

Edito

Oui, il faut que le Gouvernement fédéral réforme le mode de financement de la sécurité sociale. Les charges qui pèsent sur les entreprises sont devenues à ce point élevées que de nombreux entrepreneurs hésitent avant d'engager un collaborateur, même pour une période déterminée. La raison en est simple : ce n'est pas le salaire brut demandé par le travailleur qui en est la cause, mais bien les cotisations de sécurité sociale qui doublent le coût d'un engagement pour l'entreprise. Dans ces conditions, il ne faut pas s'étonner que les innovations portent dans leur très grande majorité sur l'automatisation des chaînes industrielles et le remplacement du facteur travail par le facteur capital. Avec comme conséquence des taux de chômage importants dans les trois régions du pays et un coût énorme pour les finances publiques de notre pays.

Le fameux "Tax Shift" en gestation au sein du gouvernement fédéral prévoit ainsi d'abaisser ces cotisations sociales de 33% à 25%, une bouffée d'oxygène qui, couplée à une meilleure préparation au monde du travail en termes d'enseignement et de formation, devrait rapidement se traduire par une réduction du taux de chômage. La question du financement de cette réduction des cotisations reste maintenant à finaliser. Et dans ce cadre, la question de la taxation du capital reste ouverte. Deux pistes sont souvent évoquées : la taxation du patrimoine et la taxation des plus-values spéculatives. Et à notre sens, elles sont toutes les deux vouées à l'échec.

La taxation du patrimoine se heurte à deux problématiques : l'une liée à l'organisation de celle-ci, l'autre à la liberté des capitaux au sein de l'Union européenne. Ainsi, taxer le patrimoine nécessite un cadastre de celui-ci. Or, cette opération d'une difficulté beaucoup plus importante que de nombreux hommes politiques ne l'imaginent (pensons simplement à la problématique des revenus cadastraux non indexés depuis 1975 ou à la cotisation complémentaire de 4% sur les revenus mobiliers en 2011) nécessiterait des moyens financiers gigantesques pour être mise en place. Et quand bien même ce cadastre serait établi, les plus grandes fortunes se déplaceraient en quelques heures vers des lieux fiscaux plus cléments. Et tout ceci sans entrer dans le débat philosophique de savoir si taxer un patrimoine ne correspond pas à taxer une nouvelle fois des revenus déjà taxés (soit par l'impôt des personnes physiques, soit par le précompte mobilier,

soit encore par les droits de succession ou les droits d'enregistrement).

La taxation des plus-values spéculatives se heurte quant à elle à plusieurs écueils. Ainsi, comment déterminer le caractère spéculatif d'une transaction ? Si seul le caractère "temps de détention d'une position" intervient, le Gouvernement pourrait taxer des investisseurs qui, après avoir investi dans une philosophie de long terme dans une entreprise, se voient obligés de revendre rapidement leurs positions car les dernières nouvelles sur l'entreprise sont mauvaises. Un investisseur qui croyait dans les outils de reconnaissance vocale de Lernout & Hauspie aurait-il dû être taxé parce qu'il revendait rapidement sa position à la suite de la parution de l'audit sur les fraudes internes de l'entreprise ? En sus, il reste l'épineux problème du traitement des moins-values, qui pourrait simplement réduire à néant le rendement de cette nouvelle taxation.

Chez Leleux Associated Brokers, nous privilégions la piste d'une réforme de la taxe sur opérations de bourse, qui n'est payée que par les investisseurs privés résidents en Belgique et traitant par un intermédiaire belge, soit moins de 8% des volumes échangés quotidiennement sur Euronext Bruxelles. Son remplacement par une TTF belge (taxe sur les transactions financières), qui serait calculée au moment du règlement-livraison de la transaction et non au moment de la réalisation de la transaction, et qui serait due uniquement sur les grandes capitalisations, à l'instar de l'exemple français ou italien, rapporterait des moyens financiers beaucoup plus importants que les autres pistes actuellement étudiées. De plus, elle mettrait fin à une concurrence déloyale entre acteurs belges et étrangers, elle supprimerait la double taxation de la transaction lorsqu'un investisseur belge achète des titres italiens, français ou britanniques, et elle favoriserait l'investissement dans les petites et moyennes entreprises qui ont justement besoin de nouvelles liquidités pour investir, le tout en simplifiant l'arsenal fiscal actuellement en place.

Dans les semaines qui viennent, nous mettrons tout en place pour convaincre le Gouvernement fédéral de la justesse d'une telle mesure. Et nous espérons que celui-ci sera attentif aux préoccupations des investisseurs particuliers que nous défendons.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de notre revue mensuelle.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse Banks (Europe)	6
	Gestion de Portefeuilles	9
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	10
	Leleux Invest	
	Patrimonial World FOF	11
	Agenda	12

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

493,56 +1,2%⁽¹⁾ ✓
+16,3%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.708,66 +0,9%⁽¹⁾ ✓
+12,9%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.007,89 -0,8%⁽¹⁾ ✗
+17,2%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

11.413,82 -0,4%⁽¹⁾ ✗
+16,4%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

6.984,43 +0,3%⁽¹⁾ ✓
+6,4%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

9.237,79 +1,8%⁽¹⁾ ✓
+2,8%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.444,36 +0,2%⁽¹⁾ ✓
+14,7%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

18.010,68 +1,0%⁽¹⁾ ✓
+1,1%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

5.070,03 +2,6%⁽¹⁾ ✓
+7,1%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

15.014,09 -1,4%⁽¹⁾ ✗
+2,6%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

20.563,15 +5,3%⁽¹⁾ ✓
+17,8%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1.779,31 +0,1%⁽¹⁾ ✓
+4,1%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2014

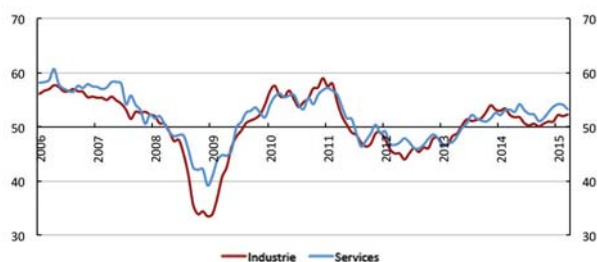


Les données PMI de mai signalent un ralentissement de la croissance économique de la zone euro pour le deuxième mois consécutif. Toutefois, l'enquête indique également que le taux d'expansion reste suffisamment solide pour encourager les entreprises à renforcer leurs effectifs, le taux de création de poste atteignant un plus haut de 4 ans. Parallèlement, les indices des prix des achats et des prix de vente atteignent un plus haut de 3 ans, confirmant les signes d'atténuation des pressions déflationnistes.

Selon la dernière estimation flash (basée sur 85% du nombre habituel de réponses à l'enquête mensuelle), l'indice PMI Markit de l'Eurozone s'inscrit à 53,4 en mai, se repliant par rapport à avril (53,9) et au plus haut enregistré en mars (54,0).

L'accélération de la croissance dans l'industrie manufacturière est compensée par un ralentissement dans le secteur des services. Les prestataires de services ne signalent toutefois qu'un léger repli du taux d'expansion par rapport au plus haut de 8 mois enregistré en mars, ce qui suggère que la reprise reste généralisée.

Sentiment directeurs d'achat zone euro



Cependant, l'enquête semble indiquer que la croissance pourrait de nouveau ralentir en juin. L'expansion du volume global des nouvelles affaires ralentit en effet pour le deuxième mois consécutif et affiche son plus faible taux depuis février. Cette tendance résulte d'un affaiblissement de la hausse des nouvelles affaires dans le secteur des services, les fabricants signalant quant à eux la plus forte augmentation du volume des nouvelles commandes depuis un peu plus d'un an, en raison d'une amélioration des performances à l'exportation. Parallèlement, les perspectives de croissance du secteur des services se détériorent, enregistrant un plus bas de 5 mois.

Le volume des affaires en cours recule pour la première fois depuis janvier. Le taux de contraction n'est toutefois que marginal. Ce repli est en grande partie imputable à l'embauche de personnel supplémentaire, les entreprises cherchant à accroître leurs capacités. L'emploi enregistre en effet sa plus forte progression depuis mai 2011.

L'enquête devrait également apaiser les inquiétudes relatives à un risque de déflation dans la région.

En effet, les prix moyens des achats affichent leur plus forte progression depuis avril 2012, en raison de la hausse des prix du pétrole, des salaires et des prix des importations, résultat de la récente dépréciation de l'euro.

Si les prix de vente moyens des biens et des services continuent de reculer, la baisse enregistrée n'est que marginale, et la plus faible de l'actuelle phase de déflation entamée il y a 38 mois. L'inflation devrait devenir positive dans les prochains mois.

En Allemagne, l'activité globale enregistre sa plus faible croissance depuis 5 mois, le taux d'expansion fléchissant aussi bien dans le secteur des services que dans l'industrie manufacturière. En France, la croissance reste anémique, malgré une accélération par rapport à l'état de quasi-stagnation enregistré en avril. L'expansion s'accélère dans le secteur des services, tandis que la production manufacturière affiche son plus faible repli depuis janvier. Les nouvelles sont meilleures sur le front de l'emploi. En effet, les créations de poste s'accroissent en Allemagne et en France, le marché de l'emploi français enregistrant sa plus forte progression depuis plus de 3 ans.

Les économies de la « périphérie » de la zone euro continuent de mener la reprise. Malgré un léger repli du taux d'expansion en mai, la région, à l'exception du noyau franco-allemand, pourrait enregistrer son meilleur trimestre en termes de croissance et de création d'emplois depuis le deuxième trimestre 2007.

Si pour l'heure, ce ralentissement de la croissance de la zone euro ne constitue pas une préoccupation majeure, il va sans nul doute provoquer quelques inquiétudes chez les dirigeants de la Banque Centrale Européenne qui attendent de savoir si le programme d'assouplissement quantitatif est la solution pour une reprise solide et durable.

La valeur moyenne de l'indice PMI pour l'ensemble du deuxième trimestre indique une croissance du PIB similaire à l'expansion de 0,4% enregistrée au premier trimestre, ce qui laisse présager une croissance d'environ 2% cette année, la meilleure performance de la région depuis 2010. Néanmoins, pour atteindre un tel taux de croissance sur l'ensemble de l'année, une accélération de la hausse du volume des nouvelles affaires est nécessaire.

Un rebond de la croissance des nouvelles affaires sera également nécessaire pour convaincre les entreprises de continuer à embaucher à un rythme similaire à celui observé en mai. L'emploi enregistre sa plus forte progression depuis 4 ans. Les employeurs restent optimistes quant à leurs perspectives d'activité, en particulier dans l'industrie manufacturière où la baisse de l'euro semble renforcer les ventes à l'exportation. La confiance des prestataires de services, quant à elle, se dégrade de façon inquiétante par rapport à la vague d'optimisme observée en début d'année.



Europe

Les bourses européennes ont connu un mois de mai plutôt hésitant. Les péripéties grecques ont continué de faire la une, mais c'est l'évolution des taux à long terme dans la zone euro qui a recueilli le plus d'attention. Le taux allemand à 10 ans a nettement rebondi, les investisseurs prenant peu à peu conscience que la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE risque de relancer l'inflation dans la zone euro. Inutile de dire que la brusque hausse des taux ne réjouit pas les investisseurs en actions. Elle pourrait en effet rendre les obligations plus attrayantes par rapport aux actions et pèse sur les valorisations, des taux plus élevés réduisant la valeur actuelle des cash-flows futurs. Pour résumer : l'incertitude est reine. Après les belles performances boursières des mois derniers, certains investisseurs n'ont dès lors pas hésité à procéder à des prises de bénéfices.

États-Unis

Le même phénomène s'est produit aux États-Unis. Les taux sont également en hausse outre-Atlantique, mais pour une autre raison : alors que de nombreux opérateurs spéculaient sur un premier relèvement des taux par la réserve fédérale en juin, il a été différé au deuxième semestre. En cause : l'absence de poussée inflationniste du côté des salaires horaires moyens dans l'économie américaine. Tant qu'il n'y a aucune crainte à avoir en matière d'inflation, la Fed préfère stimuler autant que possible la croissance. Mais les investisseurs doutent de la capacité des entreprises américaines à accroître leurs bénéfices alors qu'elles sont confrontées à une perte de compétitivité sur les marchés nationaux en raison de la hausse du dollar. Ce marché a aussi été touché par des prises de bénéfices.

Pays émergents

Les marchés émergents n'ont pas échappé au malaise qui frappe les Bourses occidentales. La hausse très rapide du principal indice chinois n'était évidemment pas tenable, et de nombreux investisseurs ont craint la formation d'une bulle. Cela a entraîné des prises de bénéfices qui ont également pesé sur les Bourses occidentales. De plus, les hausses de taux d'intérêt à long terme en Europe et aux États-Unis suscitent de vives inquiétudes concernant les perspectives économiques des pays émergents. Car une hausse des taux en Occident pourrait y étouffer la croissance, ce qui entraînerait une baisse des exportations des pays émergents. Ces différentes raisons ont également incités les investisseurs à procéder à des prises de bénéfices sur les positions en actions.

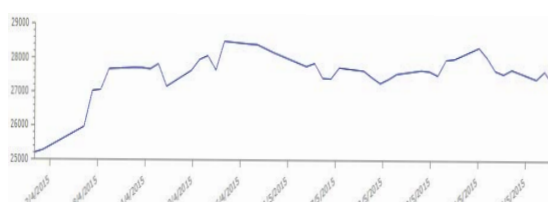
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,10%	11/06
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	54,0	15/06
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	17/06
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	17/06
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,26%	18/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	19/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,50%	23/06
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-4,90	24/06
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	103,0	24/06
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,40%	29/06
EMU	Confiance économique	-	103,8	29/06



USD/EUR (USA)

0,91 +2,1%⁽¹⁾
+10,1%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,39 +1,8%⁽¹⁾
+8,1%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,73 -1,8%⁽¹⁾
+6,0%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -1,0%⁽¹⁾
+5,6%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 +0,1%⁽¹⁾
-0,2%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,97 +1,2%⁽¹⁾
+16,2%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,70 -1,2%⁽¹⁾
+3,0%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,73 -1,0%⁽¹⁾
+2,7%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,65 +0,3%⁽¹⁾
+1,1%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -1,7%⁽¹⁾
+4,3%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -1,9%⁽¹⁾
+2,2%⁽²⁾

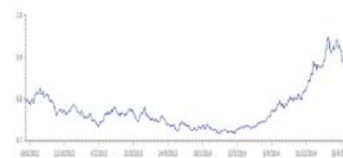
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,1%⁽¹⁾
+0,8%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2014
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

La hausse de l'euro semble terminée. La crainte d'une solution désordonnée pour les problèmes grecs a incité les investisseurs à fuir l'euro en faveur du dollar. De plus, le dollar profite toujours de son avantage de taux vis-à-vis de l'euro.



GBP/EUR

La livre a tiré profit des résultats des élections britanniques. Le maintien au pouvoir du gouvernement sortant a été bien accueilli par le marché. On n'attend pas de modification drastique de la politique économique.



TRY/EUR

La monnaie turque a enregistré un rebond spectaculaire en mai. Les observateurs l'attribuent à des spéculations concernant les élections de début juin. Aucune grande modification de la politique économique n'interviendra si le président Erdogan reste au pouvoir.



NOK/EUR

La NOK a été touchée par des prises de bénéfices lorsqu'on a appris que la confiance des producteurs dans le secteur industriel était retombée à moins de 50 points. Cela présage d'une contraction de l'activité.



JPY/EUR

La monnaie japonaise continue de perdre du terrain vis-à-vis de l'euro. Malgré les énormes efforts déployés par la banque centrale japonaise pour remettre l'économie sur les rails, la croissance ne décolle pas.



AUD/EUR

Le dollar australien n'a pas pu maintenir son momentum positif et a reculé face à l'euro au cours du mois écoulé. L'absence de baisse des taux a pesé sur la monnaie, la banque centrale australienne privant ainsi l'économie d'oxygène.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



La forte baisse du prix du pétrole et la forte hausse du dollar qui ont commencé vers la mi-2014 ont grandement perturbé la mesure des chiffres d'inflation aux Etats-Unis. Depuis trois trimestres, la volatilité de l'inflation est plus élevée que d'ordinaire et il faudra attendre que la répercussion de ces chocs soit totalement absorbée pour y voir plus clair. Cela prendra encore quelques mois. A partir de l'été, un rebond de l'inflation est très probable aux Etats-Unis. La Banque centrale américaine sera alors dans une position plus confortable pour amorcer un nouveau cycle de hausse des taux d'intérêt directeurs pour sa politique monétaire.

Même si le taux de chômage donne une image du travail un peu plus positive que la réalité, il est difficile de nier que l'économie américaine est proche du plein-emploi. La Fed remplit donc la première partie de son mandat. Reste la seconde partie : avoir une inflation à 2%. Il est indéniable que l'on se situe bien au-dessous de ce seuil, mais cet écart reflète largement l'influence spécifique du pétrole et du dollar. Ces chocs sont en train de s'atténuer.

Parmi les différentes mesures de l'inflation, la Fed privilégie l'indice PCE qui se situe à 0,3% sur un an. Les prix de la composante énergétique expliquent une bonne partie de cette exceptionnelle faiblesse. L'indice sous-jacent est un point plus haut. A 1,3%,

il se situe toutefois au-dessous de la cible de la Fed (2%), de la moyenne 2014 (1,4%) et de celle des 20 dernières années (1,7%). L'inflation a subi aussi l'influence du taux de change. Contre un panier de devises, le dollar américain s'est apprécié de plus de 10% sur un an. Les modèles de la Fed disent que cela causerait un repli de l'inflation entre 0,2 et 0,4 points. La relation historique suggère que les prix des biens importés ne reflètent encore qu'une moitié environ de l'appréciation du dollar. Ils pourraient donc encore baisser pendant les prochains mois. Depuis mars, le dollar n'augmente plus guère et le cours du pétrole brut a corrigé une partie de sa chute antérieure. A la dernière réunion du FOMC en mars, ses membres considéraient la stabilisation du dollar et des prix de l'énergie comme une condition nécessaire avant d'envisager une remontée durable de l'inflation. Cette condition est en passe d'être remplie. L'indice CPI évolue historiquement sur une tendance d'un demi-point supérieure à celle de l'indice PCE mais à souvent les mêmes points d'inflexion. Il montre la voie. En temps normal, la Fed aurait sûrement ignoré les soubresauts de l'inflation causés par des chocs externes, mais à l'aube d'un nouveau cycle de resserrement monétaire, elle s'est montrée très conservatrice. Les chiffres d'inflation des prochains mois la priveront de toute excuse pour maintenir ses taux d'intérêt directeurs à zéro.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

-0,1200% -11,50 (1) ↓
-19,80 (2) ↓

EUR (10 ans)

0,4870% +12,10 (1) ↑
-5,40 (2) ↓

USD (3 mois)

0,1800% 0,00 (1) =
0,00 (2) =

USD (10 ans)

2,1214% +8,97 (1) ↑
-4,98 (2) ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2014 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Vandemoortele	3,060%	10.06.2022	101,88%	2,76%	NR	BE0002227933	1.000
EUR	Shanks Group	3,650%	16.06.2022	101,88%	3,34%	NR	XS1238024035	1.000
GBP	BMW	1,875%	29.06.2020	99,95%	1,88%	I+	XS1238020124	1.000
NZD	Lloyds Bank	4,125%	05.06.2018	100,00%	4,12%	I+	XS1241530424	1.000
TRY	EIB	9,250%	20.07.2018	98,98%	9,63%	I+++	XS0648456167	1.000
USD	ArcelorMittal	5,125%	01.06.2020	101,67%	4,74%	S+++	US03938LAY02	2.000



■ BANKS (Europe)

Comparatif sectoriel

(7 banques en zone euro)

■ L'Etat du secteur

Value and cyclic !

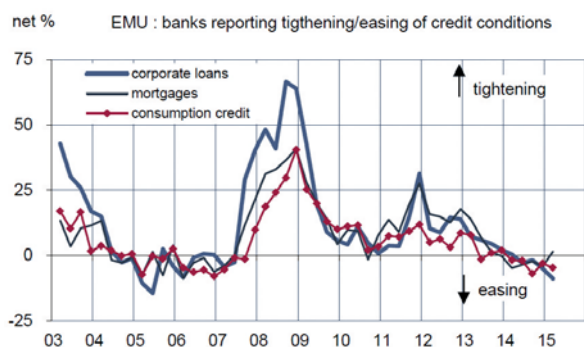
Les derniers chiffres concernant les flux de crédit en zone euro ainsi que les récentes tensions sur les taux à long terme nous amènent naturellement à refaire un point sur le secteur bancaire. Après notre analyse en mars dernier ("Lundi 9 mars 2015 : démarrage du QE !"), penchons-nous à présent sur l'activité du crédit (1), sur le rapport entre la marge nette d'intérêts et la rentabilité des capitaux propres (2) puis la relation entre croissance économique et rentabilité des capitaux propres (3).

1/ Panorama sur le crédit en zone euro :

Tout d'abord, plantons le décor. Le financement de la zone euro repose majoritairement sur le crédit bancaire : on parle alors d'intermédiation bancaire. Cette proportion est de 65% du crédit total en zone euro (voire 75% dans les pays périphériques tels que l'Espagne ou l'Italie), ce qui par conséquent nous amène à un financement par les marchés financiers de 35%. Les crédits octroyés aux ménages représentent 55% du stock des prêts bancaires en zone euro et celui des entreprises 45% (ce niveau à peu évolué depuis la crise de la dette en 2011 : 53% / 47%). De tout temps, le crédit bancaire a toujours été une variable retardée dans le cycle économique, surtout auprès des entreprises qui attendent les signes tangibles d'une reprise avant de se remettre à investir. Lorsque l'on se réfère à l'étude du FMI de 2011 ("Creditless recoveries"), l'on apprend qu'historiquement près des ¾ des reprises économiques se font avec une reprise des flux de crédits. Penchons nous à présent sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit au sein de la zone euro.

■ L'offre de crédit :

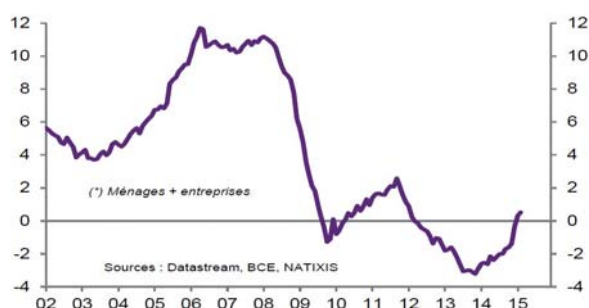
Le renforcement de capitaux propres des banques, la réduction du risque d'éclatement de la zone euro avec l'intervention de la BCE à l'été 2012 ("whatever it takes") ainsi que la mise en place de mesures extraordinaires de refinancement (LTRO, TLTRO, etc.) ont bout à bout permis d'améliorer les conditions d'octroi de prêts depuis le début 2014. En somme, les banques proposent aujourd'hui aux agents économiques des conditions de prêts attractifs (voir graphique ci-dessous, Thomson Reuters, Oddo Securities).



■ La demande de crédit :

Les flux des prêts accordés aux ménages et aux entreprises (secteur privé) reprennent de la hauteur ces derniers mois (voir graphique ci-dessous) sous l'effet combiné du rebond de la confiance et des conditions avantageuses de financement. Ce rebond nous permet ainsi de comprendre l'origine du succès en mars dernier du troisième TLTRO (opération de financement à long terme) où la Banque centrale européenne a accordé 98 milliards d'euros à l'ensemble des institutions bancaires de la zone euro (soit largement au-dessus des attentes du marché estimées à 40 milliards d'euros).

Zone euro : crédit au secteur privé* (GA en %)



Les dernières données en provenance des enquêtes faites par la BCE auprès des banques en zone euro ("Bank lending survey") montrent que ces dernières continuent d'anticiper une poursuite de l'amélioration de la demande de crédit au cours des prochains trimestres.

■ Banques du Nord/ banques du Sud de l'Europe :

Dans la mesure où les taux à long terme commencent à "bouger" en zone euro, rappelons rapidement une particularité qui distingue les "banques du Nord" des "banques du Sud" sur l'activité Retail. En règle générale, les crédits à taux variables restent prédominant en Europe du sud alors qu'en France, aux Pays-Bas ou encore en Belgique, l'utilisation des crédits à taux fixe restent dominant. En somme, une remontée des taux à long terme aura un impact positif plus important sur la marge nette d'intérêts des banques commerciales espagnoles et italiennes que sur celles implantées en France, aux Pays-Bas et Belgique. Et inversement.

2/ Courbe des taux et marge nette d'intérêts :

La littérature au sujet de l'évolution de la courbe des taux et de son influence sur la rentabilité du secteur bancaire est pléthorique, surtout depuis les dernières crises financières et économiques.

Commençons par poser les bases. Le métier traditionnel de chaque banque commerciale consiste à emprunter sur une échéance courte et à prêter sur une échéance à plus long terme : on parlera de transformation des échéances. En allant plus loin, la rentabilité de l'actif des bilans bancaires (actifs liquides, crédits aux agents économiques, etc.) est dans une large part fortement liée à l'évolution des taux à long terme.

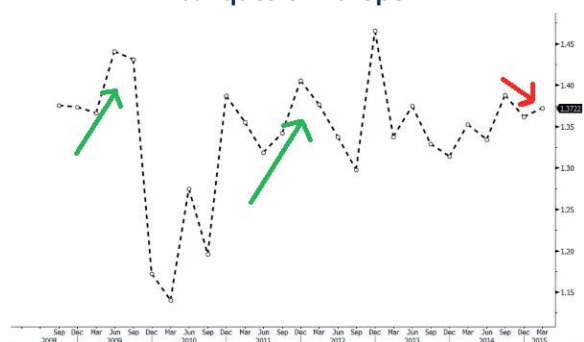
Analyse sectorielle

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



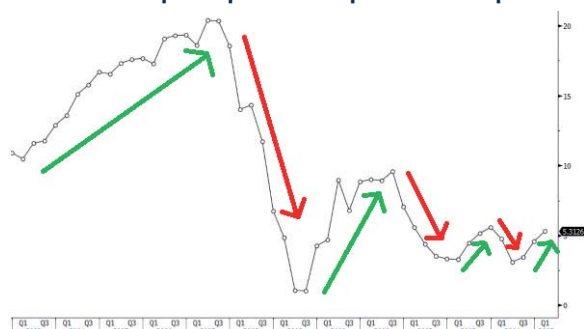
A l'inverse, la rémunération du passif (dépôts des ménages et des entreprises, dettes bancaires, etc.) est étroitement liée à l'évolution des taux à court terme. Ainsi, la pentification de la courbe des taux entraîne une hausse de la marge nette d'intérêts (et inversement avec l'aplatissement de la courbe). Il existe donc un lien étroit entre la marge nette d'intérêts et l'évolution des taux à court et à long terme. Toutefois, les recherches économétriques dans ce domaine nous apprennent que les ajustements entre la courbe des taux et la marge nette d'intérêts se font de façon progressive en raison de l'utilisation d'opérations de couverture sur les taux (on parlera de gestion actif-passif). Cet enseignement nous permet donc de comprendre pourquoi la marge nette d'intérêts ne s'est pas "effondrée" en Europe avec l'aplatissement de la courbe des taux en ce début d'année (voir graphique ci-dessous).

Marge nette d'intérêts des principales banques en Europe :



Lorsque l'on observe en détail ce graphique, l'on constate que la marge nette d'intérêts a progressé en 2008/2009: cette hausse trouve son origine dans la hausse des primes de risque corporate (\Rightarrow dégradation de la conjoncture économique \Rightarrow augmentation de la probabilité du risque de faillite des entreprises). En 2012, la hausse s'explique cette fois-ci par le rebond de la prime de risque pays au sein de l'Europe (\Rightarrow risque d'implosion de l'Eurosystème). Ce retour dans le temps, nous permet ainsi d'observer qu'une augmentation de la prime de risque entraîne une augmentation de la marge nette d'intérêts. Or, contrairement à l'opinion communément admise, une hausse de la marge nette d'intérêts n'entraîne pas mécaniquement une hausse de la rentabilité des capitaux propres (voir graphique ci-dessous).

ROE des principales banques en Europe :



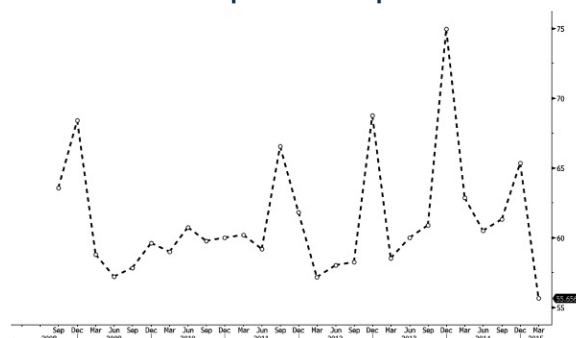
Ce constat contre intuitif, trouve son explication du fait que le niveau coût du risque ainsi que des bénéfices/pertes enregistrés sur les activités de Marché/Gestion d'Actifs connaissent des fluctuations très importantes, et qui ont par conséquent, un impact très élevé sur le bénéfice final du secteur bancaire.

3/ Croissance économique = ROE :

L'arrivée de la crise des subprimes a été un véritable tsunami pour l'ensemble du secteur bancaire. La hausse du coût du risque, les réglementations plus contraignantes en termes de fonds propres, les pertes enregistrées sur les activités de Marchés/Gestion d'Actifs ont considérablement impacté la rentabilité du secteur : comme nous pouvons le voir sur le précédent graphique, la rentabilité des capitaux propres en Europe du secteur bancaire est passée en moyenne de 19% à 1% entre mi-2007 et mi-2009. Par la suite, l'arrivée de la crise de la dette en zone euro 2011 a de nouveau entraîné un recul du ROE dans le secteur.

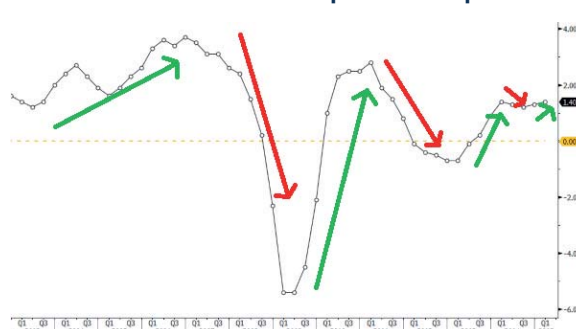
Aujourd'hui, la rentabilité du secteur montre ses premiers signes d'inflexion. Lorsque l'on examine les résultats du T1 2015, l'on s'aperçoit que le recul sur la marge nette d'intérêts des activités de crédit est largement compensé par le mix entre la dynamique commerciale, par les activités de Marchés/Gestion d'Actifs, par la gestion rigoureuse des coûts d'exploitations (cost income, voir graphique ci-dessous) et par du recul des provisions pour crédits douteux (= coût du risque).

Evolution du cost income des principales banques en Europe :



On terminera cette analyse sectorielle avec un dernier graphique qui nous permet d'observer depuis 2002 l'évolution de la croissance économique en Europe. Le parallèle avec l'évolution du ROE du secteur bancaire est

Croissance économique en Europe :



Analyse sectorielle

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



frappant : il y a donc bien une relation très étroite entre le ROE du secteur bancaire et la conjoncture macro-économique.

Conclusion :

Dans cette analyse sectorielle, nous avons pu voir :

- Que la demande de crédit reprend de la hauteur en zone euro.
- Que le lien entre marge nette d'intérêts et le ROE du secteur bancaire est beaucoup plus difficile à appréhender qu'il n'y paraît.

- Que le ROE du secteur bancaire est fortement lié à l'activité économique.

Par conséquent, les signes de reprise économique en zone euro vont mécaniquement avoir un impact favorable sur l'activité du secteur bancaire. En outre, et comme souligné lors de notre dernière analyse sectorielle, les valeurs bancaires offrent toujours des niveaux de valorisation attractifs : on peut donc dire que le secteur bancaire est aujourd'hui à la fois un investissement *Value and Cyclic*.

Tableau comparatif

Acteurs	BNP Paribas	Commerzbank	Crédit Agricole	Deutsche Bank
Recommandation LAB	Renforcer	Conserver	Acheter	Acheter
Valorisation	✓	~	✓	✓
Sentiment	~	~	✓	~
Timing	✓	✓	✓	~
Fondamentaux	~	~	~	~
Risque	~	~	~	~
Capitalisation	65.000 Mio EUR	13.500 Mio EUR	33.100 Mio EUR	40.200 Mio EUR
Cours/Bénéfices	9,50x	12,10x	10,30x	9,60
Cours/Actif net	0,75x	0,50x	0,75x	0,55x
Rendement	4,20%	2,10%	4,50%	3%
T. Dettes/T. Actifs	50%	38%	43%	9%
Rentabilité capitaux	0,10%	2,80%	5,30%	2,70%
Valeur Intrinsèque	63,00 EUR	12,50 EUR	15,90 EUR	32,80 EUR
Potentiel	12%	0%	12,80%	13,50%

Acteurs	ING Groep	KBC	Société Générale
Recommandation LAB	Conserver	Conserver	Acheter
Valorisation	~	~	✓
Sentiment	✓	✓	~
Timing	✓	✓	✓
Fondamentaux	~	~	~
Risque	~	~	~
Capitalisation	52.000 Mio EUR	23.200 Mio EUR	33.000 Mio EUR
Cours/Bénéfices	12x	13,50x	9,50x
Cours/Actif net	1,10x	1,65x	0,65x
Rendement	4 %	1%	4,50%
T. Dettes/T. Actifs	4,20%	27%	53%
Rentabilité capitaux	1,60%	13,40%	5%
Valeur Intrinsèque	15,50 EUR	62,90 EUR	50,30 EUR
Potentiel	6,50%	4,20%	14%

Avertissement

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources fiables sélectionnées avec soin. Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins et ses objectifs d'investissement. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

Gestion de portefeuilles

Thomas Stul
Gestionnaire de portefeuille



Alors que le vent s'est quelque peu calmé après les récentes et agressives hausses des principaux taux d'intérêt (le taux allemand à 10 ans a bondi d'environ 65 points de base, soit du même ordre de grandeur que lors du "Taper Tantrum" de juin 2013) et que la grande majorité des entreprises cotées en Bourse ont publié leurs résultats trimestriels, il était temps de faire le point sur l'allocation des portefeuilles en gestion discrétionnaire.

Dans le contexte économique actuel modérément positif, nous continuons à privilégier les volets Actions et Produits alternatifs aux dépens du volet Produits à revenu fixe. On note un consensus positif sur le marché concernant les résultats ou performances à attendre des marchés d'actions durant le reste de l'année. Sur le plan macro-économique, le faible coût du pétrole est considéré comme un facteur positif, qui contribuera à une croissance économique mondiale positive et pourrait favoriser les dépenses de consommation et l'évolution des chiffres d'affaires. Côté environnement monétaire, les politiques restent majoritairement souples ou accommodantes. En combinaison avec un niveau d'inflation réduit, cet environnement doit créer un climat favorable aux investisseurs.

D'un point de vue régional, ce sont les marchés d'actions européens et japonais qui offrent les meilleures perspectives relatives. Non seulement ces deux régions profitent de la baisse du coût du pétrole, mais elles pourraient également être soutenues par l'évolution monétaire. Un affaiblissement de l'euro face au dollar peut notamment influencer positivement l'activité de nombreuses entreprises européennes (exportatrices). Le deuxième facteur est lié aux divergences dans les politiques monétaires des banques centrales. Malgré le premier trimestre médiocre de l'économie américaine – considéré comme un creux temporaire –, un premier relèvement des taux est imminent. A contrario, la politique monétaire menée dans la zone euro et au Japon restera souple au moins jusqu'en septembre 2016. En outre, l'ampleur du programme QE de la BCE devrait maintenir les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement bas dans la zone euro. La vision qui précède est également soutenue par les valorisations : celle, assez élevée, du marché des actions aux États-Unis comporte plusieurs risques, dont une poursuite de l'appréciation progressive du dollar américain vis-à-vis des principales autres devises, alors qu'une trop nette hausse de l'inflation, des salaires ou des taux pourrait faire peser une pression

négative sur les marges des entreprises. Ainsi, la crainte d'une contraction monétaire pourrait entraîner un regain de volatilité sur toutes les catégories d'actifs. Concrètement, la gestion de fortune discrétionnaire est marquée par une surpondération des actions de la zone euro, alors que le poids des actions japonaises pourrait être accru en cas de correction boursière au pays du Soleil levant. A l'inverse, la prudence est de mise concernant l'exposition aux actions américaines. Enfin, les marchés émergents restent volatils et vulnérables.

Avec les actions, le volet des Investissements alternatifs, composés de produits axés sur la volatilité, d'immobilier côté et d'obligations convertibles, continue à jouir de nos préférences. L'intervention des banques centrales devrait amorcer une période de volatilité accrue. En outre, le produit lié à la volatilité incorporé dans le portefeuille offre une protection contre de possibles corrections qui ne sont pas exclues vu l'augmentation des valorisations. Dans ce contexte, les obligations convertibles proposent le meilleur des deux mondes (potentiel haussier des actions et protection contre le risque de baisse apportée par le composant obligataire). Enfin, le volet des actifs alternatifs est complété par quelques SIR dont leur présence en portefeuille se justifie par la "chasse au rendement" générale, les propriétés défensives – cash-flows stables et prévisibles – et leurs conditions de financement favorables.

Nous en arrivons enfin au volet Obligations ou Produits à revenu fixe. Comme discuté dans le rapport mensuel précédent, il est marqué par une forte sous-pondération des obligations publiques (tant des pays du cœur de la zone euro que de la périphérie), justifiée par le fait que nous ne croyons pas dans un scénario déflationniste dans la zone euro. À présent que la conjoncture semble s'améliorer dans la zone euro, les taux obligataires pourraient augmenter. Le potentiel haussier est cependant limité par le QE et la désinflation généralisée, même si nous maintenons une politique de duration stricte. La sous-pondération de la périphérie s'explique par l'effet de contagion sous-estimée qu'aurait un "Grexit". Nous privilégions les entreprises assorties d'une note de crédit BB vu les faibles défauts de paiement (attendus), les meilleures valorisations par rapport aux entreprises invest grade et l'amélioration constante des conditions de crédit dans la zone euro. Enfin, l'exposition à des obligations publiques indexées apporte une couverture contre une hausse des taux.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

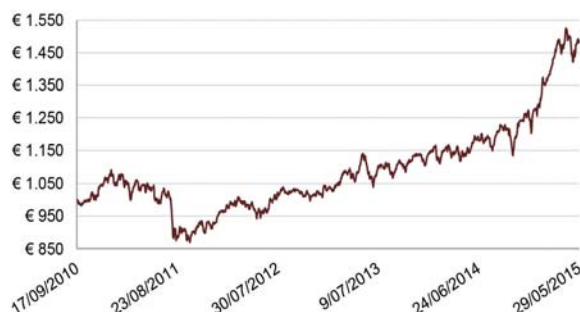
Objectif et stratégie d'investissement

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 29 mai 2015	1.484,39
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



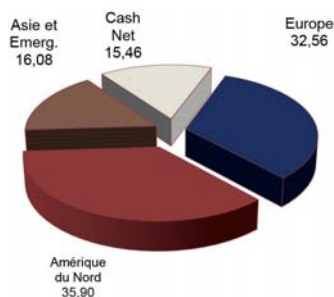
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	14
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

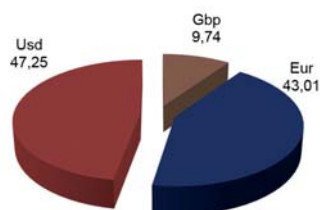
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	10,14	LU	Sicav	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	9,69	UK	OEIC	Non
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	7,34	LU	Sicav	Oui
Morgan Stanley US Advantage - I	Etats Unis	6,87	LU	Sicav	Non
Digital Stars Europe Acc	Europe	6,63	LU	Sicav	Oui

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
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	1.044,98
mars/15	avr/15	mai/15	juin/15	juil/15	août/15
1.051,73	1.048,92	1.048,75	-	-	-

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 29 mai 2015	1.048,75
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (12 décembre 2014) :	986,41

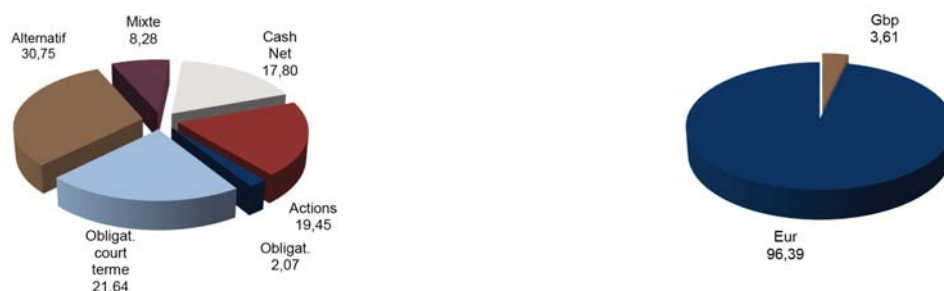
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Allianz Global Investors Europe
La Française AM International
First Eagle Investment Management LLC
AXA Fund Management

Concentration

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

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 :	25%
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.

- **Mercredi 3 juin 2015 : Conférence**
Le paysage du transport aérien en pleine mutation.
Perspectives et le portefeuille Leleux Associated Brokers
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Agence de Wavre, Place H. Berger, 12 - 1300 Wavre / 18h30
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste financier et
 Monsieur Jean Colard, Chargé de clientèle
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence de Wavre : Tél: +32 10 48 80 10
 Welcome Desk : 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 – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	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
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
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
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	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 mai 2015