

Edito

Il y a huit ans jour pour jour, les taux d'intérêt européens à long terme caracolient encore autour d'un royal 4%. À l'heure d'écrire ces lignes, il ne reste que les yeux pour pleurer et l'opération historique d'assouplissement monétaire (Quantitative Easing) initiée par la Banque Centrale Européenne ces dernières années a accéléré la descente des taux d'intérêt pour les porter à moins de 0,10% aujourd'hui, si l'on prend le Bund Allemand pour référence. La politique de taux bas menée depuis des années bouleverse clairement la donne pour les tous épargnants. Elle impacte non seulement les comptes d'épargne, mais également tous les autres produits d'épargne. Parmi ceux-ci, deux instruments bien connus de l'épargnant belge souffrent aujourd'hui le martyr, à savoir les produits d'assurance-vie de type Branche 21 et Branche 23. Forts courus du temps de la splendeur des taux d'intérêt, ces produits d'assurance-vie ont principalement séduit grâce à leur fiscalité très light et leur rendement garanti, dans le cas de la Branche 21.

Or, les compagnies d'assurance doivent placer les primes d'assurance qu'elles collectent dans des produits obligataires très sécurisés qui leur rapportent aujourd'hui très peu, voire rien du tout, et leur tâche est désormais bien plus ardue pour garantir les taux d'intérêt proposés par le passé. Comme si leur vie n'était pas assez compliquée, les assureurs ne peuvent pas éternellement compter sur les plus-values engrangées sur les bourses pour compenser leurs engagements. Ce serait faire fi de l'instabilité que les marchés financiers portent en leur sein. Massivement vendus lorsque les taux étaient au beau fixe, beaucoup de ces contrats viennent à présent à échéance, à un moment où les compagnies d'assurance réduisent systématiquement leurs taux garantis. On se souvient du compte First d'Ethias qui garantissait un taux de plus de 3% à vie. Ce taux garanti a baissé à 0% en 2012 pour les nouveaux versements. Face à l'impossibilité d'assurer le rendement sur le long terme, Ethias a proposé à ses clients d'arrêter les contrats contre une prime de sortie, purement et simplement. Axa, qui offrait encore un rendement garanti de

4,75% à vie sur toutes les primes versées dans son produit vedette Crest20 a décidé d'en revoir les modalités. Ce sera dorénavant 0,2% pour toutes les primes versées depuis juin 2016.

En toute logique, l'appétit des particuliers pour ce type de placement ira en s'émoissant. Au vu des taux actuels sur le marché, il faut de plus de très nombreuses années avant de couvrir les frais d'entrée liés à ces produits (de 1% à 5% chez certains assureurs), sans parler des différentes taxes. Alors que faire dans ce cas et comment réinvestir intelligemment ces liquidités, sachant que l'on doit faire une croix sur des taux garantis ? Il faudra inévitablement être légèrement plus offensif, mais comment ?

Tout investissement financier présuppose deux conditions si l'investisseur souhaite éviter des déconvenues. D'une part, une correcte diversification des risques encourus, et, d'autre part, un suivi très régulier du portefeuille d'investissement. Certains investisseurs oublient parfois ces deux règles essentielles, principalement par manque d'expérience ou par manque d'un temps précieux. Mais il n'est nul besoin de monopoliser des fortunes ou de consentir des frais démesurés pour accéder à un portefeuille d'investissement hautement diversifié et structuré par des spécialistes. Dans son offre de services d'investissement, Leleux Associated Brokers propose depuis des années un service de Gestion de Portefeuille taillé sur mesure, qui permet à l'investisseur de déléguer à notre département la gestion professionnelle et le suivi quotidien de son portefeuille de valeurs mobilières.

Dans cette optique, toute notre équipe de chargés de clientèle se tient à votre entière disposition pour vous fournir de plus amples informations sur les services d'investissement qui vous permettraient de réallouer au mieux ces liquidités et vous apporter toute aide ou tout conseil dont vous pourriez avoir besoin, même si votre portefeuille de titres ou vos liquidités sont ailleurs.

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

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Taux d'intérêt	4
	Marchés obligataires	5
	Devises	6
	Immobilier	7
	Analyses	8
	Gestion de Portefeuilles	12
	Leleux Invest	14
	Agenda	16

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

452,33 -0,5%⁽¹⁾ ↘
+2,4%⁽²⁾ ↗

BEL 20 (Belgique)

3.555,92 +0,1%⁽¹⁾ ↗
-3,9%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

4.448,26 +0,2%⁽¹⁾ ↗
-4,1%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

10.511,02 -0,8%⁽¹⁾ ↘
-2,2%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

6.899,33 +1,7%⁽¹⁾ ↗
+10,5%⁽²⁾ ↗

SMI (Suisse)

8.139,01 -0,8%⁽¹⁾ ↘
-7,7%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.843,17 -0,7%⁽¹⁾ ↘
-8,3%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

18.308,15 -0,5%⁽¹⁾ ↘
+5,1%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

5.312,00 +1,9%⁽¹⁾ ↗
+6,1%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

14.725,86 +0,9%⁽¹⁾ ↗
+13,2%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

16.449,84 -2,6%⁽¹⁾ ↘
-13,6%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1.725,67 +0,4%⁽¹⁾ ↗
+3,8%⁽²⁾ ↗

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



En début d'année, nous nous inquiétons des perspectives de croissance de l'économie chinoise sur fond de son rééquilibrage, des difficultés des pays exportateurs de produits de base, ainsi que du calendrier et de l'impact du premier relèvement des taux d'intérêt par la Fed depuis 2006. Aujourd'hui, une croissance stable a réduit les préoccupations à court terme en ce qui concerne la Chine, les prix des produits de base se sont redressés en partie et le premier relèvement des taux d'intérêt par la Fed est derrière nous. Les marchés d'actifs semblent calmes après ces développements : les cours des actions dans les pays avancés sont élevés, les indices de volatilité sont faibles et les capitaux reviennent dans les pays émergents. Le FMI prévoit une accélération de la croissance mondiale dans les années à venir. Cette amélioration attendue tient aux pays émergents : tandis que la situation dans les pays en difficulté se normalise progressivement, le taux de croissance de l'économie chinoise reste élevé, même s'il est en baisse, et ailleurs la reprise prend de la vitesse.

Cependant, un examen plus approfondi donne des raisons de s'inquiéter. La stabilité de la croissance chinoise s'explique en grande partie par des mesures de relance macroéconomiques qui ralentissent les ajustements nécessaires dans l'économie réelle. Les pays exportateurs de produits de base restent aux prises avec une surabondance d'investissement, ainsi qu'avec des problèmes liés à l'ajustement budgétaire et à la diversification de l'économie à plus long terme. En dépit du renforcement continu du marché du travail aux Etats-Unis, la banque centrale américaine a jusqu'à présent estimé qu'un deuxième relèvement des taux d'intérêt était trop risqué, citant à plusieurs reprises des évolutions économiques inquiétantes à l'étranger.

La bonne tenue des prix des actifs et les entrées de capitaux dans les pays émergents sont favorisées par le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt dans les pays avancés, qui semblent maintenant devoir persister bien plus longtemps que prévu. Mais si la persistance de taux plus bas pendant une plus longue période présente des avantages, elle s'explique aussi par des réalités économiques difficiles. Les attentes en ce qui concerne la croissance et la productivité mondiale ont baissé. Les tensions déflationnistes persistent. Par ailleurs, l'incertitude, entourant l'économie mondiale est élevée. Les perspectives actuelles restent moroses.

Les tensions politiques ont maintenant fait des pays avancés un foyer d'incertitude important. En particulier, à cause du vote inattendu en faveur du Brexit le 23 juin, il est malaisé de déterminer la forme future des relations commerciales et financières du Royaume-Uni avec les 27 autres pays membres de l'Union Européenne, créant ainsi des incertitudes politiques et économiques qui menacent de peser sur l'investissement et l'emploi dans toute l'Europe. En plus, le vote du Brexit reflète un ressentiment à l'égard des migrations internationales qui a alimenté les idées nationalistes en Europe et a remis en question la poursuite de l'intégration européenne.

Ces tendances sont aggravées par les difficultés rencontrées pour absorber un volume élevé de réfugiés. De manière générale, à cause de forces politiques centrifuges qui se manifestent sur l'ensemble du continent, il est plus difficile de faire avancer les réformes économiques. Des tensions similaires se font sentir sur la scène politique américaine, où la rhétorique anti-immigration et anti-commerce occupe une place importante depuis le début de la campagne pour l'élection présidentielle. Dans le monde entier, les mesures protectionnistes sont en hausse.

Un facteur important du ralentissement du commerce international est le fléchissement de la croissance de la demande globale, en particulier de l'investissement. Celui-ci est apte à produire des flux commerciaux internationaux sous la forme de biens d'équipement et de biens intermédiaires. Mais le ralentissement des mesures de libéralisation commerciale et le retour de mesures protectionnistes jouent un rôle essentiel également. Le fléchissement du commerce s'explique peut-être en partie par l'arrivée à maturation des tendances qui ont alimenté le commerce par le passé.

La persistance d'une inflation faible dans de nombreux pays avancés est à mettre en relation avec la baisse des prix des produits de base, les écarts de production qui perdurent, les capacités de production excédentaires mondiales et le désencrage des anticipations inflationnistes. Les mesures à moyen terme des anticipations inflationnistes restent assez proches des objectifs établis par les banques centrales, mais pour les pays dont les taux d'intérêt directs se situent à la borne inférieure, les anticipations d'inflation à moyen terme sont devenues plus sensibles à des taux d'inflation plus bas que prévu. Le danger est que les anticipations s'écartent des objectifs dans le sens de la baisse, ce qui ferait monter les taux d'intérêt réels et réduirait l'efficacité de la politique monétaire tout en entraînant ces pays dans les pièges d'inflation basse ou de déflation.

La reprise mondiale est encore faible et reste précaire car elle est confrontée à de nombreux risques. En particulier, dans un contexte caractérisé par une demande faible, où les principaux taux directs sont proches de leur borne inférieure, une croissance molle risque de s'auto-entretenir tandis que l'investissement diminue, que la croissance de la productivité fléchit, que les marchés du travail perdent de leur dynamisme et que le capital humain s'érode. Par ailleurs, la baisse des taux de croissance, de même que la hausse des inégalités de revenus et les craintes concernant l'impact des migrations, contribuent à des tensions politiques qui bloquent des réformes économiques et risquent de provoquer une volte-face dans l'intégration commerciale. Ces tensions ne feront que s'accroître tandis que les pouvoirs publics auront de plus en plus de mal à tenir leurs engagements sur le plan des prestations sociales face à des réductions des assiettes fiscales.



Europe

Contrairement à leurs homologues américains, les indices boursiers en Europe sont loin d'enregistrer des plus hauts historiques. Nous remarquons que la performance des indices en Europe suit de très près la qualité de la dette du pays en question. A titre d'illustration, les indices boursiers des pays notés triple A par les agences de notation (Allemagne, Pays-Bas) enregistrent des performances boursières nettement supérieures par rapport aux indices boursiers des pays dont la qualité de la dette souveraine est de moins bonne qualité (Portugal, Espagne, Italie). Dans ce contexte, nous ne nous laisserons jamais de rappeler l'agenda très chargé en Europe : Référendum en Italie, élection législative en Espagne, nouvelle élection en Autriche et aux Pays-Bas, élection présidentielle puis législative en France, élection législative en Allemagne.

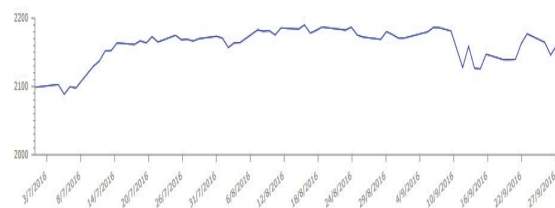
EURO STOXX 50



États-Unis

Redoutant une réaction trop négative sur le marché des actions, la banque centrale américaine (FED) a une fois de plus différé la hausse de son taux directeur. Pour satisfaire les intérêts des principaux protagonistes, Janet Yellen, a néanmoins promis que la Réserve fédérale allait certainement augmenter le taux directeur avant la fin de l'année... à moins que les indicateurs économiques se retournent à la baisse. Toutes choses égales par ailleurs, la décision de la présidente de la banque centrale américaine a entraîné un rebond des indices boursiers. Bref, l'on pourrait se permettre d'avancer que les banques centrales (FED, BCE, BoJ, etc.) continuent de cajoler les investisseurs et encourageant leur comportement d'enfants gâtés sur les marchés.

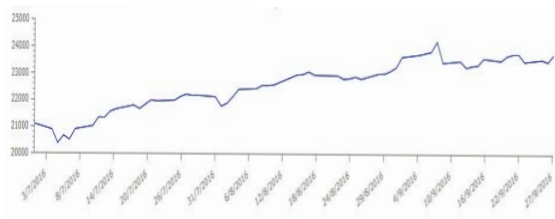
S&P 500



Pays émergents

Après cinq années de véritable purgatoire, les indices des Bourses des pays émergents reprennent petit à petit la faveur des investisseurs. Ces hausses sont allées de pair avec une forte appréciation des devises locales. Même si nous savons que dans le futur la croissance économique des pays développés sera bien plus élevée que dans les pays émergents, il n'en demeure pas moins que des risques existent encore, notamment au niveau de l'endettement. A titre d'exemple, la Chine a récemment lancé un fonds doté de 47 milliards d'euros dédié aux entreprises publiques. L'objectif de ce fonds est de désendetter les entreprises chinoises en grave difficulté qui sont actives dans le secteur de la sidérurgie et du charbon.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	20/10
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,20	21/10
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	104,5	25/10
EMU	Confiance économique	-	104,9	28/10
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-1,10%	31/10
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	01/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	50,4	51,5	01/11
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,50%	0,50%	02/11
JAP	Produit Intérieur Brut	-	0,7%	14/11

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
1,59%	+1 ⁽¹⁾ -68 ⁽²⁾
EUR	
-0,12%	-5 ⁽¹⁾ -75 ⁽²⁾
Allemagne	
-0,12%	-5 ⁽¹⁾ -75 ⁽²⁾
Autriche	
0,10%	-5 ⁽¹⁾ -80 ⁽²⁾
Belgique	
0,14%	-4 ⁽¹⁾ -83 ⁽²⁾
Espagne	
0,88%	-13 ⁽¹⁾ -89 ⁽²⁾
Finlande	
0,31%	+23 ⁽¹⁾ -61 ⁽²⁾
France	
0,19%	+1 ⁽¹⁾ -80 ⁽²⁾
Grèce	
8,28%	+19 ⁽¹⁾ 0,00 ⁽²⁾ =
Irlande	
0,33%	-10 ⁽¹⁾ -83 ⁽²⁾
Italie	
1,19%	+4 ⁽¹⁾ -41 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,04%	0,00 ⁽¹⁾ = -75 ⁽²⁾
Portugal	
3,33%	+29 ⁽¹⁾ +81 ⁽²⁾

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

En ligne avec les attentes des marchés, la Banque centrale américaine n'a pas modifié sa politique monétaire lors de sa réunion de septembre. La décision a été prise à une majorité de 7 contre 3 voix en faveur d'une hausse des taux. Lors de cette réunion, la Fed a abaissé ses projections de taux d'intérêt sur 2017, 2018 et au-delà. Cela fait plus de deux ans que la Fed s'agit sur la normalisation monétaire, avec pour seul résultat qu'elle la diffère à chaque fois. En septembre 2014, le FOMC prévoyait de monter les taux d'intérêt en 2015 pour terminer en 2017 à 3,75%. En septembre 2015, la hausse devait se finir en 2018 à 3,25%. En septembre 2016, le terme est repoussé à 2019 et le point terminal réduit à 2,75%.

Une très large majorité des membres du FOMC se positionne pour une hausse des taux d'intérêt avant la fin 2016. Il reste deux réunions. Bien que Janet Yellen, ait rappelé que la politique n'interferait jamais dans les décisions de la Fed, on peine à imaginer une hausse à la réunion du 2 novembre, moins d'une semaine avant l'élection présidentielle américaine. Si une deuxième hausse est votée, ce sera à la réunion du 14 décembre.

D'après Eurostat, l'inflation était de 0,4% sur un an en zone euro en septembre. C'est un niveau très bas, en particulier pour la BCE qui vise 2% à moyen terme. Néanmoins, c'est le plus haut niveau d'inflation depuis juillet 2014. Cette date est notable car elle précède la phase de forte chute des prix du pétrole. Si le contre-choc pétrolier est achevé, comme nous le pensons, alors le redressement de l'inflation va fortement accélérer dans les six prochains mois. On devrait dépasser 1% en janvier 2017, puis aller vers 1,5%.

Depuis 2014, toute discussion sur l'état de l'économie européenne est dominée par le thème de la déflation. Le risque de déflation a été instrumentalisé par le président de la BCE lui-même à un moment où il fallait trouver un argument pour passer outre la résistance des allemands. Même si la déflation ne s'est pas installée en zone euro, la chute inattendue des prix du pétrole de fin 2014 à début 2016 a écarté l'inflation de sa trajectoire idéale. Face à un choc sur les prix de l'énergie, la question est celle des effets de second-tour des prix sur les salaires et de l'inflation sur les anticipations d'inflation. Pour la BCE, même si son objectif est défini sur l'inflation totale, c'est l'évolution des prix sous-jacents qui importe vraiment. Une remontée modeste de l'inflation sous-jacente serait la conséquence logique du schéma actuel de reprise, puisqu'il repose avant tout sur l'amélioration des conditions d'emploi et des conditions de crédit, deux évolutions qui poussent à la reflation de l'économie européenne.

Lors de sa conférence de presse, début septembre, Mario Draghi a rappelé que "l'inflation sous-jacente ne montre toujours pas de tendance haussière solide et reste un point d'inquiétude". Il montre là que la patience de la BCE n'est certainement pas infinie. La BCE s'est mise en situation d'attente jusqu'au 6 décembre pour décider si, et le cas échéant, de quelle manière elle devrait étendre sa politique de Quantitative Easing. Il est presque certain que l'inflation totale aura continué de se redresser nettement d'ici-là. Toutefois, si l'inflation sous-jacente reste résolument dans la zone de danger (c'est-à-dire sous les 1%), les chances d'avoir une extension large plutôt que cosmétique s'accroîtraient.

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2015 en points de base



Dans un contexte de faible volatilité sur le marché obligataire, le rendement des emprunts publics a oscillé à de bas niveaux en septembre. Des différences entre pays subsistent, avec des rendements à dix ans allemands négatifs et de nouvelles hausses, quoique marginales, des rendements à dix ans portugais, espagnols et italiens. Ces évolutions doivent également être replacées dans le contexte du programme d'achats de titres du secteur public mis en place par la BCE.

Le programme d'achat de titres du secteur des entreprises (CSPP) continue d'avoir une incidence positive sur les rendements des obligations émises par les sociétés. Après s'être inscrits sur une tendance baissière, les rendements des obligations émises par les entreprises semblent s'être stabilisés autour de 0,85% vers la fin septembre. Les niveaux actuels sont inférieurs de plus de 90 points de base à ceux observés en début d'année. Les rendements des obligations bancaires ont suivi une évolution similaire, mais leur recul a cependant été moins prononcé.

Les anticipations des marchés relatives à l'évolution des taux d'intérêt monétaires ont progressivement diminué. Les marchés anticipent dorénavant un taux monétaire devenant positif en 2021 pour la zone euro. Ces évolutions indiquent que les marchés s'attendent probablement à une orientation accommodante supplémentaire de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Le taux euribor 3 mois a oscillé autour du niveau de -0,30%. A la fin septembre, une obligation de l'Etat belge avec une maturité de 10 ans offre un rendement de 0,14%.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Septembre 2016	total 2016
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	0,3%	6,6%
Etats-Unis (\$)	0,0%	5,3%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,1%	6,0%
Etats-Unis (\$)	-0,3%	8,7%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,4%	6,3%
Etats-Unis (\$)	0,5%	13,8%

Source : Bloomberg

*Return en EUR.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/09/16	Variation depuis 31/12/15
Investment Grade	0,85%	-94
AAA	0,54%	-85
AA	0,36%	-92
A	0,61%	-88
BBB	1,23%	-104
High Yield	3,52%	-160

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/09/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,30%	-17
OLO 2 ans	-0,64%	-31
OLO 5 ans	-0,47%	-50
OLO 7 ans	-0,33%	-72
OLO 10 ans	0,14%	-83
OLO 30 ans	1,07%	-95

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	KBC IFIMA	3,000%	02.11.2021	101,10%	2,76%	I+	XS1498387833	1.500
BRL	IBRD	10,000%	31.01.2018	100,00%	9,91%	I+++	XS1023246843	5.000
EUR	Lanxess	1,000%	07.10.2026	98,00%	1,22%	I	XS1501367921	1.000
USD	Pepsico	2,375%	06.10.2026	99,69%	2,41%	I+	US713448DN57	2.000
USD	General Motors	2,350%	04.10.2019	100,20%	2,28%	I	US37045XBP06	2.000
ZAR	KFW	7,000%	21.01.2019	98,35%	7,64%	I+++	XS1018702941	5.000

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



USD/EUR (USA)

0,89 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-3,4%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,15 -2,0%⁽¹⁾ ↓
-14,9%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,88 +1,3%⁽¹⁾ ↑
+14,6%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +3,6%⁽¹⁾ ↑
+7,1%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,43 0,00%⁽¹⁾ =
+0,2%⁽²⁾ ↑

CHF/EUR (Suisse)

0,92 +0,5%⁽¹⁾ ↑
-0,3%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,68 +1,1%⁽¹⁾ ↑
+1,5%⁽²⁾ ↑

CAD/EUR (Canada)

0,68 -0,9%⁽¹⁾ ↓
+1,8%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00%⁽¹⁾ =
0,00%⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +1,5%⁽¹⁾ ↑
-0,8%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,5%⁽¹⁾ ↑
+2,4%⁽²⁾ ↑

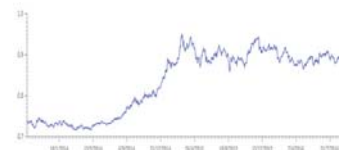
SEK/EUR (Suède)

0,10 -0,9%⁽¹⁾ ↓
-4,8%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2015
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

■ USD/EUR

Entre le discours de la banque centrale, qui n'a pas relevé son principal taux directeur, et le dossier Deutsche Bank, l'euro reste stable sur le mois de septembre vis-à-vis du dollar.



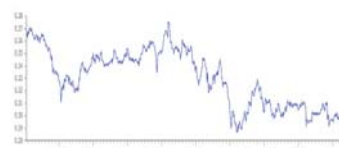
■ GBP/EUR

Le cours du GBP/EUR se situe dans une tendance baissière depuis l'été 2014, qui s'est accélérée depuis le 24 juin dernier avec le vote des britanniques favorables au Brexit.



■ TRY/EUR

L'agence de notation Moody's a abaissé, vendredi 23 septembre 2016, la note de la dette turque. L'agence de notation juge l'économie très exposée au retrait des investisseurs, en raison de la situation politique. La livre turque recule sur le mois de septembre face à l'euro sans toutefois s'effondrer.



■ NOK/EUR

La banque centrale n'a pas abaissé son taux directeur, maintenu à 0,5%, alors que son rapport du mois de juin laissait entendre qu'un nouvel assouplissement serait sans doute nécessaire. Toutefois, l'institution n'exclut pas totalement une baisse d'ici la fin de l'année mais, dans le même temps, ses projections économiques sont plus solides.



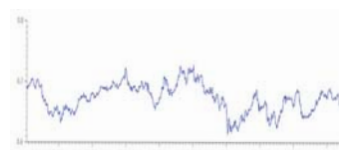
■ JPY/EUR

Sur le mois de septembre le Yen est stable par rapport à l'euro. Concernant la politique monétaire, la BoJ a annoncé l'adoption d'un objectif de taux à long terme, bouleversant ainsi le cadre de sa politique monétaire pour mettre l'accent davantage sur les taux d'intérêt que sur les rachats d'actifs.



■ AUD/EUR

Le dollar australien a très peu évolué sur le mois de septembre en raison de la stabilité du cours de l'once d'or ainsi que des autres matières premières.





■ Performance boursière

Les SIR sont restées stables en septembre (+0,4%). Les meilleures performances boursières sont à mettre au crédit d'Aedifica (+8,3%) et de Vastned Retail Belgium (+5,5%). XIOR (-5,6%) et Befimmo (-5,4%) ont en revanche été les moins performantes.

■ Information financière

Aedifica a vu son bénéfice courant pour l'exercice 2015/2016 progresser de 1,7% à 2,43 EUR par action, et ce, malgré la dilution provoquée par l'augmentation de capital de 153 millions EUR de juin 2015. 342 millions EUR d'investissements ont été réalisés depuis l'augmentation de capital. Le taux d'endettement s'élève actuellement à 42,5%, et le taux d'occupation pour la partie non meublée du portefeuille à 98,1%. Un dividende de 2,10 EUR par action sera distribué pour l'exercice. Pour 2016/2017, Aedifica table sur un bénéfice par action de 2,97 EUR et un dividende brut de 2,25 EUR.

Ascencio a acheté le magasin BUT (4.000 M²) à Houdemont (France) pour 12 millions EUR. Quelques semaines plus tard, Ascencio a vendu un portefeuille de 17 actifs non stratégiques pour un montant total de 14,75 millions EUR. Le taux d'occupation des actifs vendus ne dépassait pas 80,2%.

Befimmo a bouclé avec succès une augmentation de capital de 127 millions EUR. Simultanément, un dividende intérimaire de 2,55 a été détaché. Il sera distribué en

décembre, au choix en cash ou en actions. L'objectif d'un dividende annuel de 3,45 EUR étant maintenu, un dividende intérimaire final de 0,90 EUR sera distribué en mai 2017. Cofinimmo a racheté 173,8 millions EUR ou 91,08 % des obligations convertibles 2013/2018 - 2,00%. Comme Cofinimmo détient au minimum 85 % de cette obligation, elle pourra rembourser à leur valeur nominale les obligations résiduelles. Simultanément, une nouvelle obligation convertible a été émise (2016/2021 - 0,1875%) pour un montant de 219,3 millions EUR et un cours de conversion de 146 EUR.

Home Invest Belgium a publié un résultat net courant de 1,01 EUR par action pour le premier semestre 2016, en hausse de 23,2%. Les revenus locatifs ont progressé de 6,0% sous l'effet de nouvelles acquisitions et de la réception de plusieurs bâtiments. Le taux d'occupation s'élevait à 93,15% et le taux d'endettement à 43,2%. Le coût de financement moyen a baissé à 2,63%.

Xior a publié un résultat net courant de 0,27 EUR par action pour le premier semestre 2016 et confirmé ses objectifs pour 2016 (résultat net courant et dividende brut de 1,13 EUR par action). Le 30 juin 2016, le taux d'endettement s'élevait à 45,9% et le taux d'occupation à 97,4%. Xior a également acquis un immeuble de 95 chambres d'étudiants à Eindhoven pour une valeur d'acquisition de 10,4 millions EUR. Le rendement initial se monte à 6,3%.

Retail Estates a vu son résultat locatif gagner 17,72% au premier trimestre 2016/2017 pour un taux d'occupation de 97,64%. Pour l'exercice, l'entreprise prévoit le versement d'un dividende brut de 3,30 EUR par action.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/08/16	31/12/15	30/09/15		
Aedifica	77,25	8,3%	27,6%	45,3%	26,0	2,9%
Care Property Invest	20,20	4,1%	32,9%	52,5%	28,0	3,2%
XIOR	34,10	-5,6%	27,7%	n.a.	28,4	3,3%
Home Invest Belgium	100,00	1,5%	8,3%	20,5%	41,2	4,1%
QRF	26,55	-1,6%	3,5%	9,3%	16,8	5,0%
Retail Estates	79,59	-0,5%	4,7%	7,4%	18,1	4,3%
Vastned Retail Belgium	56,96	5,5%	6,4%	4,5%	23,3	4,3%
Ascencio	64,50	-0,8%	13,6%	21,0%	16,5	4,9%
Wereldhave Belgium	110,65	-1,2%	4,9%	10,7%	19,1	4,5%
Warehouses Estates Belgium	64,50	-1,8%	5,5%	10,8%	16,4	5,5%
Leasinvest Real Estate	106,20	1,0%	19,2%	37,0%	17,6	4,6%
Befimmo	53,77	-5,4%	4,7%	9,6%	14,4	6,0%
Cofinimmo	110,70	0,3%	16,1%	21,1%	18,1	5,0%
Montea	47,13	3,2%	26,0%	35,5%	18,2	4,5%
WDP	88,34	0,6%	14,2%	33,8%	16,5	4,9%
Intervest Offices & Warehouses	24,50	-1,1%	7,4%	26,5%	14,2	5,7%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ BEIERSDORF (ISIN DE0005200000 - 84,25 EUR)

■ Profil

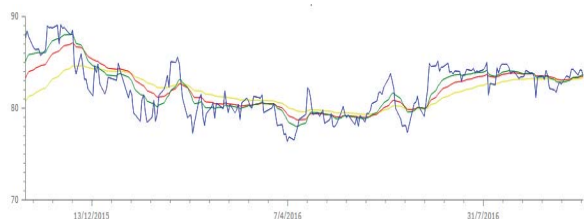
Beiersdorf est spécialisé dans le développement, la production et la commercialisation de produits cosmétiques. Le CA se répartit comme suit :

- Produits cosmétiques (82,9%) : produits de soins du visage et du corps (marques Nivea Labello, 8x4, SBT, La Prairie, Sleek et Florena), produits capillaires (Nivea), pansements et bandages (principalement Hansaplast et Elastoplast) et produits dermatologiques (Eucerin) ;
- Produits adhésifs (17,1%) : sparadraps, bandes adhésives, bandes de plâtre, scotchs, etc. (marque Tesa).

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (51,6%), Afrique-Asie-Australie (29,8%) et Amériques (18,6%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 26,73x
Cours/Actif Net : 3,88x
Rendement : 0,80%



■ Notre opinion

Le Groupe Beiersdorf a été fondé à Hambourg en 1882 et cote en Bourse depuis 2008. Le groupe emploie 17.806 collaborateurs. En 2015, les ventes se sont élevées à 6,69 milliards d'euros, dont 83% dans les produits cosmétiques et 17% dans les produits adhésifs (solutions pour l'industrie, les entreprises artisanales et les consommateurs). Dans le segment des produits cosmétiques, 64% des ventes sont générées avec des produits de soins de la peau, et 18% avec les désodorisants. La croissance dans ces segments est plus

lente, mais offre une meilleure résistance au ralentissement de la croissance économique.

La stratégie (appelée "the blue agenda") a été conçue pour que le Groupe soit le n°1 sur les produits et les marchés où il se situe.

Le Groupe Beiersdorf dispose d'un solide bilan comptable (dette nette/EBITDA de 1,6x), d'une importante trésorerie (2,5 milliards d'euros attendus à la fin de 2016) et d'une génération de flux de trésorerie de près de 900 millions d'euros pour cette année.

Toutefois, nous soulignerons que le Groupe n'a pas une politique généreuse de retour à l'actionnaire : le ratio de distribution (d'environ 30%) n'est pas élevé.

Le Groupe Beiersdorf détient un nombre important de marques fortes dans son portefeuille qui génèrent de solides flux de trésorerie disponibles. Cependant, ce flux ne revient que très lentement à l'actionnaire. Le Groupe n'a pas beaucoup investi dans l'expansion de son portefeuille de marques (par rapport aux autres marques), alors que nous avons des questions sur la stratégie Internet (vente en ligne de produits en vrac).

La valorisation du titre reste relativement élevée par rapport à ses paires dans le secteur. Compte tenu d'un faible potentiel de hausse (3,9%), nous sommes à "Conserver" sur le titre.

■ Derniers résultats

Le Groupe Beiersdorf a vu son chiffre d'affaires pour le premier semestre 2016 légèrement diminuer de 1,3% à 3,36 milliards d'euros. La baisse a eu lieu à la fois dans le segment des produits cosmétiques (-1,0%) et dans celui des déodorants (-2,6%). Cependant, la croissance organique a été de 2,8%. La différence de croissance s'explique principalement par les effets des taux de change (-4 points). 58% des ventes ont été générées en Europe, 26,4% en Afrique / Asie / Australie et le solde (15,6%) dans les Amériques. Le résultat d'exploitation est resté stable à 513 millions d'euros.

Entreprise	Cours	Cours/Bénéfice		Cours/NAV	Rendement	
		2016	2017		2016	2017
ADIDAS	154,85	31,9	27,4	5,35	1,3%	1,5%
BEIERSDORF	84,25	28,1	26,1	4,48	0,8%	0,9%
CHRISTIAN DIOR	161,75	15,6	14,4	2,70	2,5%	2,7%
HENKEL	122,85	23,5	21,4	3,87	1,3%	1,4%
HERMES INTERNATIONAL	372,50	35,3	32,6	10,18	1,1%	1,3%
HUGO BOSS	51,04	16,0	14,1	4,80	5,0%	5,6%
L'OREAL	169,70	26,4	24,7	4,32	1,9%	2,1%
LVMH	154,20	19,6	17,9	3,15	2,5%	2,8%
OSRAM LICHT	50,85	13,5	16,7	2,04	1,9%	2,1%
Moyenne		23,4	21,1	4,68	2,1%	2,4%



INGENICO (ISIN FR0000125346 - 83 EUR)

Profil

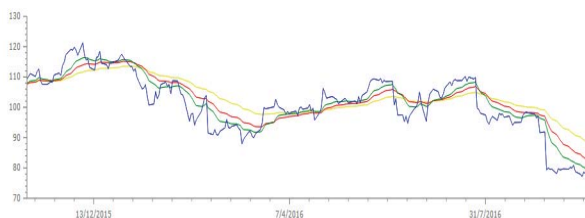
Ingenico Group est le leader mondial des solutions de paiement intégrées sur tous les canaux de vente (en magasin, en ligne et sur mobile) destinées aux commerçants, directement ou par l'intermédiaire des banques, aux distributeurs et aux fournisseurs de services. L'activité du groupe s'organise autour de 3 marques commerciales :

- Ingenico Smart Terminals : terminaux de paiement fixes ou portables et services de maintenance et de gestion des parcs de terminaux ;
- Ingenico Payment Services : services de monétique intégrée sur tous les canaux de vente (en boutique, en ligne et sur mobile) ;
- Ingenico Mobile Solutions : solutions d'acceptation de paiement mobile.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe et Afrique (34,8%), Asie-Pacifique et Moyen Orient (19,9%), Amérique du Nord (14,5%), Amérique latine (10,4%), autres (20,4%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 17,80x
Cours/Actif Net : 3,15x
Rendement : 1,80



Notre opinion

Après avoir fait les frais des déboires du Groupe américain Verifone, c'est au tour du Groupe Ingenico de revoir à la "baisse" ses objectifs ce matin. Pour la première fois depuis 2009, le Groupe lance un profit warning. Ci-dessous, le communiqué du Groupe de ce matin :

"Au cours des dernières semaines, Ingenico Group a été confronté à une baisse significative et soudaine du marché aux Etats-Unis, qui représentent environ 10% de son chiffre d'affaires (recul lié à des changements de réglementations). En outre, "au Brésil, la situation économique dégradée affecte la performance d'Ingenico Group. Malgré une bonne résistance dans les autres pays d'Amérique Latine, la baisse des ventes dans la région au second semestre 2016 sera supérieure à celle des six premiers mois de l'année".

"Les performances du Groupe resteront excellentes dans toutes les autres zones géographiques, ainsi que pour

l'activité ePayments. Hors Brésil et Etats-Unis, le Groupe restera en croissance à deux chiffres au second semestre 2016". "Cette situation temporaire ne remet pas en cause les fondamentaux et les objectifs du Groupe".

Ingenico est le leader des solutions de paiement sur terminaux et en ligne. Le marché du paiement électronique est en plein essor, soutenu à la fois par la montée en puissance de l'e-commerce, par l'évolution des réglementations visant à réduire l'utilisation de la monnaie physique partout dans le monde (exemple le 4 mai 2016, avec la Banque centrale européenne qui a annoncé la fin de la production des billets de 500 EUR afin de lutter contre le financement d'activités illicites) et le développement continu des classes moyennes dans les pays émergents (exemple en Chine et en Inde). Grâce à son positionnement unique sur les terminaux, sur les services de paiement en ligne et en boutique, Ingenico est idéalement placé pour "surfer" sur ces tendances à long terme.

La contraction des ventes pour ce second semestre 2016, entraîne une légère révision des objectifs :

- Croissance des revenus d'au moins 7% (contre 10% précédemment)
- Marge EBITDA d'au moins 20% (21% auparavant).

Comme nous pouvons le constater, ce Groupe est très loin de connaître une panne de croissance !

Sur base des flux de trésorerie disponibles futurs de l'entreprise actualisés, la valeur intrinsèque pointe vers les 110 EUR aujourd'hui.

Le titre va rester très volatile au cours des prochains jours. Toutefois, au regard des perspectives de croissance et de la solidité du Groupe (dette nette/EBITDA à 0,52x, dette nette/capitaux propres à 16%), les investisseurs peuvent prendre position à l'achat.

Derniers résultats

Au cours du premier semestre 2016, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 1.133 millions d'euros, en hausse de 7%, intégrant un effet de change négatif de 50 millions d'euros. Le Groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 788 millions d'euros pour l'activité des Terminaux de paiement et 345 millions d'euros pour celle des Services de paiement.

En Asie-Pacifique, le Groupe poursuit sa conquête de parts de marché : la croissance a été très soutenue en Turquie, en Australie et en Chine. En revanche, en Amérique latine les volumes sont fortement impactés par la situation économique défavorable au Brésil. En Amérique du Nord, la croissance du Groupe est assurée par la prise de parts de marchés sur les grandes enseignes aux Etats-Unis. Enfin, les investissements réalisés sur l'activité ePayments au cours des derniers mois commencent à porter leurs fruits, le semestre étant marqué par une très bonne dynamique commerciale.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



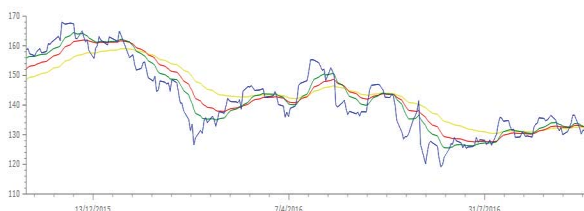
■ ALLIANZ (ISIN DE0008404005 - 135,50 EUR)

■ Profil

Allianz propose une large gamme de produits d'assurance et de fonds à plus de 85 millions de clients dans plus de 70 pays. Le groupe avait à la fin de 2015 près de 1.800 milliards d'euros sous gestion. Le siège social est à Munich, en Allemagne.

■ Analyse fondamentale

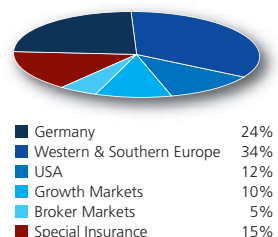
Cours/Bénéfices : 8,98x
Cours/Actif Net : 0,89x
Rendement : 5,50%



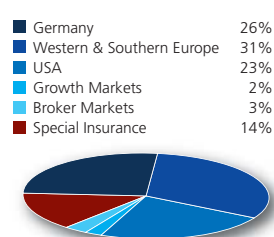
■ Notre opinion

Le Groupe Allianz est un fournisseur mondial de services financiers, principalement présent dans l'assurance et la gestion d'actifs. Le groupe compte 85 millions de clients particuliers et d'entreprises dans plus de 70 pays et compte plus de 142.000 employés. En 2015, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 125,2 milliards d'euros et un bénéfice d'exploitation de 10,7 milliards d'euros.

Revenus : 125,2 milliards d'EUR



Bénéfices : 10,7 milliards d'EUR



Lors de la journée Investisseurs le 24 novembre 2015, le Groupe Allianz a présenté ses ambitions pour 2018 : progression en moyenne du bénéfice par action de 5% par an et un rendement des capitaux propres de 13%.

Allianz vise un bénéfice d'exploitation compris entre 10 et 11 milliards d'euros en 2016. Les résultats de l'activité assurance vie devraient rester assez solides (meilleures marges, hausse des flux de trésorerie, belle performance aux Etats-Unis), l'assurance non-vie progresse toujours bien et l'activité Asset Management reste stable.

La juste valeur (ou "fair value") du titre Allianz offre un potentiel de hausse de 14,4%. Sur base de ses comparables, le titre est valorisé à hauteur de la moyenne de son secteur. Nous sommes à Conserver avec un objectif situé à 155 EUR.

■ Derniers résultats

Allianz a vu son chiffre d'affaires pour le premier semestre 2016 diminuer de 4,7% à 64,8 milliards d'euros. La diminution est principalement attribuable aux activités de l'assurance vie (-7,2%). Les demandes plus élevées concernant les remboursements liés à la hausse des catastrophes naturelles ont conduit à une diminution du résultat opérationnel de 10,3%. Le bénéfice net a légèrement diminué, en raison notamment du coût (352 millions) lié à la reclassification des activités coréennes destinées « à la vente ».

Les ratios d'exploitation tiennent bon, avec un ratio combiné et un ratio coûts/revenus en AM qui sont restés stables, et une marge en affaires nouvelles (marge sur les nouveaux contrats d'assurance vie), qui est passée de 1,5% à 2,6%. La Solvabilité pointe toujours à 186%, ce qui reste très solide.

Entreprise	Cours	Cours/Bénéfice		Cours/NAV	Rendement	
		2016	2017		2016	2017
AEGON	3,68	7,6	5,8	0,35	7,1%	7,4%
AGEAS	32,05	9,1	8,8	0,65	5,8%	5,7%
ALLIANZ	135,50	9,4	8,9	0,91	5,4%	5,7%
AXA	19,33	8,2	8,0	0,69	6,0%	6,3%
CNP ASSURANCES	14,65	9,6	8,8	0,68	5,3%	5,3%
DELTA LLOYD	3,72	2,2	3,3	0,45	7,8%	7,7%
HANNOVER RUECK	93,53	11,2	11,1	1,34	5,0%	5,0%
MUENCHENER RUECKVER	164,55	10,7	10,6	0,83	5,1%	5,3%
NN GROUP	26,97	9,3	8,5	0,35	5,5%	5,8%
SCOR	26,99	9,1	9,0	0,80	5,9%	6,1%
Moyenne		8,6	8,3	0,70	5,9%	6,0%



■ RENAULT SA (ISIN FR0000131906 - 70,52 EUR)

■ Profil

Renault est le 2^e constructeur automobile français. Le CA par activité se répartit comme suit :

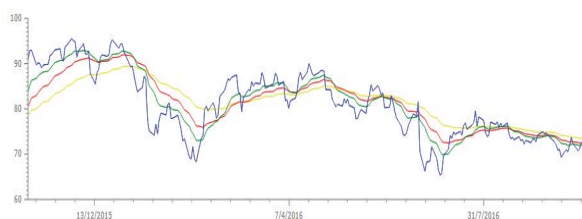
- Vente de véhicules (94,7%) : 2,7 millions de véhicules particuliers et utilitaires vendus en 2014 (2,1 millions sous la marque Renault, 511.465 sous la marque Dacia et 82.123 sous la marque Renault Samsung) ;
- Prestations de services (5,3%) : prestations de financement des ventes (achat, location, crédit-bail, etc. ; RCI Banque) et de services associés (entretien, extension de garantie, assistance, etc.).

A fin 2014, le groupe dispose de 32 sites industriels dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : France (24%), Europe (38,7%), Amériques (11,7%), Asie-Pacifique (6,5%) et autres (19,1%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	6x
Cours/Actif Net :	0,70x
Rendement :	4,85



■ Notre opinion

Né sous l'ère Communiste, le constructeur d'automobiles roumain Dacia est devenu un véritable pilier stratégique pour le Groupe Français : il vise une large clientèle et introduit la marque dans de nombreux pays émergents, tel un cheval de Troie.

Acquis en 1999, l'objectif initial était de permettre à Renault de se lancer à l'assaut des pays émergents en proposant une voiture très bon marché (la fameuse voiture à 5.000 EUR). L'engouement du public a été tel dans certains pays (notamment les pays de l'est) que l'ancien PDG de Renault Louis Schweitzer décide alors de lancer cette marque partout en Europe à partir de juin 2005. L'engouement du public sera tout aussi fort et immédiat, au grand étonnement de la plupart des spécialistes du milieu automobile. Avec 19% des immatriculations totales du Groupe Renault aujourd'hui, les immatriculations Dacia viennent d'afficher un nouveau record sur ce premier semestre 2016.

Déjà évoqué lors de nos précédentes analyses, le BREXIT, qui se traduit par un affaiblissement de la livre sterling contre l'euro, est préjudiciable à l'ensemble des constructeurs automobiles (effets devises, impact sur la confiance des consommateurs anglais, interrogations sur les nouvelles démarches administratives transfrontalières, etc.). Pour le Groupe Renault, les revenus tirés au Royaume-Uni représentent entre 3 et 6% du CA total (contre à titre d'exemple, 10% pour BMW). Le Groupe Renault reste donc peu impacté par le BREXIT.

Le résultat opérationnel sur le S1 est ressorti bien au-dessus des attentes, à 1,54 milliard d'euros (soit une marge de 6,1% pour un CA en hausse de 13,5%, en progression) pour un consensus situé à 1,4 milliard d'euros. Ces bons résultats s'expliquent par la belle progression des revenus en Europe (succès des nouveaux modèles de Renault mais également de la gamme Entry de Dacia et de la poursuite de la croissance enregistrée en Argentine, en Inde, en Iran et en Corée du Sud (qui compensent la faiblesse des ventes au Brésil et en Russie).

Sur base de la grille des notations financières des agences de notation, l'on soulignera qu'après être passé en Non Investment Grade (obligations spéculatives) entre 2009 et 2010, le rating de Renault se situe actuellement dans la partie Investment Grade (BBB- chez S&P, et Baa3 chez Moody's). Cette situation s'explique principalement par le retour en territoire positif des flux de trésoreries, et in fine de la diminution de l'endettement du Groupe depuis la crise de 2008.

Les incertitudes liées au Brexit ont entraîné une décote sur l'ensemble du secteur automobile, ce qui explique pourquoi l'ensemble des multiples de valorisation pour les constructeurs se situent en-dessous de leur moyenne historique. A titre d'illustration, le titre Renault se paye seulement 6x les bénéfices estimés sur 2016. Malgré la hausse significative des coefficients d'actualisation appliqués au secteur (via la hausse du bêta), la valeur intrinsèque du titre Renault se situe proche des 90 EUR, soit un potentiel de plus de 25%.

Nous sommes à l'achat sur le titre, tout en soulignant que la volatilité de l'action est assez importante (bêta de 1,45).

■ Derniers résultats

Au premier semestre 2016, le chiffre d'affaires du Groupe s'établit à 25.185 millions d'euros, en hausse de 13,5% par rapport au premier semestre 2015.

Le chiffre d'affaires de l'Automobile s'établit à 24.078 millions d'euros en progression de +14,3%, grâce à la hausse des volumes des marques du Groupe (+10,6 points) et des ventes aux partenaires (+3 points). L'effet prix contribue positivement (+3,8 points), en raison notamment des hausses réalisées dans certains pays émergents pour compenser l'effet négatif des devises (-4,9 points).



■ Environnement

Des indicateurs économiques positifs pour l'économie chinoise ont donné le coup d'envoi du mois de septembre. L'indice de confiance des directeurs des achats (PMI) dans le secteur industriel a ainsi enregistré une hausse à plus de 50, ce qui représente sa plus forte croissance en deux ans. On pourrait y trouver à première vue un élément positif pour les cours des matières premières, mais le cours du pétrole a poursuivi la glissade qu'il avait amorcée fin août. Ainsi, le baril de pétrole brut (Brent) a perdu environ 10% en quelques jours. La crainte d'une augmentation de la production aux États-Unis (pétrole de schiste) en cas de hausse des cours a pesé sur le cours du pétrole. Sans compter la publication de réserves pétrolières (volatiles) en hausse aux États-Unis qui suggèrent également une baisse de la demande ou une suroffre persistante, et une flopée de rumeurs entourant un accord possible sur un gel de la production entre les membres de l'OPEP. Fin septembre, les marchés financiers ont été récompensés pour leur patience face à la succession d'espoirs et de doutes concernant les informations publiées et l'évolution des indicateurs relatifs au cours du pétrole et au secteur pétrolier (ex. réserves, AIE). L'accord intervenu sur une limitation du niveau de production entre les membres de l'OPEP lors d'une réunion informelle à Alger incite à penser que le cours du pétrole devrait avoir définitivement atteint son plancher. Cet accord, le premier depuis 2008, implique que les pays membres de l'OPEP réduisent leur production à un niveau compris entre 32,5 et 33 millions de barils par jour à partir de novembre, ce qui représente une baisse d'environ 700.000 barils par jour. Le prix du baril de pétrole Brent a gagné 6% sur l'annonce et a terminé le mois à un niveau proche de 50 USD le baril. Cet accord laisse cependant planer de nombreux points d'interrogation. Sera-t-il respecté ? Quelle sera la clé de répartition ? Quelle sera la réaction des autres intervenants (cf. pays non membres de l'OPEP comme la Russie et les États-Unis). Compte tenu de ce qui précède, il n'est pas étonnant que le secteur des matériaux de base ait été le plus performant en Europe, avec un gain sur les cours d'un peu moins de 3% sur base mensuelle.

Septembre a également été le mois des banques centrales. Et malgré le fort vent contraire, les banques centrales ont poursuivi sur la voie de la relance monétaire. Les trois plus importantes banques centrales des pays développés (BoJ, BCE et Fed) ont publié des commentaires ou des décisions stratégiques en septembre. La banque centrale la plus innovante et la plus engagée, à savoir la Bank of Japan (BoJ), a surpris les marchés avec un nouveau concept baptisé "Yield Curve Control". Concrètement, il s'agit de maintenir le taux japonais à 10 ans à maximum 0% tant que l'inflation ne dépasse pas substantiellement les 2%, sans autre restriction ni objectif en matière de masse monétaire. L'amélioration de la rentabilité des entreprises financières qui en résulte entraîne un raidissement de la

courbe des taux. À titre d'information : l'inflation s'élève actuellement à -0,5% au Japon. Les Bourses japonaises ont réagi positivement avec un gain de 3% pour l'indice Topix. À peine 14 heures plus tard, la Fed publiait un nouveau rapport intermédiaire sur la normalisation de sa politique de taux. Elle a laissé les taux inchangés, ce qui était conforme aux attentes et ouvre la porte à un relèvement des taux pour la réunion de décembre. Une réunion est également prévue en novembre, mais il semble peu opportun de demander aux marchés financiers de digérer un relèvement des taux aussi peu de temps avant les élections présidentielles américaines. Des indicateurs comme le nombre de demandes d'allocations de chômage confirment la robustesse de l'économie américaine et montrent qu'un relèvement des taux n'est normalement qu'une question de temps. La BCE aussi a décidé de laisser inchangés ses taux et son programme de rachat d'obligations début septembre. Le président de la Banque centrale européenne a qualifié la politique actuelle d'efficace. En outre, la BCE continue à prévoir que les principaux taux d'intérêt vont rester bas pendant une période prolongée. La prolongation du programme de rachat actuel n'a pas encore été discutée, mais cela suggère qu'elle sera sans doute actée lors de la prochaine réunion. Mais mars 2017 se rapproche et les marchés financiers resteront attentifs à l'attitude "wait and see" de la BCE. Le débat sur l'efficacité et la crédibilité ne pourra que reprendre puisque l'impact économique effectif d'une extension des stimuli monétaires reste extrêmement douteux.

Un autre événement notable intervenu au cours du mois est l'évolution du sentiment concernant la Deutsche Bank. Ce géant bancaire allemand a fait parler de lui au début du mois pour sa réflexion théorique sur une possible fusion avec la Commerzbank. Cet exercice a été considéré comme positif par les marchés compte tenu des économies possibles et de la nécessité pour les banques de s'adapter à un environnement qui pèse sur leur rentabilité. Mais à la mi-septembre, il n'était plus question de nouvelles positives concernant la Deutsche Bank et par extension le secteur bancaire dans son ensemble. La Deutsche Bank a en effet publié un communiqué de presse dans laquelle elle annonce que le Département américain de la Justice (DoJ) lui réclame 14 milliards USD pour sa contribution à la vente de produits toxiques. Le problème de la Deutsche Bank (outre l'environnement de taux bas, les frais de restructuration, les changements opérationnels et le fait qu'elle soit citée dans de nombreux scandales) est sa faible base capitalistique. En d'autres termes, une amende de 14 milliards USD pourrait la faire vaciller. La publication d'un article selon lequel l'État allemand refuserait toute aide à la Deutsche Bank n'a bien entendu pas amélioré le sentiment du marché. Ces événements ont alimenté la crainte d'une nouvelle crise bancaire. De plus, plusieurs hedge funds ont retiré leurs avoirs. Une perception très négative vis-à-vis de la Deutsche Bank et même des doutes concernant sa survie

ont dominé le marché. Le dernier jour du mois, le calme est quelque peu revenu à la suite d'une information selon laquelle la Deutsche Bank pourrait conclure un accord à l'amiable sur un montant plus faible avec le Département américain de la Justice. Logiquement, les actions bancaires sont restées en retrait, conformément à leurs performances depuis le début cette année. Le sursaut intervenu depuis le Brexit a donc été balayé.

Enfin, nous noterons que les marchés financiers considèrent qu'Hillary Clinton a remporté le premier débat télévisé qui l'opposait à Donald Trump. C'est du moins la conclusion que nous pouvons tirer de l'évolution du peso mexicain par rapport au dollar américain. Les marchés ont une préférence pour Clinton, qu'ils considèrent comme moins risquée que son adversaire. Au niveau des marchés des taux, le taux allemand à 10 ans est passé dans le vert sous le coup de la déception provoquée par l'absence de nouvelles mesures monétaires (prolongation et extension). Tant les obligations publiques que les primes sur les obligations d'entreprises (surtout pour les émetteurs plus dynamiques) sont en hausse. Cette hausse s'est cependant affaiblie au cours du mois. Les stimuli de la BCE (programme de rachat CSPP) et le programme de rachat d'obligations d'entreprises de la BoE qui n'a pas encore repris continuent à peser sur la valorisation des obligations sur le marché. Le taux américain à 10 ans a cependant évolué latéralement sur le mois (1,60%). L'or perd du terrain à mesure que le relèvement des taux aux États-Unis se rapproche. On remarquera l'intervention des autorités chinoises sur le taux HIBOR contre la spéculation sur la monnaie chinoise.

■ Transactions

Pour les profils de gestion qui ne contiennent pas d'actions, des prises de bénéfice ont été opérées sur quelques obligations qui n'ajoutent pas de rendement au portefeuille vu leur niveau de risque ou leur valorisation. Ainsi, l'obligation en euro de l'émetteur Citycon – coupon de 2,5%, échéance en 2024 – a été vendue. Citycon est le premier propriétaire d'immobilier dans le secteur de la vente de détail en Finlande. Il est aussi actif en Norvège et en Suède notamment. L'obligation en euros assortie de la même échéance du géant américain des

télécoms AT&T, avec un coupon de 2,4%, a également été vendue. Les liquidités libérées ont été affectées à la souscription de la nouvelle émission retail de VGP. Ce promoteur immobilier belge a collecté de l'argent en septembre pour financer ses projets d'expansion en Espagne (principalement Barcelone et Madrid). Cette émission en euros peut être qualifiée d'opportunité : un cours d'émission à 100% et une rémunération généreuse pour une échéance de sept ans. Le coupon s'élève à 3,9% et compense largement le fait qu'un promoteur immobilier comme VGP présente un profil de risque supérieur et ne peut produire de note de solvabilité. Nous avons également souscrit à l'émission pour les profils de gestion qui contiennent des actions. Compte tenu des incertitudes qui entourent la note du Portugal, la position dans l'émetteur EDP a également été clôturée. En effet, le Portugal risque de ne pas bénéficier du programme de rachat de la BCE puisqu'il n'a qu'une seule note investment grade et qu'une décision sur le maintien de cette note tombera à court terme. On peut donc craindre une forte augmentation de l'offre ou une brusque diminution de la demande de titres portugais, ce qui entraînera une chute des cours ou une hausse de la prime de risque. En tant qu'entreprise portugaise de services aux collectivités, EDP est liée à la solvabilité du Portugal. Dans une optique de gestion des risques, la position en obligations subordonnées de la Deutsche Bank a également été vendue compte tenu des conditions de marché.

Par ailleurs, l'obligation d'EMC en USD a été achetée pour les profils de gestion Baryton-Basse et les profils qui contiennent des actions. Cette obligation s'échange à un cours intéressant compte tenu de son échéance réduite (2018) et de son coupon (1,875%). En raison du LBO de Dell sur EMC, la note d'EMC a été abaissée à "High Yield", ce qui justifie la préférence pour une échéance courte. On a profité de l'augmentation de capital chez Befimmo pour accroître le poids de cette SIR dans les portefeuilles.

Enfin, dans les portefeuilles en gestion discrétionnaire qui contiennent des actions, les positions dans les actions RWE et Deutsche Bank ont été vendues. Ce, compte tenu de leur potentiel de hausse limité et des risques opérationnels spécifiques.

Perspectives et points d'attention

- Réunion de la Fed le 2 novembre et élections présidentielles le 8 novembre.
- Modalités de l'accord conclu au sein de l'OPEP sur une limitation de production le 30 novembre.
- Nervosité sur le plan politique : referendum en Italie, élections en Espagne.
- Impact de la hausse du cours du pétrole sur les taux d'inflation.
- Évolution du secteur bancaire (principalement en Italie, Allemagne) dans les conditions de marché actuelles.

Nous préférons actuellement les actions aux obligations et aux obligations publiques en particulier. Dans un environnement de taux négatifs, nous attachons plus d'importance aux dividendes qu'aux éventuels potentiels d'appréciation de cours.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

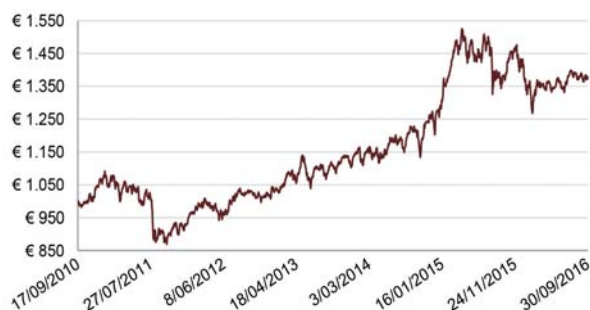
Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant pour objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC, diversifiés en actions. Afin de réduire le risque intrinsèque des placements en actions, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre plusieurs gestionnaires via différents Fonds (OPC, OPCVM).

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 30 septembre 2016	1.377,27
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



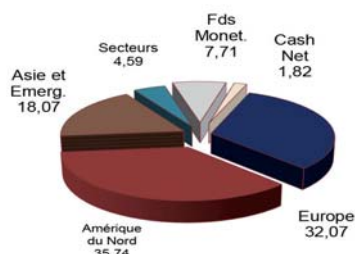
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	17
Nbr. de nouveaux fonds achetés	2
Nbr. de fonds entièrement liquidés	1

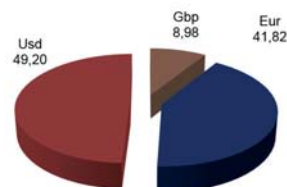
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Varenne Valeur	Europe	10,36	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,94	UK	OEIC	Non
Hermes US SMID Equities Fd	Etats Unis	8,67	LU	Sicav	Oui
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,20	LU	Sicav	Oui
Morgan Stanley US Advantage - I	Etats Unis	7,05	LU	Sicav	Non

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Rémunération de distribution :	1,0%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	6 sept 10	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	TOB à la sortie :	1,32% (max 2.000 EUR)
Risque ¹ :	0 1 2 3 4 > 5 < 6 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	Caceis Belgium

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

* Légende : Nat.: Nationalité de l'OPC/OPCVM; F.J.: Forme juridique; OP.: Fonds faisant l'objet d'offre publique en Belgique.

Leleux Invest

Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant pour objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différentes classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Le compartiment distribuera intégralement les revenus nets sous forme de dividendes annuels aux actionnaires.

Evolution de la VNI à fin de mois

sept/14	oct/14	nov/14	déc/14	janv/15	févr/15	mars/15	avr/15	mai/15	juin/15	juil/15	août/15
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	1.044,98	1.051,73	1.048,92	1.048,75	1.032,14	1037,21	1.009,25
sept/15	oct/15	nov/15	déc/15	janv/16	févr/16	mars/16	avr/16	mai/16	juin/16	juil/16	août/16
1.001,66	1.026,07	1.033,96	1.013,72	997,14	998,35	990,14	995,01	998,68	994,29	997,31	1.001,81
sept/16	oct/16	nov/16	déc/16	janv/17	févr/17	mars/17	avr/17	mai/17	juin/17	juil/17	août/17
1.001,62											

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 30 septembre 2016	1.001,62
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (10 février 2016) :	968,41

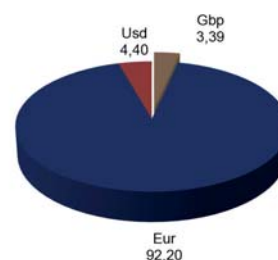
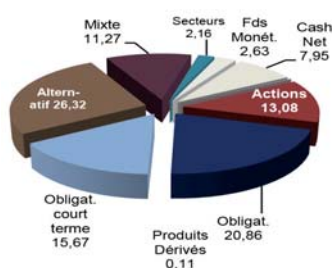
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
First Eagle Investment Management LLC
Exane Asset Management
Union Bancaire Privée
Allianz Global Investors Europe

Concentration

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

Allocation par Univers et par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Rémunération de distribution :	0,6%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	8 sept 14	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	Précompte mobilier libératoire :	27%
Risque ¹ :	0 1 2 3 > 4 < 5 6 7	Taxe sur les opérations boursières :	Néant
Calcul de la VNI :	Quotidienne	Souscription minimum :	1 action
Date de règlement :	j+4	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Rémunération de gestion :	0,4%/an	Réviseur :	Mazars
		Administrateur :	Caceis Belgium

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

- **Mercredi 19 octobre 2016 : Conférence**
Protégez-vous contre les fluctuations des prix agricoles grâce aux options.
Simplement et à moindre frais
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Agence d'Ath, Rue Gérard Dubois 39 - 7800 Ath / 8h
 Orateur : Monsieur Xavier Mercenier, chargé de clientèle à l'agence d'Uccle
 Inscriptions : 0800/255 11
- **Jeudi 20 octobre 2016 : Conférence**
Les sociétés immobilières réglementées belges (SIR)
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Espace Wallonie Picarde, Rue du Follet 10 - 7540 Kain / 19h
 Orateur : Monsieur Dirk Peeters, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11
- **Mercredi 26 octobre 2016 : Conférence**
Comment expliquer le contexte actuel sur les marchés financiers ?
 Langue : Français
 Lieu / Heure : La Maison des Associations de La Louvière, Place J.Mansart 21-22
 7100 La Louvière / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSEL	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

30 septembre 2016