

Edito

La période de fin d'année est généralement propice aux bonnes résolutions. Les investisseurs particuliers profitent notamment de ce moment plus calme pour analyser non seulement les performances de leur portefeuille durant l'année écoulée, mais aussi les coûts facturés par leur partenaire financier, la pertinence du service d'investissement proposé et la sécurité des avoirs confiés.

En Belgique, le statut des sociétés de bourse offre de nombreuses sécurités pour les investisseurs particuliers. De par la Loi, une société de bourse en Belgique n'est pas autorisée à consentir des prêts à sa clientèle. Ceci signifie en d'autres termes que notre Société de Bourse n'est nullement active dans des produits de type prêts hypothécaires ou crédits à la consommation. Nous nous concentrons sur notre seul métier : assister au mieux notre clientèle dans la gestion de ses avoirs. La législation implique également que tout investisseur doit, avant de donner un ordre d'achat ou de souscription, verser un montant suffisant pour garantir le paiement de l'opération. Si malgré cette garantie, un client se retrouvait débiteur (à la suite d'un achat, d'un appel de marge ou pour tout autre raison), notre Société de Bourse a l'obligation de financer ce débit avec ses fonds propres et ne peut en aucun cas utiliser les avoirs de ses clients créditeurs. C'est notamment pour cette raison que Leleux Associated Brokers a adopté comme politique de ne jamais prendre de positions pour compte propre. De ce fait, nos fonds propres restent en permanence liquides et disponibles pour le financement de nos liquidations, tant vis-à-vis de nos contreparties que de nos clients.

La législation prévoit également que toute société de bourse a l'obligation de ségréger (séparer) les avoirs espèces déposés par ses clients dans l'attente d'un investissement. En d'autres termes, une société de bourse doit, chaque jour, déposer sur un compte bancaire la totalité des avoirs créditeurs de ses clients. Ce compte bancaire n'est pas un compte bancaire traditionnel. Il s'agit d'un compte régi par une convention de ségrégation entre la société de bourse et la banque dépositaire, convention par laquelle la banque dépositaire reconnaît que les avoirs déposés sur ce compte n'appartiennent pas à la société de

bourse, mais bien à ses clients. Concrètement, les avoirs des clients sont protégés des créanciers d'une société de bourse en cas de faillite de celle-ci.

Une société de bourse a également l'obligation de déposer les avoirs titres de ses clients sur un compte titres ouvert auprès d'une banque dépositaire. Chaque dépôt titres doit être couvert par une convention de ségrégation, à l'instar des espèces, dans laquelle la banque reconnaît que les avoirs déposés sur ce compte appartiennent aux clients de la société de bourse et non à la société de Bourse.

A côté de cette double mesure de protection des avoirs titres et espèces confiés, l'indépendance du capital des sociétés de bourse instaure également une troisième garantie et constitue un gage d'impartialité dans les conseils promulgués et les services proposés. Couplée aux obligations de transparence issues des directives européennes, et plus particulièrement de la directive MiFID, l'indépendance de notre capital assure à nos clients une totale objectivité dans les recommandations d'investissement fournies par notre Société de Bourse. C'est toujours dans cette optique que Leleux Associated Brokers a décidé de travailler en architecture ouverte, c'est-à-dire de proposer l'accès à tous les fonds communs de placement ou sicav, quel que soit l'émetteur.

Finalement, l'absence de facturation de droits de garde sur les titres constituant votre portefeuille vient compléter les atouts des solutions d'investissement que nous vous proposons depuis près de 89 ans. Une tarification simple et transparente vous permet d'éviter toute mauvaise surprise et de simuler, avant de réaliser votre opération, les coûts directs et indirects, tels que la fiscalité, de toute transaction que vous désiriez opérer.

A l'heure de la dépersonnalisation des relations bancaires, nos chargés de clientèle sont quant à eux à votre entière disposition, dans nos 30 agences, pour vous fournir toute information complémentaire sur ces atouts.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi, au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, de vous présenter nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour 2017.

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)

457,21 +1,0%⁽¹⁾ ↑
+3,5%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

3.478,63 -1,7%⁽¹⁾ ↓
-6,0%⁽²⁾ ↓

CAC 40 (France)

4.578,34 +1,5%⁽¹⁾ ↑
-1,3%⁽²⁾ ↓

DAX (Allemagne)

10.640,30 -0,2%⁽¹⁾ ↓
-1,0%⁽²⁾ ↓

FTSE (G-B)

6.783,79 -2,5%⁽¹⁾ ↓
+8,7%⁽²⁾ ↑

SMI (Suisse)

7.875,19 +0,6%⁽¹⁾ ↑
-10,7%⁽²⁾ ↓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.830,11 +0,6%⁽¹⁾ ↑
-8,7%⁽²⁾ ↓

DJIA (USA)

19.123,58 +5,4%⁽¹⁾ ↑
+9,7%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

5.323,68 +2,6%⁽¹⁾ ↑
+6,3%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

15.082,85 +2,0%⁽¹⁾ ↑
+15,9%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

18.308,48 +5,1%⁽¹⁾ ↑
-3,8%⁽²⁾ ↓

MSCI World

1.712,09 +1,3%⁽¹⁾ ↑
+3,0%⁽²⁾ ↑

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

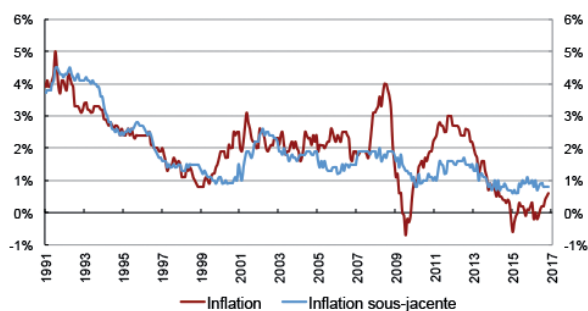


Cela fait cinq années que l'économie mondiale se trouve prise au piège de la croissance molle, avec une croissance faible qui, aux alentours de 3%, reste décevante. La croissance restant obstinément en dessous des attentes pèse sur les anticipations de production future. Au niveau mondial, les échanges et l'investissement sont moroses. Ceci limite les gains de productivité de la main-d'œuvre et la hausse des salaires qui sont pourtant nécessaires à une hausse durable de la consommation.

Toutefois, les politiques budgétaires pourraient, pour autant qu'elles soient efficaces, agir comme catalyseur de l'activité économique et aider l'économie mondiale à croître à un rythme légèrement supérieur, qui pourrait ressortir à 3,5% d'ici 2018. Sortir du piège de la croissance molle dépendra des choix opérés par les responsables de l'action publique, ainsi que d'une mise en œuvre efficace et concertée. Si la future administration américaine engage une grande initiative budgétaire qui permettra de stimuler la consommation et l'investissement au plan intérieur, la croissance mondiale pourrait être supérieure de 0,1 point de pourcentage en 2017 et de 0,3 point en 2018. Si la relance budgétaire en cours en Chine continue de soutenir la demande, la croissance mondiale pourrait également s'en trouver accrue de 0,2 point de pourcentage en 2017 et en 2018. Un assouplissement budgétaire plus ample que celui actuellement prévu dans nombre d'autres économies avancées, notamment dans l'Union Européenne, conforterait encore l'activité nationale et mondiale.

Dans ce contexte d'initiatives budgétaires, des progrès sur le front de la politique commerciale contribueraient à faire sortir l'économie mondiale du piège de la croissance molle et d'étayer le redémarrage de la productivité. A l'inverse, une aggravation du protectionnisme et la menace de mesures commerciales de rétorsion pourraient annuler une grande partie des retombées des initiatives budgétaires sur la croissance. Les tensions émanant des marchés du travail et des marchés des produits ne se matérialisant que lentement, l'inflation devrait rester modeste dans la plupart des économies, même si des tensions sur les ressources pourraient se faire jour aux Etats-Unis.

Inflation zone euro



Si les anticipations de croissance s'éclaircissent aux Etats-Unis, cela devrait permettre une réorientation de la politique monétaire américaine vers une plus grande neutralité. Cela aurait pour avantage d'atténuer certaines

distorsions observées sur les marchés des capitaux, par exemple l'absence de primes d'échéance et de risque de crédit. Toutefois, le risque de creusement des divergences entre les orientations de la politique monétaire dans les grandes économies au cours des deux prochaines années pourraient constituer une nouvelle source de tensions sur les marchés des capitaux. De nouveaux défis ont également surgi avec la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union Européenne, ouvrant potentiellement la voie à une longue période d'incertitudes.

Comme l'explique l'OCDE dans ses Perspectives sur l'économie mondiale de novembre, pour être sûr de mettre fin à cet équilibre de croissance faible, il est nécessaire que les pouvoirs publics déploient des efforts efficaces et collectifs pour soutenir la demande globale à court terme et rehausser la croissance potentielle à long terme. A cette fin, il convient de mettre en œuvre une politique monétaire accommodante et, en complément, de faire un meilleur usage des politiques budgétaires associées à des politiques structurelles plus ambitieuses, et d'éviter l'extension des mesures protectionnistes. Les distorsions existant sur les marchés des capitaux et les perspectives d'instabilité plus grande signifient que l'on ne dispose d'aucune marge permettant de procéder à un assouplissement monétaire allant au-delà des plans qui existent dans les principales économies avancées.

Cela étant, les pays devraient examiner de près la marge budgétaire dégagée par la faiblesse des taux d'intérêt qui leur permettrait de favoriser le développement des infrastructures et d'intensifier d'autres dépenses propices à la croissance tout en conservant les mêmes niveaux d'endettement. Une action collective dans ce domaine, notamment une réaffectation des dépenses publiques au profit de postes plus susceptibles de favoriser la croissance, permettrait de catalyser l'investissement des entreprises, et des gains de production supplémentaires pourraient être ainsi obtenus grâce aux effets d'entraînement entre pays. Les choix budgétaires ne peuvent être dissociés des politiques structurelles, faute de quoi il sera impossible de renforcer les gains de productivité et l'utilisation de la main-d'œuvre, et la viabilité de la dette s'en trouvera menacée.

Compte tenu du spectaculaire ralentissement des échanges, les grandes priorités de l'action des pouvoirs publics en matière structurelle vont consister à inverser les mesures protectionnistes prises depuis la crise et à élargir la portée des échanges internationaux, ainsi qu'à prendre des mesures destinées à garantir un meilleur partage des avantages découlant du commerce. Une mise en œuvre énergique et généralisée des mesures monétaires, budgétaires et structurelles devrait permettre de relever les anticipations de croissance et de réduire les perceptions des risques et, partant, de placer l'économie mondiale sur une trajectoire durable de croissance plus vigoureuse.



Europe

Après le BREXIT, l'élection de Trump, la victoire du candidat conservateur Fillon à la primaire de la droite en France, c'est au tour des Italiens de se prononcer. Comme à chaque référendum, le "peuple" souverain tend plus à donner son opinion sur le gouvernement actuel au pouvoir que sur la réforme proposée. Maintes fois évoqué, l'année 2016 est riche en élection, et il en sera de même pour l'année 2017 (élections aux Pays-Bas, en France puis en Allemagne). A coup sûr, s'il y avait une entreprise dont l'unique métier était la vente d'enveloppes électorales, le titre s'envolerait en Bourse ! Quel dommage, car sans ces incertitudes électorales, les indices boursiers en zone euro seraient sur des niveaux beaucoup plus élevés en raison de la valorisation.

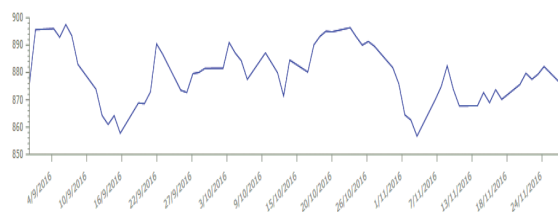
États-Unis

Obnubilés durant de très longues semaines par le duel Clinton-Trump, les investisseurs ont montré leur sang-froid après la victoire du candidat populiste. Cette élection met une fois de plus en avant que le monde politique dans les pays occidentaux est en ébullition, et "qu'heureusement que le ridicule ne tue pas", car sinon les cimetières seraient remplis de sondes (à l'instar du BREXIT, les victoires de Trump et de Fillon n'étaient pas anticipées par les sondages). A présent, les postures outrancières du nouveau candidat passent au second plan et seuls les discours "pro business" sont retenus. Dans ce climat plus serein, nous devons rappeler que les entreprises qui font parties de l'indice large S&P 500, réalisent en moyenne 50% de leurs revenus en-dehors des États-Unis.

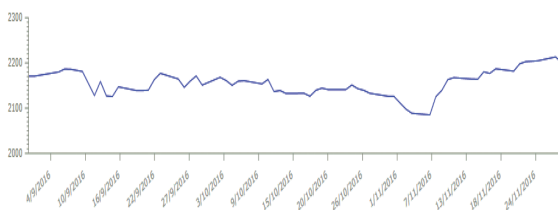
Pays émergents

Le fait marquant ce mois-ci dans les pays émergents est la situation abracadabrantesque en Inde. Voulant à tout prix enrayer l'évasion fiscale (et au passage, ramasser quelques recettes fiscales supplémentaires...), le premier ministre indien a décidé avec son gouvernement de démonétiser les billets de 500 et de 1.000 roupies. Selon le journal Le Monde, "les deux valeurs faciales retirées représentent plus de 80% de la monnaie en circulation", ce qui explique pourquoi certaines personnes dans la population parlent de "chaos" économique et financier. Dans ce contexte, la bourse indienne chute.

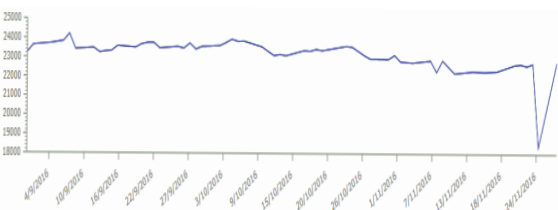
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	63,0	15/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,10%	16/12
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	105,5	19/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	20/12
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,80	21/12
JAP	Vente au détail base mensuelle	1,10%	2,50%	28/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	52,5	53,2	03/01
EMU	Confiance économique	106,8	106,5	06/01

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
2,38%	+56 ⁽¹⁾ +11 ⁽²⁾
EUR	
0,28%	+11 ⁽¹⁾ -35 ⁽²⁾
Allemagne	
0,28%	+11 ⁽¹⁾ -35 ⁽²⁾
Autriche	
0,55%	+20 ⁽¹⁾ -35 ⁽²⁾
Belgique	
0,63%	+24 ⁽¹⁾ -34 ⁽²⁾
Espagne	
1,55%	+35 ⁽¹⁾ -22 ⁽²⁾
Finlande	
0,44%	+15 ⁽¹⁾ -48 ⁽²⁾
France	
0,75%	+29 ⁽¹⁾ -24 ⁽²⁾
Grèce	
6,58%	-171 ⁽¹⁾ -171 ⁽²⁾
Irlande	
0,88%	+24 ⁽¹⁾ -27 ⁽²⁾
Italie	
1,99%	+33 ⁽¹⁾ +39 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,43%	+16 ⁽¹⁾ -36 ⁽²⁾
Portugal	
3,71%	+39 ⁽¹⁾ +119 ⁽²⁾

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

Jusqu'à présent, l'économie de la zone euro résiste bien aux chocs économiques internes et externes. L'indice PMI Markit Composite de l'activité globale dans l'Eurozone s'établit en hausse pour les mois d'octobre et de novembre et suggère une accélération de la croissance du PIB.

Un effet important de l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis et des incertitudes politiques croissantes en Europe a été la dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain. Les anticipations d'inflation des marchés ont augmenté : le taux d'inflation attendu dans 5 ans pour les 5 années suivantes a atteint 1,6%, son niveau le plus élevé depuis 10 mois. Cela reflète les anticipations d'une politique fiscale américaine stimulante qui impacte l'économie mondiale et qui pourrait inciter les dirigeants politiques de la zone euro à également implémenter une politique fiscale plus stimulante.

La victoire de Donald Trump a augmenté la perception du risque que les partis populistes ont plus de chance d'arriver au pouvoir dans la zone euro, notamment en Italie en France. Cela augmente les incertitudes politiques et pourraient être dommageable à la confiance des entreprises et des consommateurs, avec pour impact une croissance économique plus faible. Le risque a également augmenté que des partis eurosceptiques arrivent au pouvoir avec pour conséquence ultime qu'un ou plusieurs pays quittent la zone euro.

La hausse des taux d'intérêt obligataires depuis la victoire de Trump peut avoir des impacts négatifs. La Banque Centrale Européenne pourrait particulièrement craindre une hausse des écarts de rendements entre les pays de la périphérie et les pays de la zone "cœur", affaiblissant un des objectifs de la politique de "Quantitative Easing" suivi par la BCE.

Comme les récentes statistiques économiques sont rassurantes, les prévisions établies par la BCE de croissance du PIB pour la zone euro devraient restées inchangées : 1,7% cette année, 1,6% en 2017 et 2018. Il en va de même pour les prévisions d'inflation : 0,2% en 2016, 1,2% en 2017 et 1,6% en 2018. Néanmoins, Mario Draghi devrait mettre l'accent lors de la réunion de décembre de la BCE sur les risques à la baisse par rapport aux prévisions suite aux événements politiques récents.

La BCE fait face à certaines contraintes pour augmenter son support monétaire. Elle ne peut pas détenir plus de 33% de la dette d'un émetteur. Elle ne peut pas acheter d'obligations dont le rendement est inférieur au taux de dépôt, qui est de -0,4%. Elle doit détenir des obligations d'un Etat en proportion de sa quote-part dans le capital de la BCE. Ces contraintes ont pour conséquence de limiter les actifs éligibles au programme d'achats d'actifs souverains. Néanmoins, la BCE a communiqué que cela ne l'empêcherait pas de poursuivre sa politique monétaire accommodante aussi longtemps que nécessaire afin d'atteindre son objectif d'inflation de 2%.

Lors de sa réunion de décembre, la BCE devrait donc annoncer qu'elle étend la maturité de son programme d'achat d'actifs de six mois, soit de mars 2017 à septembre 2017. Pour calmer les partisans au sein de la BCE d'une politique moins accommodante, elle devrait dans le même temps signaler que cette politique de support monétaire ne peut se poursuivre à l'infini et qu'éventuellement un "tapering" pourrait commencer à partir de septembre 2017. Le montant des achats d'actifs devrait être maintenu à 80 milliards d'euros par mois. La BCE pourrait éventuellement les augmenter en fonction de l'évolution politique au sein de la zone.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Les rendements des obligations souveraines se sont redressés par rapport à leur plus bas historique atteint l'été dernier. Le relèvement a été particulièrement marqué dans le sillage de l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis. Ils restent cependant faibles en regard des normes historiques, particulièrement dans la zone euro et au Japon. La part des obligations souveraines qui se négocient avec un rendement négatif est supérieure à 50% dans plusieurs pays. L'OCDE estime que l'équivalent de 12.000 milliards de dollars américains d'obligations d'Etat, représentant 31% de la dette publique des pays de l'OCDE, ont actuellement un rendement négatif.

Les obligations d'entreprises de qualité moindre ont mieux résisté. D'une part, elles ont des échéances moins longues, ce qui offre une meilleure protection en cas de hausse des taux souverains. D'autre part, les meilleures perspectives de croissance ont éloigné les risques de déflation et permis aux spreads de diminuer. Les marchés obligataires ont également été alimentés par les nouvelles en provenance de l'Italie (référendum constitutionnel et la recapitalisation de Banca Monte Dei Paschi) et de l'OPEP sur la réduction de sa production.

Au contraire des rendements en dollar américains, il n'a pas eu de hausse notable des rendements pour les investissements en euros pour les échéances inférieures à 5 ans. Par contre, les rendements en euros pour les échéances supérieures à 5 ans ont progressé de plus de 20 points de base au cours du mois écoulé. A la fin novembre, une obligation de l'Etat belge avec une maturité de 10 ans offre un rendement de 0,63%, soit un niveau comparable avec le nouveau Bon d'Etat qui offre un taux de 0,6% pour une échéance de 10 ans. %.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Novembre 2016	total 2016
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-0,8%	3,6%
Etats-Unis (\$)	-2,7%	1,2%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-1,1%	4,0%
Etats-Unis (\$)	-2,6%	5,0%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,6%	6,4%
Etats-Unis (\$)	-0,4%	13,2%

Source : Bloomberg

*Return en EUR.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/11/16	Variation depuis 31/12/15
Investment Grade		
AAA	1,25%	-54
AA	0,98%	-41
AA	0,70%	-58
A	1,01%	-48
BBB	1,65%	-62
High Yield	3,63%	-149

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/11/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,31%	-18
OLO 2 ans	-0,66%	-33
OLO 5 ans	-0,31%	-34
OLO 7 ans	-0,04%	-44
OLO 10 ans	0,63%	-34
OLO 30 ans	1,58%	-45

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Continental	0,000%	05.02.2020	99,50%	0,15%	I	XS1529561182	1.000
EUR	Heidelbergement	1,500%	07.02.2025	98,90%	1,65%	I	XS1529515584	1.000
EUR	Lanxess	4,500%	06.12.2076	100,00%	4,50%	S+++	XS1405763019	1.000
USD	BP Capital Markets	3,216%	28.11.2023	100,00%	3,21%	I+	US05565QDG01	1.000
USD	Pfizer	1,700%	15.12.2019	99,85%	1,75%	I+	US717081EB53	2.000
USD	Pfizer	3,000%	15.12.2026	99,00%	3,11%	I+	US717081EA70	2.000

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)

0,94 +3,5%⁽¹⁾
+2,5%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,18 +5,7%⁽¹⁾
-13,0%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,83 -4,8%⁽¹⁾
+8,0%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +0,5%⁽¹⁾
+6,5%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00%⁽¹⁾ =
+0,3%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,93 +0,6%⁽¹⁾
+0,8%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,70 +0,5%⁽¹⁾
+4,0%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,70 +3,4%⁽¹⁾
+5,7%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00%⁽¹⁾ =
0,00%⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,22 -3,3%⁽¹⁾
-4,2%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -1,3%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

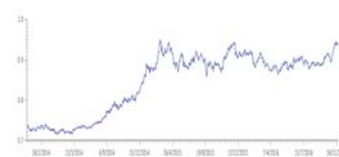
SEK/EUR (Suède)

0,10 +1,2%⁽¹⁾
-6,1%⁽²⁾

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

USD/EUR

Porté par les projets économiques du nouveau président élu Donald Trump, et par des anticipations de resserrement monétaire en décembre, le dollar américain continue sa progression face à l'euro (mais également face à l'ensemble des devises de référence dans le monde).



GBP/EUR

Sur novembre, la livre sterling a progressé par rapport aux principales devises mondiales après que la Banque d'Angleterre ait abandonné son projet de baisser une nouvelle fois ses taux d'intérêt et que la Haute Cour de Londres ait déclaré que le gouvernement britannique devait obtenir l'accord du Parlement pour déclencher le BREXIT.



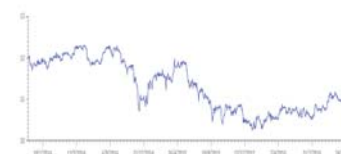
TRY/EUR

Une nouvelle fois, la livre turque a enregistré une très forte baisse. Elle traduit le sentiment d'incertitude qui s'est installé en Turquie : la consommation a baissé au 2ème trimestre, le chômage grimpe (11%) et la production industrielle a reculé en septembre (-3%), tous ces éléments laissent présager une diminution du taux de croissance économique.



NOK/EUR

Malgré que la Norvège connaisse actuellement quelques soubresauts au niveau de sa politique intérieure (impasse sur le vote du budget), la récente hausse du pétrole permet à la devise de s'apprécier.



JPY/EUR

En fixant un objectif de taux (taux maximal à 10 ans de 0%) la devise japonaise s'est fortement déprécié vis-à-vis de l'euro (mais aussi du dollar) : cette mesure entraîne en effet une fuite des capitaux.



AUD/EUR

Le dollar australien a très peu évolué sur le mois de novembre.





■ Performance boursière

Les SIR ont vu leur cours reculer de 2,7% en moyenne (non pondérée) en novembre. Cette mauvaise performance s'explique par la nouvelle hausse du taux à 10 ans en Belgique. Celui-ci a bondi de 0,40% fin octobre à 0,63% fin novembre. Une seule SIR, QRF, a pu afficher une performance boursière positive en novembre. Les plus fortes baisses sont le fait de Care Property Invest (-5,2%) et Wereldhave Belgium (-6,1%).

■ Information financière

En novembre, 8 des 16 SIR cotées ont publié leurs résultats pour les neuf premiers mois de l'exercice en cours. Ascencio a publié ses résultats annuels et Retail Estates, ses résultats semestriels. Les chiffres publiés n'ont pas suscité de grande surprise.

Ascencio a réalisé un résultat net courant de 25,0 millions EUR (+9,1%) pour l'exercice 2015-2016 clôturé le 30 septembre 2016. Au cours de ces douze mois, le portefeuille a enregistré une croissance de 9,8% à 572,1 millions EUR, pour un taux d'occupation de 98,6%. Le dividende brut a été relevé de 3,05 EUR à 3,20 EUR. Ascencio distribuera un dividende intérimaire optionnel de 3,00 EUR par action (2,19 EUR après précompte mobilier de 27%). Le coupon est détaché le 1^{er} décembre et payable à partir du 19 décembre. Le cours d'émission des nouvelles actions a été fixé à 56,94 EUR par action nouvelle, représentée par 26 coupons n° 13.

Aedifica laisse aux actionnaires le choix de se faire payer le dividende annuel (2,10 EUR brut, 1,533 EUR net) en cash (coupon n° 15) ou en actions. En raison de la forte baisse du cours de la bourse en novembre, la SIR a cependant décidé

de revoir à la baisse les modalités du dividende optionnel en actions. Le cours était en effet retombé sous le niveau du prix d'exercice initial (70,518 EUR). A ce prix, cela n'avait plus aucun sens de verser le dividende en actions. Le nouveau prix d'exercice est fixé à 65,919 EUR pour 43 coupons n° 15. La période de souscription est prolongée jusqu'au 30 novembre 2016 (16:00 CET).

WDP a clôturé avec succès son augmentation de capital de 175,6 millions EUR. Ce montant a été souscrit à 83,2% par des actionnaires existants, le solde ayant été attribué à des investisseurs institutionnels qui avaient souscrit à l'augmentation de capital via un placement privé. De plus, WDP a annoncé pour 120 millions EUR de nouveaux investissements aux Pays-Bas. De ce fait, la SIR a déjà identifié 33% du milliard d'euros qu'elle souhaite investir entre 2016 et 2020.

Retail Estates a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 10,1% à 32,2 millions EUR au premier semestre 2016/2017. Le résultat net courant a progressé de 11,2% à 18,5 millions EUR. Retail Estates prévoit un dividende brut de 3,30 EUR par action pour l'exercice 2016/2017.

Cofinimmo émet sa première obligation "green & social". Ce titre à 8 ans doit lui permettre de collecter 50 à 100 millions EUR. Le montant récolté sera affecté pour moitié à des investissements dans des "green offices" et pour moitié à des investissements dans de l'immobilier de soins. Avec cette opération, Cofinimmo a déjà refinancé une partie des obligations qui arriveront à échéance fin 2019.

Warehouses Estates Belgium distribuera un acompte de 3,44 EUR brut (2,5112 EUR net) sur son dividende annuel. Le coupon est détaché le 16 décembre et payable à partir du 20 décembre.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/10/16	31/12/15	30/11/15		
Aedifica	69,56	-5,2%	18,3%	13,8%	22,8	3,3%
Care Property Invest	19,25	-4,3%	26,7%	38,8%	26,9	3,3%
XIOR	35,01	-2,2%	34,3%	n.a.	29,3	3,2%
Home Invest Belgium	98,48	-0,5%	6,6%	10,3%	43,4	4,2%
QRF	26,83	0,4%	4,6%	2,8%	17,0	5,0%
Retail Estates	73,79	-3,0%	-2,9%	1,6%	16,9	4,5%
Vastned Retail Belgium	54,59	-2,3%	1,9%	1,0%	22,4	4,5%
Ascencio	63,49	-1,9%	11,8%	12,1%	16,4	4,9%
Wereldhave Belgium	107,00	-6,1%	1,4%	8,2%	18,5	4,7%
Warehouses Estates Belgium	64,00	-0,5%	4,6%	7,5%	16,2	5,5%
Leasinvest Real Estate	99,60	-5,1%	11,8%	18,3%	16,4	4,9%
Befimmo	52,39	-1,3%	2,0%	-3,0%	14,0	6,5%
Cofinimmo	104,20	-2,4%	9,3%	8,8%	16,4	5,3%
Montea	43,01	-4,5%	15,0%	15,5%	16,2	5,0%
WDP	81,00	-2,7%	5,5%	13,2%	15,2	5,3%
Intervest Offices & Warehouses	23,85	-1,3%	4,6%	10,5%	13,8	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ KBC GROEP (ISIN BE0003565737 - 55,96 EUR)

■ Profil

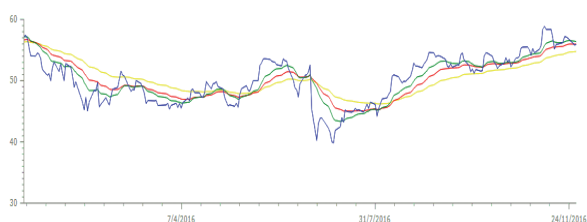
KBC Groupe figure parmi les principaux groupes de bancassurance belges. L'activité s'organise autour de 3 pôles :

- banque : activités de banque de détail, de banque privée, de banque de financement et de marché. A fin 2015, le groupe dispose d'un réseau de 1560 agences bancaires, dont 783 implantées en Belgique. KBC Groupe gère 170,1 Mds EUR d'encours de dépôts et 128,2 Mds EUR d'encours de crédits ;
- assurance : assurance non vie (50,3% des primes brutes acquises) et vie (49,7%) ;
- gestion d'actifs.

La répartition géographique des revenus est la suivante : Belgique (66,9%), République Tchèque (17,5%), Hongrie (7,4%), Slovaquie (4,3%), Irlande (2,8%) et Bulgarie (1,1%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11,3x
Cours/Actif Net : 1,40x
Rendement : 5,35%



■ Notre opinion

Fin juin 2016, le groupe KBC a publié un ratio Common Equity sous Bâle III (phase-in) de 15,1%. A présent, si l'on tient compte de la suppression progressive de certains éléments de capital pris en compte sous Bâle II mais qui ne seront pas repris dans fonds propres d'ici à 2019, le ratio Bâle III (fully loaded) atteint les 15,3%.

La BCE impose une exigence de capital minimum de 9,75% (CET1) et la Banque nationale de Belgique impose sur 2016 un "matelas de sécurité" (fonds propres) supplémentaire de 0,5%. Au cours d'une période de trois ans et de façon linéaire le matelas de sécurité atteindra les 1,5% en 2018, soit un ratio minimum de 11,25%. KBC répond déjà aujourd'hui à cette exigence de capital.

La politique de taux d'intérêt bas en Europe met le chiffre d'affaires des banques belges sous pression car il est très difficile de faire des bénéfices entre le compte épargne d'un client avec un rendement minimum de 0,11% et un taux de dépôt négatif (-0,4%) pour KBC auprès de la BCE. Les fonds de placement (et donc aussi l'assurance vie branche 23) sont plus difficiles à vendre auprès de clients après la chute des marchés, et les assurances-vie de branche 21 sont

pratiquement invendables (taxe de 2% + environ 3% de commissions bancaire + inflation) car ils ne commencent à rapporter qu'après 4 ans.

Une bonne diversification des revenus est un des éléments clés pour maintenir des bénéfices stables, et KBC est bien placé dans ce domaine.

Le Groupe KBC a affiché un bénéfice net de 629 millions d'euros (+ 4,8%) au T3 2016. Le revenu brut est resté quasi stable à 1.727 millions d'euros. Les revenus de commissions (-3,9%) sont restés sous pression, tandis que le revenu net d'intérêts a légèrement progressé (+0,2%). Les charges d'exploitation ont augmenté de 3,8% (+2% hors taxes bancaires), tandis que les impairments ont diminué de façon significative (-43%). Le credit cost ratio ressort à seulement 7 points de base sur les neuf premiers mois de 2016. La solvabilité de la banque est élevée, à 15,3%.

A partir de cette année, KBC versera annuellement un dividende intérimaire de 1 euro par action durant le mois de novembre (ex-coupon le 16/11) de l'année comptable ainsi qu'un dividende final après l'assemblée annuelle des actionnaires.

Chiffres (Mio EUR)	3Q15	3Q16	Δ%
Résultat net	600	629	4,8%
Fonds propres	17.422	16.534	-5,1%
ROE-opérationnel (9M)	19,5%	17,7%	

KBC est l'une des banques les plus rentables en Europe (ROE 18%) avec des flux de trésorerie solides et un niveau de solvabilité très élevé. Après avoir fait diminuer les coûts d'exploitation, la croissance des bénéfices proviendra de la hausse des revenus, or c'est là que le bât blesse.

Les résultats T3 2016 étaient meilleurs que les attentes du consensus. Nous renforçons le titre avec un objectif de cours de 60 EUR.

■ Derniers résultats

Le groupe a dégagé entre juillet et septembre 2016 un bénéfice net de 629 millions d'euros, contre 600 millions d'euros au troisième trimestre 2015.

Ce bénéfice est inférieur à celui enregistré au deuxième trimestre (721 millions d'euros), mais largement supérieur à celui du premier, où il ne s'était élevé qu'à 392 millions d'euros.

Sur les 629 millions d'euros de bénéfices du troisième trimestre se décomposent comme suit : 414 millions en Belgique, 145 millions en République tchèque, 106 millions pour la division Marchés internationaux et un résultat négatif de 36 millions pour le Centre de groupe.



■ CAPGEMINI (ISIN FR0000125338 - 76 EUR)

■ Profil

Capgemini figure parmi les principaux prestataires mondiaux de services informatiques. Le CA par activité se répartit comme suit fin 2015 :

- conception, développement et intégration de systèmes (58,8%) ;
- prestations d'infogérance (22,6%) : gestion d'applications et d'infrastructures ;
- prestations de services informatiques de proximité (14,6% ; Sogeti) : à destination des filiales locales de grandes entreprises ;
- prestations de conseil (4%).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (20,5%), Royaume Uni et Irlande (18%), Benelux (9%), Scandinavie (6,1%), Europe (10,6%), Amérique du Nord (27,9%) et Asie-Pacifique et Amérique latine (7,9%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	13,50x
Cours/Actif Net :	7,70x
Rendement :	2,10%



■ Notre opinion

Dans le secteur de la technologie, et plus particulièrement des services informatiques, nous avons maintes et maintes fois réalisé des analyses sur le titre Atos, penchons-nous à présent sur un autre acteur du secteur : Capgemini.

Né peu de temps après l'apparition de la télévision en couleur, le Groupe Capgemini est le numéro un européen des services informatiques. Dès la fin des années 90, l'entreprise grenobloise a commencé à s'étendre à travers le monde (Etats-Unis, Inde, etc.) et encore aujourd'hui elle envisage toujours des acquisitions ciblées, notamment en Amérique du Nord, ce qui pourrait représenter 2 points de croissance supplémentaires au cours des deux à trois prochaines années. Dans ce contexte, le Groupe a confirmé ses objectifs financiers pour 2016 et vise ainsi toujours une marge opérationnelle confortable située entre 11,3 et 11,5% et une hausse du chiffre d'affaires (à taux de change constants) comprise entre 7,5 et 9,5% (soit à titre de comparaison, trois fois plus que la croissance économique mondiale...).

Le Groupe a enregistré un trou d'air au T3 2016, en raison des difficultés qui persistent dans le secteur de l'énergie aux Etats-Unis et dans le secteur des Utilities, d'où la correction du titre ces dernières semaines.

Dans le détail, l'activité des "Services applicatifs" (61% du CA au T3 / activité qui fournit des logiciels et/ou des services informatiques) progressent de 4,4% (à taux de change constants) et continue de tirer la croissance du Groupe grâce notamment à la demande en France, en Europe centrale et en Scandinavie. Le segment des "Services de technologie et d'ingénierie" (15% du CA / une activité qui permet d'aider les clients lors du lancement de nouveaux produits) enregistre une croissance de 1,3% à taux de change constants. Les "autres services d'infogérance" (20% du CA / externalisation des services informatiques) affichent un recul de 3,3% en raison de la baisse de l'activité infrastructure au Royaume Uni ("anticipée depuis le début d'année") et en Amérique Latine. Pour terminer, l'on soulignera que "les activités liées aux offres Digital et dans le Cloud sont en croissance de 25%" sur un an.

Les prises de commandes sont en hausse de +14% sur un an, à 2.792 millions d'euros, soit un ratio book-to-bill de 92% (rapport entre les nouvelles commandes prises et les facturations). Dans un secteur qui dépend très étroitement de la conjoncture économique, cet indicateur des prises de commandes est un point important à surveiller.

Au risque de se répéter, le secteur de la technologie fait toujours partie des secteurs qui enregistrent le plus fort taux de croissance (que ce soit en Europe où aux Etats-Unis).

Sur base des estimations du consensus (source Bloomberg), le bénéfice par action du titre Capgemini devrait croître de 8 à 10% chaque année entre 2016 et 2018. Sur les 22 analystes qui suivent le titre, 17 sont à "l'Achat", 4 à "Conserver" et 1 à "Vendre". Sur base des anticipations de croissance bénéficiaire, la valeur intrinsèque ressort vers les 95 EUR. Le support technique majeur se situe dans la zone des 70/72 EUR.

■ Derniers résultats

Le groupe Capgemini a réalisé au 3ème trimestre 2016 un chiffre d'affaires consolidé de 3.019 millions d'euros, en hausse de 2,2% à taux de change constants par rapport au même trimestre de l'année 2015. La croissance sur les 9 premiers mois de l'année atteint 10,2% à taux de change constants.

La croissance est particulièrement soutenue dans les secteurs de l'industrie (+12,6%) et des services financiers (+6,5%). La forte croissance des prises de commandes (+14% à taux de change constants par rapport au 3ème trimestre 2015) reflète selon le Groupe la vitalité des marchés et sa capacité à gagner des parts de marché.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



SANOFI (ISIN FR0000120578 - 72,27 EUR)

Profil

Sanofi est le 1^{er} groupe pharmaceutique européen. Le CA par famille de produits se répartit comme suit:

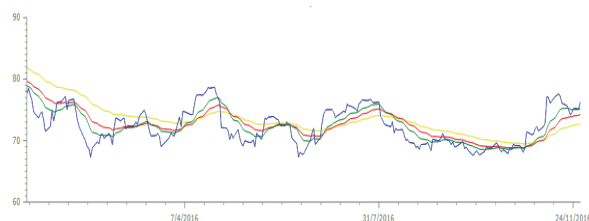
- produits pharmaceutiques (80,4%)
- vaccins humains (12,8%)
- produits vétérinaires (6,8%)

A fin 2015, le groupe dispose de plus de 102 sites de production dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (28,2%), Etats-Unis (36,2%), Asie (10,1%), Amérique latine (8,9%), Afrique et Moyen Orient (6,3%) et autres (10,3%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,04x
Cours/Actif Net : 1,50x
Rendement : 4,30%



Notre opinion

Le Groupe Sanofi a enregistré au cours du troisième trimestre de 2016 une progression de 2,1% de ses revenus (+3% à taux de change constant) à 9.652 millions d'euros. Les effets des taux de change ont eu un impact négatif de 0,9%. Les charges d'exploitation ont diminué de 1,6% (-1,1% à taux de change constant), principalement en raison d'une réduction des coûts en recherche et développement (-6,5%). In fine, la marge brute d'exploitation s'est améliorée (Bénéfice brut / chiffre d'affaires) passant de 70,7% au T3 2015 à 71,8% au T3 2016. Le bénéfice net a progressé de 9,7% à 2,3 milliards d'euros.

La dette financière nette a légèrement diminué sur un an, elle pointe à 8,9 milliards d'euros.

Chiffres (Mio EUR)	3Q15	3Q16
Revenus	9.455	9.652
Coûts d'exploitation	3.816	3.756
Bénéfice net	2.096	2.300
Bénéfice par action	1,61	1,79
Dette financière nette	9.354	8.905

La feuille de route stratégique pour 2020 prévoit notamment d'augmenter jusqu'à 6 milliards d'euros les investissements en R&D. La société prévoit de réaliser des économies de coûts d'ici 2018 (1,5 milliards d'euros). Entre 2015 et 2020 le taux de croissance annuel moyen attendu est de 3 à 4% pour les ventes, et à partir de 2018 la croissance du bénéfice par action devrait croître plus vite que les revenus.

Sanofi dispose un pipeline bien rempli de cinq médicaments en phase III (tests précliniques qui servent de base pour les demandes d'autorisation de mise sur le marché) dont sept sont dans un processus d'examen d'approbation. En phase II, il y a 14 médicaments à l'essai et 17 en phase I. Ces informations sont importantes, puisque le médicament Lantus (insuline pour le diabète de type 1 et 2) représentaient 15,3% des ventes sur les neuf premiers mois de 2016, mais sont en baisse de 10,5% sur cette même période de temps. Le Lantus ne profite plus de l'exclusivité.

Outre l'aspect commercial, il convient également de noter que le bénéfice du Groupe Sanofi est sensible aux fluctuations du taux de change USD/EUR (USD : 42,4% des ventes). Une augmentation de l'USD/EUR de 0,05 EUR, augmente le bénéfice par action de 0,13 EUR.

Sanofi prévoit un bénéfice d'exploitation en 2016 en progression de 3% à 5%, à taux de change constant. Cependant, les effets des taux de change auront un impact négatif d'environ 4%, de sorte que les bénéfices devraient rester stables.

Le Groupe Sanofi a lancé un programme de rachat d'actions de 3,5 milliards d'euros jusqu'en 2017. Ce programme va soutenir le cours de l'action. La valorisation relative du titre Sanofi reste attractive. Nous sommes toujours à Renforcer.

Derniers résultats

Au troisième trimestre 2016, le chiffre d'affaires agrégé de Sanofi s'est établi à 9.652 millions d'euros, soit une hausse de 2,1% à taux de change 2016. Les variations de taux de change ont eu un impact négatif de 0,9 point de pourcentage, reflétant principalement l'évolution négative du peso argentin, du yuan chinois et de la livre britannique, qui a plus que compensé l'effet positif du yen japonais et du réal brésilien.

Sur les 9 premiers mois de 2016, le chiffre d'affaires agrégé de Sanofi a atteint 27 063 millions d'euros, soit un recul de 1,3% à taux de change 2016. Les variations de taux de change ont eu un impact négatif de 2,5 points de pourcentage.



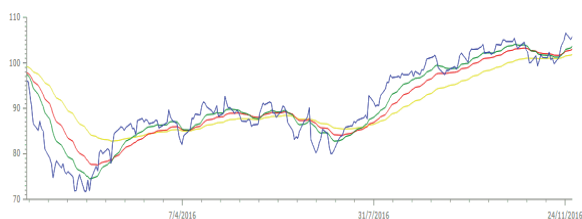
■ SOLVAY (ISIN BE0003470755 - 96,70 EUR)

■ Profil

Solvay est un groupe chimique international engagé dans le développement durable et focalisé sur l'innovation et l'excellence opérationnelle. Le groupe réalise plus de 90% de ses ventes sur des marchés où il figure parmi les trois premiers mondiaux. Solvay propose une large gamme de produits qui contribuent à améliorer la qualité de vie et la performance de ses clients sur des marchés tels que les biens de consommation, la construction, l'automobile, l'énergie, l'eau et l'environnement ainsi que l'électronique. Le groupe, dont le siège est à Bruxelles, emploie près de 30.000 personnes dans 53 pays.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 12x
Cours/Actif Net : 1,15x
Rendement : 3,35%



■ Notre opinion

Une fois n'est pas coutume, le top line (croissance des revenus) est décevant mais est compensé par le bottom line (marges, croissance de l'EBITDA et du bénéfice par action). Cette observation, somme toute contre-intuitive, n'est pas nouvelle (voir notre analyse du 26/02/2016), et nous y reviendrons ensuite avec plus de détails.

Résumons à présent ce qui s'est passé au T3 : le chiffre d'affaires ressort en recul de 8%, principalement en raison d'un recul de 3% des prix de vente mais également d'un recul de 3% des volumes. Les variations des taux de changes et des changements de périmètre ont entraîné une diminution additionnelle d'environ 2%. A l'inverse, l'EBITDA sous-jacent progresse de 6%, grâce essentiellement à une contribution positive de 4% du "pricing power" -nous y reviendrons-. La dette nette (incluant les obligations hybrides perpétuelles d'une valeur de 2,2 milliards d'euros) passe de 7 milliards à fin juin à 6,5 milliards d'euros. On notera également la réduction des coûts fixes grâce notamment à la réalisation des synergies avec l'américain Cytec.

Par division, les performances s'avèrent mi-figue mi-raisin. Les divisions Advanced Materials (41% EBITDA) et Advanced Formulations (18%) sont en repli, en raison respectivement d'une moindre contribution des smart devices (smartphones, tablettes, etc.) et d'une diminution de la demande sur les

marchés du pétrole et du gaz. A l'inverse, Performance Chemicals (31%) enregistre une bonne résistance des volumes, tout comme Functional Polymers (10%) qui profite de la hausse de la demande dans les applications industrielles (augmentation de la demande en Polyamides).

Dans le communiqué de presse, "sur base des résultats des neuf premiers mois et des conditions de marchés actuelles", le Groupe prévoit une croissance de l'EBITDA de +7/+8% à fin 2016, soit un niveau sans surprise par rapport aux précédentes indications ("high single digit").

L'expression anglo-saxonne pricing power désigne la capacité qu'a une entreprise à pouvoir augmenter ses prix de vente auprès de ses clients. Comme déjà souligné en février dernier, lorsque l'on se penche de plus près sur le "pricing power" du Groupe Solvay, l'on constate qu'il ne résulte pas d'une hausse des prix de vente, mais en grande partie à des gains sur les "coûts variables", c'est-à-dire à la conservation partielle de la baisse des prix des matières premières qui est non répercutée sur la facture finale du client. Sur le T3 2016, le pricing power s'est traduit par une augmentation nette de +4% sur l'EBITDA : -16% sur les prix et +20% sur les coûts variables.

Même si la progression de l'EBITDA peut sembler en partie artificielle (effets coûts variables) et que la notion de "pricing power" peut être perçue comme un abus de langage, force est de constater que les perspectives de croissance restent solides. En outre, l'on saluera le niveau record de la marge EBITDA, à 23%. Sur base des derniers résultats, la valeur intrinsèque ne change pas, et se maintient proche des 103 EUR, soit un potentiel d'environ 6% sur base d'un cours de bourse à 96,70 EUR.

Compte tenu d'une valeur intrinsèque qui pointe vers les 72,55 EUR (14% de potentiel) et de la qualité du bilan comptable, nous sommes à l'achat sur le dossier.

■ Derniers résultats

Sur le 3^{ème} trimestre 2016, les résultats trimestriels sont conformes aux attentes. Le groupe belge de chimie a réalisé au troisième trimestre 2016 un résultat net, part du groupe, aux normes IFRS, de 176 millions d'euros, en hausse de 8%. Le résultat net sous-jacent s'établit à 247 millions, en hausse de 16%. L'Ebitda sous-jacent a progressé de 6% à 664 millions, un chiffre globalement conforme aux attentes. Le pricing power a contribué à hauteur de 4% à cette performance. La réduction des coûts fixes a contribué à hauteur de 6% à la progression de l'Ebitda.

Le free cash-flow s'élève à 280 millions, en hausse de 35 millions. Cette performance résulte de l'augmentation de l'Ebitda, de la diminution des dépenses d'investissement et de l'amélioration du fonds de roulement dans les activités poursuivies.



■ Environnement

Aucun observateur du marché n'a manifestement été capable de prévoir que l'année 2016 serait celle où le plus invraisemblable se produirait au niveau politique. Après l'improbable Brexit, la démocrate Hillary Clinton a été battue par le magnat de l'immobilier Donald Trump aux élections présidentielles américaines du 8 novembre. Comme dans le cas du Brexit le 23 juin, les sondages s'étaient trompés. Dans un premier temps, un tel scénario semblait peu crédible : Clinton pouvait faire valoir sa longue expérience de la politique intérieure et étrangère, et se montrait nettement plus modérée que son adversaire. Trump, en revanche, se caractérisait par des positions plus extrêmes et n'avait aucune expérience significative de la politique. La victoire électorale de Trump fait de lui le nouveau Président des États-Unis, et à ce titre une des personnes les plus puissantes sur terre. La poussée de fièvre électorale et le regain d'incertitude après le résultat n'ont été que de courte durée sur les marchés financiers, notamment en raison du discours de victoire plutôt modéré de Trump. On notera que le républicain a récolté moins de voix que Clinton, ce qui ne l'a pas empêché d'obtenir un nombre beaucoup plus élevé de grands électeurs.

On estimait qu'une victoire électorale de Donald Trump serait un véritable cauchemar pour les marchés financiers. Un baromètre populaire pour l'impact et la probabilité d'une élection de Trump est l'évolution du peso mexicain, qui a perdu quelque 12% vis-à-vis du dollar américain au cours de la nuit des élections. Selon les prévisions, une telle surprise électorale aurait dû provoquer une aversion globale pour les actifs risqués et un affaiblissement du dollar américain. En outre, les actifs des pays émergents seraient tombés dans une longue période d'incertitude en raison de la volonté affichée par Trump de remettre en cause les accords commerciaux et de sa vision plutôt protectionniste, comme le souligne son slogan de campagne "Make America Great Again" (avec la croissance intérieure comme point central). De plus, les incertitudes auraient augmenté concernant les perspectives de croissance économique américaine et mondiale, obligeant potentiellement la Fed à différer le relèvement prévu des taux. Dans un tel scénario, les valeurs refuges traditionnelles comme l'or se seraient montrées très performantes. Cette vision intégrait également une hausse des taux et une disgrâce des marchés émergents. Pourtant, aucune de ces prévisions ou anticipations ne s'est réalisée. Des néologismes comme "Trumpflation" ou "Trumponomics" ont commencé à fleurir, le retour de l'appétit pour le risque des investisseurs a provoqué l'apparition d'un trèfle à quatre feuilles sur les Bourses américaines (c'est-à-dire que les indices S&P500, Dow Jones, Nasdaq100 et Russel2000 ont simultanément atteint un record historique). Portés par la confiance dans le projet économique de Trump (protectionnisme, infrastructures, avantages fiscaux) et le retour d'une inflation dopée par la politique fiscale prévue, les

taux (surtout aux États-Unis) affichent une tendance nettement haussière. Le projet d'accroître le déficit budgétaire pour investir pleinement dans l'économie intérieure, avec entre autres des réductions d'impôts et de grands travaux d'infrastructure, s'inscrit dans ce scénario. Le taux américain à 10 ans s'élève ainsi à environ 2,40%, en hausse de 60 points de base. Alors qu'il avait atteint 1,13 le 8 novembre, le taux de change EUR/USD a clôturé le mois entre 1,05 et 1,06. Ce renforcement de l'USD s'explique également par la publication de bons indicateurs économiques aux États-Unis. L'économie américaine a notamment enregistré une croissance de 3,2% sur base annuelle au troisième trimestre. En outre, les marchés financiers se régalaient des déclarations du nouveau ministre des Finances (Steven Mnuchin) qui évoque une croissance économique possible de 3% à 4%.

Les marchés émergents ont essuyé des pertes et subi une fuite des capitaux en novembre. Ce, en raison de la crainte de mesures protectionnistes de Trump (mur à la frontière mexicaine, droits d'importation sur les produits bon marché, etc.), de la hausse du dollar qui complique le remboursement des dettes en monnaie locale, des incertitudes liées à l'or noir et de la dépendance de certains pays au prix du pétrole avant la réunion de l'OPEP fin novembre, et du constat que les Bourses des pays émergents s'étaient déjà montrées très performantes cette année (l'indice Bovespa a ainsi gagné 50% en BRL depuis le 1er janvier), ce qui justifiait aisément des prises de bénéfices. On remarque que le marché considérait comme peu vraisemblable un relèvement des taux par la Fed en décembre en cas d'élection de Trump. Trois semaines plus tard, la donne a changé : le relèvement des taux en décembre est désormais tenu pour acquis. Cette évolution illustre la façon dont les investisseurs ont choisi de prendre un acompte sur l'impact positif possible de la politique fiscale plus souple de Trump et d'ignorer les risques futurs durant la deuxième quinzaine de novembre.

Dans la zone euro, les taux de croissance et les perspectives économiques témoignent également d'un certain optimisme. L'inflation générale est en hausse notamment grâce aux effets de base et l'inflation "core" reste stable. Autre élément important : l'indice des directeurs d'achat affiche lui aussi une tendance haussière. Le marché espère également que la BCE annonce une prolongation de sa politique monétaire accommodante (jusqu'à la mi-2017) en décembre. Vu les risques politiques mondiaux, elle peut parfaitement reporter sa future décision de réduire les stimuli sans que le marché se pose trop de questions. De plus, la hausse du taux (et peut-être le relèvement du taux en décembre) aux États-Unis fait qu'il est plus facile pour la Banque centrale européenne de racheter des obligations dans le cadre de son programme de rachat. En effet, la hausse des taux agrandit le vivier dans lequel peut se servir la BCE en raison des limitations liées au rachat d'obligations ayant un rendement négatif.

Le referendum constitutionnel en Italie et les élections présidentielles en Autriche ont suscité quelques tensions. Il ne faut pas s'étonner si le secteur bancaire est en difficulté depuis la mi-novembre. Le problème des créances douteuses en Italie et le lien entre les ménages et les dettes bancaires créent un sentiment négatif vis-à-vis du secteur bancaire italien en particulier.

La fin du mois de novembre a également été marquée par des nouvelles positives pour les marchés financiers avec l'accord conclu par les membres de l'OPEP (qui représente quelque 40% de la production de pétrole) sur la première limitation de production depuis 2008. Cet accord implique concrètement une réduction de la production d'environ 1,2 million de barils par jour, avec un traitement spécial pour l'Iran. Le cours du pétrole s'est rapidement niché au-dessus de 50 dollars le baril. Cette hausse a également favorisé les cours d'autres matières premières industrielles, dopées par le "reflation-trade" : augmentation des taux et de l'appétit pour le risque.

Enfin, l'économie chinoise a enregistré des chiffres négatifs à la fois en ce qui concerne les importations et les exportations. Au Japon, la consommation est en recul pour le huitième mois d'affilée et des doutes pointent concernant la robustesse du marché intérieur.

■ Transactions

Pour les profils de gestion qui ne comportent pas d'actions, l'exposition à l'émetteur mexicain Cemex a été vendue avant le résultat des élections présidentielles américaines. Il s'agissait d'une obligation en EUR arrivant à échéance en 2022 et portant un coupon de 4,75%. Plusieurs obligations en euros ont encore été achetées lorsque le calme est revenu après la victoire électorale de Trump. C'est notamment le cas d'une obligation perpétuelle subordonnée de l'opérateur de satellites SES. SES a réalisé un chiffre d'affaires de 2 milliards EUR en 2015, pour une capitalisation boursière d'environ 9 milliards EUR. Cette émission affiche également un coupon attrayant de 5,625%. Une autre obligation qui a été achetée est celle du géant minier

Glencore. Cette obligation qui arrive à échéance en 2023 propose un coupon de 1,875%. Compte tenu du cours d'achat, le rendement à l'échéance s'établit à environ 2,5%. Glencore, un producteur de matériaux de base diversifiés d'envergure mondiale, affiche un chiffre d'affaires d'environ 139 milliards EUR. Les perspectives devraient rester positives compte tenu de la poursuite de la réduction de l'endettement et de facteurs techniques comme le fait que l'obligation soit éligible au CSPP de la BCE. Fin novembre, nous avons souscrit à une nouvelle émission du groupe de médias britannique ITV. Cette obligation combine un coupon de 2% et une échéance de sept ans, pour une note investment grade. L'important est ici que l'entreprise réalise principalement ses revenus au Royaume-Uni et applique une gestion prudente de son bilan. Enfin, pour le profil de gestion Baryton Bass, nous avons profité de la hausse des taux aux États-Unis pour ajouter une obligation d'excellente qualité au portefeuille (cf. Pfizer 2026 3%). La SIR WDP a également été ajoutée au portefeuille en raison de ses perspectives de rendement et dans un contexte de repli du cours à la suite de sa récente augmentation de capital.

Pour les profils de gestion qui comportent des actions, une position a été ajoutée avec l'action individuelle Capgemini. Cette entreprise de consultance française a pu être achetée à une valorisation attrayante (C/B 14). L'opération a été financée par la vente du tracker sur actions japonaises le jour de l'élection de Donald Trump. Ce, afin de réduire temporairement l'exposition aux actions dans le portefeuille. La position dans la SIR Cofinimmo a également été réduite en raison de la sensibilité des SIR à une hausse des taux d'intérêt. Dans ce cadre, un ETF sur les acteurs financiers mondiaux a été ajouté au portefeuille. Nous misons ainsi sur le "reflation trade". Parmi nos motivations, citons la hausse des taux d'intérêt, la stabilisation du cours du pétrole, la politique monétaire toujours accommodante et l'assouplissement des réglementations. La dernière transaction a été l'achat d'un ETF sur les obligations d'entreprises en USD assorti d'un coupon variable. L'opération est motivée par la normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis et la volonté de protéger le portefeuille contre une hausse des taux.

Perspectives et points d'attention

- Réunion de la BCE le 8 décembre.
- Possible relèvement des taux par la Fed le 14 décembre.
- Nervosité sur le plan (géo)politique et nombreuses élections en 2017
- Evolutions sur le plan fiscal : investissements dans l'infrastructure.
- Le reflation trade se maintiendra-t-il ?
- Impact de la hausse des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

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

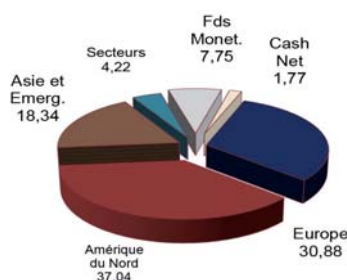
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

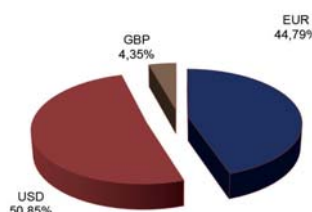
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

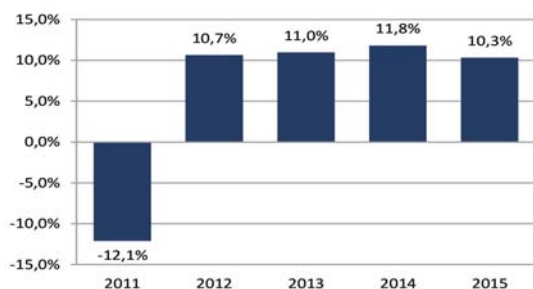
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2016	14,03
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69
1 an rend. cumulé :	-4,62%
3 ans rend. actuariel :	7,22%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,68%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,71%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	1,32% (max 2.000 EUR)
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plusvalue :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

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

Profil de risque - SRRI

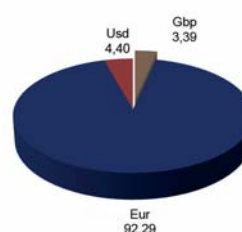
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

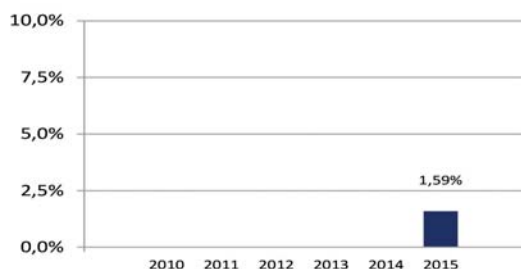
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2016	9,96
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68
1 an rend. cumulé :	-2,77%
3 ans rend. actuariel :	NA
Depuis lancement rend. actuariel :	0,25%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,28%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	Néant
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	27%
Administrateur :	Caceis Belgium	Précompte mobilier sur la plusvalue :	Néant
		Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

■ **Jeudi 15 décembre 2016 : Conférence**

Comment expliquer le contexte actuel sur les marchés financiers ?

Langue : Français

Lieu / Heure : Château Sainte-Anne, Rue du Vieux Moulin 103 - 1160 Bruxelles / 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
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

25 novembre 2016