tablent sur un bénéfice d'exploitation inchangé par action et un dividende brut en progression. Les objectifs financiers du plan stratégique 2014/2016 ont été confirmés par la direction.



■ CARREFOUR (ISIN FR0000120172 - 25,13 EUR)

■ Profil

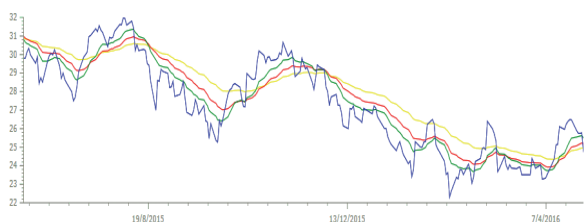
Carrefour est le n° 1 européen et le n° 2 mondial de la grande distribution. L'activité du Groupe s'organise autour de 3 types de magasins :

- hypermarchés : détention, à fin 2015, de 1 481 magasins sous l'enseigne Carrefour ;
- supermarchés : détention de 3 462 magasins sous les enseignes Market et Bairo ;
- autres : exploitation d'un réseau de 7.181 magasins de proximité (enseignes Express, City, Contact, Montagne, Proxi, 8 à Huit, etc.), de 172 magasins Cash & Carry, de magasins de gros, et de sites de commerce électronique (Carrefour et Ooshop).

La répartition géographique du CA est : France, Europe, Amérique latine et Asie.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	14,40
Cours/Actif Net :	1,66
Rendement :	3,15%



■ Notre opinion

Retour dans le passé

L'histoire récente du Groupe Carrefour ressemble à s'y méprendre au mythe d'Icare. Ambitieux et voulant jouer dans la cours des grands de ce monde (notamment vis-à-vis de son rival de toujours Wal-Mart), le Groupe Carrefour s'était lancé dans un vaste plan de conquête reposant à la fois sur la centralisation de la gestion de ses magasins et sur l'expansion internationale. L'œil brillant d'enthousiasmes, l'enseigne va pourtant rapidement perdre pied : la stratégie de centralisation des décisions a entraîné son lot d'erreurs d'exécution (exemple avec certaines ruptures de stocks), quant à la stratégie de croissance externe, elle entraînera à la fois une consommation de cash excessive et une perte de vitesse sur les marchés cœur (prolifération des promotions sans croissance des revenus et pertes de part de marché). Les ailes brisées, le Groupe change son plan de vol à partir de 2012 : l'objectif est à présent de se recentrer sur ses marchés historique (notamment en France : 47% du CA et du ROC) et de se défaire des actifs non rentables.

Actualité

Depuis le recentrage du Groupe sur l'Europe, le taux de croissance organique annuel moyen ressort à 2,5% (+1% en 2012, +2,3% en 2013, +3,9% en 2014, +3% en 2015), ce qui permet au titre de passer de 14 à 25 EUR.

En 2014, le Groupe renforce sa position sur le réseau français en faisant l'acquisition de plusieurs centaines de magasins Dia : l'objectif est de renforcer le créneau des magasins de proximité dans la région parisienne et dans le sud-est de la France, là où le Groupe est moins présent.

Dia

Malgré la publication de solides résultats sur 2015, le titre Carrefour a mal réagi en Bourse le jour de la publication (le 10/03/2016). La raison de cette forte baisse est à aller chercher aux niveaux des pertes anticipées de Dia France sur 2016, qui sont attendu dorénavant au même ordre de grandeur qu'en 2015 (soit 55/60 millions d'euros). En effet, la direction du Groupe tablait au préalable sur une perte divisée par deux sur 2016 (soit 30 millions d'euros), or le "chantier" de l'intégration de Dia France prendra plus de temps qu'attendu : sur 2015, une centaine d'enseignes Dia ont été transformées, les 500 autres devraient être terminées sur l'année 2016, ce qui in fine signifie que le réseau sera pleinement opérationnel sur l'année 2017.

Sur base de ces éléments, ainsi que de la robustesse des activités en Amérique latine (18% du CA) et sur le retour à l'équilibre attendu par le Groupe en Asie (9% du CA), la marge opérationnelle (operating income/revenue, source consensus Bloomberg) devrait passer de 3,10% (exercices 2014 et 2015) à 3,25% en 2016 et à 3,44% en 2017.

Valorisation

A l'heure actuelle, l'exercice de valorisation (sur base des modèles FCFE, DDM, valorisation relative et l'objectif moyen du consensus) conclut une sous-évaluation actuelle proche de 19%. Sur base des multiples de valorisation (l'on retiendra le PER et EV/EBITDA), la décote ressort entre 14 et 20% par rapport aux pairs du secteur pour une croissance estimée à 10% du bénéfice par action sur 2016 et 2017 (>= à la moyenne sectorielle).

Les deux risques sur le dossier portent: soit sur un très fort retard opérationnel au niveau de la transformation des enseignes Dia France et/ou d'un fort recul de la croissance économique.

■ Derniers résultats

En 2015, le Groupe Carrefour enregistre une croissance significative de ses ventes. Son chiffre d'affaires ressort à +4,1% à changes constants et de +3,0% en organique. Toutes les zones économiques enregistrent une croissance à changes courants de leurs ventes totales, avec une hausse en Europe de +2,7% et de +3,8% dans les pays émergents.

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC) du Groupe est une nouvelle fois en croissance, à 2.445 millions d'euros, soit +7,0% à changes constants (+2,4% à changes courants), en hausse tant en Europe (+9,9% en proforma) que dans les Pays Emergents (+9,2% à changes constants).

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



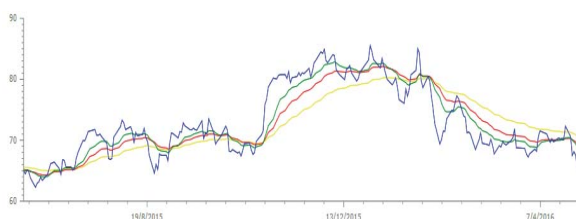
■ UCB (ISIN BE0003739530 - 70,21 EUR)

■ Profil

UCB est une société biopharmaceutique qui se consacre à la recherche et au développement de médicaments innovants liés aux troubles du système nerveux central et de l'immunologie. Le CA par activité se répartit comme suit : vente de produits bio-pharmaceutiques (88,7%) : destinés au traitement des troubles du système nerveux central (45% du CA ; épilepsie, hyperactivité, troubles cognitifs, etc.), des troubles immunitaires et des allergies (27%) et autres (28%) ; vente de licences (4,8%) ; autres (6,5%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	22,90
Cours/Actif Net :	2,33
Rendement :	1,80%



■ Notre opinion

Créée en 1928, UCB (Union Chimique Belge) est une société biopharmaceutique spécialisée dans la recherche de solutions médicales dans le domaine du système nerveux central et de l'immunologie (système immunitaire). La société est présente dans les 38 pays : Etats-Unis (47% du CA), Europe (33%), Japon (6%) et les autres marchés internationaux (14%).

Le groupe emploie 7.788 salariés et a investi 1.037 millions d'euros en recherche et développement en 2015, soit 27% de ses revenus.

UCB détient 4 médicaments phares : Cimzia (maladie de Crohn et polyarthrite rhumatoïde), Keppra (médicament pour le traitement de l'épilepsie), le Vimpat (antiépileptique), et le Neupro (maladie de Parkinson et du syndrome des jambes sans repos). Ensemble, ils représentent 77% des ventes.

Le Cimzia est actuellement le médicament le plus vendu chez UCB. Le Keppra subit quant à lui une diminution de ses ventes (sauf au Japon et dans les pays émergents) en raison de l'arrivée à expiration des droits d'exclusivités de commercialisation aux Etats-Unis et en Europe.

Croissance à deux chiffres des trois produits phares

Au début 2011, 50% des revenus ont été générés par trois médicaments matures (y compris le Keppra). Conscient de la fin de l'exclusivité de ses médicaments matures (avec l'émergence de la concurrence des génériques et l'expiration

des brevets), UCB a lancé trois nouveaux médicaments : le Cimzia, le Vimpat et le Neupro. Ces médicaments ont déjà générés près de 2 milliards d'euros de revenus. Ces trois médicaments devraient générés d'ici la fin de la décennie 3,1 milliards d'euros de revenus.

Conseil d'investissement

Le potentiel de croissance ne sait pas encore exprimé sur le titre UCB (ticker UCB BB), ce qui explique encore pourquoi l'objectif moyen des analystes offre encore un potentiel de 17% par rapport au cours actuel. Le titre offre donc encore un potentiel d'appréciation.

Financière Tubize (ticker TUB BB) détient 35% du capital d'UCB. Dans la mesure où la décote du holding Tubize est importante (41%), nous préférons être investit sur le titre Tubize.

■ Derniers résultats

En 2015, UCB a réalisé un chiffre d'affaires de 3.876 millions d'euros. Les ventes se sont élevées à 3.512 millions d'euros, dont 30% pour le Cimzia, 19% pour le Vimpat, 7% pour le Neupro et 21% pour le Keppra. Les coûts d'exploitation sont restés sous contrôle, avec une hausse à un rythme plus lent que la croissance des ventes. Cela a permis à l'EBITDA de progresser de 34,8% à 821 millions d'euros. Le bénéfice courant par action atteint les 2,17 EUR.

UCB versera un dividende brut de 1,10 EUR par action, ex-coupon le 2 mai 2016.

■ Perspectives

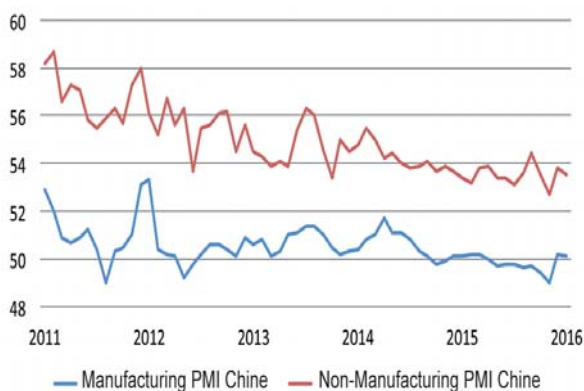
UCB prévoit en 2016 d'atteindre entre 4 et 4,1 milliards d'euros de chiffres d'affaires et un EBITDA courant de entre 970/1.010 millions d'euros. Les dépenses en recherche et développement devrait atteindre environ les 28% des revenus. Les montants des EPS attendus se situent entre 2,9 et 3,2 EUR.



■ Environnement

Le 1^{er} avril, le nouveau trimestre n'a pas commencé sans failles. Les marchés des actions ont connu un nouveau recul au cours de la première semaine d'avril. Et ce, bien que nous constatons des signaux plus positifs en provenance de Chine : en mars, le sentiment des directeurs des achats dans le secteur des usines a atteint son niveau le plus élevé au cours de ces derniers mois (voir le graphique ci-dessous). Le baromètre de l'industrie des services chinoise a également progressé davantage que prévu.

PMI Chine 2011 - 2016



En outre, le nombre de nouvelles commandes a également augmenté, l'inflation a progressé de 2,3% en mars et le bilan commercial a enregistré des chiffres satisfaisants. On considère essentiellement la baisse de la notation financière chinoise par S&P suite à la croissance économique plus lente comme responsable du moins bon début du mois, ce qui signifie donc de nouvelles inquiétudes quant à la croissance et des votes en faveur d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise. L'autre coupable de cette situation vient également d'Asie : le rapport Tankan japonais démontrait un retard de l'économie japonaise. Dans cette optique, le marché comptait sur des stimuli non conventionnels supplémentaires de la part de la Banque centrale du Japon le 28 avril, et ce, également en réaction à la hausse du yen. En outre, le prix du pétrole a connu au début de ce mois une baisse d'environ 6% à la lumière des doutes relatifs à un gel possible des niveaux de production, pour ensuite comptabiliser un petit 30% et atteindre 48 USD/baril (pétrole Brent), ce qui implique aussi directement que l'objectif de cours pour un fût de pétrole sera progressivement atteint et qu'on peut s'attendre à un potentiel à la hausse moindre pour les mois prochains. Si nous y incluons encore la baisse des recommandations pour le secteur bancaire européen suite à la baisse prévue des bénéfices, l'échec d'une consolidation dans le secteur des télécommunications en France (Orange, Bouygues) et une baisse imprévue des commandes en Allemagne, nous obtenons un cocktail d'influences négatives et une aversion

pour le risque pendant la première semaine d'avril sur les marchés financiers.

Un revirement qui a donné lieu à des chiffres positifs sur les marchés des actions, tant en Europe qu'aux États-Unis, s'est produit vers la mi-avril. Quelques facteurs en sont responsables : en premier lieu, il y a la création du fonds d'aide italien Atlante en appui au secteur bancaire italien qui lutte contre des positions en capital peu stables et une montagne de "NPL" (c.-à-d. des crédits douteux). En deuxième lieu, il y a la reprise du prix du pétrole. Bien qu'il n'y ait pas eu d'"output freeze" le 17 avril à Doha, les grèves au Koweït ont entraîné une baisse de la production. Ensuite, l'AIE prévoit un quasi équilibre sur le marché du pétrole pour la fin de cette année et le fait que des négociations aient déjà eu lieu sur un éventuel « output freeze » nous porte à croire que le niveau plancher du prix du pétrole est probablement derrière nous. Les signaux positifs en provenance de Chine confirment la demande de pétrole et donnent aux prix des matières premières le coup de pouce nécessaire. En Asie, des mesures monétaires ont en outre été prises à Singapour où le cours de référence du dollar de Singapour a été réduit. Enfin, les bénéfices d'exploitation déjà publiés d'entreprises américaines et européennes étaient meilleurs que prévu et soutiennent également le mode 'Risk-On' au cours de la seconde moitié du mois d'avril.

Il est frappant de constater que le mouvement positif des marchés des actions a lieu dans un environnement où le FMI revoit encore une fois ses prévisions de croissance à la baisse, de 3,4% à 3,2% pour 2016. Le principal risque pour l'économie mondiale est que la croissance soit trop longue, trop faible et trop lente. En outre, ceci indique un risque accru de protectionnisme et de nationalisme

Sur les marchés des rentes, il est clair que le mode "Risk-On" fait augmenter sensiblement les rentes sur les obligations d'État. Enfin, les banques centrales jouent à nouveau leur rôle : la BCE a publié le 21 avril les modalités de ses CSPP (rachat d'obligations d'entreprises), la Fed laisse la porte grande ouverte à une hausse des taux d'intérêt en juin et la BoJ déçoit et attend avant de prendre des mesures de relance supplémentaires, même si de nombreux économistes comptaient sur davantage de munitions. Ceci laisse durant les derniers jours du mois des traces sur les marchés financiers et incite les investisseurs à investir à nouveau dans des actifs moins risqués.

■ Transactions

Plusieurs transactions ont été exécutées au cours du mois de mars dans les portefeuilles en gestion discrétionnaire, et ce, pour chaque profil de gestion.

Ainsi, pour les profils de gestion qui ne contiennent aucune action, la position en obligations du promoteur immobilier Banimmo a été clôturée. Vu l'organisation judiciaire chez Urbanove (Banimmo est actionnaire à 44%) et l'inadéquation au niveau du financement de la dette, le risque existe que la prime de risque sur Banimmo augmente. Vu les actuelles valorisations au prix du marché pour les obligations et le fait que les obligations de banimmo n'ont aucun rating, une éventuelle correction de prix peut s'avérer considérable. Dans cette optique, il a été procédé à une vente. Une autre transaction réalisée au cours du mois d'avril concerne la vente des obligations hybrides de Solvay, lesquelles seront soumises à une option d'achat le 2 juin. Cela signifie que l'obligation sera, quoi qu'il en soit, remboursée par son émetteur Solvay, qui recourt à son premier droit d'option d'achat. Vu que le prix du marché était financièrement intéressant en termes nets, cette position a également été vendue anticipativement, de même que pour les autres profils de gestion avec actions.

Les profils de gestion avec actions ont essentiellement connu quatre transactions durant le mois. La première,

l'achat de l'action Carrefour. Ce distributeur français connaît un fort flux de trésorerie disponible et des critères d'évaluation favorables. En deuxième lieu, une position a été adoptée dans un tracker sur le Nikkei400 japonais, couvert pour des variations de change. Une surperformance relative des actions japonaises et un affaiblissement du yen sont les principes directeurs, basés sur de nouvelles mesures monétaires. La troisième transaction consiste en la vente de l'action individuelle Mobistar. La forte évaluation de cette action n'est pas proportionnelle au profil de croissance et à l'absence de dividende. En outre, les tarifs de roaming au sein de l'UE seront adaptés à compter du 30 avril, ce qui entraînera une perte de revenus en ce qui concerne son réseau MVNO. Enfin, les profils de gestion plus défensifs ont été inscrits sur le fonds Muzinich Enhance Yield. Ce fonds, couvert contre les variations de change, investit dans des obligations d'entreprises qualitatives à courtes échéances (1 à 3 ans). Ceci permet de tenir compte de l'impact des achats de la BCE sur le marché des obligations d'entreprises. Attention, le risque n'est pas augmenté de manière significative puisque le drawdown maximum du fonds est de 2,8% depuis le lancement en 2003.

Perspectives et points d'attention

- Croissance économique faible mais constante avec un risque de récession limité.
- Toutefois, la croissance est trop lente et les valorisations trop élevées pour ignorer un affaiblissement des conditions financières et les risques extrêmes.
- Politique monétaire très flexible qui doit toujours quelque peu influencer positivement les actifs à risque.
- La transition de l'économie chinoise continuera à alimenter la volatilité sur les marchés.
- On prévoit deux relèvements des taux de la part de la Fed cette année, au plus tôt en juin.
- Le marché a mal accueilli l'évolution de la politique de taux de la Fed. Une flambée inflationniste pourrait entraîner une réévaluation et un regain de volatilité dans de nombreuses catégories d'actifs.
- L'incertitude concernant un possible Brexit soumet la livre britannique à une pression constante.
- La Banque du Japon pourrait passer à l'action en cas d'appréciation excessive du yen.
- Surveiller les mouvements du marché suite à la prochaine réunion de l'OPEC du 2 juin à Vienne.
- Possibles évolutions politiques dans les marchés émergents, principalement au Brésil.
- Durant le mois de mars, les marchés émergents ont connu leur afflux le plus fort en plus ou moins deux ans.
- Analyser l'impact de l'extension du programme de rachat de la BCE sur le marché des obligations d'entreprises (CSPP), et ce, à partir de juin.
- Les discussions entre la Grèce et l'Europe et une éventuelle solution à la problématique toujours existante de la dette.
- Impact possible de l'affaiblissement de l'EUR/USD.
- Impact des attentats terroristes en Europe sur la vie sociale, la confiance des consommateurs et surtout la croissance économique.

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

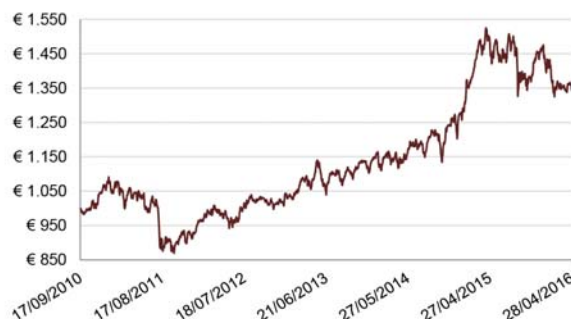
Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant pour 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).

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 28 avril 2016	1.343,21
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



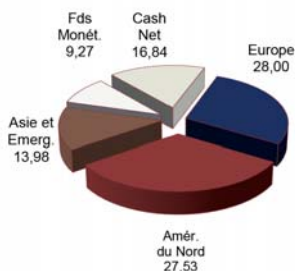
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	15
Nbr. de nouveaux fonds achetés	2
Nbr. de fonds entièrement liquidés	1

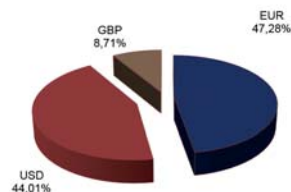
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Varenne Valeur	Europe	8,79	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,66	UK	OEIC	Non
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,52	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,79	LU	Sicav	Oui
Morgan Stanley US Advantage - I	Etats Unis	6,64	LU	Sicav	Non

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Rémunération de distribution :	1,0%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	6 sept 10	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	TOB à la sortie :	1,32% (max 2.000 EUR)
Risque ¹ :	0 1 2 3 4 > 5 < 6 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	Caceis Belgium

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 rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

* Légende : Nat.: Nationalité de l'OPC/OPCVM; F.J.: Forme juridique; OP.: Fonds faisant l'objet d'offre publique en Belgique.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe D

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant pour 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 différentes 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.

Evolution de la VNI à fin de mois

sept/14	oct/14	nov/14	déc/14	janv/15	févr/15	mars/15	avr/15	mai/15	juin/15	juil/15	août/15
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	1.044,98	1.051,73	1.048,92	1.048,75	1.032,14	1037,21	1.009,25
sept/15	oct/15	nov/15	déc/15	janv/16	févr/16	mars/16	avr/16	mai/16	juin/16	juil/16	août/16
1.001,66	1.026,07	1.033,96	1.013,72	997,14	998,35	990,14	995,01				

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 29 avril 2016	995,01
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (10 février 2016) :	968,41

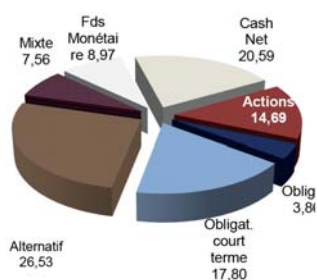
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Exane Asset Management
Amundi Asset Management
First Eagle Investment Management LLC
Allianz Global Investors Europe

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	13
Nbr. de nouveaux fonds achetés	0
Nbr. de fonds entièrement liquidés	1

Allocation par Univers et par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Rémunération de distribution :	0,6%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	8 sept 14	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	Précompte mobilier libératoire :	27%
Risque ¹ :	0 1 2 3 > 4 < 5 6 7	Taxe sur les opérations boursières :	Néant
Calcul de la VNI :	Hebdomadaire	Souscription minimum :	1 action
Date de règlement :	j+4	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Rémunération de gestion :	0,4%/an	Réviseur :	Mazars
		Administrateur :	Caceis Belgium

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 rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

- **Jeudi 19 mai 2016 : Conférence**
**Les sociétés immobilières réglementées (SIR),
 alternative aux taux d'intérêt bas?**
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Van der Valck Congres Hotel Mons, 7 Avenue Melina Mercouri / 19h
 Orateur : Monsieur Dirk Peeters,
 Analyste financier chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11
- **Lundi 6 juin 2016 : Conférence**
Où et comment investir dans un contexte de taux nuls ?
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Château Sainte-Anne, Rue du Vieux Moulin, 103
 à 1160 Bruxelles (Auderghem) / 19h
 Orateur : Monsieur Frédéric Liefferinckx,
 Membre du Comité de Direction chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11
- **Mardi 7 juin 2016 : Conférence**
**"L'or gris", matière première de l'économie.
 Développement du transport aérien :
 la croissance va-t-elle durer encore longtemps ?**
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Agence de Wavre, Place H. Berger, 12 à 1300 Wavre / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay,
 Analyste financier chez Leleux Associated Brokers
 Monsieur Jean Colard,
 Chargé de clientèle chez Leleux Associated Brokers.
 Inscriptions : 0800/255 11

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 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 Christusedreef, 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
HASSEL	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	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
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
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
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: <http://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

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 :

29 avril 2016