

Edito

Alors que la Grande Bretagne devait effectivement sortir de l'Union européenne ce vendredi 29 mars 2019 à minuit, le fameux Brexit a finalement été repoussé au 12 avril 2019, avec une option pour un deuxième report jusqu'au 22 mai 2019 si l'accord de sortie est finalement ratifié par le parlement britannique entretemps. Une ratification qui apparaît fort peu probable au vu des trois refus par la House of Commons (la Chambre des Communes – chambre basse du Parlement du Royaume-Uni) de l'accord négocié par la Première Ministre britannique avec l'Union européenne pendant plus de deux ans.

Profondément déchiré sur cette question d'une importance vitale pour l'avenir du pays, le Parlement britannique a refusé tour à tour toutes les propositions alternatives qui lui ont été soumises : révocation de l'article 50 (c'est-à-dire l'annulation du Brexit), sortie dure (c'est-à-dire sans accord), sortie douce (c'est-à-dire l'accord de Teresa May), second referendum, Union douanière avec l'Union européenne, ainsi qu'une bonne dizaine d'autres propositions. Là où le Brexit devait garantir à la Grande Bretagne une souveraineté renouvelée, il a créé une division sans précédent au sein des institutions britanniques.

La raison en est simple. Au fur et à mesure que les Britanniques découvrent que les promesses des Nigel Farage, Boris Johnson et autres populistes n'étaient en fait que des duperies, et que les conséquences sur l'économie du Royaume Uni de la sortie du marché unique deviennent de plus en plus flagrantes et sombres, les membres du parlement sont confrontés à une dure réalité : réaliser le Brexit signifie se tirer une balle dans le pied, quelque soit la solution choisie.

Nous pourrions résumer les promesses faites par les partisans du Brexit à une histoire de tondeuses à gazon qui s'est déroulée dans les années 80. A l'époque, l'Union Européenne décide de fixer un standard au nombre de décibels qu'une tondeuse à gazon peut émettre. Levée de boucliers du côté britannique face à cette nouvelle ingérence de

Bruxelles dans le domaine sacré qu'est celui de la taille du gazon anglais. Et qui ne serait pas tenté de crier à l'exagération réglementaire de la Commission européenne en lisant ces quelques lignes ?

En réalité, la Commission européenne, en agissant de la sorte, visait à aider la Grande Bretagne et plus particulièrement les producteurs anglais de tondeuses à gazon. En effet, à l'époque, l'Allemagne avait protégé son marché domestique de tondeuses, et anéanti les velléités d'importation en fixant une norme de bruit correspondant au bruit des machines allemandes qui étaient beaucoup plus silencieuses. De facto, cette norme interdisait l'importation de toute tondeuse d'origine européenne. En proposant cette directive, la Commission européenne fixait un standard pour le marché unique et permettait la libre concurrence entre tous les fabricants de tondeuses au sein de l'Union européenne.

Car l'Union européenne n'est pas seulement un marché unique offrant la liberté de circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux. C'est avant toute chose un espace garantissant la démocratie au sein des Etats membres et les droits individuels de ses citoyens, un espace offrant le dialogue entre Nations au lieu de conflits armés, un espace fixant des standards de qualité pour permettre la libre concurrence, et la reconnaissance des diplômes pour faciliter la mobilité des travailleurs et le développement de la recherche. Et surtout, à l'heure d'une globalisation et de l'émergence de "Pays Continents" (tels que la Chine, la Russie, les Etats-Unis, l'Inde, le Brésil), l'Union européenne permet encore à ses Etats membres d'avoir voix au chapitre.

Personne, ni les politiciens, ni la presse, n'a jamais expliqué à la population britannique ces multiples avantages. Les populistes avaient trouvé en Bruxelles le bouc-émissaire de leurs propres échecs. Ce qui a mené à la victoire du "Leave" en juin 2016. Aujourd'hui, le Parlement britannique peine à accepter de perdre les nombreux atouts qu'offre l'Union européenne et ne parvient pas à accepter quelque forme de Brexit que ce soit. Gageons que ce 12 avril 2019 ne sera pas le dernier épisode de cette longue saga. Les prochains jours nous l'apprendront rapidement.

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)

548,98 +1,5%⁽¹⁾ ✓
+12,5%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.658,72 +1,5%⁽¹⁾ ✓
+12,8%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.350,53 +2,1%⁽¹⁾ ✓
+13,1%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

11.526,04 +0,1%⁽¹⁾ ✓
+9,2%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

7.279,19 +2,9%⁽¹⁾ ✓
+8,2%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

9.477,84 +0,9%⁽¹⁾ ✓
+12,4%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.117,01 +2,9%⁽¹⁾ ✓
+12,9%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

25.928,68 0,0%⁽¹⁾ =
+11,2%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

7.729,32 +2,6%⁽¹⁾ ✓
+16,5%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

16.102,09 +0,6%⁽¹⁾ ✓
+12,4%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

21.205,81 -0,8%⁽¹⁾ ✗
+6,0%⁽²⁾ ✓

MSCI World

2.107,74 +1,0%⁽¹⁾ ✓
+11,9%⁽²⁾ ✓

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



La croissance du PIB mondial semble avoir fortement ralenti au premier trimestre de 2019. La croissance annualisée du PIB mondial a ralenti d'environ 3% au quatrième trimestre 2018 à 2,5% au premier trimestre 2019, ce qui serait le taux le plus faible depuis 2015. Il semble probable que la croissance ait ralenti au premier trimestre 2019 aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon.

La production industrielle américaine n'a augmenté que de 0,1% en février, en raison du rebond de la production des services collectifs, en lien avec les conditions météorologiques. La production manufacturière aux États-Unis a enregistré une deuxième baisse consécutive et, à moins d'un fort rebond en mars, elle se sera globalement contractée au premier trimestre. Ailleurs, le rebond de la production industrielle japonaise en février n'a pas permis de compenser la baisse enregistrée en janvier. En revanche, une augmentation mensuelle de 1,4% de la production industrielle a rassuré sur le fait que la récession industrielle ne s'est pas aggravée dans la zone euro. Dans les économies émergentes, les données d'activité suggèrent que la croissance s'est encore affaiblie au premier trimestre. Les ralentissements les plus marqués ont eu lieu dans les pays d'Europe émergente et d'Amérique latine, en raison des récessions en Turquie et en Argentine et de la baisse d'activité au Brésil. En Chine, la croissance économique a ralenti au cours des deux premiers mois de l'année, passant de 5,4% en décembre à 5,3% en glissement annuel.

L'indice PMI composite mondial a légèrement augmenté, passant de 52,6 à 52,8 en mars, mais cela reste cohérent avec le ralentissement de la croissance du PIB mondial, qui est passé sous les 3% annualisé au premier trimestre de cette année. L'indice PMI composite de la Chine a enregistré la plus forte augmentation parmi les principales économies, tandis que l'indice PMI britannique a été le plus pénalisé. Dans l'ensemble, le secteur des services a encore une fois surperformé le secteur manufacturier.

Le PMI manufacturier mondial est resté inchangé à 50,6 en mars, une nouvelle baisse dans les économies avancées étant compensée par une hausse des pays émergents. Parmi les économies émergentes, les reprises en Chine et en Russie ont été les plus encourageantes. Dans le même temps, le PMI américain a légèrement reculé le mois dernier et l'indice de la zone euro a encore baissé, suggérant que sa récession industrielle s'aggrave de plus en plus. Aux États-Unis et dans la zone euro, la confiance des entreprises manufacturières a fortement chuté ces derniers mois. La confiance a mieux résisté au Japon, mais les dernières enquêtes suggèrent que même les entreprises japonaises sont de moins en moins à l'aise. Les intentions d'investissement aux États-Unis ont continué à se modérer.

Les volumes du commerce mondial ont augmenté au début de cette année après la faiblesse de la fin de l'année 2018,

mais le ralentissement de l'activité économique mondiale devrait probablement peser sur la croissance du commerce mondial au cours des prochains mois comme l'atteste la baisse de la composante commandes à l'exportation du PMI manufacturier mondial.

Les marchés du travail sont généralement en bonne santé, bien que des signes de ralentissement commencent à apparaître. La croissance de l'emploi a ralenti dans la zone euro et la masse salariale aux États-Unis a affiché la plus faible hausse mensuelle en février depuis près de deux ans. Les taux de chômage sont toujours inférieurs ou proches de leurs niveaux antérieurs à la crise dans la plupart des économies avancées. Mais dans la plupart des cas, ils ont cessé de baisser. Nous prévoyons qu'ils atteignent un plancher ou une hausse au cours de l'année à venir, les marchés du travail réagissant avec un délai à la faiblesse économique. Les faibles taux de chômage ont poussé les pénuries de main-d'œuvre bien au-dessus de leurs moyennes à long terme. Mais les enquêtes indiquent que les pénuries de main-d'œuvre commencent à devenir moins problématiques pour les entreprises. Par conséquent, nous pensons que le pic de la croissance des salaires est proche de son apogée dans la plupart des économies avancées.

L'inflation reste faible dans presque toutes les grandes économies. En moyenne, l'inflation globale dans les pays de l'OCDE est restée inchangée à 1,5% en février. L'inflation sous-jacente des économies de l'OCDE est passée de 1,7% à 1,6% en février. Aux États-Unis, l'inflation de base mesurée par l'IPC a atteint son taux le plus bas depuis presque un an, soit 2,1%, en partie grâce à l'atténuation des pressions sur le coût de la main-d'œuvre. Mais la baisse de l'inflation sous-jacente aux États-Unis est également allée de pair avec un recul de l'inflation médicale suite à la baisse des prix des médicaments.

La plupart des prix des métaux industriels ont terminé le mois de mars à peu près à leur niveau initial, en partie à cause de la conclusion différée des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. Par contre, le prix du pétrole a encore progressé avec une augmentation de près de 4%, pour atteindre 70 dollars le baril, clôturant ainsi la plus forte hausse trimestrielle en près de 10 ans. Le prix du pétrole a bénéficié du retour de l'appétit pour le risque et de la hausse associée des marchés boursiers mondiaux. Il a également bénéficié de réductions volontaires de l'offre de l'OPEP, qui ont été aggravées par les baisses de production en Iran et au Venezuela. Nous pensons toujours que les prix du pétrole vont reculer d'ici la fin de cette année, en partie à cause de l'augmentation de l'offre aux États-Unis. Enfin, le prix de l'or a été freiné par la montée de l'appétit pour le risque, ainsi que par la vigueur persistante du dollar.

La courbe des taux d'intérêt s'est inversée aux États-Unis, il s'agit d'un signal qui précède généralement une période de récession.



Europe

Le "paradoxe de Fermi" est le nom donné à une série de questions que s'est posées le physicien italien Fermi dans les années 50, lorsqu'il qu'il débattait sur le sujet de la probabilité d'une vie extraterrestre. Le "paradoxe de Fermi" s'articule ainsi : "S'il y avait des civilisations extraterrestres, leurs représentants devraient être déjà chez nous. Où sont-ils alors ?". Aujourd'hui, les marchés actions européens nous amènent directement à ce paradoxe. En effet, au regard de la forte progression des indices boursiers, nous devrions observer en corolaire des améliorations au niveau de la dynamique des fondamentaux. Où sont-ils alors ? Le BREXIT tourne au capharnaüm, la croissance économique en zone euro est fortement revue à la baisse, quant à la Banque centrale européenne, elle semble perdue dans le vide sidéral de sa politique des taux d'intérêts négatifs. Comme lors de la panne de la mission spatiale Apollo 13, "Ici Houston, nous avons un problème".

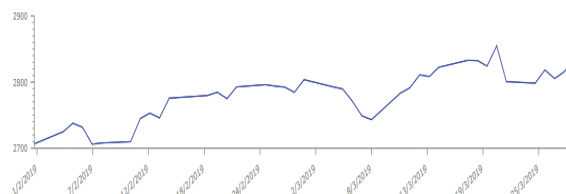
EURO STOXX 50



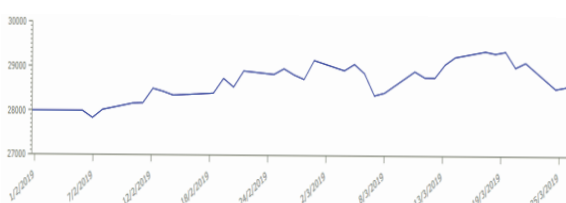
États-Unis

L'on commençait presque à s'ennuyer sur les marchés américains lorsque soudain resurgit dans l'espace économique la terrible inversion de la courbe des taux. Petite explication. L'inversion de la courbe des taux (= taux courts supérieurs aux taux longs) ne crée pas de récession économique, mais signale une montée des mauvaises nouvelles au niveau mondial. En effet, les capitaux étrangers ont acheté de la dette à 10 ans pour "garer" leurs liquidités. En somme, l'inversion de la courbe des taux est plus un signal d'alarme sur la situation mondiale, tant au niveau macroéconomique que géopolitique, plutôt que sur un risque de récession immédiat aux États-Unis. Car ne perdons pas de vue, que le dollar américain est l'unique devise internationale, elle est donc la seule monnaie à pouvoir servir en grande quantité de "zone de stationnement" à la liquidité internationale.

S&P 500



HANG SENG



Pays émergents

Il n'y a pas eu de sommet entre Donald Trump et Xi Jinping en mars, mais les négociations auraient fait des "progrès substantiels". Le président américain a annoncé qu'il prendrait une décision sur l'accord commercial d'ici un mois. Rendez-vous en avril.

Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,10%	10/04
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	10/04
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	62,0	16/04
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	1,00%	17/04
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,70	24/04
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	95,6	24/04
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-0,10%	-0,10%	25/04
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	26/04
EMU	Confiance économique	-	105,5	29/04
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,50%	2,50%	01/05
JAP	Produit Intérieur Brut	1,7%	1,9%	20/05

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,41%	-31 ⁽¹⁾ ↓ -28 ⁽²⁾ ↓
EUR	
-0,07%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -31 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
-0,07%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -31 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
0,24%	-30 ⁽¹⁾ ↓ -26 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
0,41%	-28 ⁽¹⁾ ↓ -36 ⁽²⁾ ↓
Espagne	
1,10%	-8 ⁽¹⁾ ↓ -32 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
0,17%	-27 ⁽¹⁾ ↓ -38 ⁽²⁾ ↓
France	
0,32%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -39 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
3,74%	+7 ⁽¹⁾ ↑ -66 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
0,55%	-27 ⁽¹⁾ ↓ -35 ⁽²⁾ ↓
Italie	
2,49%	-26 ⁽¹⁾ ↓ -25 ⁽²⁾ ↓
Pays-Bas	
0,03%	-26 ⁽¹⁾ ↓ -36 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
1,25%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -47 ⁽²⁾ ↓

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

Des indicateurs économiques étaient encore décevants en mars. Tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, la croissance ralentit, l'inflation et les anticipations inflationnistes sont en recul, les doutes dominant concernant les tensions protectionnistes et le Brexit, et l'on s'inquiète de la fragilité de l'économie mondiale. Les banques centrales ont donc à nouveau adopté une position accommodante. Alors qu'en décembre la FED annonçait deux relèvements de taux en 2019, il n'est désormais question que d'un seul relèvement en 2020. Par ailleurs, la banque centrale américaine envisage de ralentir la réduction de son bilan à partir de mai pour l'arrêter à partir de fin septembre. La BCE a tenu un discours similaire. Le 7 mars, Mario Draghi a annoncé une stabilisation des taux au niveau actuel jusque 2020 au moins. Au terme de la réunion précédente, c'était jusqu'à la fin de l'été. De plus, l'institution a le projet d'octroyer une nouvelle série de prêts à long terme (les TLTRO) aux banques à partir de septembre. Ces prêts à deux ans devront inciter les banques à étendre leurs crédits aux entreprises et aux consommateurs de la zone euro.

Une des principales conséquences de cette souplesse monétaire est le recul significatif de taux à long terme dans la plupart des pays développés. En Allemagne, ils sont même récemment repassés sous la barre des 0%, ce qui est très exceptionnel. Tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, il en a résulté un aplanissement de la courbe des taux, c'est-à-dire une diminution de l'écart entre le taux à court terme et le taux à long terme. Alors que le taux à long terme traduit avant tout les attentes concernant l'évolution de l'économie à plus long terme, le taux à court terme dépend du taux directeur des banques centrales. Aux États-Unis par exemple, le taux à court terme a rapidement augmenté quand la FED a relevé son taux directeur à plusieurs reprises en 2017 et 2018. Le taux à long terme a cependant baissé. Le taux à dix ans est ainsi retombé sous le taux à trois mois durant la dernière semaine de mars, ce qui signifie que la courbe des taux s'est "inversée" aux États-Unis. Une telle inversion de la courbe des taux inquiète de nombreux investisseurs parce qu'elle est considérée par certains comme un bon indicateur d'une récession à venir.

Cela ne signifie pas que les États-Unis vont plonger dans une récession immédiatement, mais ce pourrait être un signal qu'une récession arrive. Aux États-Unis, toutes les récessions depuis 1955 ont été précédées par une inversion de la courbe des taux. De plus, c'est la première inversion de la courbe des taux aux États-Unis depuis 2007. Certains dirigeants de la FED doutent cependant du fait que la courbe des taux soit toujours un prédicteur fiable de récession. En effet, plusieurs facteurs externes pèsent actuellement sur le taux à long terme. Ainsi, les achats massifs d'obligations publiques (y compris à long terme) opérés par les banques centrales pour relancer l'économie après la crise financière ont pesé sur le taux à long terme et biaisé la courbe des taux. Par ailleurs, les doutes suscités par le Brexit et les négociations entre les États-Unis et la Chine ont provoqué une fuite vers des valeurs refuges (comme les obligations publiques américaines et allemandes). L'histoire nous a de plus appris qu'une inversion de la courbe des taux ne donne pas toujours lieu à une récession.

Malgré tout, une telle inversion de la courbe des taux est néfaste pour le modèle économique des banques, qui gagnent de l'argent en empruntant à court terme et en prêtant à long terme. De même, le taux négatif sur les dépôts pénalise les banques. Il les oblige en effet à payer chaque fois qu'elles placent des capitaux (qu'elles n'ont pas pu affecter à des crédits et autres services) auprès de la BCE. Comme les banques centrales ont massivement acheté des obligations ces dernières années, ces excédents de liquidité ont d'ailleurs encore augmenté. Les banques préviennent depuis un certain temps que cela a une influence négative sur l'octroi de crédits. Pour atténuer les éventuels effets secondaires de sa politique monétaire, Mario Draghi a indiqué qu'il réfléchissait à des mesures potentielles. L'une des solutions envisageables et évoquées est l'introduction d'un "tiered interest rate", ou taux d'intérêt progressif, sur les réserves bancaires. Les banques ne devraient ainsi payer un "taux de pénalité" que pour une partie de l'excédent de liquidité qu'elles placent à la BCE. Une idée similaire est déjà appliquée au Japon et en Suisse. Pour l'instant, le taux devrait cependant rester négatif sur les dépôts.

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2018 en points de base

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Au cours du premier trimestre, les taux sans risque à long terme ont baissé au niveau mondial dans un contexte de détérioration des perspectives macroéconomiques et de ralentissement du rythme de resserrement monétaire aux Etats-Unis. Le rendement de l'emprunt public américain à dix ans a baissé de 28 points de base sur le premier trimestre pour s'établir à 2,41%. Les rendements obligataires de la zone euro ont également reflété une détérioration des perspectives macro-économiques ainsi qu'une certaine réappréciation des perspectives en termes de politique monétaire pour la zone euro. A la fin mars, le taux d'intérêt à dix ans offert par un emprunt public allemand est négatif et de 7 points de base, soit 31 points de base inférieur au niveau de taux offert trois mois auparavant.

Cet environnement a été propice aux actifs risqués et aux obligations d'entreprises. Les obligations d'entreprises à haut rendement ont surperformé les obligations d'entreprises de qualité et les emprunts publics. La situation sur les marchés des obligations souveraines a été globalement stable, à l'exception du marché italien, où l'écart à dix ans est resté volatil. En fin de période, celui-ci est de 2,56%. Au cours du trimestre écoulé, les écarts de rendement entre obligations d'entreprises et obligations souveraines se sont resserrés. A la fin mars, le rendement offert par une obligation d'entreprise de qualité est de 1,14% par rapport à un niveau de rendement offert de 1,59% en début d'année.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à -0,37%. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le bas. La courbe des taux anticipés de l'Eonia se situe désormais en dessous de zéro pour tous les horizons antérieurs à 2022, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs. A la fin mars, il faut investir dans un emprunt public de l'Etat belge avec une échéance de sept ans pour obtenir une rémunération supérieure à zéro.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 29/03/19	Variation depuis 31/12/18
Investment Grade		
AAA	1,03%	-32
AA	0,42%	-34
A	0,88%	-37
BBB	1,47%	-51
High Yield	3,39%	-142

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 29/03/19	Variation depuis 31/12/18
Euribor 3 mois	-0,31%	0
OLO 2 ans	-0,50%	2
OLO 5 ans	-0,17%	-14
OLO 7 ans	0,05%	-24
OLO 10 ans	0,41%	-36
OLO 30 ans	1,46%	-31

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Romania	2,000%	08.12.2026	100,00%	2,00%	I	XS1934867547	1.000
EUR	Schaeffler	1,125%	26.03.2022	101,10%	0,75%	I	DE000A2YB699	1.000
GBP	IADB	1,250%	15.12.2023	100,35%	1,17%	I+++	XS1835964625	1.000
NOK	EIB	1,500%	26.01.2024	99,00%	1,71%	I+++	XS1555330999	10.000
USD	General Motors	3,550%	08.07.2022	100,50%	3,38%	I	US37045XCU81	1.000
USD	GlaxoSmithKline	3,375%	01.06.2029	100,30%	3,33%	I+	US377373AH85	1.000

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



Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,89 +1,4%⁽¹⁾
+2,2%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,16 -0,4%⁽¹⁾
+4,5%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,80 +1,8%⁽¹⁾
+1,1%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,10 +0,6%⁽¹⁾
+2,4%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 0,0%⁽¹⁾ =
+0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,90 +1,7%⁽¹⁾
+0,9%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,63 +1,4%⁽¹⁾
+2,9%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,67 0,0%⁽¹⁾ =
+4,4%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,87 -0,8%⁽¹⁾
-0,5%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 0,0%⁽¹⁾ =
-0,4%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,31 -1,6%⁽¹⁾
0,0%⁽²⁾ =

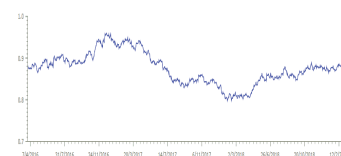
SEK/EUR (Suède)

0,10 +0,7%⁽¹⁾
-2,7%⁽²⁾

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

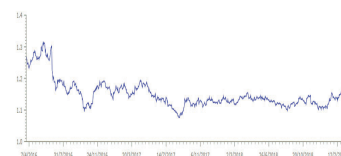
USD/EUR

L'année 2019 sera beaucoup moins glorieuse que précédemment selon les derniers chiffres de la BCE. D'un autre côté, la FED ne prévoit plus de hausse de taux cette année. In fine, on comprend donc pourquoi la volatilité de la parité EUR/USD a été si importante en mars.



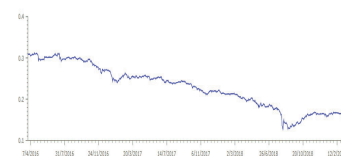
GBP/EUR

BREXIT ? No BREXIT ? Une chose est sûre, la livre sterling existe encore et elle est restée de marbre sur le mois de mars, évoluant entre les 1,15 et 1,18 EUR. Bref, la suite du feuilleton le mois prochain.



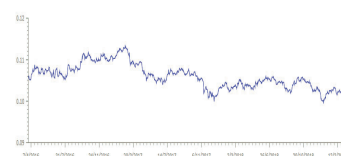
TRY/EUR

Sale temps encore pour la livre turque. Après une baisse de 30% l'année dernière, la devise turque souffre encore. Les raisons sont les mêmes : le contexte politique qui entraîne une méfiance au niveau de l'économie et au final de la confiance des investisseurs.



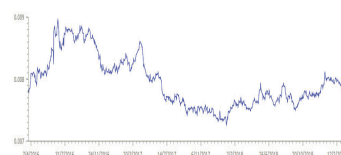
NOK/EUR

La banque centrale norvégienne (Norges Bank) a relevé comme prévu, son taux directeur et réaffirmé son intention de le relever à nouveau dans les six mois à venir, alors que les perspectives à long terme sont plus faibles. Le taux directeur a été porté de 0,75% à 1,0%.



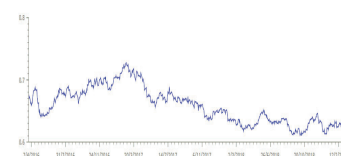
JPY/EUR

La Banque du Japon (BoJ) a revu son diagnostic économique face au ralentissement de la conjoncture mondiale, sans pour autant assouplir sa politique monétaire déjà très expansionniste.



AUD/EUR

Le dollar australien a été mal orienté après la publication des chiffres officiels de la croissance économique du quatrième trimestre.





■ Performance boursière

En mars, le taux belge à long terme a reculé de 28 points de base pour clôturer le mois à 0,41%. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a également reculé de 29 points de base à 1,07%, la courbe des taux restant ainsi inchangée. Cette nette baisse s'explique par la crainte d'une récession après que plusieurs pays de la zone euro aient publié des indicateurs décevants.

Les SIR se sont montrées performantes avec une hausse moyenne de 7,1%. La seule baisse enregistrée est QRF (-4,5%), mais il s'agissait également de la plus forte hausse en février. Les plus fortes progressions sont à mettre au crédit de Montea (+26,0%), Care Property Invest (+14,4%) et WDP (+10,3%).

■ Information financière

Début mars, Montea a clôturé avec succès son augmentation de capital. La SIR a récolté env. 160 millions EUR via l'émission de 2.847.708 actions nouvelles à un prix d'émission de 56,20 EUR par action. Le cours de l'action s'est inscrit en forte hausse au terme de l'opération.

Care Property Invest a été l'une des dernières SIR à publier ses résultats annuels. Les revenus locatifs nets ont augmenté de 26,5% et l'EPS IFRS de 15,8% pour atteindre 0,86 EUR par action. La VNI EPRA s'élève à 16,5 EUR par action, pour un taux d'endettement de 45,7% à un coût de financement moyen de 2,9%. CPINV versera un dividende brut de 0,72 EUR par action. Pour 2019, la SIR table sur une VNI EPRA de 0,87 EUR par action et un dividende brut de 0,77 EUR par action.

Befimmo a décroché le marché public de la Région flamande pour la conception, la construction et la mise à disposition d'un bâtiment dans le quartier Nord de Bruxelles. De ce fait, les 70.000 m² de bureaux du projet ZIN sont déjà entièrement loués. Befimmo va émettre 2.659.828 actions ordinaires nouvelles dans le cadre de sa fusion avec sa petite filiale Beway. Pour de plus amples informations sur ZIN et Beway, nous vous renvoyons à notre analyse fondamentale (page 8).

Befimmo met en vente la Blue Tower (Bruxelles), qui pourrait rapporter 120 millions EUR. Le bâtiment, qui date de 1976, avait été acquis en 2013. La vente pourrait libérer des fonds pour les projets ZIN et Quatuor, ce qui permettrait de maintenir le taux d'endettement sous contrôle.

XIOR a annoncé son entrée sur les marchés espagnol et portugais. La SIR compte faire de la péninsule ibérique son deuxième marché domestique parallèlement au Benelux. Elle acquiert un actif en Espagne (Barcelone) et deux projets au Portugal (Lisbonne et Porto) pour une valeur d'investissement total de 53,7 millions EUR. Au terme des travaux, XIOR aura étendu son portefeuille de 526 unités, ce qui correspond à 865 lits.

Le 27 mars 2019, Aedifica a finalisé la deuxième phase de la vente des actions Immo au Primonial European Residential Fund. Aedifica avait apporté la totalité de son portefeuille d'immeubles d'appartements dans Immo en 2018. Au terme de cette vente, Aedifica détiendra encore une participation de 25%, moins une action dans Immo, qui sortira ainsi du périmètre de consolidation.

WDP a été reprise dans l'indice BEL-20 le 18 mars 2019. Elle est cotée en Bourse depuis 20 ans.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		28/02/19	31/12/18	31/03/18		
Aedifica	84,50	5,5%	8,1%	17,7%	22,9	3,4%
Care Property Invest	23,50	14,4%	18,3%	27,6%	26,6	3,2%
XIOR	42,50	6,0%	11,3%	24,0%	26,3	3,1%
Home Invest Belgium	98,20	1,9%	7,7%	19,2%	26,3	5,1%
QRF	14,60	-4,6%	6,2%	-30,1%	12,1	5,8%
Retail Estates	81,50	1,0%	5,5%	19,1%	14,9	5,1%
Vastned Retail Belgium	48,50	4,4%	21,3%	-8,5%	17,3	5,8%
Ascencio	56,40	8,9%	20,3%	15,9%	12,9	6,3%
Wereldhave Belgium	89,60	9,2%	9,2%	-0,7%	14,9	5,9%
Warehouses Estates Belgium	53,50	5,0%	8,6%	6,3%	13,9	6,6%
Leasinvest Real Estate	100,00	5,7%	13,7%	15,0%	14,4	5,3%
Befimmo	52,10	9,7%	8,1%	7,0%	15,0	6,2%
Cofinimmo	118,00	3,7%	9,1%	22,0%	17,5	4,7%
Montea	73,00	26,0%	32,0%	85,8%	24,0	3,2%
WDP	142,40	10,3%	24,1%	48,0%	21,2	3,6%
Interinvest Offices & Warehouses	23,25	6,9%	16,7%	21,7%	13,8	6,2%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ BEFIMMO (ISIN BE0003678894 - 50,70 EUR)

■ Profil

Befimmo est une Société Immobilière Réglementée (SIR), opérateur immobilier spécialisé en immeubles de bureaux de haute qualité situés en Belgique, principalement à Bruxelles et dans les principales villes belges, et au Grand-Duché de Luxembourg. A fin 2018, la valeur du portefeuille pointait à 2.655,3 millions d'euros, soit une centaine d'immeubles de bureaux, pour une superficie totale de plus de 850.000 m². La société s'est engagée à augmenter son portefeuille actuel et à saisir toute opportunité d'investissement pouvant créer de la valeur pour ses actionnaires.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,46x
Cours/Actif Net :	0,87x
Rendement :	6,80%



■ Notre opinion

Projet ZIN et fusion Beway

Projet ZIN

Befimmo a remporté le marché public organisé par l'Administration flamande pour des travaux concernant la conception, la construction et la mise à disposition d'un bâtiment dans la région bruxelloise de Noordwijk (le Quartier Nord). En conséquence, les bureaux de 70.000 m² du projet ZIN sont déjà entièrement loués.

Le bail avec le gouvernement flamand commence en 2023 (après la réception provisoire des travaux) pour une durée déterminée de 18 ans. Environ 3.900 fonctionnaires flamands auront leur nouveau lieu de travail dans la zone appelée "ZIN à No(o)rd".

Le projet ZIN (reconversion des WTC I et II – 110.000 m²) comprend 70.000 m² de bureaux, un hôtel (240 chambres - 16.000 m²) et 127 appartements (14.000 m²). Le coût total de construction du projet est estimé à 375 millions d'euros (à un prix garanti), avec un retour sur investissement estimé à 4,5%. Les appartements sur le site seront loués. L'hôtel sera exploité par un opérateur.

Befimmo financera le projet par endettement et en partie par le produit de la vente de certains immeubles.

Fusion avec Beway

Befimmo convoquera une assemblée générale extraordinaire à 10h30 le 15 avril 2019 pour décider d'un projet de fusion avec Beway, dont les actions sont actuellement détenues par Fedimo, une filiale à 100% de Befimmo. Si le quorum de présence requis ne doit pas être atteint lors de cette réunion, une deuxième assemblée générale extraordinaire sera convoquée le 30 avril 2019 à 10h30. Cette assemblée générale sera alors en mesure de délibérer quel que soit le nombre d'actions présentes ou représentées à l'assemblée.

À la suite de la fusion, Befimmo émettra 2.659.828 nouvelles actions ordinaires. Celles-ci étant détenues dans le groupe (Fedimo = filiale à 100%), aucune dilution des résultats de l'EPRA n'est prévue.

Recommandation

Après la fusion avec Beway, Befimmo détiendra près de 9,4% d'actions propres au bilan, pour une valeur estimée à près de 133 millions d'euros. Celles-ci peuvent, si nécessaire, être utilisées ultérieurement pour financer une croissance relative. Les règles régissant la vente d'actions propres sont plus souples que pour une augmentation de capital classique (pas de prospectus, de road shows, etc.), de sorte que chaque fois que le cours de bourse de Befimmo augmente et que la société le juge opportun, le groupe peut vendre ses propres actions. Cela peut conduire à une limitation temporaire du potentiel de hausse du cours.

L'affectation du projet ZIN est facultative, car Befimmo autorise le démarrage du réaménagement des tours du WTC, tandis que la partie bureau est déjà entièrement pré-louée. Cependant, les revenus locatifs n'arriveront pas avant 2023, alors que la vente de 9,4% d'actions propres peut couvrir environ un tiers du prix de revient (375 millions d'euros) du projet ZINK.

■ Analyse technique

La force très haussière en cours pourrait changer. Le marché semble à présent mûr pour une consolidation. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. BEFB évolue en territoire neutre (l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue), mais l'ambiance de marché semble à présent se détériorer. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ DANONE (ISIN FR0000120644 - 68,02 EUR)

■ Profil

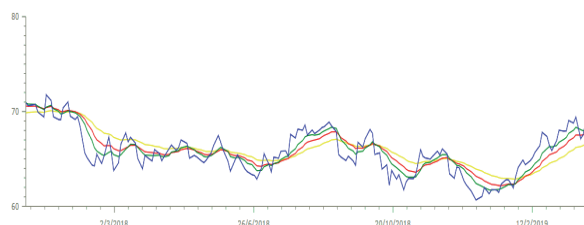
Danone figure parmi les 1^{ers} groupes agroalimentaires mondiaux. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- produits laitiers et produits d'origine végétale (52,5% ; n°1 mondial) : produits laitiers fermentés frais, crèmes à café, produits et boissons d'origine végétale (à base notamment de soja, d'amande, de noisette, de riz, d'avoine et de noix de coco). 65% du CA est réalisé en Amérique du Nord ;
- produits de nutrition spécialisée (28,8% ; n°1 mondial) : aliments infantiles (aliments pour les nourrissons et les jeunes enfants en complément de l'allaitement maternel) et produits de nutrition médicale (aliments pour les personnes souffrant de certaines pathologies ou les personnes fragilisées par l'âge) ;
- eaux conditionnées (18,7% ; n°3 mondial) : eaux naturelles, aromatisées ou enrichies en vitamines (marques Evian, Volvic, Badoit, Aqua, etc.) ;

A fin 2017, le groupe dispose de 202 sites de production dans le monde. 53,5% du CA est réalisé à l'international.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,03x
Cours/Actif Net :	2,44x
Rendement :	3,13%



■ Notre opinion

Les activités laitières comme moteur de la croissance pour 2019

Profil

Danone est une multinationale française active dans plus de 130 pays. En 2018, le chiffre d'affaires total s'élevait à 24,7 milliards d'euros. Le groupe compte quatre divisions opérationnelles : produits laitiers frais, nutrition infantile, eau conditionnée et nutrition médicale. Les marques les plus importantes sont : Activia, Actimel, Danimals, Yocrunch, Evian, Volvic, Aptamil, Badoit, Damavand et Nutricia.

Stratégie à l'horizon 2020 :

En 2016, Danone a présenté ses objectifs de chiffre d'affaires pour la période 2016-2020 par division :

- Segment Secteur Produits laitiers frais (49% du chiffre d'affaires, 38% de l'EBIT) : croissance du chiffre d'affaires comprise entre +3% et +5% ;
- Segment Eau (21% de chiffre d'affaires, 19% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;
- Secteur Alimentation infantile (23% du CA, 33% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;

- Segment Nutrition médicale (7% de chiffre d'affaires, 10% de l'EBIT) : entre +6% et +8%.

Vente des actions Yakult

En mars 2018, Danone a réduit sa participation dans Yakult de 21,6% à 6,6%. Un total de 24,6 millions d'actions Yakult ont été vendues pour un montant total de 1,3 milliard d'euros. Danone a réalisé une plus-value de 701 millions d'euros sur cette transaction.

Boycott du Maroc

Au Maroc, depuis avril 2018, les consommateurs ont entamé un boycott contre les 3 plus gros fournisseurs de lait frais, en raison des prix (trop) élevés. Cela a réduit de moitié les ventes de Danone. En réponse, Danone a décidé de vendre son lait frais au prix de revient. En 2018, cela a eu un impact négatif de 0,7% sur la croissance des revenus. Malgré cela, la part de marché de Danone est passée de près de 50% à 35%. Danone a comptabilisé une perte de valeur de 662 millions d'euros, dont 78 millions d'euros sur la marque et 583 millions d'euros sur des écarts d'acquisition.

La laiterie comme moteur de croissance pour 2019

Emmanuel Faber, PDG de Danone, s'attend à ce que la croissance organique des activités en 2019 s'accélère à 3% pour 2019 et à 4% pour 2020. Toutefois, cela ne sera visible que dans les résultats du second semestre. Cela s'explique par les effets saisonniers d'une part et par le ralentissement prévu de la croissance de la nutrition infantile, entre autres, en Chine.

Recommandation

L'exercice de valorisation donne un objectif de cours qui pointe à 76,50 EUR. Nous sommes à "Renforcer".

Outre les critères d'évaluation, nous tenons à rappeler que l'action appartient à la catégorie "Dividend Aristocrats" (le dividende a été maintenu au cours des 10 dernières années, voire a progressé). Le titre Danone est donc une valeur "Core" dans un portefeuille.

■ Derniers résultats

Danone a vu son chiffre d'affaires baisser de 0,7% en 2018, à 24,7 milliards d'euros. La croissance organique (à périmètre constant) a été de 2,9% et aurait été de 3,6% s'il n'y avait pas eu de boycott du lait marocain.

La marge opérationnelle s'est améliorée de 51 points de base, à 14,45%, portant le résultat net d'exploitation en hausse de 5,4%, à 2 304 millions d'euros. Le bénéfice net a diminué de 4,1%, à 2,3 milliards d'euros. En 2018, Danone a réalisé une plus-value de 701 millions d'euros sur la vente partielle de la participation de Yakult. Cette perte a été en grande partie neutralisée par une réduction de valeur de 662 millions d'euros. Le cash-flow libre a augmenté de 7,1%, à 2,2 milliards d'euros.

Les dettes financières à court terme ont été réduites de 1,4 milliard d'euros au cours de l'année, de sorte que la dette financière nette à la fin de 2018 s'élevait à 12,2 milliards d'euros (-17,1%). Le dividende brut en espèces pour 2018 augmente de 2,1%, à 1,94 EUR par action, ex-coupon le 7 mai 2019 et payable le 9 mai 2019.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



LOGITECH (ISIN CH0025751329 - 38,19 CHF)

Profil

Logitech International figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de périphériques informatiques. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

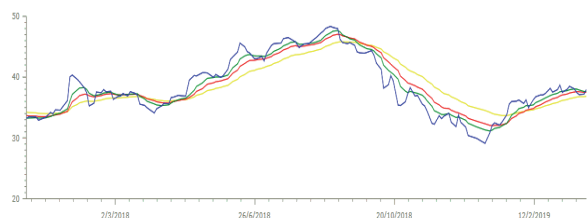
- trackballs (20,1%) ;
- claviers et combos (19,4%) ;
- manettes de jeux (19,2%) ;
- haut-parleurs mobiles (12,3%) ;
- systèmes de vidéoconférence et caméras web (11,5%) ;
- systèmes audio portatifs et pour PC (9,8%) : casques, écouteurs, systèmes musicaux sans fil, etc. ;
- télécommandes (3,5%) ;
- autres (4,2%).

La commercialisation des produits est assurée au travers des magasins spécialisés.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe-Moyen Orient-Afrique (31,9%), Amériques (43,6%) et Asie-Pacifique (24,5%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 19,01x
Cours/Actif Net : 4,80x
Rendement : 2,01%



Notre opinion

Les marges peuvent s'améliorer

Profil

Logitech est un fabricant international de périphériques pour ordinateurs personnels et autres matériels électroniques. La société propose des souris, des claviers, des étuis pour ordinateurs portables, des équipements de jeu, des webcams, des haut-parleurs et d'autres produits connexes sous différentes marques dans plus de 100 pays du monde. La majorité de leurs produits sont vendus aux consommateurs par l'intermédiaire de leur réseau de vente au détail, mais ils vendent aussi directement aux fabricants, notamment aux plus grands fabricants d'ordinateurs. Les marques les plus populaires de la société sont notamment : Ultimate Ears, Jaybird, Blue Microphones, Astro Gaming et Logitech G.

Capital Market Day

Le 6 mars 2019, Logitech a organisé sa journée "Capital Market Day". L'objectif stratégique de la société est de passer d'une société de conception de plates-formes PC à un leader mondial de l'environnement "cloud". En plus de relever les objectifs financiers pour 2019 (voir ci-dessous), Logitech a

également défini ses objectifs pour 2020 :

- Croissance des ventes 5 à 10%
- Bénéfice opérationnel 375-385 (M USD)
- Dépenses d'investissement 40 à 50 (M USD)
- Marge brute 36 à 40%
- Marge opérationnelle 11 à 14%

Les hypothèses retenues pour la croissance du marché dans les segments de produits sont les suivantes :

- Creativity & Productivity modéré
- Video Collaboration 25-30%
- Gaming 15-20%
- Music Faible
- Smart Home Trop petit

Bilan très solide et pas de dettes

Logitech n'a aucune dette financière et dispose d'une trésorerie de 586 millions de dollars, soit 27% du total du bilan au 30 septembre 2018. Les créances commerciales et les stocks représentent 38%. Le goodwill et les autres actifs incorporels représentent 22% du total du bilan.

Les fonds propres représentent 52% du total du bilan. Le solde est principalement constitué de factures en suspens et de régularisations.

Les marges peuvent encore progresser

Avec la publication des résultats sur 9M18/19, Vincent Pilette, CFO, n'a pas relevé les attentes à long terme concernant les marges, malgré le fait que le groupe propose de bons produits, de bonnes innovations et des marques de renommées, ce qui devrait se traduire par des prix premium et in fine une expansion de la marge.

En effet, d'une part, les marges peuvent fluctuer d'un trimestre à l'autre et, d'autre part, les opportunités d'investissement sont si nombreuses que la société préfère parfois investir dans des acquisitions plutôt que d'augmenter sa marge brute.

Recommandation

L'exercice de valorisation pointe un objectif de cours à 45 CHF. Sur cette base, nous sommes à "Renforcer".

Derniers résultats

Logitech a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de 9,6% au cours des neuf premiers mois de l'exercice clos 2018/2019, grâce à la contribution importante de divers groupes de produits tels que la collaboration vidéo, les jeux, les périphériques PC et les systèmes audio et vestimentaires. Seul le segment des haut-parleurs mobiles enregistre une faible performance.

La marge bénéficiaire brute est en progression à 37,8% (objectif 35-37%) et reflète l'effet positif de la composition des produits et de la réduction des coûts.

Le cash-flow opérationnel réalisé depuis le début de l'année a augmenté de 6,6% pour atteindre 273 millions de dollars. En raison de ses bons résultats, la société a augmenté ses prévisions de bénéfice d'exploitation (non-GAAP) pour l'ensemble de l'exercice.



ROYAL DUTCH (ISIN GB00B03MLX29 - 28 EUR)

Profil

Royal Dutch Shell est spécialisé dans la production et la distribution de pétrole et de gaz naturel. Le CA par activité se répartit comme suit :

- raffinage et distribution (86,8%) : détention, à fin 2017, de 21 raffineries et d'un réseau de plus de 44 000 stations-services dans le monde. En outre, le groupe développe des activités de fabrication de produits pétrochimiques (oléfines, produits aromatiques, solvants, éthylènes, propylènes, phénols, additifs, etc.), et de production d'énergie solaire ;
- exploration et production de pétrole brut et de gaz naturel (13,2%). Par ailleurs, Royal Dutch Shell développe des activités de production d'énergie éolienne et de sables pétrolifères.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (33%), Asie-Océanie-Afrique (37,6%), Etats-Unis (21,9%) et Amérique (7,5%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,21x
Cours/Actif Net :	1,12x
Rendement :	5,83%



Notre opinion

Le principal payeur de dividende au monde

Analyse financière

Avec une croissance annuelle moyenne de 6% par an depuis 2000, la croissance des revenus du géant pétrolier ressort ainsi au-dessus de celle de la croissance économique mondiale (chiffres source Bloomberg, en EUR). L'analyse financière à long terme montre une corrélation importante entre l'évolution des revenus et le résultat d'exploitation, d'où des marges brutes situées dans une fourchette assez étroite (entre 15% et 20%) et entre 9% et 16% pour la marge sur l'EBITDA. A l'inverse, la variabilité de la marge sur l'EBIT est nettement plus élevée (de 1% à 12%), ce qui nous renseigne que le cycle d'investissement (= prise en compte des amortissements et les dépréciations d'actifs) est la principale explication des évolutions parfois sporadiques du bénéfice final de l'entreprise.

Pour créer de la richesse, une entreprise doit investir et le groupe Royal Dutch Shell l'a très bien compris. Le bilan comptable a en effet progressé en moyenne de 8% par an (en EUR), soit une hausse de 300% depuis 2000. Sur les 10 dernières années, l'on observe une progression des

investissements corporels, la "méga fusion" avec l'anglais BG Group (spécialisé dans l'exploration/l'extraction de gaz) fut la cerise sur le gâteau. A titre de rappel, ce rapprochement a été la plus importante opération de fusion/acquisition dans le secteur pétrolier depuis le milieu des années 1990. L'essentiel des investissements sont financés par la dette, d'où une progression du ratio dette à long terme / total bilan (de 11% en 2010 à 17% fin 2018). Concernant précisément le financement de la "méga fusion", la transaction a été financée majoritairement en cash (70%) et le reste en titres (30%). Nonobstant, bien que l'endettement ait quelque peu progressé ces dernières années, l'autonomie financière du groupe est restée de marbre : la part des capitaux propres au sein du bilan comptable pointe à 50% chaque année depuis plus de 10 ans. En outre, ne perdons pas de vue que le groupe génère structurellement un flux de trésorerie d'exploitation positif et procède parfois à d'importantes cessions d'actifs (exemple en 2017 : 8,8 milliards de dollars). In fine, la santé financière peut être vue comme étant extrêmement solide, d'où un rating des agences de notation dans le haut du pavé : Aa2 pour Moody's, AA- pour Standard & Poor's et Fitch.

Dernière observation, puis nous concluons sur une question ouverte. Bien que la rentabilité des actifs économiques et des capitaux propres progresse très nettement depuis 3 ans (exemple avec le ROE : 2,6% en 2016 contre 11,9% fin 2018), nous observons une diminution de la rentabilité des actifs économiques depuis 2005 (une diminution généralisée à l'ensemble du secteur pétrolier au niveau mondial). D'où la question suivante, l'extraction du pétrole/gaz ne deviendrait-elle pas de plus en plus gourmande en financement ?

Le roi du dividende

Au risque de se répéter (voir analyse de 2018), Royal Dutch Shell est la société au monde qui a versé le plus important montant en dividendes l'an passé, et ce depuis 3 ans (devant Apple et Exxon Mobil). Au sujet du dividende et sur base du cours actuel, le rendement brut du titre pointe à près de 6%. A partir des estimations du consensus, le Free Cash-Flow Payout (taux de distribution des flux de trésorerie) ressort proche des 80% pour fin 2019. Enfin, et là encore à titre de rappel, la société n'a jamais réduit son dividende depuis la fin de la seconde guerre mondiale...

Recommandation

L'exercice de valorisation conclut que RDSA est bon marché. La sous-évaluation actuelle est de 14% par rapport à l'objectif moyen du consensus qui est situé à 34 EUR. Nous restons à "l'Achat" sur ce dossier.

Analyse technique

Une correction technique vient de débiter, et le marché n'attend pas de reprise directe. Les vendeurs exercent le contrôle sur le titre. RDSA évolue en territoire neutre, l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue, mais l'ambiance de marché s'améliore. L'orientation générale des autres oscillateurs plaide également en faveur d'un petit rebond. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un espoir de rattrapage technique se profile.



■ Environnement

En mars, les investisseurs ont surtout semblé chercher une orientation. Les indicateurs économiques (parfois contradictoires), le regain d'incertitude concernant le Brexit et l'absence d'accord entre les États-Unis et la Chine ont semé le trouble sur les Bourses. L'assombrissement des perspectives de croissance et l'augmentation des risques ne pourraient contraster davantage avec le net redressement boursier observé ces derniers mois. Et manifestement, les investisseurs s'interrogent plus en plus sur le caractère durable de cette tendance haussière. Nous le remarquons notamment aux volumes de transactions du mois écoulé, nettement inférieurs à ceux des deux mois précédents. Ils laissent entendre que les investisseurs ont adopté une attitude attentiste et évitent de se positionner en vue des futurs développements. Les Bourses d'actions mondiales ont néanmoins opéré leur troisième hausse mensuelle d'affilée et enregistrent ainsi leur meilleur trimestre depuis 2009.

MSCI World Index - 1 an



Les Bourses européennes restent sous l'emprise du Brexit. L'offensive de charme menée par la Première ministre britannique Theresa May n'a pas eu le succès escompté : le jour même où le Royaume-Uni devait quitter l'UE, son deal a été rejeté pour la troisième fois. Le Royaume-Uni se trouve actuellement dans un chaos total. Il a désormais jusqu'au 12 avril pour trouver une alternative s'il veut éviter le scénario du No Deal. Dans la zone euro aussi, l'actualité économique a été particulièrement sombre. L'évolution des PMI est pour le moins décevante et présage un fort ralentissement de l'activité industrielle. Les indices de confiance des directeurs d'achats ont particulièrement déçu en Allemagne et en France. La BCE a essayé de rassurer les opérateurs en annonçant plusieurs mesures de relance, dont un nouveau cycle de TLTRO (lisez : crédits très bon marché aux banques européennes) et la promesse de compenser les effets des taux négatifs sur les dépôts.

Aux États-Unis, les négociations avec la Chine traînent en longueur. Malgré d'innombrables rumeurs, aucune percée n'a été enregistrée dans le dossier et les droits d'importation actuels restent en vigueur. À en croire les

communiqués, nous serions cependant à la veille d'une ouverture. Plus important : comme prévu, la conjoncture économique se détériore aux États-Unis. Les indicateurs économiques semblent confirmer que l'économie intérieure est à bout de souffle et se dirige vers un ralentissement. Et la première inversion de la courbe des taux depuis la crise financière – un phénomène considéré comme un signe de récession imminente – n'a pas rassuré les agents économiques, au contraire. Vu les perspectives défavorables, la Fed a décidé de revoir à la baisse ses prévisions de croissance pour cette année et annoncé qu'elle ne procéderait à aucun relèvement des taux cette année. Notons qu'à la fin de l'an dernier, on tablait encore sur deux relèvements des taux en 2019.

En Asie, les regards sont principalement tournés vers la Chine, où les marchés financiers, malgré des indicateurs souvent négatifs, ont très bien commencé l'année. Le gouvernement chinois avait introduit plusieurs mesures de relance qui doivent soutenir l'économie au quatrième trimestre de 2018. On s'attend à ce qu'elles produisent un effet positif à partir du deuxième semestre. Le marché semble dès lors estimer que l'économie chinoise a atteint un plancher et que le pire est passé.

Au niveau sectoriel, le mois écoulé a été marqué par une nette surperformance du secteur immobilier. L'environnement de taux bas, son profil défensif et le dividende souvent attrayant font de cette catégorie d'actifs un investissement intéressant en période d'incertitude. À la différence du mois précédent, on a également pu noter en mars une préférence pour les secteurs défensifs comme les biens de consommation, les entreprises d'utilité publique et les services. La seule exception à la règle a été le secteur technologique, qui reste très prisé et devient ainsi le secteur le plus performant de l'année.

Après un excellent début de l'année, l'or n'a pas connu son meilleur mois. Il a dilapidé en une semaine la totalité des gains accumulés depuis le début du mois de mars pour clôturer à 1292 \$ l'once. En cause : la hausse du dollar et une préférence pour les actifs plus risqués. De manière générale, on s'attend cependant à ce que 2019 soit une bonne année pour le métal jaune, la croissance mondiale étant sous pression depuis quelque temps.

Nous terminerons cette fois avec le pétrole. Contrairement à tous les pronostics, l'or noir s'est inscrit en nette hausse à 68 \$ le baril à la fin du mois. La principale explication réside dans la limitation de la production des pays membres de l'OPEP et de la Russie. En outre, le cours du pétrole est soutenu par les problèmes persistants au Venezuela et des marchés financiers accommodants

■ Transactions

Au mois de mars, nous avons surtout veillé à réduire le risque dans les portefeuilles. Après un fort redressement de presque toutes les places financières et dans un contexte de perspectives moins positives, il nous a semblé raisonnable de réduire certaines positions et d'accroître les liquidités, ce qui nous donnera également la possibilité de réagir rapidement si des opportunités se présentaient dans un futur proche.

Nous avons ainsi vendu les obligations européennes des émetteurs Energie Baden-Württemberg (EnBW) et Lanxess pour tous les profils de gestion de patrimoine. EnBW, qui a son siège à Karlsruhe, est le troisième producteur d'électricité en Allemagne. L'obligation vendue est un titre hybride qui laisse à l'émetteur la possibilité de différer le versement des coupons s'il l'estime nécessaire. Vu sa volatilité naturelle, nous avons décidé d'opérer une prise de bénéfice et de vendre la position. La deuxième obligation vendue avait été émise par le groupe chimique allemand Lanxess. Comme nous avons la possibilité de la vendre à un yield réduit (0,4%) et un spread bas (43pb), nous avons choisi de préserver nos gains et de libérer des liquidités pour rechercher de nouvelles opportunités.

En février, le groupe américain de télécommunications Verizon Communications a décidé de rembourser anticipativement plusieurs de ses obligations. Le remboursement a été effectué le dernier jour du mois de mars. Pour les portefeuilles en gestion de patrimoine, cette décision concerne deux obligations en dollars qui devaient normalement arriver à échéance le 15 août et le 1er novembre 2021. Il est important de signaler que ce remboursement était obligatoire et ne laissait donc pas le choix aux détenteurs des obligations.

Pour les profils avec actions, la réduction du risque s'est traduite par une réduction du poids des actions en portefeuille. Nous avons ainsi vendu des positions en actions individuelles et en actions diversifiées. La première transaction réalisée a été la vente du JPM Japan Equity Fund. Comme son nom l'indique, ce fonds investit dans des entreprises qui ont leur siège au Japon ou y exercent une grande partie de leurs activités. Avec cette vente, nous voulons abaisser le poids des actions, et principalement des actions de la région Asie-Pacifique. La deuxième position vendue a été l'action allemande ProSiebenSat.1. Il s'agit d'une entreprise de médias propriétaire de plusieurs chaînes de télévision en Allemagne, en Suisse et en Autriche. La majeure partie de son chiffre d'affaires provient des revenus publicitaires et des abonnements à la télévision payante. Depuis quelques années, l'entreprise subit l'impact de la crise qui sévit sur le marché publicitaire et de la forte concurrence des services de streaming. Les résultats les plus récents ont été décevants et les objectifs pour 2019 semblent difficiles à atteindre. Comme ProSiebenSat.1 ne s'inscrivait plus dans notre stratégie consistant à privilégier les actions défensives et de qualité, nous avons décidé de vendre l'action.

Perspectives et points d'attention

- Les négociations budgétaires aux États-Unis
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- L'enquête des États-Unis concernant les tarifs d'importation sur les véhicules européens
- Les perspectives de croissance économique à travers le monde

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

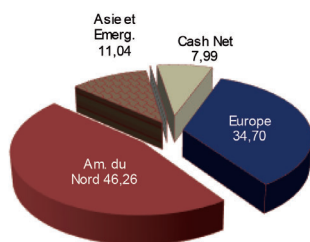
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

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

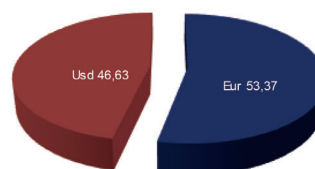
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré),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

Allocation par région/secteurs en % (*)



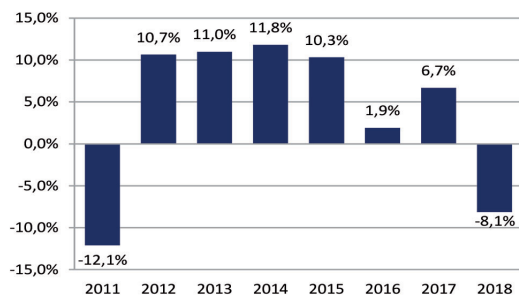
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 mars 2019	15,81€
VNI plus haut (13 juin 2018) :	16,10€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	6,18%
3 ans rend. actuariel :	5,49%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,51%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,53%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Réviseur :	Mazars	Durée d'existence du produit :	Illimitée
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 VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

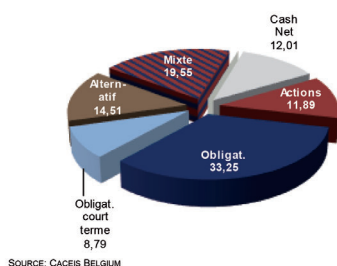
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

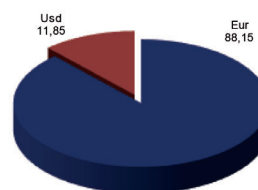
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

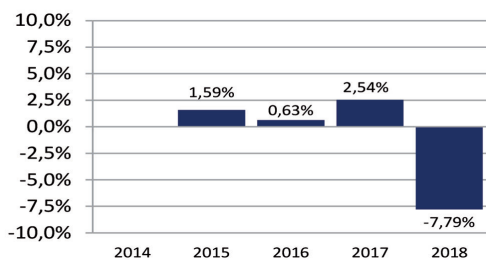
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 mars 2019	9,74€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (20 décembre 2018) :	9,24€
1 an rend. cumulé :	1,02%
3 ans rend. actuariel :	0,90%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,58%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

- Mardi 7 mai 2019 : Conférence**
Un portefeuille d'investissements responsables.
Comment allier rentabilité et développement durable ?
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Ferme de Widewance, Rue de l'Eglise 5 - 7070 Ville-Sur-Haine / 19h
 Orateur : Monsieur Carlo-Luigi Grabau, Administrateur exécutif
 chez Leleux Invest
 Inscriptions : 0800/255 11
- Jeudi 16 mai 2019 : Conférence**
Comment investir dans l'immobilier via la Bourse (REITs, SIR,...)
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Agence de Liège, Place Saint Paul 2 - 4000 Liège / 19h
 Orateur : Monsieur Dirk Peeters, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11
- Mardi 21 mai 2019 : Conférence**
Quelles solutions pour transmettre son patrimoine
 Langue : Français
 Lieu / Heure : B19 Country Club, avenue Van Bever 17 - 1180 Uccle / 19h
 Orateur : Maître Yasmina Hatouche, avocate au Barreau de Bruxelles
 Inscriptions : 0800/255 11
- Jeudi 23 mai 2019 : Conférence**
Où en sont les marchés financiers ?
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Ferme de Widewance, Rue de l'Eglise 5 - 7070 Ville-sur-Haine / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

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

Internet: <https://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

0800/255 11

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

29 mars 2019