



**LELEUX ASSOCIATED BROKERS**

SOCIETE DE BOURSE  
BEURSVENNOOTSCHAP

# Revue mensuelle



Leleux Associated Brokers  
Novembre 2022



---

## Sommaire

Édito .....	3
Économie .....	4
Marchés boursiers .....	5
Taux d'intérêt.....	6
Marchés obligataires.....	7
Devises .....	8
Immobilier.....	9
Analyse Anheuser-Busch InBev.....	10
Analyse Adyen .....	11
Analyse Agfa-Gevaert.....	12
Gestion de Portefeuille.....	13-14
Leleux Invest.....	15-17
Siège et Agences.....	18



## Édito

Pour ceux qui ne l'on pas encore fait, investir aujourd'hui en obligations pourrait constituer une aubaine.

La chute brutale et sans précédent du prix des obligations a été provoquée par un concours de circonstances imprévisibles. Les hostilités militaires ont fortement perturbé les prix des produits de base, des denrées alimentaires et de l'énergie et ont considérablement entravé les politiques accommodantes des banques centrales. À présent dos au mur dans leur lutte contre l'inflation, ces dernières ont rehaussé le coût de l'argent à des niveaux inusités. Et la hausse orchestrée des taux d'intérêt monétaires a provoqué une chute historique des prix des obligations, tant par son ampleur que par son caractère exceptionnel.

Pour les investisseurs obligataires, la dégrue fait mal mais n'a rien de définitif ni de fatal, et les cours amorceront mécaniquement un mouvement de reprise avec le temps. Pour les nouveaux investisseurs par contre, ou pour les capitaux frais, cette période de crise pourrait bien constituer une aubaine. Car il est désormais possible de construire un portefeuille obligataire offrant un bon rendement en prenant des risques plus mesurés que par le passé. En effet, en prêtant à des entreprises de bonne qualité, il est désormais possible d'obtenir des rendements de l'ordre de 4 à 5%, sans nécessairement passer par la case des devises étrangères.

C'est donc la fin d'une longue traversée du désert, et un retour en grâce après une période où deux tiers des obligations d'État et d'entreprises avaient souffert des taux d'intérêt négatifs. Une fenêtre de tir s'ouvre à présent et les opportunités se manifestent

déjà dans tout l'univers obligataire (dette souveraine, dette d'entreprise, en euro, en devises, ...). Ajoutons aussi que pour la première fois depuis 10 ans, les rendements obligataires sont supérieurs à ceux des dividendes des actions. Émises en périodes de vaches maigres, beaucoup d'obligations sont de surcroît cotées en dessous du pair (en dessous du prix de remboursement), ce qui les rend fiscalement avantageuses pour les particuliers étant donné que le précompte mobilier est retenu sur le coupon (relativement bas) et pas sur le rendement brut (plus élevé). En outre, la plus-value attendue – la différence entre la valeur de 100% à l'échéance et le cours actuel – est exonérée d'impôt.

À moins d'une grave escalade militaire, nous supposons actuellement qu'une partie importante de la progression des taux longs est intégrée. Car, à chaque fois que les taux ont atteint des niveaux comparable à ceux observés actuellement, les rendements obligataires ont été soutenus pendant les 5 années suivantes.

Nos chargés de clientèle restent à votre entière disposition pour vous épauler dans votre quête obligataire. Leleux Associated Brokers met également à votre disposition deux portefeuilles obligataires en Gestion de Portefeuille, tout construits et entièrement diversifiés : le Bass, qui investit à 100% en euro, et le Baryton Bass, qui alloue de plus une proportion aux obligations libellées en devises fortes. N'hésitez pas à faire appel à notre expertise.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers Leleux Associated Brokers, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

**Olivier Leleux**  
Président du Comité de Direction

### Les chiffres clés du mois

<b>AEX 25 (Pays-Bas)</b> <b>670,62</b> +4,7% <sup>(1)</sup> ↗ -16,0% <sup>(2)</sup> ↘	<b>DAX (Allemagne)</b> <b>13 253,74</b> +9,4% <sup>(1)</sup> ↗ -16,6% <sup>(2)</sup> ↘	<b>DJ Stoxx 50 (Europe)</b> <b>3 543,44</b> +6,4% <sup>(1)</sup> ↗ -7,2% <sup>(2)</sup> ↘	<b>TS 300 (Canada)</b> <b>19 426,14</b> +5,3% <sup>(1)</sup> ↗ -8,5% <sup>(2)</sup> ↘
<b>BEL 20 (Belgique)</b> <b>3 567,43</b> +5,9% <sup>(1)</sup> ↗ -17,2% <sup>(2)</sup> ↘	<b>FTSE (G-B)</b> <b>7 094,531</b> +2,9% <sup>(1)</sup> ↗ -3,9% <sup>(2)</sup> ↘	<b>Dow Jones (USA)</b> <b>32 732,95</b> +14,0% <sup>(1)</sup> ↗ -9,9% <sup>(2)</sup> ↘	<b>NIKKEI (Japon)</b> <b>27 587,46</b> +6,4% <sup>(1)</sup> ↗ -4,2% <sup>(2)</sup> ↘
<b>CAC 40 (France)</b> <b>6 266,77</b> +8,8% <sup>(1)</sup> ↗ -12,4% <sup>(2)</sup> ↘	<b>SMI (Suisse)</b> <b>10 827,93</b> +5,5% <sup>(1)</sup> ↗ -15,9% <sup>(2)</sup> ↘	<b>NASDAQ (USA)</b> <b>10 988,15</b> +3,9% <sup>(1)</sup> ↗ -29,8% <sup>(2)</sup> ↘	<b>MSCI World</b> <b>2 547,72</b> +7,1% <sup>(1)</sup> ↗ -21,2% <sup>(2)</sup> ↘

<sup>(1)</sup> Différence sur un mois | <sup>(2)</sup> Différence au 31/12/2021

## Déséquilibres des comptes courants et régimes monétaires

Entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et l'année 1971, les réserves d'or des États-Unis ont fondu de 80%, le conflit au Vietnam ayant saigné le budget américain. Après bien des tergiversations, le président Nixon annonça la fin de la convertibilité du dollar en or : toutes les monnaies se mettront dorénavant à flotter les unes par rapport aux autres. Pendant les deux décennies qui suivirent, la volatilité entre les principales monnaies internationales sera à son comble, ce qui aboutira notamment en Europe à la mise en place 1/ du « Serpent monétaire européen » (1972) puis au « Système monétaire européen » (1979), et 2/ à une série d'accords internationaux concernant les interventions monétaires (accord du Plaza en 1985, accord du Louvre en 1987, etc.).

Pendant ce temps, la première puissance économique mondiale continua à faire fonctionner sa planche à billet de dollars afin de financer les déficits budgétaires. À ce petit jeu, l'on aurait pu penser que le dollar allait s'effondrer, mais il n'en fut rien et la dette américaine trouva inlassablement des acheteurs. En effet, depuis le milieu des années 1990, accumuler des réserves de changes en dollar américain est une politique délibérée des pays asiatiques (essentiellement la Chine et le Japon) et du Moyen-Orient. En vendant leur propre monnaie pour acheter des dollars, ils affaiblissent leur devise et maintiennent de facto une compétitivité à l'exportation.

Le premier d'entre eux, la Chine, recycle l'excédent de sa balance courante (= flux monétaires résultant des ventes de biens et services avec l'étranger) par des achats de bons du Trésor U.S. (= dette américaine), finançant de fait l'important déficit de la balance courante américaine. Ainsi, en échange des produits chinois, les États-Unis exportent des actifs libellés en dollars que l'épargne intérieure américaine ne suffit pas/plus à financer.

En synthèse donc, le régime monétaire de ces 30 dernières années a été façonné par la structure des déséquilibres des comptes courants américains. Et ces déséquilibres ont été financés par la Chine et le Japon (voire de certains pays du Moyen-Orient). Cette relation est devenue un pilier essentiel dans la mondialisation des systèmes économiques et financiers : le dollar servant de rouage au sein de ces systèmes.

Comme rien n'est éternel, la Chine et le Japon n'agiront peut-être plus dans le futur comme les « pompes à liquidité » qu'ils ont été ces 30 dernières années pour les États-Unis.

En raison d'une stratégie économique basée de plus en plus sur la croissance de son marché intérieur et de moins en moins sur le commerce international, l'Empire du Milieu devrait inéluctablement voir sa balance courante excédentaire diminuer, ce qui de fait impactera ses achats d'actifs en dollar. D'ailleurs, cette tendance a déjà débuté depuis 2015 : les réserves de changes chinoises en dollar sont passées de 1.300 milliards en 2015 à moins de 1.000 milliards début 2022.

Au Japon (grand pays importateur de matières premières), si la hausse des coûts de l'énergie devenait la norme dans les prochaines années, l'Empire du Soleil levant devrait inévitablement voir lui aussi sa balance commerciale diminuer, ce qui in fine impactera son compte courant et donc l'achat de dettes américaines.

Si ces deux pays n'ont pas de successeurs dans leur rôle de prêteur aux américains, les déséquilibres des comptes courants américains devront se réduire. En effet, les comptes courants au niveau mondial sont nécessairement un jeu à somme nulle, puisque tous les blocs/régions ne peuvent pas afficher simultanément des déficits courants, la réduction des excédents dans une zone doit être compensée par un déficit plus faible (ou un excédent plus important) dans une autre. En parallèle de cette plausible fin (diminution) de la « pompe à liquidité » de la Chine et du Japon, la récente "militarisation" des réserves de change libellées en devises occidentales (USD et EUR) dans le contexte du conflit entre la Russie et l'Ukraine peut être considérée comme un signal d'alarme pour les Banques centrales non occidentales (voir notre chronique d'Avril 2022).

À terme, nous assisterons donc vraisemblablement à l'émergence de deux systèmes commerciaux et monétaires : d'un côté un bloc centré sur les États-Unis et de l'autre un bloc centré sur la Chine. Chaque bloc utilisera la monnaie du pays dominant économiquement comme monnaie centrale et recyclera les déséquilibres des comptes courants au sein de ce même bloc. Si tel devait être le cas, cela impliquerait une érosion majeure du rôle du dollar (et de l'euro en parallèle) et une expansion simultanée de la monnaie chinoise (le renminbi) dans les échanges commerciaux et monétaires.



# Marchés boursiers

Adrian De Greve  
Gestionnaire de portefeuille

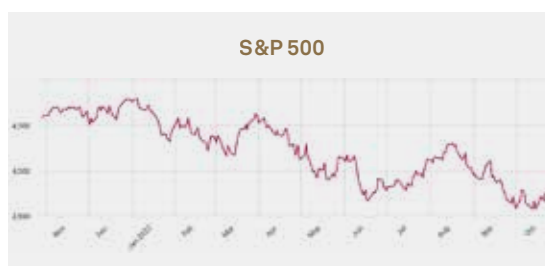
## Europe

L'inflation de 10,7% en Europe a certes obligé la Banque Centrale Européenne à monter les taux de 75 bps, mais les marchés européens ont apparemment décelé des signaux accommodants permettant à l'indice Euro Stoxx 50 de progresser de 9% sur le mois. Ils ont également apprécié le départ de Liz Truss et l'arrivée de Rishi Sunak en tant que premier ministre au Royaume-Uni. Conséquemment, le FTSE 100 a progressé de 2,91%. Le CAC 40 a augmenté de 8,75%, le BEL 20 de 5,85% et le DAX de 9,41%. Cependant, aucun problème de fond n'a été résolu et la hausse du mois d'octobre se base sur l'hypothèse que les Banques Centrales vont prochainement faire « pivoter » leurs stratégies monétaires. Attention au potentiel retour de bâton que nous avons déjà vu en juillet. Allons-nous assister à un rallye de fin d'année ou à de nouveaux plus bas ? Seul l'avenir nous le dira.



## États-Unis

Comme un air de « déjà-vu » : des marchés qui entrevoient un pivot et une FED qui persiste et promet de combattre l'inflation à tout prix. Certains résultats d'entreprise et indicateurs techniques ont pourtant permis aux indices de reprendre de la hauteur. Le Dow Jones a progressé de 13,95%, surpassant le Nasdaq (+3,96%). Les GAFAMs perdent petit à petit de leur importance (poids) dans l'indice S&P 500 (de 23% en 2021 à 17% en 2022) entraînant une surperformance du segment « value ». Le S&P 500 a progressé de 8%. Cette fois sera-t-elle la bonne ?



## Pays émergents

À la suite du congrès du parti communiste Chinois et du 3<sup>ème</sup> mandat de Xi Jinping, l'indice chinois Hang Seng a dévissé de 14,72%. Est-ce un signe de capitulation ou une simple logique face à un manque de visibilité et de confiance ? Au Brésil, Luna a remporté sur le fil les élections permettant à l'indice IBOVSPA de progresser de 5,45%.



Agenda	Prévisionnel	Précédent	Publication
USA Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	50,20	01/12
EMU Évolution de l'indice des prix à la consommation	-	1,5%	17/11
USA Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	54,40	05/12
USA Commande de biens durables (hors transport)	0,0%	-0,5%	23/11
EMU Décision taux d'intérêt de la BCE	-	2,0%	15/12
USA Évolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	0,5%	0,6%	10/11
JAP Produit Intérieur Brut	1,2%	3,5%	15/11
USA Vente au détail (hors voitures) - base mensuelle	0,5%	0,1%	16/11
USA Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	38,0	16/11

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille

Après la crise financière de 2008, l'inflation et les taux d'intérêt ont été extrêmement bas pendant des années ; s'en est suivie une période de liquidité abondante et de très faible volatilité. À présent que l'inflation atteint des niveaux durablement élevés, les banques centrales doivent resserrer leur politique monétaire tambour battant, conduisant à une hausse significative des taux d'intérêt en quelques mois. Les données économiques offrent encore peu d'arguments aux banquiers centraux pour s'écarter de cette voie, tant l'inflation persiste à augmenter dans la plupart des pays. Et la pression sur les prix s'étendant de plus en plus à d'autres produits, il semble trop tôt pour lâcher la bride. Il reste donc très important d'éviter d'ancrer davantage une inflation élevée et de faire dérailler les anticipations d'inflation, ce qui nuirait à la crédibilité des banques centrales et pourrait nécessiter des ajustements plus douloureux par la suite.

Pourtant, certains responsables politiques appellent à la prudence, car de nombreux voyants économiques sont au rouge. L'action agressive des banques centrales a donc induit un resserrement des conditions financières à un rythme record dans la plupart des régions. De plus, les investisseurs s'inquiétant de plus en plus d'une éventuelle vague de défauts de paiement, les écarts de crédit ont également augmenté à des niveaux inédits depuis 2020, portant les coûts de financement à des niveaux jamais vus depuis des décennies et compliquant l'accès au crédit. Ajoutons à cela que les conditions de financement souples de ces dernières années ont contribué à une prise de risque excessive, à des niveaux d'endettement élevés et par conséquent à l'accumulation de vulnérabilités financières. Si la politique monétaire se durcit encore plus, cela pourrait en outre

accroître le risque d'une correction désordonnée sur les marchés financiers, scénario qui s'est manifesté sur les marchés obligataires britanniques il y a quelques semaines. Après l'annonce par la nouvelle première Ministre de son grand plan de relance, les rendements des obligations d'État y ont augmenté à un rythme jamais vu. Les fonds de pension ont été particulièrement touchés car l'ampleur et la rapidité des hausses de rendement ont eu un impact important sur leurs portefeuilles de produits dérivés. Le résultat a été une grande vague de vente sur le marché obligataire britannique : en effet, pour résoudre leurs problèmes de liquidités liés au règlement de ces produits dérivés, les fonds de pension ont dû vendre en masse des obligations moyennant une moins-value. Mais puisque cela fait chuter davantage les prix des obligations, cela crée le risque d'une dangereuse spirale baissière (fire sales) de ventes forcées aux implications directes pour la stabilité financière. Pour éviter le pire, la banque centrale britannique est rapidement intervenue en procédant à des achats massifs d'obligations, calmant ainsi les marchés. Selon le FMI (Fonds monétaire international), une crise similaire ne peut être exclue dans les prochains mois eu égard à la forte réduction de la liquidité des marchés, même de ceux considérés comme très liquides. Ainsi, même la différence entre les prix d'achat et de vente des obligations du Trésor américain se serait considérablement accrue. Puisque cette liquidité est largement déterminée par le montant des obligations d'État détenues dans les bilans des banques centrales, il existe actuellement une grande incertitude quant à l'évolution de la liquidité. C'est donc un défi de taille qui attend les banquiers centraux.

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

<b>USD</b> <b>4,05%</b>	+22 <sup>(1)</sup> ↗ +254 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Belgique</b> <b>2,73%</b>	-4 <sup>(1)</sup> ↘ +255 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Grèce</b> <b>4,62%</b>	-24 <sup>(1)</sup> ↘ +328 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Portugal</b> <b>3,15%</b>	-3 <sup>(1)</sup> ↘ +268 <sup>(2)</sup> ↗
<b>EUR</b> <b>2,14%</b>	+3 <sup>(1)</sup> ↗ +232 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Espagne</b> <b>3,23%</b>	-6 <sup>(1)</sup> ↘ +266 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Irlande</b> <b>2,62%</b>	-7 <sup>(1)</sup> ↘ +237 <sup>(2)</sup> ↗	<sup>(1)</sup> Différence sur un mois en points de base <sup>(2)</sup> Différence au 31/12/2021 en points de base	
<b>Allemagne</b> <b>2,14%</b>	+3 <sup>(1)</sup> ↗ +232 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Finlande</b> <b>2,79%</b>	0 <sup>(1)</sup> +269 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Italie</b> <b>4,30%</b>	-22 <sup>(1)</sup> ↘ +313 <sup>(2)</sup> ↗		
<b>Autriche</b> <b>2,83%</b>	+1 <sup>(1)</sup> ↗ +274 <sup>(2)</sup> ↗	<b>France</b> <b>2,68%</b>	-4 <sup>(1)</sup> ↘ +248 <sup>(2)</sup> ↗	<b>Pays-Bas</b> <b>2,43%</b>	+1 <sup>(1)</sup> ↗ +246 <sup>(2)</sup> ↗		

# Marchés obligataires

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille

En octobre, les données économiques ont confirmé la nécessité d'un nouveau resserrement de la politique monétaire. Le marché s'attendait par conséquent à de nouvelles hausses de taux, les rendements des obligations d'État américaines ont continué d'augmenter à un rythme soutenu. Le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans s'établit ainsi à 4,05% (soit une augmentation de 22 points de base par rapport à la fin septembre). Sur les marchés obligataires, cette hausse des taux d'intérêt s'est traduite par une perte de -1,4% pour les obligations d'État américaines et de -1,1% pour les obligations d'entreprises américaines de qualité. En revanche, les obligations d'entreprises à haut rendement ont affiché un solide gain de 3,1% grâce à l'amélioration du sentiment des investisseurs et à la baisse des écarts de crédit qui en a résulté (-14,63% depuis fin septembre). Les mouvements ont été moins importants sur les marchés obligataires européens : les marchés tablent désormais sur une légère baisse de l'inflation d'ici à la fin de 2023. En conséquence, la courbe des taux s'est aplatie après la dernière réunion de politique générale de la BCE. Cette évolution, associée à un resserrement des écarts de crédit, a soutenu les performances des marchés européens du crédit. Les obligations d'État de la zone euro ont ainsi pu limiter leurs pertes à -0,4%. Sur le marché des obligations d'entreprises, les émetteurs Investment Grade et à haut rendement ont enregistré des performances de +0,1% et +1,9%, respectivement. Les rendements des obligations d'État des pays périphériques de la zone euro ont également baissé suite à l'amélioration du sentiment des investisseurs : les rendements des obligations d'État à 10 ans de la Grèce et de l'Italie ont ainsi baissé de 24 et 22 points de base pour atteindre respectivement 4,62% et 4,30%.

## Prestation des marchés obligataires de la zone euro et des États-Unis

Marché	Résultat en devise locale	
	Oct. 2022	Total 2022
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	-0,4%	-16,3%
États-Unis (\$)	-1,4%	-14,3%
<b>Obligations de qualité</b>		
Zone euro (€)	0,1%	-15,1%
États-Unis (\$)	-1,1%	-18,7%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	1,9%	-12,0%
États-Unis (\$)	3,1%	-11,7%

Source: Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Oct. 2022	Total 2022
<b>Investment Grade</b>	4,50%	376
AAA	3,22%	242
AA	3,45%	311
A	4,11%	350
BBB	4,97%	409
<b>High yield</b>	8,29%	543

Source: Bloomberg

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Oct. 2022	Total 2022
Euribor 3 mois	1,70%	228
OLO 2 ans	2,00%	262
OLO 5 ans	2,33%	271
OLO 7 ans	2,45%	266
OLO 10 ans	2,73%	255
OLO 30 ans	3,11%	218

Source: Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Échéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
NOK	European Investment Bank	1,750%	13.03.2025	95,53%	3,78%	I+++	XS2100001192	1 000
EUR	Nestle	3,000%	15.03.2028	99,61%	3,08%	I++	XS2555196463	1 000
EUR	European Union	1,625%	04.12.2029	91,71%	2,94%	I+++	EU000A3K7MW2	1
USD	Microsoft	3,300%	06.02.2027	94,70%	4,69%	I+++	US594918BY93	1 000
USD	US Treasury	3,250%	31.08.2024	97,35%	4,80%	I+++	US91282CFG15	100
USD	Apple	3,250%	23.02.2026	95,17%	4,86%	I++	US037833BY53	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

# Devises

**Arnaud Delaunay**

Responsable du département d'Analyse Financière  
& Chief Economist

## USD/EUR <sup>(1)</sup>

Après juillet et septembre, la Banque centrale européenne a de nouveau relevé ses taux directeurs de 75 points de base. Ce qui représente une augmentation de 2% en l'espace de quelques mois, du jamais vu en zone euro. Avec un taux d'inflation à 10%, la Banque centrale européenne devrait à nouveau relever ses taux en décembre.

(1)



## GBP/EUR <sup>(2)</sup>

Après que la brève et ex Première ministre britannique Liz Truss ait dévoilé son budget le 23 septembre, ce qui avait entraîné un effondrement de la devise, la démission de cette dernière a permis à la livre sterling de reprendre un peu de hauteur.

(2)



## TRY/EUR <sup>(3)</sup>

La Banque centrale turque a abaissé son principal taux directeur pour le troisième mois consécutif, le ramenant de 12% à 10,5%, et ce malgré un taux d'inflation qui dépasse les 80%. La devise reste stable sur 1 mois.

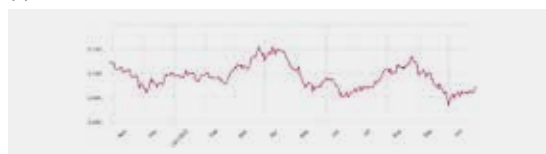
(3)



## NOK/EUR <sup>(4)</sup>

Sur le plan économique, la Norvège peut compter sur l'envolée des hydrocarbures pour faire preuve de résilience. Ces dernières semaines, la devise continue d'évoluer en parallèle avec les prix du pétrole.

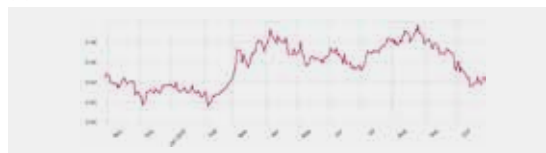
(4)



## AUD/EUR <sup>(5)</sup>

La Banque centrale d'Australie a surpris les marchés en relevant son principal taux d'intérêt directeur de 25 points de base, soit une hausse moins importante qu'attendue.

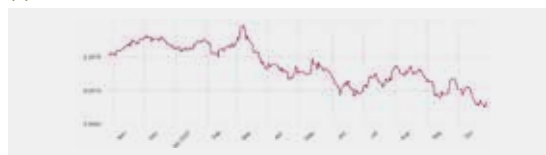
(5)



## JPY/EUR <sup>(6)</sup>

En raison d'une intervention présumée de la Banque centrale du Japon sur les marchés financiers, le yen japonais tente de rebondir à partir d'un important support technique situé à 0,0068 EUR.

(6)



### Les chiffres clés des devises

<b>USD/EUR (USA)</b> <b>1,01</b> -0,8% <sup>(1)</sup> ↘ +15,1% <sup>(2)</sup> ↗	<b>NOK/EUR (Norvège)</b> <b>0,10</b> +3,8% <sup>(1)</sup> ↗ -2,5% <sup>(2)</sup> ↘	<b>AUD/EUR (Australie)</b> <b>0,65</b> -0,9% <sup>(1)</sup> ↘ +1,3% <sup>(2)</sup> ↗	<b>PLZ/EUR (Pologne)</b> <b>0,21</b> +3,0% <sup>(1)</sup> ↗ -2,7% <sup>(2)</sup> ↘
<b>GBP/EUR (G-B)</b> <b>1,16</b> +1,9% <sup>(1)</sup> ↗ -2,5% <sup>(2)</sup> ↘	<b>DKK/EUR (Danemark)<sup>(3,4)</sup></b> <b>13,43</b> -0,1% <sup>(1)</sup> ↘ -0,1% <sup>(2)</sup> ↘	<b>CAD/EUR (Canada)</b> <b>0,74</b> +0,7% <sup>(1)</sup> ↗ +6,8% <sup>(2)</sup> ↗	<b>HUF/EUR (Hongrie)<sup>(3)</sup></b> <b>0,24</b> +3,4% <sup>(1)</sup> ↗ -9,8% <sup>(2)</sup> ↘
<b>JPY/EUR (Japon)<sup>(3)</sup></b> <b>0,68</b> -3,5% <sup>(1)</sup> ↘ -10,9% <sup>(2)</sup> ↘	<b>CHF/EUR (Suisse)</b> <b>1,01</b> -2,3% <sup>(1)</sup> ↘ +4,8% <sup>(2)</sup> ↗	<b>CZK/EUR (Tchéquie)<sup>(3)</sup></b> <b>4,08</b> +0,2% <sup>(1)</sup> ↗ +1,5% <sup>(2)</sup> ↗	<b>SEK/EUR (Suède)</b> <b>0,09</b> -0,2% <sup>(1)</sup> ↘ -5,6% <sup>(2)</sup> ↘

<sup>(1)</sup> Différence sur un mois | <sup>(2)</sup> Différence au 31/12/2021 | <sup>(3)</sup> Cotation pour 100 | <sup>(4)</sup> Fluctuation de +/- 2,25% par rapport à l'euro



# Immobilier

Dirk Peeters

Gestionnaire de portefeuille

## Performance boursière

Après une première hausse brutale dans la première quinzaine d'octobre, les taux d'intérêt ont commencé à baisser. Le taux OLO à 10 ans a clôturé le mois presque inchangé (-3 bps) à 2,73%. Le taux à 20 ans (3,19%) présente la même tendance. La courbe des taux est ainsi restée inchangée.

La performance des SIR belges reflète ces fortes fluctuations des taux d'intérêt. En moyenne, leurs cours ont baissé de 2,6% en octobre. Les plus fortes baisses ont été essuyées par XIOR (-10,8%) et Montea (-10,5%). Les plus fortes progressions sont à mettre au crédit de Wereldhave Belgium (+4,8%), de Retail Estates (+4,6%) et de WDP (+3,4%).

## Information financière

Les choses sont allées de mal en pis ces dernières semaines pour Orpea, qui représente 6,2% des revenus locatifs de Cofinimmo et 5% chez Aedifica. Care Property Invest ne loue pas à Orpea. Le cours des actions de Cofinimmo et d'Aedifica a été emporté par la chute d'Orpea. Pourtant, dans le pire des cas, si Orpea fait faillite et que le nouveau propriétaire (l'État français ou une société privée) tente de rompre les baux en exigeant, par exemple, une réduction de 20% du loyer, l'impact serait de 1,25% des revenus locatifs chez Cofinimmo et de 1% chez Aedifica. Cela sera facilement compensé par l'indexation des loyers du reste du portefeuille loué à d'autres opérateurs. De plus, Aedifica n'opère pas en France, ce qui rend très difficile pour l'État français de réclamer des remises de loyer dans les autres pays où Orpea est locataire. Les cours des actions d'Aedifica et de Cofinimmo se sont redressés à la fin du mois.

XIOR a effectué un placement secondaire réussi de 2.096.220 actions le 5 octobre au prix de 29,10 euros par action. Cela inclut une décote de 7,8% par rapport au dernier cours de l'action XIOR du 4 octobre. Les actions ont été créées le 15 septembre à un prix d'émission de 44 euros par action et ont servi à rémunérer l'apport en nature de Basecamp dû aux vendeurs, à savoir les fonds ST Holding Sàrl et ESHF 2 Holding Sàrl. Les actionnaires vendeurs ont donc réalisé une perte sensible sur la vente.

WDP a profité d'une hausse de cours pour lever 300 millions d'euros par le biais d'un Accelerated Book Building (placement privé accéléré). L'équivalent de 6,8% des actions en circulation ont été émises à un prix d'émission de 23,20 euros. Les fonds serviront à réaliser des investissements dans son plan énergétique, à maintenir un solide coussin de trésorerie et constituer les ressources nécessaires pour des opportunités d'investissement.

Après la publication de ses résultats pour les neuf premiers mois de 2022, Montea a relevé ses perspectives de bénéfices pour l'ensemble de l'année à 4,10 euros contre 4,00 précédemment. Le dividende brut attendu par action est également relevé de 3,23 à 3,30 euros.

Befimmo organise une offre de retrait forcé pour les actions cotées restantes. L'offre de retrait forcé de 47,50 euros par action est valable du 25 octobre 2022 au 3 janvier 2023. Après cela, l'action disparaîtra définitivement de la bourse.

Entreprise	Cours au	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
	31.10.2022	1 mois	3 mois	12 mois		
Aedifica	77,20	-2,1%	-23,9%	-30,6%	16,6	4,8%
Care Property Invest	16,44	-8,7%	-32,1%	-36,6%	13,7	5,7%
Inclusio	14,95	-4,5%	-9,4%	-22,1%	26,2	3,2%
XIOR	28,45	-10,8%	-31,3%	-41,2%	14,2	5,6%
Home Invest Belgium	23,20	-9,2%	-5,0%	2,8%	22,6	4,3%
Cofinimmo	83,95	-1,0%	-23,5%	-36,8%	12,5	7,1%
QRF	9,28	-9,0%	-14,1%	-9,5%	11,9	8,6%
Retail Estates	59,60	4,6%	-13,5%	-7,8%	10,4	7,7%
Vastned Retail Belgium	28,30	3,7%	-12,7%	2,5%	12,3	8,2%
Ascencio	51,40	1,4%	-3,4%	10,9%	11,1	7,4%
Wereldhave Belgium	48,65	4,8%	-7,0%	6,8%	9,9	8,2%
Warehouses Estates Belgium	38,20	0,8%	-0,5%	5,1%	9,5	9,2%
Befimmo	47,20	1,1%	-0,4%	40,3%	19,3	3,9%
Montea	69,10	-10,5%	-30,1%	-44,5%	17,3	4,6%
WDP	25,98	3,4%	-21,7%	-32,5%	21,3	3,8%
Intervest Offices & Warehouses	21,95	-5,8%	-20,8%	-7,7%	12,8	6,9%

Source: Company data, Leleux Associated Brokers

# Analyse fondamentale

**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

## Anheuser-Busch InBev (46,36 EUR)

### Acheter (Précédent: Acheter - 15/03/2022)

Objectif de cours .....	<b>66 EUR</b>
Potentiel de hausse .....	<b>+42%</b>
Profil de risque .....	<b>Modéré</b>
Pays.....	<b>Belgique</b>
Secteur .....	<b>Alimentation et boisson</b>
Symbole   ISIN .....	<b>ABI   BE0974293251</b>
Marché.....	<b>Euronext Bruxelles</b>
Capitalisation.....	<b>94,9 Md EUR</b>
Cours/Bénéfices .....	<b>15,2x</b>
Cours/Actif Net.....	<b>1,3x</b>
Rendement.....	<b>1,1%</b>

### Profil

Anheuser-Busch InBev est le plus grand brasseur de bière au monde. L'activité du groupe s'organise autour de 2 pôles :

- Production de bières : marques Budweiser, Corona, Stella Artois, Beck's, Leffe, Hoegaarden, Castle, Castle Lite, Bud Light, Skol, Brahma, Quilmes, Michelob, Harbin, Sedrin, etc. ;
- Production, embouteillage et vente de boissons sans alcool : boissons gazeuses, boissons maltées, eaux en bouteille et thés glacés.

## La montagne de dettes diminue de 5,5 milliards de dollars

### Le chiffre d'affaires augmente plus vite que les bénéfices

En 2021, le chiffre d'affaires a augmenté plus vite (+16%) que l'excédent brut d'exploitation (+11%), ce qui a entraîné une baisse de la marge EBITDA de 1,58 point de pourcentage. La même dynamique s'est répétée au premier semestre 2022 où la marge EBITDA a encore reculé de 1,18 point de pourcentage. La direction de l'entreprise a annoncé que cette tendance devrait se poursuivre pendant un certain temps : pour l'exercice 2022, l'excédent brut d'exploitation devrait augmenter de 4 à 8%, tandis que les ventes devraient progresser encore plus rapidement.

### La montagne de dettes se réduit un peu

La majorité (56%) de la dette d'AB InBev est libellée en dollars américains, et comme le géant de la bière génère chaque année environ 70% de son excédent brut d'exploitation dans d'autres devises, l'entreprise court un risque si le dollar s'apprécie trop. De 2016 à 2021, AB InBev a généré 14% de son excédent brut d'exploitation en real brésilien, 10% en peso mexicain, 7% en renminbi chinois et seulement 5% en euros (source : AB InBev). Par rapport aux monnaies chinoise et européenne, le dollar s'est renforcé de 12% et 16% respectivement cette année. Pourtant, il n'y a aucune raison de paniquer car le dollar est en recul de 2% par rapport au pesos mexicain et de 3% par rapport au real brésilien depuis le début de l'année (source : Bloomberg). En outre, la société a remboursé 5,5 milliards de dollars de dettes au cours du premier semestre de cette année. Grâce à cette diminution, la charge d'intérêt diminue. Au premier semestre 2021, elle représentait encore 20% de l'excédent brut d'exploitation, et aujourd'hui plus que 18%.

Une nouvelle hausse des taux d'intérêt n'aura pas non plus d'impact désastreux, car plus de 90% de la dette d'AB InBev est à taux fixe. Nous ne sommes pas non plus préoccupés par le refinancement, car seulement 5% de la dette doit arriver à échéance au cours des trois prochaines années (source : AB InBev).

La montagne de dettes est donc à présent un peu plus petite, mais elle s'élève toujours à 83 milliards de dollars. Si l'on tient compte des liquidités figurant au bilan, on obtient une montagne de dettes nettes de 76 milliards de dollars. Le rapport entre la dette nette et l'excédent brut d'exploitation est de 3,9x. Comme d'habitude, nous lisons dans le communiqué de presse d'AB InBev que l'entreprise vise un ratio de 2x à long terme. Le groupe brassicole répète ce mantra depuis au moins le début de l'année 2010, lorsque ce ratio était à 3,7x. Toutefois, il faudra un certain temps avant d'atteindre la structure de capital souhaitée (source : AB InBev).

### Bon marché

Avec un ratio cours/bénéfice de 15x, AB InBev cote moins cher que les autres brasseurs et producteurs de boissons en bourse : Carlsberg (17x), Coca-Cola (23x), Heineken (19x), Monster (37x), Pepsico (25x) et Pernod Ricard (20x). Compte tenu de la montagne de dettes, il est plus approprié d'utiliser le multiple valeur d'entreprise par rapport à l'EBITDA : AB InBev (9x), Carlsberg (10x), Coca-Cola (20x), Heineken (11x), Monster (26x), Pepsico (18x) et Pernod Ricard (15x). Là encore, le titre AB InBev est le moins cher (source : Bloomberg).

### Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 66 EUR.

# Analyse fondamentale

**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

## Adyen (1.358,00 EUR)

### Acheter (Précédent: Acheter 22/02/2022)

Objectif de cours .....	<b>1.945 EUR</b>
Potentiel de hausse .....	<b>+43%</b>
Profil de risque .....	<b>Élevé</b>
Pays.....	<b>Belgique</b>
Secteur .....	<b>Services financiers</b>
Symbole   ISIN .....	<b>ADYEN   NL0012969182</b>
Marché.....	<b>Euronext Amsterdam</b>
Capitalisation.....	<b>42 Md EUR</b>
Cours/Bénéfices .....	<b>67x</b>
Cours/Actif Net.....	<b>20x</b>
Rendement.....	<b>N/A</b>

### Profil

Adyen N.V. est une entreprise néerlandaise de service financier spécialisée dans le paiement électronique.

La répartition géographique des ventes nettes au premier semestre 2022 est la suivante : Europe, Moyen-Orient et Afrique (57%), Amérique du Nord (25%), Asie (11%) et Amérique latine (7%).

## Adyen est assis sur une montagne de cash

### Des clients connus

Adyen est spécialisé dans les technologies de paiement et veille à ce que l'argent passe d'un compte à l'autre. La société néerlandaise réalise des bénéfices en prélevant un très faible pourcentage sur chaque transaction (0,176% en moyenne au premier semestre 2022). Les grandes entreprises opérant à l'échelle internationale frappent notamment à la porte d'Adyen, car leurs clients belges peuvent préférer utiliser Bancontact, tandis que les Néerlandais ne jurent que par iDEAL et que les Chinois préfèrent utiliser Alipay ou WeChat Pay. Pour ces entreprises, Adyen dispose d'une technologie capable de gérer des centaines de méthodes de paiement différentes. Adyen a réussi à convaincre des entreprises comme Uber, eBay, Booking.com, McDonald's, Spotify, l'Oréal, Swarovski, Quicksilver, Subway, LVMH et Microsoft.

Le principal défi d'Adyen est de prouver que sa technologie n'est pas uniquement destinée aux multinationales. Davantage d'entreprises de taille moyenne doivent trouver le chemin du spécialiste des paiements basé à Amsterdam. Cela profiterait non seulement à la croissance de l'entreprise, mais aussi à son risque de concentration. Après tout, les dix plus gros clients représentent 20% des ventes nettes d'Adyen (sources : rapports annuels 2020 et 2021).

### Croissance phénoménale

La force du modèle commercial d'Adyen repose sur des économies d'échelle. Le volume des transactions a presque quintuplé entre 2017 et 2021, mais dans le même temps les coûts ont peu progressé. Pour Adyen, des volumes plus importants sont synonymes de profits plus élevés. En 2021, le bénéfice net atteignait 470 millions d'euros, soit 6,6 fois plus qu'en 2017 (source : Adyen).

Les entreprises technologiques aux perspectives de croissance phénoménales ont été lourdement sanctionnées en bourse cette année, car la valeur actuelle de leurs bénéfices futurs diminue avec la hausse des taux d'intérêt. L'indice Euro Stoxx Technology a déjà perdu 34% de sa valeur boursière cette année, et pour Adyen la chute a été encore plus brutale : -41% (source : Bloomberg).

### Cash

Il est intéressant de noter qu'Adyen est assis sur une montagne de liquidités d'une valeur de 5,6 milliards d'euros (84% du total de son bilan). Pour des raisons de sécurité, Adyen place un peu plus de la moitié de cet argent auprès de différentes Banques centrales. En raison des taux de dépôt négatifs, cela représentait un coût de 10,5 millions d'euros en 2021 et de 4,9 millions d'euros en 2020. À l'avenir, ce cash devrait redevenir une source de revenus. En effet, depuis le 14 septembre dernier, la Banque centrale européenne paye des intérêts aux déposants après plus de huit ans de taux d'intérêt négatifs. Enfin, Le groupe comptabilise très peu de dettes : seulement 176 millions d'euros de dettes issues de la location de data centers et d'immeubles de bureaux (sources : rapport semestriel 2022, rapports annuels 2020 & 2021).

### Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 1.945 EUR. Le profil de risque est « Élevé ».

# Analyse fondamentale

**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

## Agfa-Gevaert (3,00 EUR)

### Acheter (Précédent: Acheter - 10/05/2022)

Objectif de cours .....	<b>5 EUR</b>
Potentiel de hausse .....	<b>+67%</b>
Profil de risque .....	<b>Élevé</b>
Pays.....	<b>Belgique</b>
Secteur .....	<b>Biens d'équipement</b>
Symbole   ISIN .....	<b>AGFB   BE0003755692</b>
Marché.....	<b>Euronext Bruxelles</b>
Capitalisation.....	<b>464,5 Mio EUR</b>
Cours/Bénéfices .....	<b>N/A</b>
Cours/Actif Net.....	<b>0,6x</b>
Rendement.....	<b>N/A</b>

### Profil

Agfa-Gevaert NV est l'un des leaders mondiaux dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes et de produits d'imagerie :

- Solutions pour des imprimeurs de journaux et d'emballages ;
- Impression numérique et produits chimiques ;
- Solutions de radiologie pour des hôpitaux ;
- Solutions informatiques pour des hôpitaux.

Revenus au premier semestre 2022 : Europe (38%), Asie et Afrique (33%), Amérique du Nord (22%) et Amérique latine (7%).

## La métamorphose d'Agfa-Gevaert est en marche

### Un groupe d'imagerie belge

Agfa-Gevaert a enregistré un chiffre d'affaires de 469 millions d'euros au deuxième trimestre 2022, mais a dû essuyer une perte nette de 13 millions d'euros.

Agfa-Gevaert comprend quatre divisions :

La division Radiology Solutions (qui représente 24% des ventes au premier semestre 2022, source : rapport semestriel) produit des équipements et des logiciels pour les services de radiologie des hôpitaux. Pour l'instant, les confinements en cours en Chine pèsent encore sur les ventes, mais à plus long terme, nous prévoyons une reprise. Comme les hôpitaux ont principalement dépensé de l'argent dans leurs services liés au COVID-19 ces dernières années, un rattrapage en radiologie est imminent.

La division HealthCare IT (13%) développe des logiciels utilisés par les hôpitaux pour gérer leurs documents. Agfa-Gevaert détient une part de marché de 11% et se mesure à des géants comme Philips et General Electric, qui détiennent respectivement 17% et 12% du marché (source : Kepler Cheuvreux).

La division Digital Print & Chemicals (20%) fabrique une large gamme de produits utilisés dans divers secteurs. Son produit phare est toutefois la Jeti Tauro, une machine d'impression numérique, entre autres utilisée pour l'impression de grandes affiches. La Jeti Tauro offre une résolution plus élevée et nécessite moins d'énergie, d'encre et de maintenance comparativement aux concurrents.

Le dernier et plus grand département se nomme "Offset Solutions" (43%). On y produit des plaques d'aluminium pour les imprimeurs de journaux, du moins pour le moment car, à notre grande surprise, Agfa-Gevaert a réussi à vendre cette division. La transaction effective n'aura lieu qu'au premier trimestre 2023.

Par rapport à l'année dernière, la rentabilité a baissé dans trois des quatre divisions. Offset Solutions est la seule à être parvenue à améliorer ses marges bénéficiaires : au deuxième trimestre, la division a affiché une marge brute d'exploitation (marge EBITDA) de 7,1%, bien qu'il s'agisse d'une exception car, sur la période comprise entre le premier trimestre 2018 et le premier trimestre 2022, elle n'a jamais dépassé 6,2%, et n'a atteint que 2,1% en moyenne. En résumé, le deuxième trimestre a été faible.

Néanmoins, nous sommes optimistes, car avec la vente de la division Offset (habituellement déficitaire), Agfa-Gevaert dit enfin adieu au marché de l'impression (non numérique) en déclin et peut à nouveau se concentrer sur la croissance (source chiffres : Agfa-Gevaert).

### Guerre en Ukraine

En raison des sanctions, certains produits tels que les équipements offset et les encres ne peuvent plus être exportés vers la Russie et le Belarus. Dans son rapport annuel 2021, on peut lire qu'Agfa-Gevaert possède une filiale en Ukraine et deux en Russie. Dans son rapport semestriel, l'entreprise se veut toutefois rassurante : la guerre n'a aucun impact sur les actifs et le personnel en Ukraine, et les deux sociétés russes ont réalisé un chiffre d'affaires de 9 millions d'euros au premier semestre 2022, soit seulement 1% des ventes du groupe.

### Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 5 EUR. Le profil de risque est « Élevé ».

# Gestion de portefeuille

**Julien Decraecker**

Responsable du département  
de Gestion de Portefeuille

## Environnement

Les investisseurs sont à nouveau passé par tous les états au mois d'octobre. La volatilité observée en début de période a laissé la place à une sorte d'accalmie durant la deuxième partie du mois, et ce tant sur le marché des actifs risqués (actions et immobilier coté) que sur le marché obligataire.

Plusieurs événements ont surabondamment bousculé les marchés mondiaux durant la première quinzaine du mois : la publication des chiffres de l'inflation plus élevés que prévu aux États-Unis, le revirement de cap de la politique budgétaire britannique et le début de la saison des résultats des entreprises. Tout cela s'est à nouveau traduit par une volatilité extrême sur les marchés.

C'est pendant la deuxième quinzaine du mois que les actifs risqués ont réussi à endiguer l'hémorragie, en résistant autour des seuils techniques de support. Un rebond, de nature plutôt technique, a été observé dans la foulée sur la plupart des places boursières offrant par-là deux bonnes dernières semaines de performance. Le marché obligataire a également montré des signes d'accalmie, les taux à long terme se stabilisant. Cependant, ce redressement des cours n'est pas encore de nature à éliminer toutes les craintes des investisseurs, toujours très préoccupés par l'impact de l'inflation et de la politique monétaire sur l'économie globale.

Trois grands facteurs pourraient contribuer à une amélioration du sentiment général : premièrement, une normalisation des pressions inflationnistes serait bienvenue. Mais ce sera un processus lent et graduel car l'accélération de l'inflation s'est hélas propagée de l'énergie à un ensemble plus large de produits et de services. Deuxièmement, un apaisement des tensions géopolitiques serait également un point positif mais les derniers développements en Ukraine rendent cet espoir assez improbable à court terme. Finalement, un assouplissement de l'approche zéro-Covid de la Chine pourrait permettre une réouverture de l'économie chinoise, et, par-là, une redynamisation de l'économie globale.

Dans cet environnement très rude, nous conservons logiquement une approche prudente sur la plupart des classes d'actifs. Un changement de stratégie dans nos portefeuilles, en faveur d'une allocation plus neutre et moins défensive pour les actifs risqués, pourrait toutefois se matérialiser quand des changements significatifs se feront sentir : notamment une confirmation de la stabilisation des pressions inflationnistes ou un changement notable des politiques monétaires.

Notre position en actifs risqués reste donc sous-pondérée sur la plupart des régions et secteurs. Même si la publication des résultats trimestriels a, une fois encore, révélé la résilience et la bonne santé financière des entreprises de haut standing, les perspectives économiques négatives ne nous permettent pas de prendre de gros risques dans les portefeuilles.

D'un point de vue régional, nous gardons une préférence pour les États-Unis par rapport à une zone euro qui reste sous-pondérée dans notre portefeuille. Une récession dans la zone euro reste malheureusement le scénario de base, au vu des challenges énergétiques et de la sensibilité de l'économie européenne à une baisse de la croissance mondiale. Notre surpondération sur les États-Unis n'est par contre pas rehaussée, étant donné la valorisation du dollar qui a atteint une hauteur élevée, ce qui pourrait faire craindre un repli dans les mois à venir par rapport aux autres valeurs.

D'un point de vue sectoriel, nous favorisons les secteurs plus défensifs, moins sensible aux cycles économiques et à la hausse des taux d'intérêt. Le secteur de la consommation cyclique est dès lors sous-pondéré et compensé par notre position en or.

Du côté du marché obligataire, nous restons concentrés sur notre stratégie, essentiellement basée sur la qualité et la diversification en termes d'émetteurs et d'horizon de placement. Étant donné le contexte actuel, nous préférons les obligations d'États et les obligations émises par des entreprises de bonne qualité (« Investment Grade »). Ces obligations (tant en Europe qu'aux États-Unis) offrent des rendements intéressants et présentent un risque de crédit plus limité que les obligations à haut rendement (« High Yield »). Cependant, le nombre de nouvelles obligations émises aujourd'hui dans ce segment n'est pas encore très élevé car la plupart des entreprises se sont financées à des taux extrêmement bas ces dernières années et sont dès lors plus réticentes à se refinancer sur le marché aux taux actuels. En termes de maturité, nous préférons ne pas prendre de positions trop longues, qui sont plus sensibles aux fluctuations des taux et qui, au vu du contexte actuel, pourraient mobiliser les fonds disponibles pendant une trop longue période.



---

## Transactions

Étant donné la volatilité observée en début de mois - ce qui n'est pas idéal pour la prise de position sur de nouvelles acquisitions -, le département de Gestion a préféré d'abord se concentrer sur les positions actuelles du portefeuille. Profitant des valorisations relativement basses sur la plupart des lignes du portefeuille, certaines positions ont été renforcées afin de repositionner les portefeuilles en ligne avec l'allocation stratégique. Néanmoins, l'achat d'Ishares MSCI World ETF (Tracker répliquant l'évolution de l'indice boursier mondial) effectué dans la deuxième partie du mois a permis de réduire partiellement la sous-pondération en actifs risqués. Nous préférons utiliser cet instrument financier traditionnel et très diversifié pour augmenter notre exposition, et attendre un peu plus de calme pour nous engager sur des actions individuelles.

Cet achat d'Ishares MSCI World ETF a été financé en liquidant notre position dans le fonds Pimco TR Bond. Après de longues années de présence dans notre portefeuille, ce fonds obligataire a de plus en plus de mal à fournir un excès de performance par rapport à son indice de référence. Le département de Gestion a également des doutes sur la capacité du le gérant actuel à générer un rendement relativement élevé dans les prochains mois. Nous avons également décidé de nous séparer de notre obligation Romania 21/30 1,75% de par son exposition délicate aux risques liés à la crise en Ukraine, où un dérapage aurait un impact direct sur la situation financière et économique de la Roumanie.

Le choix de vendre ces deux positions obligataires a été également motivé par la possibilité de réinvestir les liquidités en obligations individuelles. Ces dernières ont beaucoup souffert cette année et offrent des rendements à échéance beaucoup plus intéressants qu'il y a quelques mois. Partant, nous avons acquis l'obligation EUR Novartis 20/28 0%, qui malgré le fait qu'elle ne distribue pas de coupon, offre un rendement à maturité de 3,03% (elle cote en-dessous du pair). Le choix de l'obligation Novartis est également en ligne avec notre stratégie actuelle de choisir des sociétés de haute qualité, dans un domaine d'activité plutôt défensif et dont l'échéance n'est pas trop lointaine. Ces critères de sélection nous permettront de traverser la période d'incertitude à venir de manière plus sereine tout en assurant une augmentation de capital à terme.

Le département de Gestion continue donc son travail de préservation du capital via une gestion active des positions actuelles du portefeuille, tout en gardant à l'œil les opportunités qu'offrent les différents marchés.

---

## Perspectives et points d'attention

---

**L'efficacité des politiques monétaires dans leur lutte contre l'inflation**

**L'escalade du conflit en Ukraine**

**La situation politique et économique de la Chine**

**Les perspectives économiques mondiales, en berne**

**Le handicap de compétitivité de l'Europe**

**L'impact de la hausse des prix sur les résultats (marges) des entreprises**

**La forte valorisation du dollar US**

**Les tensions en Asie de l'Est**

---

# Leleux Invest Equities World FOF

## Classe R - Capitalisation

Fonds de la Sicav Leleux Invest gérée par  
Leleux Fund Management & Partners S.A.

**Carlo Luigi Grabau**

Administrateur Exécutif de Leleux Invest

### Objectif et stratégie d'investissement

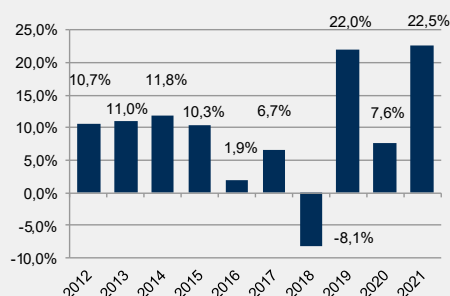
Comme mentionné dans le document d'informations clés, le fonds a comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC, diversifiés 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.

### 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 fonds 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).

### VNI et Performances (\*)



Source : Caceis Belgium

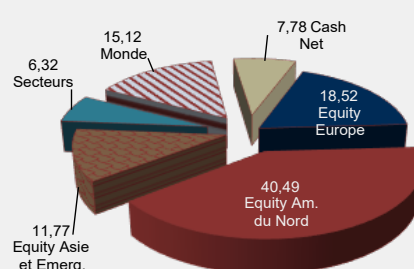
VNI au 31 Octobre 2022 : 19,23€

1 an rend. cumulé : -14,61%

3 ans rend. actuariel : 5,19%

Depuis lancement rend. actuariel : 5,54%

### Allocation du Portefeuille (\*)



Source : Caceis Belgium

\* Les sources de données sont à la date de la dernière VNI disponible du mois. Les rendements cités et l'évolution de la VNI ont trait aux années écoulées. Ils 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.

### Caractéristiques

Nom : LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.

Domicile : SICAV de droit belge UCITS

Date de lancement : 17 sept 2010

Devise : EUR

Calcul de la VNI : Journalière

Date de règlement : j+4

Réviseur : Mazars

Administration : Caceis Belgium

Code ISIN : BE62 0276 2975

Souscription minimum : 1 action

Frais courants (30/06/2022) : 2,58%/an

Commission de commercialisation à l'entrée : Max 3% (négociable)

TOB à la sortie : 1,32% (max 4.000 EUR)

Précompte mobilier sur la plus-value : Néant

Durée d'existence du produit : Illimitée

### Avertissements et définitions

**Le document des informations clés pour l'investisseur et le prospectus doivent être lus 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](http://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](mailto: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](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). **Définitions : Un fonds** est un Organisme de Placement Collectif, aussi appelé OPC. Le terme fonds est utilisé dans la fiche mensuelle pour désigner le compartiment de la SICAV. **Une action de capitalisation** est une action ou part pour lesquelles tous les revenus que le compartiment perçoit sont réinvestis.

# Leleux Invest Patrimonial World FOF

## Classe R- Distribution

Fonds de la Sicav Leleux Invest gérée par  
Leleux Fund Management & Partners S.A.

**Carlo Luigi Grabau**

Administrateur Exécutif de Leleux Invest

### Objectif et stratégie d'investissement

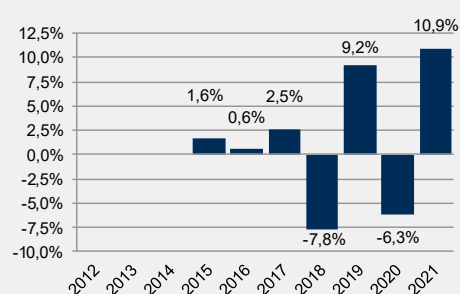
Comme mentionné dans le document d'informations clés, le fonds a comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différentes classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Le compartiment distribuera intégralement les revenus nets sous forme de dividendes annuels aux actionnaires. 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 fonds 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).

### VNI et Performances (\*)



Source : Caceis Belgium

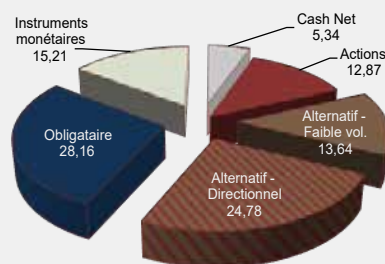
VNI au 31 Octobre 2022 : 8,83€

1 an rend. cumulé : -6,41%

3 ans rend. actuariel : -0,79%

Depuis lancement rend. actuariel : 0,19%

### Allocation du Portefeuille (\*)



Source : Caceis Belgium

\* Les sources de données sont à la date de la dernière VNI disponible du mois. Les rendements cités et l'évolution de la VNI ont trait aux années écoulées. Ils ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les performances du compartiment sont calculées dividendes bruts réinvestis et 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.

### Caractéristiques

Nom : LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF-R DIS.

Domicile : SICAV de droit belge UCITS

Date de lancement : 8 sept 2014

Devise : EUR

Calcul de la VNI : Journalière

Date de règlement : j+4

Réviseur : Mazars

Administration : Caceis Belgium

Code ISIN : BE62 6980 7184

Souscription minimum : 1 action

Frais courants (30/06/2022) : 2,17%/an

Commission de commercialisation à l'entrée : Max 3% (négociable)

TOB à la sortie : Néant

Précompte mobilier sur dividende : 30%

Précompte mobilier sur la plus-value : Néant

Durée d'existence du produit : Illimitée

### Avertissements et définitions

**Le document des informations clés pour l'investisseur et le prospectus doivent être lus 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](http://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](mailto: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](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). **Définitions : Un fonds** est un Organisme de Placement Collectif, aussi appelé OPC. Le terme fonds est utilisé dans la fiche mensuelle pour désigner le compartiment de la SICAV. **Une action de distribution** est une action ou part pour lesquelles les revenus seront distribués sous forme de dividendes périodiques aux actionnaires.

# Leleux Invest Responsible World FOF

## Classe R - Capitalisation

Fonds de la Sicav Leleux Invest gérée par  
Leleux Fund Management & Partners S.A.

**Carlo Luigi Grabau**

Administrateur Exécutif de Leleux Invest

### Objectif et stratégie d'investissement

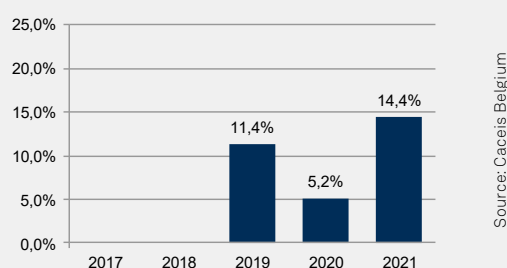
Comme mentionné dans le document d'informations clés, le fonds a pour objectif de procurer aux investisseurs une croissance du capital sur le long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC dont les gestionnaires sont signataires des principes d'investissement responsable sous le parrainage de l'ONU (et/ou intègrent dans leur processus d'investissement, un filtre de sélection des valeurs basé sur les critères de développement durable, environnementaux, sociaux ou de gouvernance d'entreprise. Ces critères sont par exemple l'intensité des émissions de gaz à effet de serre, le traitement de l'eau, l'amélioration des conditions de vie et du travail, l'indépendance des organes de gestion des sociétés, la transparence, etc. Afin de réduire le risque intrinsèque du fonds l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différentes classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Aucune garantie formelle quant au résultat d'investissement, ou quant au remboursement du capital initial, ne peut être octroyée au fonds ou à ses actionnaires. Une description plus détaillée du processus d'investissement est reprise dans le prospectus.

### 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 fonds 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).

### VNI et Performances (\*)



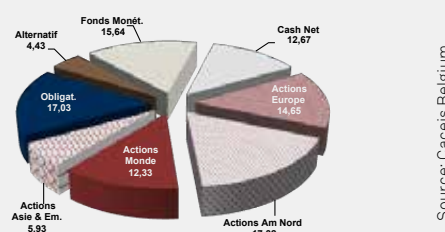
VNI au 31 Octobre 2022 : 11,28€

1 an rend. cumulé : -10,41%

3 ans rend. actuariel : 3,37%

Depuis lancement rend. actuariel : 2,81%

### Allocation du Portefeuille (\*)



\* Les sources de données sont à la date de la dernière VNI disponible du mois. Les rendements cités et l'évolution de la VNI ont trait aux années écoulées. Ils 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.

### Caractéristiques

Nom : LELEUX INVEST RESPONSIBLE WORLD FOF-R CAP.

Domicile : SICAV de droit belge UCITS

Date de lancement : 12 juin 2018

Devise : EUR

Calcul de la VNI : Journalière

Date de règlement : j+4

Réviseur : Mazars

Administration : Caceis Belgium

Code ISIN : BE63 0459 3781

Souscription minimum : 1 action

Frais courants (30/06/2022) : 1,89%/an

Commission de commercialisation à l'entrée : Max 3% (négociable)

TOB à la sortie : 1,32% (max 4.000 EUR)

Précompte mobilier 19 Bis sur la plus-value (\*\*): 30%

Durée d'existence du produit : Illimitée

### Avertissements et définitions

**Le document des informations clés pour l'investisseur et le prospectus doivent être lus 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](http://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](mailto: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](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). **Définitions : Un fonds** est un Organisme de Placement Collectif, aussi appelé OPC. Le terme fonds est utilisé dans la fiche mensuelle pour désigner le compartiment de la SICAV. **Une action de capitalisation** est une action ou part pour lesquelles tous les revenus que le compartiment perçoit sont réinvestis. (\*\*\*) Le compartiment est susceptible d'investir plus de 10% de ses actifs dans des créances. Par conséquent, lors de la vente de ses parts de capitalisation, l'actionnaire est susceptible de devoir supporter le précompte mobilier 19 Bis. La base imposable sera constituée de la différence entre le cours d'achat et le cours de vente, pondérée par le pourcentage d'obligations détenues par le fonds au moment de la vente.

---

## Siège et Agences

---

### Siège Social

**BRUXELLES**..... Rue Royale, 97 ..... Tél: +32 2 898 90 11

### Agences

**AALST**..... Capucienenlaan, 27 ..... Tél: +32 53 60 50 50

**ANTWERPEN**..... Frankrijklei, 133..... Tél: +32 3 253 43 30

..... Kipdorp, 43..... Tél: +32 3 304 05 30

**ANZEGEM**..... Wortegemsesteenweg, 9..... Tél: +32 56 65 35 10

**ARLON**..... Avenue de Longwy, 324..... Tél: +32 63 39 04 80

**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

**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**..... Leopoldplein, 34..... Tél: +32 11 37 94 00

**IEPER**..... R. Kiplinglaan, 3..... Tél: +32 57 49 07 70

**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

**SINT-NIKLAAS**..... Onze Lieve Vrouwstraat 2 bus 1..... Tél: +32 3 760 09 70

**SOIGNIES**..... Rue de la Station, 101..... Tél: +32 67 28 18 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

---

[www.leleux.be](http://www.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 :

**28.10.2022**

---

**[www.leleux.be](http://www.leleux.be)**

**0800/255 11**

