

Edito

En janvier 2016, le Gouvernement fédéral faisait entrer en vigueur une nouvelle taxe sur les plus-values spéculatives, taxant à concurrence de 33% la plus-value réalisée par un résident belge sur la vente d'une action détenue depuis moins de six mois. De nombreux acteurs, tels que la Bourse de Bruxelles, les associations d'épargnants ou encore Leleux Associated Brokers, ont mis en garde le monde politique non seulement face aux effets pervers de cette mesure, mais aussi face à sa totale incapacité à lutter contre la spéculation internationale. En vain.

Cinq mois après son entrée en vigueur, la taxe sur les plus-values spéculatives engendre, comme attendu, de nombreux effets pervers. Ainsi, il y a quelques jours, Vincent van Dessel, président d'Euronext Brussels, expliquait que la dernière introduction en Bourse de Bruxelles, à savoir Asit Biotech, n'avait recueilli qu'une très faible participation des investisseurs particuliers belges, à savoir moins 1% (contre 9% pour les investisseurs particuliers français). Un comble pour une introduction d'une valeur belge sur le marché boursier belge ! Et le Président de la Bourse de Bruxelles d'ajouter que les valeurs belges dites de petites capitalisations subissaient depuis le 1^{er} janvier 2016 (date d'entrée en vigueur de la taxe) un recul de leur volume de transactions de l'ordre de 49%, une catastrophe pour ces jeunes entreprises de croissance qui se basent sur la Bourse pour financer leurs projets de développement ...

Pour l'Etat également, la mise en place de cette taxe est catastrophique. La taxe devait initialement rapporter au budget de l'Etat 34 millions d'euros sur l'exercice 2016. Or, son rendement est très inférieur aux attentes du gouvernement. A titre d'exemple, Leleux Associated Brokers, première société de bourse indépendante du pays, n'a prélevé que 634.000 EUR de taxe sur les plus-values spéculatives au 31 mai 2016. Même en extrapolant sur l'ensemble de l'année 2016, la taxe ne rapporterait à l'Etat que 1,5 millions d'euros.

De plus, de nombreux investisseurs particuliers, pour éviter de payer la taxe sur les plus-values spéculatives, attendent tout simplement le délai de 6 mois pour revendre les positions acquises après le 1^{er} janvier 2016. D'où très logiquement une forte baisse du nombre de transactions, et par conséquent, une forte baisse du rendement de la taxe sur les opérations de bourse (TOB). Là où Leleux Associated Brokers avait prélevé au 31 mai 2015 un montant total de 3.382.000 EUR à titre de TOB, ce montant ne s'élève plus, au 31 mai 2016, qu'à un total de 1.958.000 EUR, soit une perte de rentrées pour l'Etat de l'ordre de 1.423.000 EUR, soit un recul de 42% sur le rendement de la TOB.

A la vue de ces chiffres, force est de constater que la taxe sur les plus-values spéculatives a totalement raté son objectif. La spéculation internationale n'a bien entendu pas diminué sous l'action du gouvernement belge. Et la nouvelle taxe diminue les recettes de l'Etat au lieu de les augmenter.

Chez Leleux Associated Brokers, nous continuons à insister auprès du gouvernement fédéral sur la nécessité de retirer au plus tôt la taxe sur les plus-values spéculatives et de la remplacer, ainsi que la TOB, par d'autres prélèvements. D'autres réformes de la fiscalité sur l'Épargne peuvent également être envisagées, afin de la simplifier et de la rendre plus transparente. Notre pays a certes besoin d'une diminution du coût du travail en diminuant la taxation de celui-ci, mais il n'en tirera ses bénéfices que par la mise en place de nouvelles taxes neutres, disposant de la base la plus large possible avec le taux le plus bas possible. Ce n'est que dans ces conditions que le fameux Tax Shift pourra être un succès tant sur le plan du marché du travail que sur le financement de l'économie par les marchés financiers.

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)

447,87 +1,9%⁽¹⁾ ↑
+1,4%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

3.514,06 +3,1%⁽¹⁾ ↑
-5,0%⁽²⁾ ↓

CAC 40 (France)

4.505,62 +1,7%⁽¹⁾ ↑
-2,8%⁽²⁾ ↓

DAX (Allemagne)

10.262,74 +2,2%⁽¹⁾ ↑
-4,5%⁽²⁾ ↓

FTSE (G-B)

6.230,79 -0,2%⁽¹⁾ ↓
-0,2%⁽²⁾ ↓

SMI (Suisse)

8.216,42 +3,2%⁽¹⁾ ↑
-6,8%⁽²⁾ ↓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.907,45 +1,8%⁽¹⁾ ↑
-6,2%⁽²⁾ ↓

DJIA (USA)

17.787,20 +0,1%⁽¹⁾ ↑
+2,1%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

4.948,06 +3,6%⁽¹⁾ ↑
-1,2%⁽²⁾ ↓

TS 300 (Canada)

14.065,78 +0,8%⁽¹⁾ ↑
+8,1%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

17.234,98 +3,4%⁽¹⁾ ↑
-9,5%⁽²⁾ ↓

MSCI World

1.674,61 +0,2%⁽¹⁾ ↑
+0,7%⁽²⁾ ↑

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



La croissance du PIB mondial demeure modérée. Celle-ci s'explique par l'atonie de la demande globale combinée à la faiblesse de la dynamique sous-jacente de l'offre avec une croissance en berne de l'investissement, des échanges et de la productivité et un essoufflement des réformes. La mollesse de la demande intérieure des derniers mois dans les économies avancées, en particulier aux Etats-Unis, a accentué les pressions découlant du ralentissement de la croissance dans de nombreuses économies émergentes. Des mesures de relance aident à maintenir la demande en Chine, mais une récession profonde perdure au Brésil et en Russie. La croissance des échanges mondiaux est de nouveau faible cette année, puisqu'elle a été très limitée voire nulle au premier trimestre, en particulier dans nombre d'économies asiatiques, ce qui est cohérent avec le tassement des carnets de commandes observé récemment dans les enquêtes sur l'activité mondiale. Quoique s'affermissant depuis peu, les prix des produits de base demeurent relativement bas, signe d'une offre en abondance et d'inquiétudes persistantes quant à la robustesse de la demande future. Le comportement des marchés des capitaux s'est amélioré après une période de très forte volatilité en début d'année.

Seule l'hypothèse d'une reprise lente apparaît probable pour la croissance mondiale tout au long du second trimestre 2016 et jusqu'en 2017. La croissance du PIB dans la zone OCDE devrait s'établir en moyenne juste en deçà de 2% en 2016 et 2017, soit un niveau globalement conforme aux résultats des deux années précédentes. Des politiques macroéconomiques de soutien et la modicité des prix des produits de base devraient continuer d'étayer une reprise modeste dans les économies avancées, à condition que la progression des salaires et la croissance de l'investissement productif repartent à la hausse et que les marchés des capitaux ne soient pas à nouveau en proie à des tensions. Cela étant, la faiblesse de la demande extérieure en provenance des économies émergentes continuera de peser sur les économies avancées.

Aux Etats-Unis, la reprise modeste devrait se poursuivre avec la dissipation des forces contraires exercées par la solidité du dollar et le repli des investissements dans le secteur de l'énergie. Une reprise graduelle de la croissance des salaires devrait permettre de soutenir la croissance intérieure à mesure que le marché du travail approche le plein emploi. Au Japon, la croissance du PIB devrait rester modeste. L'apparition de tensions sur le marché du travail n'a qu'un effet limité sur la croissance des salaires nominaux. Dans la zone euro, la croissance devrait reprendre lentement à la faveur des effets graduels des dernières mesures d'assouplissement monétaires sur la croissance du crédit et, dans certains pays, des dépenses budgétaires supplémentaires consenties pour aider les demandeurs d'asile. Toutefois, l'ampleur persistante du sous-emploi de la main-d'œuvre, le niveau élevé de la charge de la dette et le volume des créances douteuses continueront d'entraver la reprise dans certains pays.

La croissance du PIB dans les pays émergents devrait repartir à la hausse avec l'atténuation graduelle du net repli de l'activité dans les pays producteurs de produits de base, à condition que les prix de ces produits se stabilisent à leur niveau actuel. Toutefois, les économies de marché émergentes afficheront des résultats disparates compte tenu de la diversité de leur situation concernant le soutien des pouvoirs publics, l'impact de la baisse des prix des produits de base, le stade d'avancement dans l'adoption de réformes structurelles et l'ampleur des facteurs de vulnérabilité financière. La croissance du PIB en Chine devrait continuer de ralentir modérément jusqu'à 6,25% en 2017, avec le rééquilibrage de son économie du secteur manufacturier vers le secteur des services. Les dernières mesures budgétaires sont d'un soutien considérable pour la croissance grâce aux investissements dans les infrastructures et le secteur de l'immobilier, mais elles ajoutent aussi à la difficulté de rééquilibrer en douceur l'activité et d'éviter les tensions financières. L'Inde devrait continuer de bénéficier d'une croissance solide, aidée par des augmentations de salaires importantes prévues dans le secteur public et par une hausse sensible des dépenses d'infrastructures.

Compte tenu de cette faible croissance de la demande globale, seule quelques lentes améliorations supplémentaires sont anticipées s'agissant de la croissance de l'investissement et de la situation du marché du travail dans les économies avancées.

Dans les économies avancées, l'inflation devrait se redresser lentement, les prix du pétrole étant supposé se stabiliser et cesser de peser sur les prix, mais une accélération forte est improbable compte tenu de l'atonie du marché du travail et des tensions sur l'utilisation des ressources.

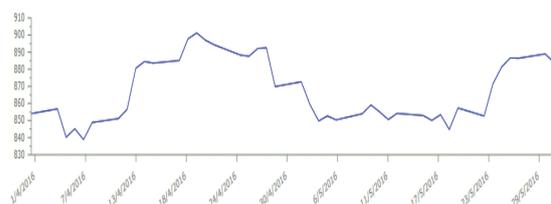
La sortie potentielle du Royaume-Uni de l'Union européenne ("Brexit"), constitue un risque majeur de dégradation par rapport aux prévisions de croissance. Dans l'attente du référendum, les marchés des capitaux commencent de plus en plus à intégrer le coût du risque éventuel d'un "Brexit", caractérisé par une dépréciation de la livre sterling et une hausse des primes de risque sur toute une gamme d'actifs. La confiance des entreprises s'est effritée, les incertitudes autour de l'action publique se sont accrues et la hausse de l'investissement a ralenti. Cela étant, nos projections reposent sur l'hypothèse d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne, avec une croissance commençant à se redresser à partir de la deuxième moitié de 2016. Un "Brexit" entraînerait un surcroît de volatilité important sur les marchés de capitaux, et inaugurerait une longue période d'incertitude quant à l'évolution future de l'action des pouvoirs publics, avec des conséquences négatives considérables pour le Royaume-Uni lui-même, mais aussi l'Union européenne et le reste du monde. Le risque de "Brexit" vient s'ajouter aux tensions politiques dont l'Europe est déjà en proie du fait des afflux massifs de migrants et des efforts en cours pour stabiliser la Grèce.



Europe

Après avoir reconquis mi-avril les 3.150 points, puis marqué le pas, l'indice Euro Stoxx 50 a repris début mai une tendance hésitante autour du seuil des 2.900 points. Les investisseurs sont tiraillés entre un meilleur sentiment à l'égard des risques qui les avaient -rappelons-le- paralysés l'hiver dernier (recul du pétrole, inquiétude sur la Chine) et les révisions à la baisse des perspectives de croissance économique. L'ensemble de ces éléments expliquent ainsi pourquoi les volumes échangés sont si faibles à la Bourse. Cependant, en prenant un peu de recul, l'on s'aperçoit que depuis le 1^{er} janvier que ce sont les valeurs liées aux matières premières qui progressent le plus (exemple avec ArcelorMittal), alors que les secteurs défensifs, comme les télécoms et la santé, sont à la traîne. Il semblerait donc que les investisseurs délaissent les valeurs de qualité et partent à la chasse des valeurs fortement décotées.

EURO STOXX 50



États-Unis

L'indice PMI manufacturier Markit a reculé le mois dernier. Les commandes de biens durables font du surplace depuis mi-2013 et celles de biens d'équipement (hors défense et aéronautique), qui servent d'indicateur des dépenses d'investissement, baissent maintenant depuis fin 2015. Néanmoins, l'on constate qu'en bourse l'indice S&P 500 s'est presque hissé à son sommet historique, démontrant la confiance des investisseurs dans la capacité de l'économie à résister à la prochaine hausse des taux par la Réserve fédérale et au ralentissement de la croissance économique.

S&P 500



Pays émergents

Après avoir parlé le mois dernier de la Chine, penchons-nous aujourd'hui sur le Brésil. Huitième économie mondiale, le Brésil a connu des années fastes entre 2010 et 2013 grâce à la hausse des matières premières et une politique de distribution des richesses qui a stimulé l'économie. Mais avec la forte chute du pétrole depuis l'été 2014, le déficit public a brutalement progressé. Pire, l'inflation se situe aujourd'hui à plus de 10% et le taux directeur de la banque centrale se situe à 14%. Cependant trois espoirs sont à retenir : 1/ l'affaiblissement du dollar face au réal brésilien qui favorise la désinflation ; 2/ la hausse des cours du pétrole et 3/ le changement politique suite à la procédure en cours de destitution de la présidente Dilma Rousseff et son remplacement par des personnalités plus favorable aux réformes et aux marchés financiers.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/06
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,80	23/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,50%	24/06
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	101,6	24/06
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,00%	29/06
EMU	Confiance économique	-	104,7	29/06
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	51,3	01/07
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	52,9	06/07
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	21/07

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
1,85%	+1 ⁽¹⁾ -42 ⁽²⁾
EUR	
0,14%	-13 ⁽¹⁾ -49 ⁽²⁾
Allemagne	
0,14%	-13 ⁽¹⁾ -49 ⁽²⁾
Autriche	
0,32%	-17 ⁽¹⁾ -58 ⁽²⁾
Belgique	
0,51%	-17 ⁽¹⁾ -46 ⁽²⁾
Espagne	
1,47%	-12 ⁽¹⁾ -30 ⁽²⁾
Finlande	
0,41%	-17 ⁽¹⁾ -51 ⁽²⁾
France	
0,48%	-16 ⁽¹⁾ -51 ⁽²⁾
Grèce	
7,27%	-131 ⁽¹⁾ -102 ⁽²⁾
Irlande	
0,76%	-21 ⁽¹⁾ -39 ⁽²⁾
Italie	
1,36%	-13 ⁽¹⁾ -24 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,35%	-16 ⁽¹⁾ -44 ⁽²⁾
Portugal	
3,06%	-10 ⁽¹⁾ +55 ⁽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)

Dans les économies avancées, la politique monétaire a été extrêmement accommodante, mais elle ne peut, à elle seule, soutenir suffisamment l'activité durant une période prolongée, comme en témoigne la faiblesse persistante de la croissance et de l'inflation. La zone euro et le Japon ont adopté de nouvelles mesures d'assouplissement en étendant la portée et la durée des programmes d'achat d'actifs et en introduisant des taux de rémunération des dépôts négatifs. A l'inverse, la Fed a relevé son taux directeur de 25 points de base en décembre 2015. Elle devrait poursuivre ce resserrement progressif en 2016-17, si son double objectif de plein emploi et de stabilité des prix semble se réaliser comme prévu. L'orientation de la politique monétaire américaine reste globalement accommodante. La Fed a modifié à la baisse la trajectoire prévisionnelle des taux d'intérêt court futurs.

La reconduction d'une politique monétaire très accommodante durant une longue période a également induit un certain nombre de **distorsions**. Il semble donc que les effets positifs de la politique monétaire en termes de hausse de la demande globale aient diminué, et que son efficacité soit sapée par des contraintes du côté de l'offre, sur lesquelles les autorités monétaires ne peuvent agir directement.

■ Après cette période de taux d'intérêt très bas, certaines banques centrales mènent maintenant une politique de taux d'intérêt négatifs. Si elle est mise en œuvre de manière prolongée, les banques privées verront leurs bénéfices baisser. En conséquence, pour préserver leur rentabilité, les banques privées pourraient être contraintes de maintenir ou d'augmenter le coût du crédit.

■ Un environnement de taux d'intérêt faibles ou négatifs est une source de difficultés financières pour les fonds de pension et les établissements financiers qui commercialisent des polices d'assurance-vie.

■ Une période prolongée de taux d'intérêt très faibles ou négatifs aura un effet de relance plus limité sur la consommation si certains ménages épargnent davantage, parce qu'ils anticipent des rendements futurs plus modestes.

■ Par leurs achats réitérés d'obligations d'Etat, les banques centrales ont acquis le statut d'acheteurs et de détenteurs prédominants de titres de dettes souveraines. Cela pourrait limiter la liquidité du marché, et avoir des retombées négatives en termes de volatilité des marchés.

■ Elargir les programmes d'achat d'actifs aux obligations et aux actions du secteur privé implique des risques différents pour les banques centrales et aurait des effets sur la distribution des revenus. En effet, les achats d'actifs de sociétés réduisent les coûts de financement des grandes entreprises, les petites entreprises se trouvant désavantagées.

■ Le canal de la politique monétaire reposant sur le taux de change est neutralisé lorsque plusieurs autorités monétaires abaissent les taux d'intérêt de manière simultanée.

■ La hausse des prix des logements s'est accélérée sous l'effet des mesures de relance monétaire. Une augmentation rapide des prix de l'immobilier accentue les risques d'instabilité financière et appelle donc des mesures prudentielles.

Les effets secondaires pour le secteur bancaire de la politique monétaire très accommodante ont été renforcés par la mise en œuvre récente de réglementations prudentielles. Les obligations émises par les banques sont devenues plus risquées et donc plus coûteuses, puisqu'elles peuvent être utilisées pour couvrir les pertes des banques, suivant le mécanisme de «renflouement interne» par opposition aux mesures de renflouement prises par les pouvoirs publics. La conjonction de ces facteurs a contribué à accentuer les tensions dans les secteurs bancaires des principales économies avancées au début de l'année.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Sur les marchés obligataires, les performances ont été contrastées au cours du mois de mai. Au niveau des Etats-Unis, les actifs risqués ont surperformé les titres de qualité : le segment "high yield" a généré une performance positive, tandis que les obligations d'entreprises "investment grade" et les obligations d'Etat sont restées sur des niveaux inchangés, voire légèrement en baisse. Au niveau européen, les emprunts d'Etat ont fortement surperformés le segment 'high yield', qui n'est ressorti qu'en légère hausse. Après un mois d'avril particulièrement favorable, les niveaux de spread des obligations d'entreprises se sont de nouveau élargis en mai, tandis que les performances totales sont restées positives, soutenues par les coupons.

Le marché des obligations 'investment grade' s'est bien comporté, soutenu par l'imminence du lancement du programme d'achat de la BCE. A la fin du mois de mai, les obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en euros offrent en moyenne un rendement de 1,33%, en baisse de 46 points de base depuis le début d'année. Dans ce contexte marqué par la faiblesse des taux et les incertitudes macroéconomiques persistantes, l'essentiel des nouvelles émissions au cours du mois de mai a eu lieu sur le segment "BB". En effet, les émetteurs ont cherché à tirer profit de l'appétit des investisseurs pour le crédit afin de refinancer leur dette existante et de réduire leurs coûts de financement.

A la fin du mois de mai, il faut investir dans une obligation de l'Etat belge avec une maturité supérieure à 7 ans pour obtenir un rendement positif. Dans ces circonstances, le Ministère des Finances a annoncé l'émission d'un nouveau Bon d'Etat : il offre un coupon de 0,5% avec une maturité de 10 ans. Avec une échéance aussi éloignée et un taux d'intérêt aussi bas, il est fort probable que ce Bon d'Etat n'aura pas beaucoup de succès.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Mai 2016	total 2016
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	1,4%	4,1%
Etats Unis (\$)	0,0%	2,9%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	0,3%	2,7%
Etats Unis (\$)	-0,1%	5,0%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	0,1%	3,5%
Etats-Unis (\$)	0,6%	7,4%

Source : Bloomberg

*Return en EUR.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/05/16	Variation depuis 31/12/15
Investment Grade	1,33%	-46
AAA	0,89%	-50
AA	0,79%	-49
A	1,07%	-42
BBB	1,75%	-52
High Yield	4,25%	-87

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/05/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,26%	-13
OLO 2 ans	-0,48%	-15
OLO 5 ans	-0,32%	-35
OLO 7 ans	-0,10%	-49
OLO 10 ans	0,51%	-46
OLO 30 ans	1,54%	-48

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	HeidelbergCement	2,250%	03.06.2024	100,60%	2,17%	S+++	XS1425274484	1.000
GBP	KFW	2,000%	12.06.2018	103,11%	0,75%	I+++	XS1014723966	1.000
NOK	EIB	1,500%	12.05.2022	101,11%	1,31%	I+++	XS1227593933	10.000
USD	Pfizer	1,450%	03.06.2019	100,40%	1,31%	I+	US717081DU44	2.000
USD	Coca-Cola Co	2,550%	01.06.2026	101,37%	2,39%	I++	US191216BW99	2.000
ZAR	EIB	9,000%	31.03.2021	100,40%	8,88%	I+++	XS0605996700	10.000

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)

0,90 +2,8%⁽¹⁾
-2,4%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,30 +2,1%⁽¹⁾
-3,9%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,81 -1,2%⁽¹⁾
+5,9%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -0,9%⁽¹⁾
+3,3%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00%⁽¹⁾ =
+0,3%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,90 -0,7%⁽¹⁾
-1,7%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,65 -2,2%⁽¹⁾
-3,2%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,69 -1,5%⁽¹⁾
+3,0%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00%⁽¹⁾ =
0,00%⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -0,3%⁽¹⁾
-2,7%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,5%⁽¹⁾
+0,8%⁽²⁾

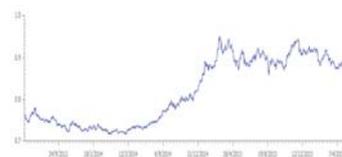
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,9%⁽¹⁾
-1,1%⁽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

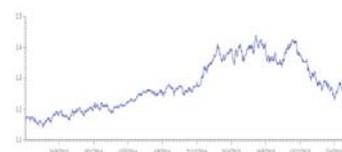
USD/EUR

Ces bons indicateurs conjoncturels de mai plaident pour une hausse des taux directeurs de la Fed dans les prochains mois. Cette perspective a entraîné un regain du dollar par rapport à l'euro.



GBP/EUR

L'incertitude sur le résultat du référendum sur l'UE ("Brexit") continue de créer inlassablement de la volatilité sur la livre sterling. Ce mois-ci la livre a progressé sous l'effet de sondages favorable au maintien du Royaume-Uni en Europe.



TRY/EUR

La livre turque reste toujours fragile suite aux dernières données économiques mais aussi face à la situation politique tendue et aux récents attentats. La devise a fortement reculée en mai.



NOK/EUR

La stabilisation du pétrole sur le mois de mai a entraîné une stabilisation de la devise norvégienne.



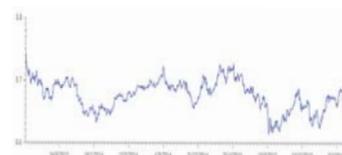
JPY/EUR

Après que la Banque centrale japonaise (BoJ) ait décidé de maintenir en l'état sa politique monétaire fin avril dernier, le yen s'est stabilisé sur le mois de mai.



AUD/EUR

Alors que le consensus tablait sur un statu quo, la banque centrale australienne surprend en assouplissant sa politique monétaire. Elle a en effet réduit le niveau de ses taux directeurs, faisant basculer son principal taux de 2% à 1,75%.





■ Performance boursière

Les SIR ont enregistré une progression moyenne de 4,9% en mai, conformément au BEL20. La courbe des taux s'est quelque peu aplanie et a baissé sur le long terme (15 à 20 pb) alors que, sur le court terme, elle a légèrement augmenté (5 à 10 pb). La meilleure performance boursière est à mettre à l'actif de Montea (+12,0%) et XIOR (+11,0%).

■ Information financière

Les revenus locatifs d'Aedifica ont progressé de 21% au T3 2015/2016. Le taux d'occupation s'élevait à 98,3% pour la partie non meublée du portefeuille, 79,3% pour la partie meublée. Le taux d'endettement se montait à 42,6%.

Les revenus locatifs de Care Property Invest ont progressé de 36% au T1 2016, alors que le résultat opérationnel bondissait de 37,2% grâce à 50,2 millions EUR investissements en 2015. Le taux d'endettement s'élevait à 45,21%.

XIOR a publié un résultat net de 134.000 EUR au T1 2016. Les prévisions annuelles d'un BPA et d'un DPA de 1,13 EUR ont été confirmées. Le taux d'occupation et le taux d'endettement s'élevaient respectivement à 97,8% et 43,5%. Des acquisitions ont été annoncées pour 53,2 millions EUR.

Home Invest Belgium a publié des revenus locatifs en hausse (+6,4%) au T1 2016. Les charges de financement ont sensiblement baissé de 27% avec un taux d'endettement de 42,85%. Le taux d'occupation s'élève à 92,9%.

QRF a publié un taux d'occupation de 98,43% fin mars 2016. Le taux d'endettement se monte à 48,74%.

Vastnet Retail Belgium a vu son résultat opérationnel distribuable baisser de 12,5% à 0,56 EUR par action au T1

2016, principalement à la suite de la vente de 14 immeubles commerciaux non stratégiques en 2015. Le taux d'endettement se monte à 27%.

Les revenus locatifs de Leasinvest ont progressé de 12,7% au T1 2016, alors que le résultat courant a gagné 26,4%. Le taux d'occupation s'élevait à 97% et le taux d'endettement à 57,68%. Un contrat d'usufruit a également été conclu avec le Parlement européen pour le bâtiment Montoyer.

Les revenus locatifs nets de Befimmo ont baissé de 7,0% au T1 2016, mais étaient stables à périmètre constant. Le taux d'occupation et le taux d'endettement ont légèrement baissé.

Les revenus locatifs nets de Cofinimmo ont reculé de 6,8% à 34,11 millions EUR au T1 2016. Le bénéfice opérationnel par action a reculé de 10,9% à 0,90 EUR par action. Cette baisse s'explique par des éléments non récurrents au T1 2015. Le taux d'occupation s'élevait à 93,54% et le taux d'endettement à 47,42%.

Le résultat net courant de Montea a augmenté de 63% au T1 2016 pour atteindre 7,12 millions EUR, y compris une indemnité de rupture de 2,07 millions EUR. Le taux d'occupation s'élevait à 96,8% et le taux d'endettement à 54,8%.

WDP a réalisé un résultat courant de 22,2 millions EUR au T1 2016. Pour 2016, elle prévoit un BPA de 5,20 EUR et un DPA de 4,20 EUR. Le taux d'occupation s'élevait à 95,9% et le taux d'endettement à 56,0%.

Invervest Offices & Warehouses a réalisé un résultat distribuable de 0,46 EUR par action au T1 2016. Le taux d'occupation a progressé à 91%, dont 96% pour la logistique et 86% pour les bureaux. Le taux d'endettement s'élevait à 48,0% avec un coût moyen de 3,1%.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		29/04/16	31/12/15	31/05/15		
Aedifica	67,00	8,7%	10,6%	15,6%	27,7	3,1%
Care Property Invest	17,54	3,8%	15,4%	16,2%	20,0	4,4%
XIOR	34,51	11,0%	29,2%	n.a.	28,5	3,2%
Home Invest Belgium	103,00	0,2%	11,5%	20,7%	44,6	4,0%
QRF	26,78	1,1%	4,4%	4,1%	16,6	5,2%
Retail Estates	80,99	3,4%	2,5%	14,9%	17,6	4,5%
Vastned Retail Belgium	55,47	0,8%	3,6%	-5,2%	22,7	4,5%
Ascencio	61,00	2,5%	7,4%	9,4%	15,4	5,2%
Wereldhave Belgium	117,80	3,2%	11,7%	30,7%	19,7	4,2%
Warehouses Estates Belgium	62,28	2,1%	1,8%	3,6%	16,6	5,5%
Leasinvest Real Estate	104,00	8,1%	16,8%	23,3%	17,6	4,7%
Befimmo	59,67	3,7%	10,1%	5,7%	15,9	5,8%
Cofinimmo	109,50	4,2%	14,9%	18,0%	17,3	5,0%
Montea	42,50	12,0%	13,6%	25,4%	16,2	5,1%
WDP	85,41	7,4%	10,4%	30,4%	16,0	5,0%
Intervest Offices & Warehouses	24,99	6,9%	9,5%	16,1%	14,2	6,0%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



OSRAM

Profil

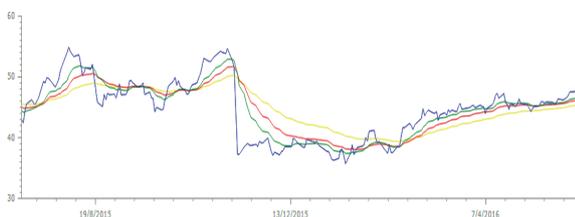
Osram Licht figure parmi les principaux fabricants mondiaux de produits d'éclairage.

A fin septembre 2015, Osram Licht dispose de 33 sites de production dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (14,1%), Europe-Moyen Orient-Afrique (27%), Etats-Unis (25,3%), Amériques (9,2%) et Asie-Pacifique (24,4%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 16,30x
Cours/Actif Net : 3,12x



Notre opinion

Une entreprise solide dans un marché en pleine croissance

Profil

Le Groupe Osram Licht (OSR) est spécialisé dans la production de lampes, de luminaires et des solutions d'éclairage, avec des positions solides sur ses marchés. Le Groupe fonctionne depuis le 1^{er} Juillet 2015 sur cinq segments :

1. Specialty Lighting (SP) : fabrique et vend des lampes et des systèmes d'éclairage. Le Groupe est le leader sur ce marché. Fin 2015, cette activité représentait 30,2% des ventes.
2. Opto Semiconductors (OS) : composants liés à la technologie de semi-conducteurs optoélectroniques (diodes électroluminescentes (LED), transistors, etc.). C'est le deuxième acteur sur ce marché, derrière Nichia. La contribution au chiffre d'affaires a été de 21,9% en 2015.
3. Digital Systems (DS) : moteurs d'éclairage à LED (combinaison d'un module de LED et d'électronique connexe), de ballasts électroniques pour LED et les lampes traditionnelles, et systèmes de gestion de la lumière.
4. Lighting Solutions (LS) : solutions d'éclairage pour les entreprises. Le Groupe est le 5^{ème} mondial sur ce segment (16,7% des revenus).
5. Lampes (LP) comprend l'activité de l'éclairage général. Osram est le deuxième acteur du marché. 31,1% du CA.

Le Groupe OSRAM dispose d'un budget pour la R&D d'environ 8% du chiffre d'affaires par an. Le Groupe détient 18.000 brevets et 600 sont déposés chaque année. En 2015, 54% des ventes ont été réalisées dans des technologies traditionnelles et 46% via les LED.

Plan stratégique

Au printemps de l'année 2015, Osram Licht a annoncé un plan stratégique pour la période 2015-2020. L'objectif est d'organiser le Groupe comme une société holding avec des structures de gestion très décentralisées. Les activités des lampes sont séparées (en cours d'exécution) et la participation dans FELCO a été cédée pour plus de 350 millions d'euros. Le chiffre d'affaires devrait passer de 3,6 milliards en 2015 à 5/5,5 milliards d'euros en 2020. L'objectif est d'atteindre le plan stratégique, au nom de "5.1.5" d'ici à 2020 : soit 5 milliards d'euros de revenus, 1 milliard en EBITDA et 5 EUR de bénéfice par action.

La stratégie repose sur trois piliers :

1. Specialty Lighting : le Groupe anticipe que le marché devrait croître de 9% par an entre 2015 et 2020.
2. Lighting Solutions & Services : Osram s'attend à une progression de 5%, alors que le marché en général devrait se développer en général de 10% par an.
3. Opto Semiconductors est positionné de façon soutenue dans l'infrarouge, le secteur automobile et l'industrie. Il existe encore des opportunités de croissance dans ce segment.

Un marché fragmenté en forte croissance

Selon le cabinet Boston Consulting Group, le marché de l'éclairage devrait passer de 65,6 milliards d'euros à 80 milliards d'euros d'ici 2020. Ce marché est encore très fragmenté, et le leader (Philips Lighting, 11% du marché) sera bientôt introduit en Bourse. Contrairement à Philips Lighting, Osram Light se concentre en grande partie sur l'éclairage automobile et les composants pour LED. Ce dernier segment est très concurrentiel.

Conseil d'investissement

Au cours actuel, le Groupe est correctement valorisé. L'objectif de cours pointe à 48 EUR. Entre le 11 janvier et le 10 juillet de cette année, le Groupe va racheter ses propres actions pour un montant de 500 millions d'euros : un élément qui va soutenir le titre en Bourse. A ce jour, 20% du programme de rachat d'actions a été réalisé.

Derniers résultats

Dans la première moitié de l'année 2016 (exercice financier qui se termine le 30 septembre), les ventes ont augmenté de 3,9% à 2.902 millions d'euros. L'EBITDA a presque doublé à 385 millions d'euros grâce à la baisse (-77 millions d'euros contre -219 millions d'euros pour 1H15) des éléments exceptionnels liés aux dépenses de transformation du Groupe et des coûts liés aux cessions. La marge EBITDA ajustée s'améliore, passant de 10,8% au S1 2015 à 12,0% en S1 2016. Le résultat net ressort à 418 millions d'euros. Le ratio de solvabilité est très élevé avec un ratio (fonds propres / total des actifs) de 54,3%.



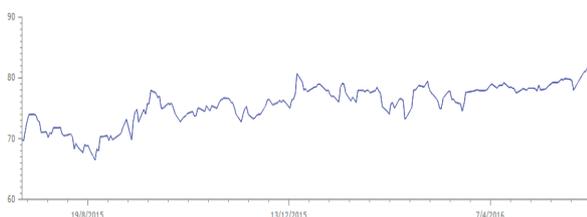
■ RETAIL ESTATES

■ Profil

Retail Estates est spécialisé dans la détention, l'acquisition et la gestion d'actifs immobiliers d'entreprise (notamment magasins de périphérie, centres commerciaux, immeubles individuels et surfaces commerciales) situés en Belgique et au Luxembourg. A fin mars 2015, le portefeuille immobilier (y compris les immeubles en développement), d'une surface totale de 611 076 m², s'élève, en valeur de marché, à 837,1 MEUR.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 19,18
Cours/Actif Net : 1,47



■ Notre opinion

Le spécialiste des immeubles commerciaux

Profil

Retail Estate est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans l'immobilier commercial situé dans la périphérie ou le long d'axes routiers menant aux centres villes. La grande partie du portefeuille (68,15%) est constituée de centres commerciaux (immeubles qui font partie d'un complexe commercial intégré et se regroupent donc avec d'autres surfaces de vente) et de clusters commerciaux (ensembles de magasins de périphérie situés le long d'un même axe routier, que le consommateur considère comme un tout, alors qu'en dehors de leur emplacement, ils ne disposent d'aucune infrastructure commune).

Le 31 mars 2016, Retail Estates disposait d'un portefeuille immobilier de 634 immeubles commerciaux pour une surface de vente de 708.879 mètres carrés, et un taux d'occupation de 98,22%. La juste valeur du portefeuille consolidé (y compris les actifs destinés à la vente) s'élève à 1,0008 milliard d'euros. 62,07% des immeubles se situent en région Flamande et 37,93% en région Wallonne. Les 20 principaux locataires de Retail Estates représentent 55,79% des revenus locatifs.

L'expansion continue

La dernière acquisition majeure date du 30 juin 2015 : 69 immeubles commerciaux d'une valeur d'acquisition de 129 millions EUR ont été acquis (portefeuille Rockspring Property Investment Management). Cette acquisition a permis à la valeur du portefeuille de progresser de 16% ! Par la suite, un certain nombre de petites acquisitions ont été effectuées pour un montant de 37,9 millions d'euros, et les cessions se sont élevées à 11,8 millions d'euros.

La prochaine grande acquisition pourrait bien provenir d'une partie du portefeuille de Vastned Retail Belgium (VASTB). A partir du troisième trimestre 2016, VASTB sera dirigé par une direction dédiée. Un quart du portefeuille de VASTB se compose de magasins situés en périphérie, ce qui ne rentre pas dans la stratégie de Vastnet Pays-Bas (société mère) qui investit dans des magasins de premier ordre dans les grandes villes. Le candidat le plus à même pour reprendre ces magasins est... Retail Estates.

Financement

Le coût de financement moyen est assez élevé (3,64%), ce qui s'explique par la couverture des dettes dans le passé (taux variable à en taux fixe), c'est à dire par l'achat de swaps à long terme. Une partie importante de ces swaps (94,5 millions) doivent être remplacés en 2016/2017, et quelques swaps (aux coûts élevés) expirent en 2017/2018 : par conséquent, le coût moyen de financement devrait baisser.

Nous estimons que Retail Estates dispose à fin mars 2016, d'environ 50 millions d'euros de lignes de crédit non utilisées. En outre, le Groupe a émis une obligation pour une valeur de 30 millions d'euros. Ce qui signifie que Retail Estates dispose d'un financement de 80 millions d'euros, ce qui correspond approximativement à la valeur des magasins susceptibles d'être vendues par Vastned Retail Belgium. Il se peut toutefois, que Retail Estates souhaite simplement garder des moyens de financement ("buffer de liquidité").

Conseil

Sur base des flux de trésorerie actualisés, la valeur intrinsèque actuelle ressort à 86 EUR, il y a donc un potentiel de 9,6% par rapport au cours actuel. La nouvelle baisse du coût de financement et de nouvelles acquisitions potentielles durant l'année à venir pourrait soutenir la croissance des dividendes. Le titre peut donc encore être acheté.

■ Derniers résultats

Sur l'exercice 2015/2016, les revenus locatifs de Retail Estates ont progressé de 17% à 61,7 millions d'euros, cette croissance a été presque entièrement attribuable aux acquisitions. Le taux d'occupation était de 98,22%. Le résultat net courant a progressé de 27,4% à 36,5 millions d'euros (soit un bénéfice par action de 4,23 EUR).

L'ANR EPRA ressort à 56,66 EUR par action (soit une prime de 38,5%). La dette s'élève à 49,95%. Le dividende ressort à 3,2 EUR par action, payable le 8 juillet 2016.

■ Perspectives 2016/2017

Retail Estates attend un chiffre d'affaires courant l'exercice 2016/2017 de 63,5 millions d'euros. Ce chiffre d'affaires ne tient pas compte des acquisitions qui pourraient être faites au cours de l'année. Pour le dividende, Retail Estates vise un montant de 3,30 EUR par action.



■ ACKERMANS & VAN HAAREN

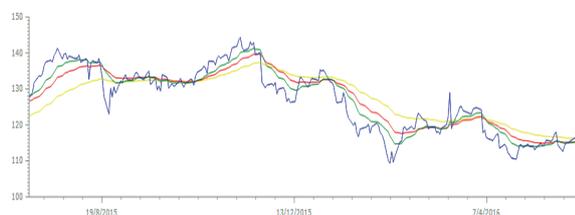
■ Profil

Ackermans & van Haaren est organisé autour de 6 secteurs :

- Marine Engineering & Infrastructure (87,9% du CA) ;
- Real Estate, Leisure & Senior Care (6%) ;
- Private Banking (4,3%) ;
- Development Capital (1,6% ; Sofinim et GIB) ;
- Energy & Resources (0,1%) ;
- AvH & Subholdings (0,1%) .

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,92x
Cours/Actif Net : 1,10x



■ Notre opinion

Encore un peu de patience

Décote ou non ?

Depuis des années, la stratégie d'Ackermans & van Haaren se concentre sur un nombre limité de participations stratégiques. A titre d'illustration, les deux principaux segments (Contracting et Private Banking) représentent 76% du bénéfice net consolidé et 66% de l'actif net réévalué (selon nos estimations). Autre particularité par rapport à ses pairs, le Groupe détient dans la majorité des cas un contrôle exclusif sur ses participations (soit un contrôle du capital > à 50%), ce qui signifie que la direction d'Ackermans participe directement à la stratégie et à la gestion opérationnelle de ses participations (ce qui est différent de la plupart des holdings cotées en Europe, exemple avec Wendel et de ses participations cotées). Enfin, nous noterons que la structure financière est très saine : la trésorerie nette pointe à 76,35 millions d'euros.

Alors que la décote (= écart entre la capitalisation boursière et la revalorisation des actifs) des holdings en Europe ressort en moyenne à 20%, l'ensemble des éléments ci-dessus nous amènent à ne pas appliquer de décote sur la valorisation finale.

Explication de la récente faiblesse du titre

Depuis novembre 2015, le titre d'Ackermans & van Haaren subit un important recul en Bourse (baisse de 17% contre -3% pour l'indice BEL20). Ce recul s'explique essentiellement par :

Marine Engineering & Infrastructure : Avec les activités de dragage et travaux maritimes, exercée par DEME (CFE 100%) ainsi que la partie Contracting et Promotion immobilière, CFE est l'un des principaux actifs du holding (environ 30% de l'ANR). La forte baisse du cours du pétrole, cumulée au risque d'un important ralentissement du PIB mondial au début d'année (impact sur le commerce maritime) ainsi qu'une base de comparaison difficile (le début 2015 avait été très bien orienté grâce à des chantiers d'envergure en Egypte, en Australie et au Qatar) et des perspectives sans grand relief chez Boskalis, ont entraîné une correction sur le titre CFE. Même si les fondamentaux à long terme restent sains (notamment sur l'activité dragage et les champs éoliens offshore), CFE s'attend sur 2016 à une baisse sensible de sa marge.

Private Banking : Sur l'activité bancaire, la forte baisse du secteur en Europe sur le T4 2015 et T1 de cette année s'est accompagnée d'une diminution des multiples pour l'ensemble des acteurs (impact donc sur l'actif net réévalué). Malgré ces mouvements de marché, les activités de Delen Investments se portent très bien, avec notamment une très belle progression des actifs sous gestion (36,9 milliards d'euros fin 2015, CAGR de 17,8% entre 2006 et 2015). Autres éléments, les métriques sont d'excellentes qualité : Delen Investments (ROE de 16,8% / Cost income ratio 54.9% / Core Tier 1 capital ratio 26%) et Banque van Breda (ROE 8.3% / Cost income ratio 55.6% / Core Tier1 capital ratio 14.5%). L'ensemble de ses éléments nous amènera par la suite à majorer une prime (+10% vs peer group) sur chacune de ces deux belles participations.

■ Conseil

Les sociétés holding n'exercent pas d'activité commerciale ou industrielle en propre, mais ont pour vocation la gestion d'un patrimoine constitué de différents actifs (cotés ou non). Pour évaluer l'action d'Ackermans & van Haaren, nous procédons donc au calcul de l'ANR à partir des méthodes de valorisation qui nous semblent les plus adéquates sur chacune des participations (Share price, Peer group, Company data ou encore Equity Value).

Sur base de notre estimation de l'ANR, la valeur intrinsèque pointe à 126,71 EUR (hors décote). A titre de comparaison, l'objectif moyen des analystes se situe à 126,50 EUR.

A moins d'un changement radical dans les fondamentaux (fort recul du pétrole/ralentissement significatif du PIB ou encore risques d'exécution sur des projets), nous prendrions position à l'achat en-dessous des 110 EUR.



■ PROXIMUS

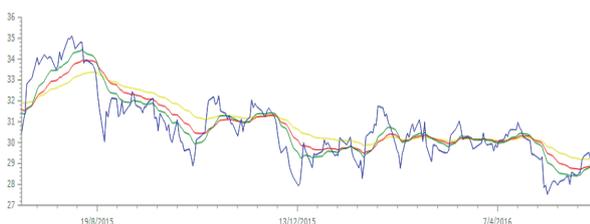
■ Profil

Proximus (ex Belgacom) est le 1^{er} opérateur de télécommunications belge. Le CA par activité se répartit comme suit :

- prestations de télécommunications aux particuliers (37,6%) ;
- prestations de télécommunications aux entreprises (32,4%) ;
- prestations de portage (30%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 16,30x
Cours/Actif Net : 3,12x



■ Notre opinion

Dividende / Guidance / Quadruple play

Mais à quand la concentration dans le secteur ?...

Avec l'avortement de la fusion entre Bouygues Telecom et Orange, les perspectives de consolidation dans le secteur des télécoms en Europe se sont quelque peu refroidies ces derniers temps, d'où une perte de prime spéculative.

Alors que les 7 principaux opérateurs historiques en Europe (Bouygues Telecom + Deutsche Telekom + KPN + Mobistar + Orange + Proximus + Telecom Italia) pèsent autant que AT&T ou encore Verizon en matière de revenus et de Capex, nombreux sont ceux encore qui croient fermement aux M&A dans le secteur en raison de la "convergence fixe/mobile" et du "quadruple play".

Quoi qu'il en soit, avec un actionnaire de référence qui profite année après année d'un généreux dividende (l'Etat belge, 53,5% du capital) et d'un CEO (Dominique Leroy) qui reste "ouvert à des synergies avec d'autres entreprises*" mais sans être pour autant "convaincu de la valeur que cela représenterait*", le champ des possibles sur d'éventuels M&A se réduit comme peau de chagrin pour Proximus.

Chacun l'aura donc compris, la gestion des coûts, la politique de dividende et l'indépendance sont la priorité actuellement pour le Groupe Proximus.

Perspectives sur le dividende

Sur base des guidances du Groupe (EBITDA, Capex, politique de redistribution), nous n'entrevoions pas de

pression sur le dividende malgré le niveau élevé des Capex (Capex/Sales : 15/16%, supérieure aux attentes lors de la publication résultat annuel 2015). Ainsi, sur base du consensus actuel en matière d'EBITDA, d'un niveau Capex stabilisé à 950 millions sur les trois prochaines années, et d'une stabilité sur la politique de dividende (489 millions d'euros / 1,50 EUR par action), le FCF payout (paiement du dividende rapporté aux flux de trésorerie) ressort à : 99% sur 2016, 95% sur 2017 et 93% sur 2018. L'upside sur le dividende n'est donc pas d'actualité, mais il n'en demeure pas moins qu'au cours actuel le rendement brut ressort à 5,32% (moyenne du secteur 4,60%) et que le groupe ne sacrifie pas ses investissements au profit de sa généreuse politique de dividende.

Perspectives

Malgré l'impact roaming sur le S2 2016 et d'un marché encore plus concurrentiel (⇒ entrée de Mobistar dans le fixe et passage à la marque Orange Belgium + rachat de Base par Telenet) la direction a maintenu ses prévisions lors de la publication du T1 : légère progression des revenus Domestique (75% du CA), et de l'EBITDA grâce aux réductions de coûts. Au T2, nous devrions avoir plus d'informations concernant le montant des provisions suite à la mise en place d'un plan de retraite (plan volontaire ouvert aux employés de plus de 60 ans, +/- 10% des salariés).

Au regard de l'augmentation de la base client au T1 (abonnement TV +8,3% / abonnés internet fixe +5,1% en glissement annuel), l'intensification de la concurrence ne semble pas avoir d'impact : toutefois, c'est un élément à surveiller d'ici 2017 (car Base sera refaçonné avec Telenet, et Mobistar, c'est à dire Orange Belgium, aura déjà un an de recul avec ses offres fixes).

L'importance du quadruple play

Au-delà de l'importance dans le secteur de la stratégie fixe/mobile, l'offre quadruple play apporte aussi une véritable valeur ajoutée (schéma ci-dessous) :

La convergence fixe/mobile + offre quadruple play ⇒ deux éléments qui contribuent à réduire le churn (= hausse du taux de fidélisation) ⇒ augmentation de la valeur client (notion de Life Time Value) ⇒ impact positif à long terme sur les flux EBITDA, tant en absolu qu'en visibilité (car moins de charges commerciales + hausse de la durée de vie des mensualités sur le postpayé).

Actuellement, l'offre quadruple play chez Proximus couvre 19% des abonnées (33% des revenus au T1 2016) alors que pour des groupes comme Orange ou encore Telefonica (deux opérateurs historiques sur leur territoire) l'on tend vers 50/80% des foyers en mode quadruple play : Proximus pourrait donc à partir de sa base client se renforcer sur cette offre.

* Article journal L'Echo le 06/07/2015.



■ Environnement

Après un mauvais début de mois de mai plombé par la Chine et le Japon – indicateurs médiocres dans l'industrie manufacturière, stagnation des activités dans les usines pour le 14e mois d'affilée et directeurs d'achats moins optimistes –, les Bourses mondiales sont parvenues à récupérer la plus grande partie de leurs pertes sur le mois. Ce, notamment dans l'espoir toujours vivace de nouveaux stimuli vu la faiblesse et la lenteur de la croissance économique. Portés par la poursuite du redressement des cours du pétrole, les indices boursiers américains ne sont plus qu'à quelques pour cent de leur sommet historique ou « All Time High ». L'or noir a franchi la barre des 50 \$ le baril pour la première fois depuis novembre de l'an dernier. On peut en déduire que les réductions de production des pays non membres de l'OPEP se sont accélérées au premier trimestre de cette année. Ce qui est conforme aux perspectives de l'AIE, qui prévoit l'établissement d'un nouvel équilibre entre l'offre et la demande sur le marché pétrolier au deuxième semestre de cette année. La baisse de la production (renforcée en mai par les feux de forêt au Canada) favorise la formation d'un prix d'équilibre plus élevé, mais ne signifie pas pour autant que le cours du pétrole soit désormais enfermé dans une tendance exclusivement haussière. En effet, les réserves pétrolières record aux États-Unis pourraient peser sur le potentiel haussier. Notons toutefois que de nombreux participants sont convaincus que le cours du pétrole a atteint son plancher.

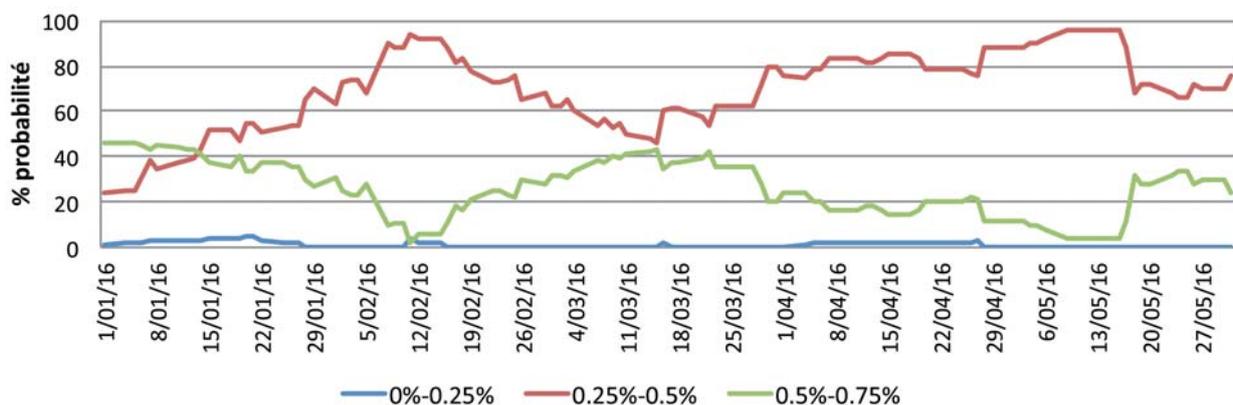
En raison de la détérioration du sentiment au début du mois de mai, le cours de l'or s'est discrètement niché au-dessus des 1300 \$ l'once, soutenu par un rapport sur le marché du travail américain pour le mois d'avril qui n'a pas répondu aux attentes. Mais la hausse n'a pas duré. L'or a en effet subi une correction après son excellent début d'année. Comme prévu, la première semaine de mai a été caractérisée par une forte pression vendeuse et des doutes concernant la croissance économique. Cette atmosphère

s'est totalement dissipée après la publication de résultats trimestriels relativement bons par les entreprises cotées en Bourse, qui a entraîné un redressement des actifs risqués. Les rendements sur le marché obligataire se sont en revanche dégradés, notamment par anticipation de l'extension du programme de rachat de la BCE. Le rendement d'une obligation publique allemande à 10 ans ne dépassait pas 0,15% fin mai, légèrement au-dessus de son plancher historique de 2015. L'économie allemande continue de plus à enregistrer une croissance soutenue, la croissance du premier trimestre (0,7% d'un trimestre à l'autre) ayant par exemple dépassé les attentes (0,6%). La contribution de la consommation à la croissance économique reste essentielle. Cette hypothèse a également été confirmée par la poursuite de la hausse des ventes de voitures en Europe.

Le graphique suivant illustre le principal changement de sentiment durant le mois de mai. Il montre la probabilité d'un relèvement des taux par la Fed en juin. Les bons indicateurs macro-économiques (ventes de détail), un marché immobilier solide, la publication de procès-verbaux positifs des réunions du FOMC et les commentaires de quelques gouverneurs de la Fed laissent présager d'un possible relèvement des taux en juin ou juillet. Des taux plus élevés témoigneraient de la stabilité retrouvée du système financier, de la diminution des risques et de moindres inquiétudes concernant la croissance. En d'autres termes, la Fed estime que l'économie est suffisamment robuste pour supporter des conditions de financement plus strictes. Dans la perspective de taux plus élevés, le dollar s'est naturellement apprécié en mai. Dans le sillage de ce mouvement, le yen peut encore s'affaiblir, ce qui donne un coup de pouce aux Bourses japonaises, et aux entreprises exportatrices en particulier.

Actuellement, nous nous trouvons dans la plage de 0,25% - 0,5%. La possibilité de retomber dans une plage

Probabilité hausse des taux: Fed



plus basse (0% - 0,25%) était estimée à 0% fin mai. La probabilité de rester dans la plage actuelle s'établit à 76%, alors qu'elle atteignait encore 96% à la mi-mai. La probabilité d'assister à un relèvement des taux s'établit à 24%, contre 4% à la mi-mai.

Par ailleurs, le sentiment favorable vis-à-vis des actifs risqués a favorisé les activités de fusions et acquisitions (cfr. Bayer, Monsanto, Bpost, PostNL, TechnipFMC) et les introductions en Bourse (ASIT Biotech, Maisons du Monde, Philips Lightning) en mai.

Enfin, les risques politiques restent très présents. Un risque qui a en tout cas disparu à court terme est la problématique de la dette de la Grèce. Fin mai, il a été convenu avec l'Eurogroupe que la Grèce bénéficierait d'une (nouvelle) aide d'urgence. Avec environ 10,3 milliards EUR de capitaux frais, le pays devrait être en mesure d'honorer ses obligations financières envers la BCE et le FMI jusqu'à l'an prochain. Mais malgré le discours encourageant du FMI (abandon de la condition d'excédent primaire, etc.), la structure de la dette grecque reste intenable. Un Grexit fait donc toujours partie des possibilités réelles, même si l'hypothèse ne fait plus les premières pages.

Au Royaume-Uni, le referendum continue à peser sur la situation économique. Ainsi, la confiance des entreprises est retombée à son plus bas niveau en trois ans et la BoE a publié

une note mettant en garde contre les risques économiques inhérents à une possible sortie de l'UE. La banque centrale évoque principalement un impact très négatif sur la livre britannique et une forte hausse du chômage. Il est clair que les grands investissements seront reportés jusqu'au 23 juin (date du referendum), ce qui ne sera pas sans conséquence pour l'activité économique et la croissance.

■ Transactions

Pour les profils de gestion qui n'investissent pas en action, aucune transaction générale notable n'a été exécutée en mai. Quelques « tender offers » ou offres de rachat ont toutefois été reçues.

L'action individuelle Randstad a été ajoutée aux portefeuilles en gestion discrétionnaire qui investissent en actions. Le groupe néerlandais Randstad est le numéro 2 mondial dans le secteur du travail intérimaire. Comme il réalise 60% de son chiffre d'affaires en Europe continentale, il devrait continuer à profiter de la reprise économique sur le Vieux Continent. De plus, le secteur connaît une croissance organique élevée en raison de la tendance séculaire en faveur du recours au travail intérimaire pour mieux répondre aux fluctuations des niveaux d'activité. Enfin, Randstad combine un bilan solide et un rendement de dividende attrayant.

Perspectives et points d'attention

- Croissance économique faible, mais constante avec un risque de récession accru.
- 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 accommodante qui doit toujours exercer une influence positive sur les actifs à risque.
- La transition de l'économie chinoise continuera à alimenter la volatilité sur les marchés.
- Possibilité de deux relèvements des taux par la Fed cette année. Au plus tôt le 15 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. Le referendum aura lieu le 23 juin.
- La Banque du Japon pourrait passer à l'action en cas d'appréciation excessive du yen.
- 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 du 8 juin.
- Impact de la hausse du cours du pétrole sur les taux d'inflation.
- Introductions en Bourse pour la saison d'été (cf. Basic Fit, ASR).
- Impact des intempéries, des grèves et des manifestations en Europe, principalement en France et en Belgique.

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

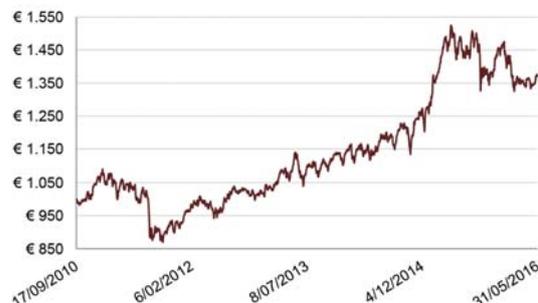
Objectif et stratégie d'investissement

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 31 mai 2016	1.371,34
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



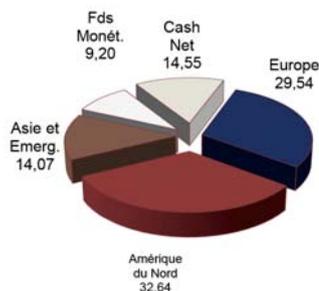
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	15
Nbr. de nouveaux fonds achetés	0
Nbr. de fonds entièrement liquidés	0

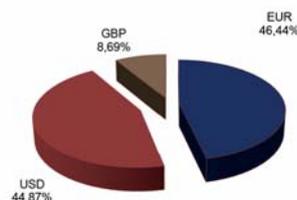
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Varenne Valeur	Europe	10,48	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,64	UK	OEIC	Non
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,40	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,96	LU	Sicav	Oui
Morgan Stanley US Advantage - I	Etats Unis	6,73	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	998,68			

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 31 mai 2016	998,68
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (10 février 2016) :	968,41

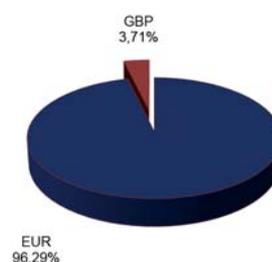
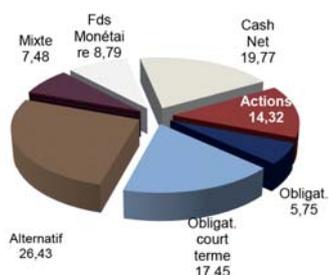
Principaux gestionnaires en portefeuille

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	0

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.

■ **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
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 :

27 mai 2016