

Edito

Qu'un parti politique se situe à gauche ou à droite de l'échiquier politique, peu importe. Mais une fois que celui-ci est en charge de la chose publique, l'équilibre entre les dépenses et les recettes de l'Etat devrait être sa toute première priorité.

Il ne faut pas être féru de finances publiques pour comprendre que consentir des dépenses sans se voir garantir des recettes qui les financent ne conduit qu'à deux issues possibles : à court terme, la contraction d'une dette, ayant pour conséquence des dépenses publiques additionnelles (à savoir le service de la dette publique, en d'autres termes, les intérêts de la dette) et à moyen terme, l'augmentation substantielle des impôts ou la diminution drastique des dépenses publiques afin d'honorer le remboursement de cette dette.

Cette issue est tellement certaine que plusieurs Etats ont introduit la règle d'équilibre des dépenses et des recettes dans leur Constitution. Ainsi, l'article 110 de la loi fondamentale allemande de 1949 dit que les recettes et les dépenses doivent s'équilibrer. En cas de dépassement ponctuel, l'article 109 de la même loi exige quant à lui que le déficit structurel du budget fédéral allemand ne puisse pas dépasser 0,35 % du Produit Intérieur Brut (PIB). Plusieurs autres Etats, dont la France, l'Espagne, le Portugal ou encore la Suisse, ont mis en place des dispositions similaires pour éviter tout dérapage budgétaire, ceci afin d'éviter le fardeau d'une dette publique prohibitive qu'il faudra tôt ou tard rembourser.

En Belgique, la dette publique de l'Etat fédéral atteint aujourd'hui un montant de 398 milliards d'euros, soit près de 102% du PIB. D'une maturité moyenne (duration) de 10 ans, la dette publique revêt un taux d'intérêt implicite de 2,04 %, ce qui se traduit par un montant d'intérêts que l'Etat doit payer chaque année à ses créanciers de l'ordre de

11 milliards d'euros (ce qui représente tout de même un cinquième du montant annuel des pensions, un tiers du montant des soins de santé ou encore un dixième des dépenses des fonctions régaliennes de l'Etat). A ce jour, la Belgique est donc engagée à rembourser dans 10 ans 398 milliards d'euros et à payer la coquette somme de 110 milliards d'euros sous forme d'intérêts durant la prochaine décennie.

Le débat politique actuel semble se centrer autour du maintien ou non du retour à l'équilibre budgétaire, comme si cet équilibre était optionnel ou constituait un choix sociétal. En réalité, le véritable choix de société qui doit être fait par les électeurs à l'issue du débat démocratique ne se situe pas au niveau du retour ou non à l'équilibre budgétaire, mais bien au niveau de la manière d'arriver à cet équilibre. Trop souvent, les corps intermédiaires (par méconnaissance ou par démagogie) confondent équilibre budgétaire et austérité. En réalité, l'austérité n'est qu'une des armes disponibles pour atteindre l'équilibre budgétaire. Les représentants de l'Etat disposent en effet d'une panoplie bien plus large pour équilibrer les finances publiques et peuvent combiner augmentations d'impôts et diminutions de dépenses publiques pour parvenir aux mêmes fins.

C'est précisément sur ce dernier point que les électeurs doivent se prononcer dans un débat démocratique. Dans cette période de formation des exécutifs régionaux, communautaires et fédéral, espérons que les hommes et femmes politiques en charge de la rédaction des programmes de gouvernement pour la prochaine législature ne braderont pas la saine gestion des finances publiques que les précédents gouvernements des 30 dernières années ont peiné à mettre en place.

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)

558,35 -2,4%⁽¹⁾ ↓
+14,4%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

3.570,81 -3,5%⁽¹⁾ ↓
+10,1%⁽²⁾ ↑

CAC 40 (France)

5.480,48 -0,7%⁽¹⁾ ↓
+15,8%⁽²⁾ ↑

DAX (Allemagne)

11.939,28 -2,0%⁽¹⁾ ↓
+13,1%⁽²⁾ ↑

FTSE (G-B)

7.207,18 -5,0%⁽¹⁾ ↓
+7,1%⁽²⁾ ↑

SMI (Suisse)

9.895,65 -0,2%⁽¹⁾ ↓
+17,4%⁽²⁾ ↑

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.136,23 -1,4%⁽¹⁾ ↓
+13,6%⁽²⁾ ↑

DJIA (USA)

26.403,28 -1,7%⁽¹⁾ ↓
+13,2%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

7.962,88 -2,6%⁽¹⁾ ↓
+20,0%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

16.442,07 +0,2%⁽¹⁾ ↑
+14,8%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

20.704,37 -3,8%⁽¹⁾ ↓
+3,4%⁽²⁾ ↑

MSCI World

2.138,52 -2,2%⁽¹⁾ ↓
+13,5%⁽²⁾ ↑

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



Lors de nos conférences en 2015, nous avons abordé le périlleux sujet des "cycles économiques". Dans cet exercice difficile, voire parfois mortel (l'économiste Nikolai Kondratiev, célèbre pour sa théorie des cycles économiques, est mort fusillé par les purges de Staline), nous avons avancé l'hypothèse de l'existence d'un cycle économique "naturel" dont la durée est comprise entre 8 et 10 ans. Mieux, nous avons également mis en avant que le dernier point haut théorique du cycle (c'est-à-dire la dérivée seconde en mathématique) devrait se situer vers la fin 2015/début 2016 et qu'un point bas théorique devrait intervenir courant de l'année 2020. A l'heure d'écrire ces lignes, il ne fait pas l'ombre d'un doute parmi le consensus des économistes que nous nous situons bel et bien dans un cycle économique baissier, et ce malgré les innombrables et interminables interventions des banques centrales.

La pensée économique Marxiste et Keynésienne (qui prône pour l'interventionnisme à tout va) et les pseudos théories monétaires (notamment concernant la relation entre la monnaie et l'inflation) dont nous sommes abreuvés depuis les années 1930 (et encore enseigné aujourd'hui dans les universités), ont échoué une fois de plus, mais certains hauts responsables -particulièrement en zone euro- semblent encore fuir la réalité qui les rattrape. En effet, les derniers chiffres économiques sont sans appel : les Etats-Unis sortent encore bien mieux que la zone euro (respectivement +2,3% de croissance contre +1,1% sur un an glissant). Pire et de manière sarcastique, la croissance économique en France (+0,2% au Q2 2019) ressort supérieure à celle de l'Allemagne (-0,1% sur la même période). Lorsque le pays des "35 heures" fait mieux le pays "mercantile", le ralentissement économique n'est plus une question mais un fait.

Le cycle économique haussier est donc bien derrière nous, mais tout n'est pas noir. En effet, lorsque l'on se penche sur les indicateurs PMI (indice des directeurs des achats) au niveau mondial, l'indice PMI Composite (indicateur global de l'activité économique) reste toujours en territoire positif : il n'y a donc pas de récession économique. Dans le détail, c'est le secteur des services qui tire à la hausse la croissance économique, et ce dans toutes les principales régions du monde. L'ombre au tableau vient donc pour l'heure du secteur manufacturier. L'indice PMI Manufacturing se situe effectivement sous la barre fatidique des 50 points depuis le mois de mai 2019, indiquant ainsi une décroissance. Plus en détail encore, la récession enregistrée sur le secteur manufacturier est visible à la fois en Europe (d'où la douche froide sur le secteur automobile en Allemagne), au Japon et en Chine, mais n'atteint pas -encore- les Etats-Unis. La question en suspens actuellement chez les économistes est donc très simple, comment va évoluer dans les prochains mois le secteur des services ?

En effet, bien que le secteur manufacturier soit en récession, le secteur des services est resté très résistant. Pour preuve, l'écart entre le PMI des industries manufacturières et celui des services a aujourd'hui atteint son plus haut niveau en cinq ans. Mais cette inhabituelle divergence ne peut persister si longtemps. A titre d'exemple, entre 2004 et 2005, l'écart avait été comblé par un rebond du secteur manufacturier. A l'inverse, entre 2012 et 2013, il avait été suivi d'une baisse de l'indice des services. La mesure dans laquelle le secteur des services peut rester isolé des problèmes actuels que rencontre le secteur manufacturier sera un facteur déterminant pour l'évolution des perspectives économiques des prochains mois.

Face à ce contexte économique morose, les marchés actions semblent être totalement déconnectés des tendances économiques sous-jacentes (hormis certains secteurs bien particuliers comme celui de l'automobile et bancaire en Europe). En effet, les indices boursiers continuent sur leur trajectoire haussière malgré les révisions à la baisse des bénéfices par actions (des baisses essentiellement concentrées sur la Chine, le Japon et la zone euro). En réalité, le capital (l'argent) se tourne tout simplement vers la préservation (c'est à dire la sécurité) plutôt que vers le profit (c'est à dire la recherche à tout prix de la plus-value). Dans ce contexte, les actions Suisses se classent donc naturellement en tête du podium en Europe, et au niveau mondial se sont les actions américaines qui restent les leaders. Car n'oublions pas le fil conducteur de toutes nos conférences depuis 2015, il existe aujourd'hui une bulle financière qui est bien réelle, et celle-ci se situe sur les obligations souveraines. Qu'on le veuille ou non, le taux d'intérêts correspond au coût du risque et du temps, or lorsque des pays aux déficits budgétaires chroniques depuis près de 50 ans empruntent à des taux négatifs, il y a quelque chose qui ne tourne pas rond. A ce titre, alors que Mario Draghi va passer les rênes de la banque centrale européenne à Christine Lagarde, l'institution monétaire détient actuellement plus de 20% de la dette des pays de la zone euro alors bien même que le traité de Maastricht en 1992 interdisait formellement le financement direct par une banque centrale. Pis, la base monétaire (= la monnaie de la banque centrale) a nettement plus progressé que les encours bancaires. En voulant inonder la maison de liquidité, le BCE a seulement rempli un verre d'eau.

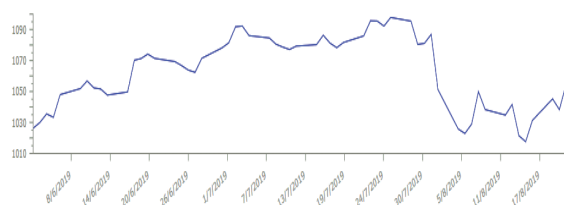
Enfin et toujours sur le sujet de la dette, avec un ralentissement brutal de son économie, des voix se lèvent de plus en plus en Allemagne pour envisager la possibilité d'une relance budgétaire (l'on parle actuellement d'une enveloppe de 50 milliards d'euros). Le conservatisme budgétaire allemand montrerait-il des signes de capitulations ? Si tel était le cas, l'Allemagne donnerait alors la clé de la cave à vin, aux alcooliques de la dette en Europe. Tout un spectacle.



Europe

Depuis le début d'année, l'ensemble des indices boursiers en Europe enregistrent une performance positive, le BEL 20 restant quelque peu en retard en raison de sa composition (de nombreuses entreprises belges ayant des activités fortement liées au cycle économique). Les investisseurs attentifs pourront toutefois constater un fait très singulier qui marque notre époque. A titre de rappel, l'indice MSCI Europe sert à mesurer la performance des actions de grandes capitalisations dans 15 pays développés sur le continent européen. Or, lorsque l'on observe la composition précise de cet indice boursier, les trois premières capitalisations sont des valeurs suisses (respectivement Nestlé, Roche Holding et Novartis) et les trois suivantes sont anglaises (HSBC, Royal Dutch et BP). Outre le fait que 3 de ces 6 valeurs se trouvent dans notre portefeuille en Gestion, l'investisseur - attentif - constatera donc que les 3 premières actions de l'indice MSCI Europe se situent dans un pays qui n'est ni dans l'Union européenne, ni en zone euro et que le second pays est sur le point d'en sortir. Les indices boursiers seraient-ils un sondage fiable de la tendance économique à long terme ? L'avenir nous le dira.

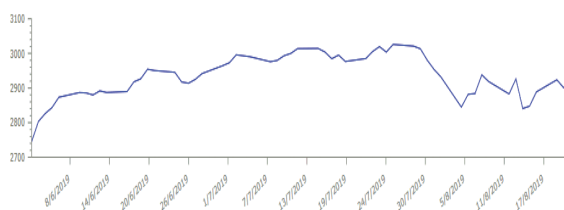
EURO STOXX 50



États-Unis

Le début du mois d'août a été pour les indices américains un "Halloween" avant l'heure. L'indice de la "peur", c'est à dire le VIX (indicateur qui mesure la volatilité du S&P 500) s'est en effet rapproché dangereusement de la zone des 25 points. Plus de peur que de mal, car après une violente baisse de 7% en quelques jours les investisseurs ont profité de la correction pour revenir sur les actions. Enfin, concernant la publication des résultats du T2, les revenus et bénéfices des entreprises sont ressortis en moyenne au-dessus des attentes.

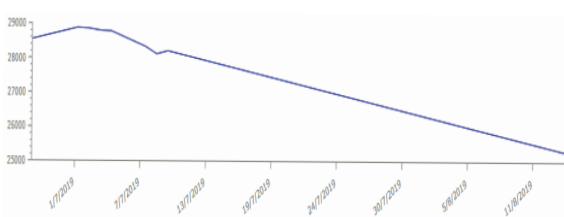
S&P 500



Pays émergents

La bourse de Buenos Aires a chuté de plus de 35% en une seule séance le 12 août dernier. La dégringolade s'explique par la défaite du président libéral sortant (Mauricio Macri) aux élections primaires du prochain scrutin en octobre. De l'autre côté de la terre, l'indice boursier de Hong Kong (l'indice Hang Seng) a perdu plus de 15% depuis le mois d'août. Le mouvement de contestation antigouvernementale pèse sur la place financière de la Chine, et si Pékin devait réagir comme en 1989 (lors des événements de Tian An Men), les places asiatiques pourraient être fortement impactées.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Produit Intérieur Brut	1,3%	1,8%	09/09
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,30%	12/09
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	12/09
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	1,00%	13/09
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	66,0	17/09
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,00%	2,25%	18/09
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	18/09
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-5,80	24/09
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	91,3	24/09
EMU	Confiance économique	-	103,1	27/09
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-2,30%	30/09

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
1,50%	-52 ⁽¹⁾ ↓ -119 ⁽²⁾ ↓
EUR	
-0,70%	-26 ⁽¹⁾ ↓ -94 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
-0,70%	-26 ⁽¹⁾ ↓ -94 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
-0,44%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -93 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
-0,34%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -112 ⁽²⁾ ↓
Espagne	
0,11%	-18 ⁽¹⁾ ↓ -131 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
-0,42%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -97 ⁽²⁾ ↓
France	
-0,40%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -111 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
1,63%	-41 ⁽¹⁾ ↓ -277 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
-0,08%	-17 ⁽¹⁾ ↓ -98 ⁽²⁾ ↓
Italie	
1,00%	-54 ⁽¹⁾ ↓ -174 ⁽²⁾ ↓
Pays-Bas	
-0,55%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -94 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
0,13%	-22 ⁽¹⁾ ↓ -160 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
en points de base

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

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

Les mois d'été auront été marqués par une ruée vers les obligations, tirant les taux vers le bas. L'encours en obligations à rendement négatif atteint ainsi des niveaux records. La courbe des taux (c.-à-d. des obligations toutes maturités confondues) à la fois en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse, en Suède et au Danemark est négative depuis le début du mois d'août. Cette pression baissière sur les taux s'est d'abord produite en Europe, et peut en partie être attribuée à la plus grande incertitude, aux conflits commerciaux internationaux et à la détérioration des perspectives de croissance, mais aussi aux stimuli attendus de la BCE. Le changement de cap de la FED a également fait dégringoler le taux à long terme aux USA par la suite.

L'inflation dans la zone euro est inférieure à l'objectif de façon à peu près ininterrompue depuis début 2013. Elle est également en berne aux USA. Bien que le chômage se trouve à des niveaux exceptionnellement bas dans la zone euro tout comme aux USA, cela ne se traduit pas encore par une hausse du niveau général des prix. Les économistes s'attendent pour la plupart à ce que les banques centrales restent accommodantes de ce fait. Lors de sa réunion de politique monétaire du 25 juillet, la BCE a déjà annoncé son intention de maintenir ses taux d'intérêt aux niveaux actuels ou en-deçà jusque mi-2020 au plus tôt. La décision de Mario Draghi a été soutenue par plusieurs indicateurs qui donnent à penser que l'économie est en perte de vitesse. Un sondage trimestriel de la BCE a fait apparaître que les attentes concernant l'inflation dans la zone euro à long terme ont baissé pour atteindre leur plus bas niveau à ce jour (1,7%). L'indicateur PMI a quant à lui baissé de 0,7 point à 51,5 points, ce qui indique que la croissance de la zone euro a également connu une baisse inattendue en juillet. La confiance des entrepreneurs allemands est également tombée à son plus bas niveau en six ans. État donné que la BCE publiera de nouvelles perspectives de croissance et d'inflation en septembre, le marché des taux d'intérêt s'attend à ce que la BCE abaisse le taux d'intérêt des dépôts à sa réunion de politique monétaire du 12 septembre. Le taux des obligations d'État allemandes à dix ans a baissé par conséquent et a à présent franchi la barre de -0,7%. La BCE envisage également d'activer à nouveau le programme d'achat d'obligations en

vue d'accroître la masse monétaire et de stimuler l'inflation par la voie financière ("Quantitative Easing" ou "QE"). Quelles seront les obligations rachetées, cela reste à déterminer. La BCE s'est en effet toujours imposé des limites pour le nombre d'obligations d'État qu'elle rachète auprès de chaque instance officielle. Ces limites étant presque atteintes dans certains pays, il faudrait tout d'abord les revoir. De nouveaux achats d'obligations d'entreprises et de covered bonds sont également envisageables, mais tireraient les rendements davantage vers le bas et fausseraient encore le marché. Mario Draghi a toutefois souligné que la politique monétaire ne peut pas tout résoudre, et qu'une politique budgétaire plus rigoureuse est souhaitable. Les gouvernements disposant de surplus budgétaires devraient s'en servir afin d'aider l'économie européenne. Cela suppose une union économique mais aussi politique. Le successeur de Mario Draghi à la présidence, Christine Lagarde (toujours directrice du FMI), paraît soutenir les déclarations et les nouveaux plans de stimulation. Il ressort d'un questionnaire qu'elle a rempli par écrit qu'elle pense également que le taux peut encore baisser et que la politique monétaire doit rester accommodante au vu des risques actuels. La future présidente de la BCE semble toutefois prêter davantage attention aux conséquences néfastes de la politique de taux zéro pour la stabilité financière et le secteur bancaire. Les investisseurs n'escomptent dès lors aucun changement radical de politique.

La FED a également renoncé à ses projets de hausse continue du taux. Bien que les USA connaissent la période d'expansion ininterrompue la plus longue depuis 1854 (121 mois de croissance) et que le chômage y soit historiquement bas, la FED a abaissé son taux de 25 points de base vers une plage comprise entre 2 et 2,25% le 31 juillet, soit pour la première fois en dix ans. Elle a également arrêté de réduire son bilan. Avec cette décision politique, la FED espère stimuler l'inflation, soutenir la croissance et se prémunir contre les tensions commerciales et les inquiétudes concernant l'économie mondiale. Jerome Powell a souligné au demeurant qu'il s'agissait uniquement d'un ajustement de la politique, et non du début d'une nouvelle série de baisse de taux.

Marchés obligataires

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



Une aversion croissante au risque a suscité ces derniers mois un repli vers la qualité sur les marchés obligataires. Les tensions commerciales entre les USA et la Chine ont grimpé continuellement et ont paru prendre un tour extrêmement imprévisible ; la FED a changé de cap et abaissé son taux directeur pour la première fois en 10 ans ; à Hong-Kong, les manifestants battent le pavé depuis juin, craignant pour les libertés démocratiques ; le Brexit reste entouré d'incertitudes ; tandis qu'en Allemagne de nouvelles données ont confirmé le recul de l'économie, ce qui fournit des arguments supplémentaires pour une baisse de taux de la BCE en septembre. Le taux des obligations d'État allemandes à dix ans s'est ainsi retrouvé en-dessous de -0,7% et le taux américain à 30 ans a plongé pour la première fois sous les 2%. Un nombre record d'obligations sur le marché secondaire s'est échangé pour un rendement négatif. Les titres à rendement fixe ont par conséquent réalisé des performances record, les marchés des crédits américains faisant nettement mieux que leurs pendants européens. Dans les deux régions, la préférence est allée aux obligations de qualité et publiques.

La dernière semaine du mois d'août a été riche en émissions d'obligations en euros d'entreprises de qualité Investment Grade. Celles-ci profitent ainsi de conditions d'émission extrêmement favorables en raison des taux négatifs actuels. Diverses obligations ont dès lors été émises avec un rendement négatif. Orange est ainsi parvenue à lever 750 millions d'euros pour 7 ans, pour un rendement de -0,02 pour cent. Dès lors que de nombreux investisseurs privilégient encore les obligations à rendement positif, ils se tournent vers des catégories plus risquées et des obligations aux maturités plus longues, ce qui comprime également les rendements. Il est en outre très vraisemblable que la BCE lance un nouveau programme de rachat dans le courant du mois de septembre, ce qui pourrait donner lieu à des taux encore plus bas.

L'EONIA se trouve actuellement à -36 points de base. La courbe a connu une baisse cet été et indique que les participants au marché ont revu leurs attentes concernant les taux directeurs pour tous les horizons. La courbe reste ainsi en dessous de zéro sur l'ensemble de l'échéance, ce qui indique que les marchés escomptent une très longue période de taux d'intérêt directeurs négatifs. Fin août, cela impliquait qu'il fallait investir dans une obligation souveraine belge de 20 ans pour obtenir un rendement positif.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/08/19	Variation depuis 31/12/18
Investment Grade		
AAA	0,53%	-106
AA	0,51%	-84
A	-0,01%	-77
BBB	0,32%	-93
High Yield	0,78%	-120
	3,46%	-135

Source : Bloomberg

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/08/19	Variation depuis 31/12/18
Euribor 3 mois	-0,43%	-12
OLO 2 ans	-0,82%	-30
OLO 5 ans	-0,66%	-63
OLO 7 ans	-0,56%	-84
OLO 10 ans	-0,34%	-112
OLO 30 ans	0,52%	-125

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	VGP NV	3,500%	19.03.2026	105,41%	2,67%	NR	BE0002611896	1.000
NOK	NIB	1,875%	10.04.2024	102,33%	1,35%	I+++	XS1805263743	10.000
CAD	EIB	1,750%	30.07.2024	101,37%	1,46%	I+++	XS2033281176	1.000
GBP	KFW	0,875%	15.03.2022	100,77%	0,57%	I+++	XS1548459178	1.000
USD	Apple	2,150%	09.02.2022	101,12%	1,68%	I++	US037833AY62	1.000
USD	Bristol-Myers Squibb	2,000%	01.08.2022	100,73%	1,74%	I+	US110122AT56	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)

0,91 +0,8%⁽¹⁾
+4,4%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,11 +0,8%⁽¹⁾
-0,5%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,86 +3,2%⁽¹⁾
+7,7%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -2,1%⁽¹⁾
-1,1%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 +0,2%⁽¹⁾
+0,2%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,92 +1,3%⁽¹⁾
+3,6%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,61 -0,8%⁽¹⁾
-0,2%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,68 -0,1%⁽¹⁾
+7,0%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,85 -1,0%⁽¹⁾
-1,0%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -2,0%⁽¹⁾
-2,1%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,30 -1,4%⁽¹⁾
-2,9%⁽¹⁾

SEK/EUR (Suède)

0,09 -0,8%⁽¹⁾
-5,9%⁽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

En forte hausse sur le début du mois, l'euro s'est peu à peu mis à perdre du terrain face au dollar américain. Les tensions (géopolitiques/économiques) dans le monde poussent à la hausse le billet vert.



GBP/EUR

Volatile. La livre sterling est en effet fortement volatile ces derniers temps en raison des rumeurs relatives aux informations concernant le Brexit.



TRY/EUR

"La politique monétaire, c'est moi". Le chef de l'Etat turc, Recep Tayyip Erdoğan, avait fait dévisser la livre turque il y a 15 mois. En ce mois d'août, le calme semble être revenu, reste à savoir pour combien de temps.



NOK/EUR

La couronne norvégienne a fortement corrigé cet été par rapport à l'euro pour plusieurs raisons : faiblesse de son commerce extérieur, la chute des prix du pétrole et mauvais indicateurs économiques.



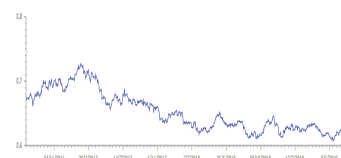
JPY/EUR

Une fois encore, la montée des risques (économiques et géopolitiques) continue de doper le Yen qui poursuit son ascension depuis le début d'année.



AUD/EUR

Réserve d'Australie (RBA) a récemment expliqué "qu'il est raisonnable de s'attendre à ce qu'une période prolongée de faibles taux d'intérêt soit nécessaire en Australie pour progresser dans la réduction du chômage et réaliser des progrès plus sûrs vers l'objectif d'inflation".





Performance boursière

Durant la période d'été, le taux à long terme belge a baissé de 41 points de base pour clôturer le mois d'août à -0,35%. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour établir les valorisations) a baissé plus rapidement (-51 points de base à 0,15%), ce qui a adouci la courbe des taux.

La forte baisse du taux a entraîné une hausse moyenne de 6,1% pour les SIR durant les mois de juillet et août, plusieurs d'entre elles clôturant même le mois d'août sur leur cours le plus élevé à ce jour. Les performances boursières ont cependant été très diverses. Les plus fortes baisses ont été à mettre au compte de Vastned Retail Belgium (-8,7%) et Wereldhave Belgium (-1,2%). Les plus fortes progressions ont été signées par Aedifica (+22,5%), Leaseinvest (+16,0%) et WDP (+14,5%).

Information financière

Les revenus locatifs de Befimmo ont augmenté de 1,8% pour atteindre 72,8 millions EUR au premier semestre 2019. Le résultat opérationnel a reculé de 7,4% à 54,8 millions EUR. Le bénéfice net a presque triplé à 100,6 millions EUR. La valeur totale du portefeuille a progressé de 2,1% à 2 685,7 millions EUR, avec un taux d'occupation de 95,46%. La VNI EPRA s'élevait à 60,95 EUR par action.

Cofinimmo a vu ses revenus locatifs augmenter de 8,0% (+2,2% sur base comparable) à 116,5 millions EUR au premiers semestre 2019, grâce à la croissance du portefeuille. Le résultat opérationnel avant résultats sur le portefeuille a progressé de 6,5% à 86,8 millions EUR. Le résultat net a reculé de 27,2% à 80,0 millions EUR. Cofinimmo a été très active au premier semestre 2019, avec 407 millions EUR en investissements (surtout dans l'immobilier de santé) et 32 millions EUR en désinvestissements. Son portefeuille s'est ainsi accru de 10% à 4,1 milliards EUR. La VNI EPRA s'élevait à 95,95 EUR par action.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/06/19	31/12/18	31/08/18		
Aedifica	102,80	22,5%	40,6%	39,8%	26,0	2,7%
Care Property Invest	27,50	12,7%	40,3%	49,6%	29,9	2,9%
XIOR	46,95	2,5%	25,4%	26,6%	29,2	2,7%
Home Invest Belgium	108,00	9,1%	19,4%	27,0%	28,5	4,8%
QRF	15,15	2,0%	16,2%	-7,1%	12,5	5,6%
Retail Estates	80,80	-0,6%	10,6%	9,0%	13,9	5,6%
Vastned Retail Belgium	44,20	-8,7%	14,3%	-3,4%	15,7	6,4%
Ascencio	56,80	-0,4%	21,6%	15,8%	12,7	6,3%
Wereldhave Belgium	79,60	-1,2%	2,8%	-8,0%	13,5	6,7%
Warehouses Estates Belgium	55,50	4,7%	15,3%	15,0%	12,6	7,6%
Leasinvest Real Estate	119,50	16,0%	38,5%	30,8%	17,6	4,7%
Befimmo	53,70	6,1%	12,5%	15,2%	16,0	6,5%
Cofinimmo	126,40	10,7%	19,4%	15,5%	17,9	4,6%
Montea	75,30	-0,1%	35,0%	61,5%	24,5	3,2%
WDP	169,40	14,5%	52,3%	44,5%	24,3	3,2%
Intervest Offices & Warehouses	26,50	7,3%	29,2%	28,7%	14,1	5,8%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

WDP a vu son résultat EPRA augmenter de 12,5% à 73,2 millions EUR au premier semestre 2019, grâce à la forte croissance du portefeuille. La forte augmentation du résultat net s'explique par une revalorisation de l'immobilier de 151,2 millions EUR. Le portefeuille total affichait une valeur de 3,78 milliards EUR (y compris les panneaux solaires), avec un taux d'occupation de 97,1%. Au premier semestre 2019, WDP a investi 44 millions EUR en nouveaux bâtiments avec un rendement moyen de 6,1% et a achevé divers projets pour une valeur totale de 85 millions EUR à 6,3%.

INTO a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 54,8% au premier semestre 2019, suite aux investissements réalisés (34% de la hausse) et à l'indemnité de rupture reçue de Medtronic (4,7 millions EUR), celle-ci ayant quitté anticipativement son immeuble à Opglabbeek. Au premier semestre 2019, deux immeubles logistiques ont été achetés aux Pays-Bas pour 24 millions EUR, suite à quoi la valeur totale du portefeuille s'élève désormais à 908,9 millions EUR, soit une VNI EPRA de 19,42 EUR par action. La marge opérationnelle s'est sensiblement améliorée, passant de 79% à 84% Medtronic inclus ou 82% hors Medtronic. Le bénéfice EPRA par action a progressé de 33,8% à 1,03 EUR.

XIOR a publié un excellent résultat opérationnel pour le premier semestre 2019 (+79,9%), à la faveur de la croissance du portefeuille (+60,5% à 982,0 millions EUR). La croissance du bénéfice EPRA par action (+17,2%) est inférieure en raison de l'augmentation de capital de juin 2018 (134 millions d'EUR), à l'occasion de laquelle 4,3 millions d'actions nouvelles ont été émises. La VNI EPRA s'élevait à 31,45 EUR par action.

Montea a vu son résultat locatif net augmenter de 38,8% à 32,1 millions d'EUR au premier semestre 2019, à la faveur des acquisitions récentes et des projets réceptionnés. Le résultat EPRA a progressé de 50,8% à 24,2 millions EUR, soit 1,65 EUR (+22,2%) par action. Le moindre pourcentage de croissance du bénéfice par action s'explique par l'augmentation de capital de 160 millions d'EUR en février 2019.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ AEGON NV (ISIN NL0000303709 - 3,46 EUR)

■ Profil

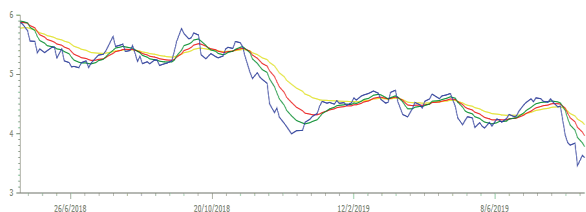
Aegon est l'une des plus grandes sociétés d'assurance vie au monde. Les primes brutes payées par activité sont subdivisées comme suit :

- assurance vie (87,8%);
- accidents et assurance maladie (10,3%);
- autres (1,9%): automobile, assurance incendie, etc.

Le groupe développe des activités bancaires en parallèle. Les ventes nettes sont réparties géographiquement comme suit: Pays-Bas (10,3%), Royaume-Uni (39%), Espagne et Portugal (0,8%), Europe (3,3%), Amériques (43,5%) et en Asie (3,1%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 5,21x
Cours/Actif Net : 0,37x
Rendement : 8,38%



■ Notre opinion

Forte génération de capital

Derniers résultats

Depuis 2018, Aegon ne publie plus de rapport trimestriel, mais seulement des rapports semestriels. Au premier semestre de 2019, Aegon a vu son chiffre d'affaires diminuer de 6,6%. Bien que les dépôts bruts aient été supérieurs à ceux du premier semestre de 2014, les sorties nettes de trésorerie se sont élevées à 2,6 milliards d'euros au premier semestre 2019, principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Le résultat brut sous-jacent a diminué de 5,1%, en raison principalement de la baisse des commissions tirées des régimes de retraite et des rentes variables (similaire à celle de notre branche 23) aux États-Unis et dans la gestion d'actifs. Les États-Unis représentent 57% de la marge brute sous-jacente d'Aegon. Le bénéfice net s'élève à 618 millions d'euros, grâce aux plus-values réalisées sur les obligations.

La solvabilité de la holding (Solvency II) a diminué de 14 points de pourcentage depuis la fin de 2018 pour s'établir à 197% à la fin de juin 2019, en raison d'une exigence de fonds propres plus importante pour les prêts hypothécaires néerlandais. L'excédent de capital de la Holding a augmenté

pour atteindre 1,6 milliard d'euros au S1 2019. La valeur comptable par action s'élève à 7,76 EUR.

Aegon versera un acompte sur dividende de 0,15 EUR (+7%) par action, éventuellement en numéraire ou en actions.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2018	S1 2019
Revenus - primes	9.929	9.276
Dépôts nets	3.891	-2.651
Marge brute	1.064	1.010
Bénéfice net	491	618
ROE – opérationnel	10,1%	9,6%

“Solvency buffer” : forte diminution aux Pays-Bas

Aegon Netherlands investit environ 50% de ses primes reçues dans des hypothèques néerlandaises. Celles-ci offrent un rendement plus élevé que les obligations d'État. Selon les règles européennes en matière d'assurance, les assureurs néerlandais doivent mettre de côté un capital relativement important pour couvrir les investissements.

Étant donné que le taux d'intérêt hypothécaire est resté relativement stable, mais que le taux d'intérêt sans risque (sur les obligations d'État) a considérablement chuté au premier semestre de 2019, il faut maintenant mobiliser beaucoup plus de capital pour les mêmes prêts hypothécaires. En conséquence, le ratio de solvabilité d'Aegon Pays-Bas est passé de 190% à 152%, alors que l'objectif du Groupe est de ne pas tomber en dessous des 155%. Cela ne signifie pas qu'Aegon devra renforcer la réserve de fonds propres de ses activités néerlandaises (comme en 2017), mais cela pourrait diminuer le montant des bénéfices néerlandais transféré au Groupe pour le paiement de dividendes.

Pour l'ensemble du Groupe, le ratio de solvabilité s'établissait à 197% (contre 215% à fin juin 2018), ce qui reste encore très solide.

Recommandation

Aegon dispose d'une importante solvabilité et génère un cash-flow libre important. De plus, le ratio d'endettement s'est systématiquement amélioré ces dernières années. Malgré une solvabilité et une rentabilité en diminution, Aegon peut augmenter son dividende de 7% en raison de la forte génération de capital (765 millions d'euros) au niveau Groupe. En conséquence, le rendement de dividende brut attendu pour l'année complète est supérieur à 8%. Nous sommes à "l'Achat".

■ Analyse technique

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

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ KLEPIERRE (ISIN FR0000121964 - 28,32 EUR)

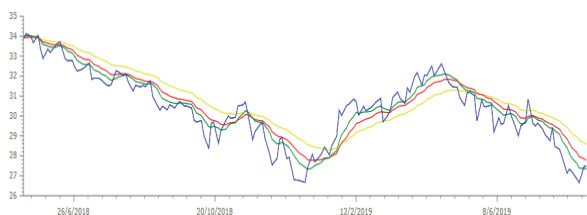
■ Profil

Acteur majeur de l'immobilier de centres commerciaux en Europe, Klépierre associe une expertise en termes de développement, de gestion locative et d'asset management. Son patrimoine est évalué à 23,9 milliards d'euros à fin 2018 (dans 16 pays en Europe).

Klöpierre détient une participation majoritaire de 56,1% dans Steen & Ström, le plus grand propriétaire de centres commerciaux scandinaves. Le plus grand actionnaire de Klöpierre est Simon Property Group (20,99%; leader mondial du secteur des centres commerciaux) et APG (10,09%), fonds de pension aux Pays-Bas.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,89x
Cours/Actif Net :	0,82x
Rendement :	7,79%



■ Notre opinion

Le spécialiste des centres commerciaux européens

Profil

Klöpierre est un acteur majeur de l'immobilier commercial en Europe continentale. Présent dans 57 villes de 16 pays, avec plus de 150 millions de clients. Le groupe dispose d'une vaste expérience dans le développement, la gestion et l'exploitation de centres commerciaux.

Au 30 juin 2019, la valeur totale du portefeuille immobilier était estimée à 24 milliards d'euros (hors minoritaires), dont 98,6% étaient des centres commerciaux. Le taux d'occupation était de 97%. Le "taux de réversion" est en moyenne de 9,4%, c'est-à-dire que le loyer minimum garanti pour les immeubles rénovés et reloués est en moyenne supérieur de 9,4% aux loyers du portefeuille existant.

Les principaux actionnaires du groupe sont Simon Property Group (20,99%) et APG (10,09%).

Evolution du portefeuille en 2019

Au premier semestre 2019, Klöpierre a cédé 256,7 millions d'euros d'actifs (soit 11 centres commerciaux) à un prix moyen en moyenne supérieur de 5,5% à la valeur comptable. Le cash généré par les cessions a été principalement utilisé pour le programme de rachat d'actions et pour la réduction des dettes financières. Les investissements du S1 2019 (127,8 millions d'euros) ont été financés par le cash-flow opérationnel.

Klöpierre détient un pipeline de développement d'environ 2,5 milliards d'euros pour une superficie totale de 557.890 m². Environ 16% de ce portefeuille de projets de développement (401 millions d'euros - rendement de 6,4%) sont des projets déjà engagés, dont 43% ont déjà été mis en œuvre.

Structure financière

Klöpierre a un taux d'endettement relativement faible, avec un ratio "loan-to-value" de 36,7% et une couverture confortable des intérêts de 7,9x. 69% de la dette financière est constituée d'obligations, 8% de prêts hypothécaires, 19% de papiers commerciaux et 4% de prêts aux entreprises.

Le coût de financement moyen au S1 2019 était de 1,5%, avec une durée de 5,7 ans à fin juin 2019. 95% de la dette est à taux fixe. La trésorerie disponible s'élève à 3,2 milliards d'euros. L'émission obligataire la plus récente (600 millions d'euros sur 11 ans en juin dernier) s'est déroulée avec succès (coupon de seulement 0,625% !) Une obligation de 275 millions d'euros doit être refinancée en septembre.

Depuis début 2019, Klöpierre a acheté pour 158 millions d'euros de ses propres actions. La dette nette a diminué de 57 millions d'euros, à 8,8 milliards d'euros à fin juin 2019, mais le ratio "Loan-to-Value" a légèrement augmenté pour atteindre 36,7%.

Programme de rachat d'actions

Le 6 février 2019, Klöpierre a annoncé le lancement d'un nouveau programme de rachat d'actions d'un montant maximal de 400 millions d'euros. Cette opération est conforme à l'autorisation donnée par l'assemblée générale du 19 avril 2016 d'acquiescer un maximum de 10% du capital. L'objectif est d'annuler les actions rachetées. Fin juin 2019, 40% du programme était mis en œuvre et 5.091.144 actions avaient été achetées pour un montant de 158 millions d'euros.

Recommandation

Nos modèles de valorisation pointent un objectif de cours à 31,4 EUR par action. Le cours cible moyen des analystes est de 32,46 EUR. Nous sommes à "l'Achat".

■ Derniers résultats

Les revenus locatifs nets ont augmenté de 1,2% en 2018 pour atteindre 1.119 millions d'euros. Sur une base comparable, le NRI (Net Rental Income) a augmenté de 3,4%. Le bénéfice d'exploitation a augmenté de 1,3%, à 1.025,7 millions d'euros. Le cash-flow opérationnel net par action a augmenté de 6,5%, à 2,65 EUR. Pour l'année 2018, un dividende brut de 2,10 EUR par action a été versé.

La valeur de l'ensemble du portefeuille immobilier a augmenté de 0,1% à EUR 24 439 millions. La valeur nette d'inventaire (EPRA NAV) s'élevait à 40,5 EUR par action.

Au premier semestre de 2019, les revenus locatifs nets n'ont pas augmenté. 256,7 millions d'euros d'actifs ont été vendus, tandis que 127,8 millions d'euros de nouveaux investissements ont été réalisés. Les dettes financières nettes ont légèrement diminué pour atteindre 8,82 milliards d'euros. L'ANR EPRA est tombé à 40 EUR par action.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



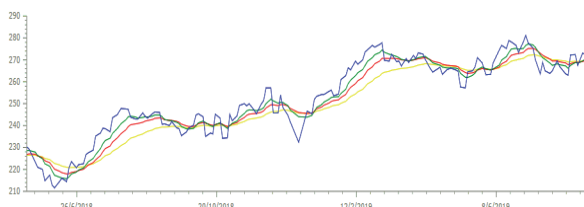
ROCHE (ISIN CH0012032048 - 263,6 CHF)

Profil

Roche a été fondée en Suisse en 1896 et s'est depuis développée pour devenir un acteur mondial du secteur pharmaceutique et du diagnostic. Le groupe compte plus de 90.000 employés et est actif dans plus de 100 pays. Chaque année, Roche investit en moyenne 9 milliards de francs dans la recherche et le développement. 30 médicaments Roche figurent sur la liste des médicaments essentiels de l'OMS.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,8x
Cours/Actif Net : 5,82x
Rendement : 3,48%



Notre opinion

Forte croissance et un pipeline bien rempli

Profil

Roche est le leader mondial dans le traitement du cancer et l'un des principaux acteurs du diagnostic in vitro. Roche est également la plus grande entreprise de biotechnologie au monde, avec 17 produits biopharmaceutiques sur le marché.

En 2018, Roche a réalisé un chiffre d'affaires de 56,8 milliards de francs suisses, dont 77,5% dans le secteur pharmaceutique et 22,5% dans le diagnostic. Le bénéfice de base s'est élevé à 20,5 milliards. 11,0 milliards ont été investis en recherche et développement au cours de l'année. Les produits pharmaceutiques les plus vendus sont l'Ocrevus (neurologie de 2,5 milliards de francs suisses), le Perjeta (oncologie de 2,7 milliards de francs suisses) et le Tecentriq (oncologie de 772 millions de francs suisses). Dans le diagnostic, le produit le plus vendu est le Cobas pour l'immunologie (4,2 milliards francs suisses).

Un pipeline bien rempli

À la fin de juin 2019, Roche disposait d'un pipeline bien rempli de 41 NME (nouvelles entités moléculaires) et de 20 IA (Indications complémentaires = extensions ou autres indications de médicaments existants) en phase I. Pour la phase II, il s'agissait de 15 NME et de 10 IA et en phase III, il y avait 11 NME et 32 IA. 3 NME et 7 IA sont en phase d'enregistrement en vue de leur lancement.

Bilan très solide et taux d'endettement acceptable

Roche affichait une dette financière nette de 8,4 milliards de francs suisses et un ratio dette nette / fonds propres de 27,6% au 30 juin 2019. En 2019, 2 milliards de dollars (1.953 millions CHF) de dette doivent être refinancés. Ceci est entièrement couvert par les lignes de crédit disponibles et la partie trésorerie. En 2020, des dettes de 600 millions de dollars (586 millions CHF) arriveront à échéance. Les fonds propres représentent 38,7% du total du bilan.

Roche a obtenu une note LT (long terme) de Aa3 de la part de l'agence Moody's et de AA pour Standard & Poor's, toutes deux avec des perspectives stables.

Recommandation

La croissance de Roche est tirée par les solides ventes du Tecentriq (oncologie), de l'Hemlibra (hémophilie), de l'Ocrevus (sclérose en plaques) et du Kadcycla, mais partiellement freinées par le lancement de concurrents génériques (Rituxan, Herceptin et Avastin) et par des effets de taux de change négatifs. Le 16 septembre 2019, Roche organisera une journée des investisseurs (Investor Days).

Le titre Roche est raisonnablement attractif par rapport à ses pairs. L'exercice de valorisation donne un objectif de cours situé à 295 CHF par action. En conséquence, nous sommes à "Renforcer".

Derniers résultats

Roche a enregistré une croissance de ses ventes de 8,4% au cours des six premiers mois de 2019, principalement en raison de la bonne performance de la division pharma (+10,7%), tandis que celle de la division diagnostics (+0%) a affiché une performance plus faible.

L'augmentation des ventes et la légère amélioration de la marge (+90 points de base à 40,6%) ont entraîné une augmentation de 10,8% du résultat brut d'exploitation, qui s'est établi à 12,4 milliards de francs suisses. Le bénéfice net d'exploitation a augmenté de 14,0% à 9,9 milliards de francs suisses, soit 11,12 EUR par action.

Le cash-flow opérationnel réalisé depuis le début de l'année a diminué de 11,6%, à 5,3 milliards de francs suisses. En raison des bons résultats, la société a augmenté ses prévisions de bénéfice d'exploitation pour l'ensemble de l'exercice.

Perspectives 2019

Roche a relevé ses perspectives pour 2019 et prévoit maintenant une croissance du chiffre d'affaires comprise entre 5 et 10%. Le résultat net par action devrait évoluer parallèlement à la croissance des revenus, à taux de change constant. Roche s'attend à payer un dividende plus élevé.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ VIB VERMÖGEN AG (ISIN DE0002457512 - 26,70 EUR)

■ Profil

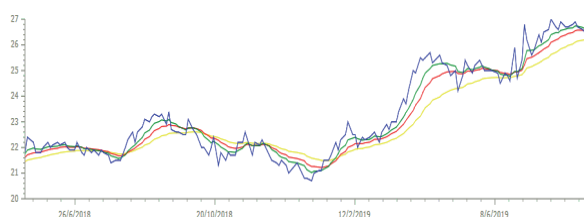
VIB Vermögen AG est une société de portefeuille spécialisée dans le développement, l'achat et la gestion d'immobilier commercial.

Son portefeuille immobilier comprend des immeubles logistiques, des immeubles industriels, des centres commerciaux et des parcs de magasins, ainsi que des centres commerciaux et de services.

La société a été fondée en 1993 et a son siège à Neuburg an der Donau, en Allemagne.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11,17x
Cours/Actif Net : 1,28x
Rendement : 2,77%



■ Notre opinion

Croissance dans une région économiquement forte

Profil

Fondée en 1993, VIB Vermögen est une société immobilière spécialisée dans le développement, l'achat et la gestion d'immeubles commerciaux dans le sud de l'Allemagne. L'accent est mis sur les secteurs de la logistique, de l'industrie légère et de la vente au détail.

Au 30 juin 2019, la valeur du portefeuille immobilier s'élevait à 1.236,5 millions d'euros pour une surface locative de 1.138.150 m². Les contrats de location ont une durée moyenne de 5 ans et 3 mois et un rendement locatif moyen de 7,02%. Le portefeuille compte 108 immeubles et affiche un taux d'occupation de 99,3%. Les 10 locataires les plus importants représentent 44,3% du total des revenus locatifs et sont répartis sur 41 emplacements. Le locataire le plus important est Gartenfachmarkt Dehner avec 8,3% des revenus locatifs.

Au second semestre de 2019, VIB Vermögen prévoit de livrer deux autres projets : Interpark Ingolstadt (27.500 m²) et Ehningen (9.100 m²). En 2020, 2 projets supplémentaires seront ajoutés : Interpark Ingolstadt (87.000 m²) et Göppingen (10.170 m²).

Accord stratégique avec WDP

VIB Vermögen et WDP ont conjointement signé une lettre d'intention pour l'expansion conjointe de leur portefeuille

immobilier logistique en Allemagne, dans les régions du Rhin Nord-Westphalie, Brême et Hambourg. In fine, cet accord permettra aux deux sociétés d'élargir la répartition géographique du portefeuille.

Les investissements concerneront principalement le type "develop and hold" (développer et conserver en portefeuille) et les achats sélectifs d'immeubles semi-industriels et logistiques. Une entreprise (« joint-venture », 50/50) est en train d'être créée pour ce partenariat. Grâce à cet accord, VIB Vermögen peut étendre son domaine d'activité au nord.

Une structure financière saine

Au 30 juin 2019, l'endettement financier net s'élevait à 636,3 millions d'euros, pour un coût de financement moyen de 2,15%. Le ratio des fonds propres et le ratio "loan-to-value" sont restés relativement stables, à 42,9% et 50,8% respectivement.

Environ 93,2% de la dette est à taux fixe. En 2019, il y a environ 24 millions d'euros des dettes à taux fixe venant à échéance (taux d'intérêt de 4,42%). Il y a également des dettes à taux variable de 50 millions d'euros (avec un taux d'intérêt de 0,94%).

Recommandation

L'exercice de valorisation conclut que l'action est correctement valorisée, avec une valeur intrinsèque proche des 27,50 EUR. Nous sommes donc à "Conserver".

En plus de l'exercice de valorisation, nous vous rappelons que l'action appartient à la catégorie "Dividend Aristocrats" (le dividende a été maintenu ou augmenté au cours des 10 dernières années).

■ Derniers résultats

Le chiffre d'affaires a augmenté de 3,9% en 2018, à 86,79 millions d'euros. La marge brute avant impôts (EBT) a progressé à un rythme légèrement supérieur, grâce à la baisse des coûts de financement et aux réévaluations positives du portefeuille immobilier. Le résultat par action de l'EPRA a augmenté de 11%, à 1,51 EUR. L'ANR EPRA intrinsèque s'élevait à 20,3 EUR par action. VIB Vermögen verse un dividende brut de 0,65 EUR par action (+8,3%) pour l'ensemble de l'exercice.

Au cours du premier semestre de 2019, les revenus locatifs ont augmenté de 5,9%, tandis que l'ANR EPRA a encore augmenté pour atteindre 21,28 EUR par action. Le BPA EPRA a augmenté de 10,8%, à 0,81 EUR.

■ Perspectives

VIB Vermögen donne des perspectives assez détaillées pour 2019 et prévoit :

- Chiffres d'affaires : 88,5 / 92,5 millions EUR
- EBT : 52,0 – 54,5 millions EUR
- Free cash-flow (FFO) : 45,5 / 48 millions EUR.

Gestion de portefeuilles

Jonas Theyskens
Gestionnaire de portefeuille



■ Environnement

Sur les marchés financiers, juillet et août sont généralement des mois relativement calmes. La période des vacances induit traditionnellement une baisse des volumes, une volatilité moindre et donc peu d'animation sur les places boursières. Pourtant, ceux qui ont suivi l'actualité des derniers mois confirmeront sans aucun doute que la tradition n'a pas été honorée cette année, bien au contraire. Les investisseurs ont été inondés de nouvelles, de données économiques et bien sûr de tweets qui ont fait des vagues sur les marchés financiers, tout cela contribuant à rendre la période très turbulente.

Après un début compliqué en juin, les bourses mondiales sont reparties à la hausse pour approcher les plus hauts niveaux de l'année. Cette reprise trouvait son origine dans les paroles apaisantes de la Fed et de la BCE, dont les investisseurs ont déduit que les banques centrales seraient ouvertes à une politique plus souple. Le franc rétablissement des cours devait toutefois être pratiquement anéanti durant les premiers jours d'août, la baisse étant amorcée par une conférence de presse de Jerome Powell, président de la Fed, que les marchés financiers ont peu goûtée. Comme attendu, la Fed allait procéder à une baisse de taux pour la première fois en dix ans, mais c'est le discours de Powell qui a déclenché une forte vague de ventes. Avec les mots *Midcycle Adjustment*, le président de la Fed indiquait que, vu la bonne santé persistante de l'économie américaine, cette baisse serait une adaptation ponctuelle et n'inaugurerait pas une série de baisses des taux.

Avant même que les marchés financiers ne se remettent de la nouvelle, le président américain Donald Trump décidait de jouer des muscles et d'augmenter la pression sur la Chine. C'est via son canal privilégié qu'il a annoncé que les USA introduirait le 1er septembre de nouveaux tarifs à l'importation sur plus de 300 milliards de dollars en produits chinois. La réponse de Pékin ne s'est pas fait attendre. La Chine procédait non seulement à une dévaluation de sa devise, mais interdisait encore à ses entreprises publiques d'acheter des produits agricoles américains. Une escalade qui a fait de gros dégâts sur les marchés boursiers et a même valu à Wall Street sa plus grosse perte en une journée de cette année.

Outre la guerre commerciale qui a tenu les observateurs en haleine, les deux derniers mois ont encore connu quelques événements notables. Parmi ceux-ci, les protestations à Hong-Kong se sont poursuivies malgré les efforts du gouvernement pour reprendre le contrôle de la situation. Au Royaume-Uni, Boris Johnson est devenu Premier ministre, manifestant d'emblée sa volonté de mener le Brexit à bien, avec ou sans accord. Et enfin, la courbe des taux américaine s'est inversée

pour la première fois depuis 2005, signal souvent vu comme annonciateur d'une récession.

Aucune amélioration visible par ailleurs sur le plan économique, avec de derniers chiffres décevants pour la plupart des régions. L'industrie et l'industrie manufacturière continuent notamment de vivre des jours difficiles. La meilleure illustration en est la faiblesse des chiffres des PMI en Allemagne. Le moteur de la croissance de l'Union européenne a même flirté dernièrement avec la récession. Les économistes craignent que la faiblesse du secteur industriel se fasse sentir tôt ou tard dans le secteur des services et les marchés de l'emploi, encore en bonne forme pour le moment. L'exception reste le consommateur américain, qui continue de dépenser allègrement ce mois-ci et aide la croissance économique ce faisant.

La peur et l'incertitude sur les marchés financiers ont de nouveau augmenté et les investisseurs tournent de plus en plus le regard vers les banques centrales, dans l'espoir de nouvelles mesures d'aide et d'un assouplissement de la politique monétaire. Il s'agira donc de voir comment les décideurs réagiront aux différents défis et s'ils seront effectivement en mesure de remettre la croissance économique sur les rails.

Si l'environnement actuel, fait de tensions politiques et géopolitiques et marqué par un ralentissement de la croissance économique mondiale et une politique de taux bas de la part des banques centrales, n'est pas le plus propice pour les marchés d'actions, il se prête idéalement aux actifs considérés comme des valeurs refuges. Le plus connu d'entre eux est évidemment l'or, confirmé dans ce statut avec une hausse impressionnante de son cours. En l'espace d'une année, le métal noble s'est renchéri de près d'un quart et a franchi pour la première fois depuis 2013 la barre symbolique des 1 500 dollars l'once.

Gold Spot price in USD



■ Transactions

Les portefeuilles en gestion discrétionnaire ont eux aussi connu un été animé. Nous avons depuis quelque temps le sentiment que les marchés envisageaient l'avenir avec un

optimisme excessif. Les bourses mondiales atteignaient de nouveaux records tandis que les indicateurs économiques ne faisaient que reculer et que naissaient divers conflits politiques menaçant de s'emballer. La différence entre la situation sur les marchés financiers et ce que les chiffres nous disaient devenait grande. Nous avons décidé, après la forte reprise du premier semestre, de revoir notre stratégie pour les portefeuilles et de nous montrer un peu plus prudents que le marché en général. Nous avons donc profité des cours élevés de ces derniers mois pour repositionner nos portefeuilles. Le but de notre nouvelle stratégie était de réduire le risque dans les portefeuilles, de prendre les bénéfices sur certaines positions et de conserver des liquidités en suffisance pour de nouvelles opportunités.

Pour les profils à obligations, la nouvelle stratégie s'est principalement traduite dans la prise des bénéfices sur certaines positions autrices de belles performances, ou dans la vente d'obligations dont le risque avait augmenté. Nous disposons de la sorte de liquidités en suffisance pour le deuxième semestre.

Cette stratégie a été poursuivie en juillet et août avec la souscription à la nouvelle émission d'obligations de l'entreprise de traitement de déchets Renewi et la vente de deux obligations individuelles. Les nouvelles émissions d'obligations sont traditionnellement rares voire inexistantes pendant les mois de vacances, aussi l'émission de Renewi était-elle l'occasion toute trouvée de réinvestir les liquidités dans une obligation aux caractéristiques relativement intéressantes au vu des faibles rendements actuels. Il s'agit ici d'une green bond, ce qui veut dire que l'entreprise consacrera l'ensemble des fonds récoltés à des investissements écologiques. Nous avons aussi souscrit pour les profils à actions.

Il a été décidé durant la deuxième quinzaine de juillet de vendre notre position dans les obligations du détaillant allemand Metro pour tous les profils en gestion discrétionnaire. Nous avons également décidé la prise des bénéfices sur les obligations de l'assureur néerlandais Vivat.

Pour les profils à actions, plus dynamiques, nous avons exécuté ces derniers mois diverses transactions dans le cadre de la nouvelle stratégie. Nous avons entre autres réduit la pondération des actions dans les portefeuilles après la forte reprise du premier semestre, tout en profitant de la fuite vers les valeurs refuges pour augmenter notre exposition au thème or.

Plus spécifiquement pour les mois de juillet et d'août, outre les transactions sur obligations précitées, nous avons réalisé quelques transactions dans la partie actions individuelles des portefeuilles. Début juillet, nous avons décidé de prendre les bénéfices sur l'action Beiersdorf après la forte hausse de son cours au premier semestre. Les liquidités ainsi libérées ont servi à acheter des actions du groupe allemand Siemens. Siemens, le plus grand groupe industriel européen, est un aussi un aristocrate du dividende doté d'un bilan très sain. Le groupe se négocie en outre à une décote considérable par rapport aux autres entreprises de son secteur. En août, nous avons décidé de vendre notre position dans le fabricant de produit de luxe suisse Richemont. Les liquidités ont été à leur tour employées à l'achat du géant pharmaceutique Roche, suisse lui aussi. Ce changement a été motivé par la grande exposition de Richemont au marché asiatique et à la Chine en particulier, ainsi que par notre préférence pour les actions de qualité élevée par rapport aux actions cycliques comme celle de Richemont.

Perspectives et points d'attention

- La politique monétaire des banques centrales
- Les troubles politiques à Hong-Kong
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- D'éventuels tarifs à l'importation de produits européens aux États-Unis

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

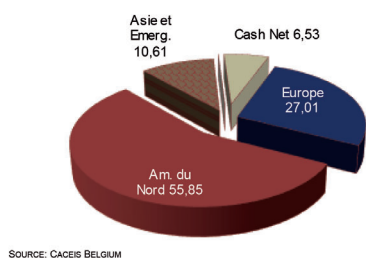
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

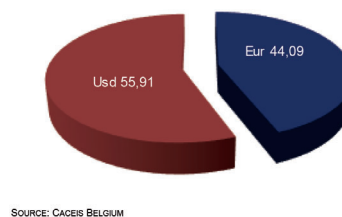
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

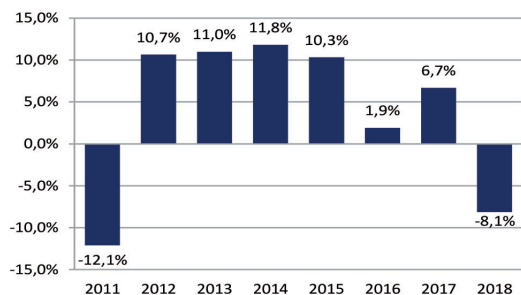
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 août 2019	16,40€
VNI plus haut (25 juillet 2019) :	16,63€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	2,63%
3 ans rend. actuariel :	5,93%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,68%

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 :	2,55%/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

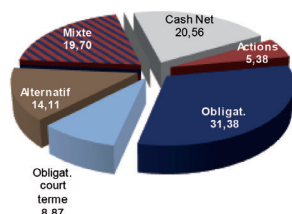
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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	

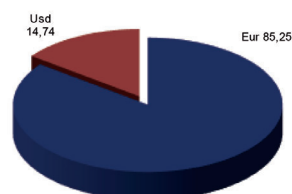
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la 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 % (*)



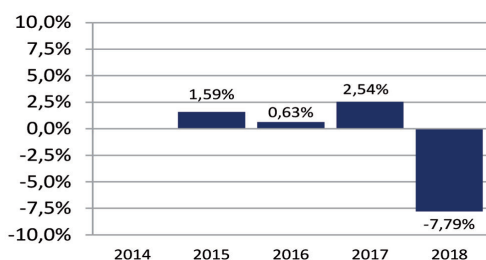
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 août 2019	9,81€
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 :	0,74%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,68%

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 :	2,03%/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.

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, 43	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 Christudreef, 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 :

30 août 2019