

Edito

Nous voilà donc repartis pour une nouvelle saga fiscale en Belgique. L'encre des projets de Loi n'est pas encore sèche que de nombreuses voix s'élèvent pour décrier la mise en pratique de la nouvelle taxe sur les comptes titres imaginée par les quatre partis de la coalition fédérale durant l'été 2017.

Alors que le Gouvernement fédéral souffle le chaud et le froid sur l'ampleur de la mesure par ministres interposés et que le secteur financier ne reçoit que des informations parcellaires et parfois contradictoires sur la mise en pratique de la nouvelle taxe, c'est désormais au tour du Conseil d'Etat de se prononcer sur la Loi-Programme 2018 et donc sur la taxation des comptes titres. Et il est fort à parier que le Conseil d'Etat ne manquera pas d'épingler les incohérences du projet de Loi.

Mais que peut-on dire avec certitude à l'heure actuelle sur cette nouvelle mesure fiscale ? En réalité, pas grand-chose étant donné que le projet de Loi n'a toujours pas été déposé au Parlement fédéral et que des arbitrages ont toujours lieu entre les différents cabinets ministériels. Certains principes semblent cependant être d'ores et déjà acquis.

Ainsi, la taxe visera les comptes titres dont la valeur moyenne des titres déposés dépasse 500.000 EUR par titulaire. La perception se fera de manière anonyme et libératoire par l'intermédiaire financier auprès de qui le compte titres est détenu. Les espèces en attente sur le compte titres ne seront pas prises en compte. De même, les titres non cotés (entreprises familiales) ne seront pas non plus inclus dans le portefeuille. La valeur moyenne sera établie sur base d'une moyenne dont les modalités de calcul sont encore à fixer. Il ne sera donc pas possible de transférer son compte titres la veille de la date de calcul. Pour les comptes titres situés à l'étranger, ce sera au contribuable d'effectuer la déclaration de la valeur de ses avoirs dans sa déclaration fiscale, information qui sera comparée aux données transmises par les Etats étrangers dans le cadre de l'échange d'informations (le fameux reporting CRS institué en début d'année).

Ce seuil de 500.000 EUR s'applique par titulaire de compte titres. En pratique, si un compte titres a

plusieurs titulaires, il faudra diviser la valeur moyenne du compte titres par le nombre de titulaires pour obtenir la valeur de la part de chacun. Puis, par titulaire, il faudra additionner les différentes parts de tous les comptes titres dont il est titulaire. On le perçoit immédiatement, l'exercice sera complexe : si les intermédiaires financiers peuvent facilement établir que la part d'un titulaire dans un compte titres dépasse 500.000 EUR, l'exercice est nettement plus compliqué si le contribuable est titulaire de plusieurs comptes titres dont sa part est inférieure à 500.000 EUR, qui plus est si les comptes titres sont déposés dans différentes institutions. Pour régler ce problème, le Gouvernement fédéral a prévu la possibilité pour le titulaire d'un compte de demander un "Opt In", c'est-à-dire le prélèvement de la taxe même si le compte titres est inférieur à 500.000 EUR, et cela pour éviter de devoir effectuer une déclaration des comptes titres non taxés dans la déclaration fiscale de l'année suivante.

Finalement, le titulaire qui aura la malchance d'avoir une part dans un compte titres à plusieurs titulaires, et dont l'un des titulaires aura demandé l'Opt In, pourra réclamer le remboursement de la taxe sur sa part du compte titres l'année suivante, et ce via sa déclaration fiscale...

Reste la délicate question des titres nominatifs des sociétés cotées. Ici, les informations se bousculent et d'une semaine à l'autre, les titres nominatifs entrent et sortent de l'assiette de la nouvelle taxe. Si certains imaginent mettre au nominatif certains de leurs titres pour éviter la taxe, ils doivent également en mesurer les conséquences en termes de la complexité administrative: délais importants lors de changement de titulaires (pensez aux transferts en cas de donation ou aux ventes des titres dans les marchés), apparition nominative du titulaire dans le registre des actionnaires, paiement direct des dividendes sur le compte bancaire de l'investisseur, coût de la mise au nominatif et ensuite de la dématérialisation du titre... Une décision à ne pas prendre à la légère et à murement réfléchir... une fois que l'écran de brouillard sur le champ d'application de la taxe sur les comptes titres se sera levé. S'il se lève un jour...

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)

537,06 +4,1%⁽¹⁾ ✓
+11,2%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

4.017,75 +3,3%⁽¹⁾ ✓
+11,4%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.329,81 +4,8%⁽¹⁾ ✓
+9,6%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

12.828,86 +6,4%⁽¹⁾ ✓
+11,7%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

7.372,76 -0,8%⁽¹⁾ ✗
+3,2%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

9.157,46 +2,6%⁽¹⁾ ✓
+11,4%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.172,79 +4,3%⁽¹⁾ ✓
+5,4%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

22.405,09 +2,1%⁽¹⁾ ✓
+13,4%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

6.495,96 +1,0%⁽¹⁾ ✓
+20,7%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

15.634,94 +2,8%⁽¹⁾ ✓
+2,3%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

20.356,28 +3,6%⁽¹⁾ ✓
+6,5%⁽²⁾ ✓

MSCI World

2.000,55 +2,1%⁽¹⁾ ✓
+14,2%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016



Le PIB en volume a augmenté de 0,6% dans la zone euro au deuxième trimestre, contre 0,5% au premier trimestre. La croissance du PIB repose principalement sur la demande intérieure. La consommation privée est confortée par les créations d'emplois, qui profitent également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. Les indicateurs à court terme tout comme ceux tirés d'enquête confirment les perspectives d'une dynamique de croissance robuste. Les projections établies par la BCE tablent sur une croissance du PIB en volume de la zone euro de 2,2% en 2017, de 1,8% en 2018 et de 1,7% en 2019. Le taux de croissance attendu a été révisé à la hausse pour 2017 et demeure globalement inchangé au-delà.

La hausse annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,5% en août après 1,3% en juillet. Cette évolution reflète une accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont, en parallèle, augmenté modérément, sans montrer encore de signes convaincants de remontée durable. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,2% en août, sans changement par rapport à juillet. Les tensions sur les coûts d'origine interne, émanant notamment des marchés du travail, restent limitées. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro devrait progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives et la hausse des salaires. La BCE table sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5% en 2017, de 1,2% en 2018 et de 1,5% en 2019. Les perspectives de hausse de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation du taux de change de l'euro.

L'indice composite des directeurs d'achat de la production mondiale a augmenté en août pour s'établir au-dessus de sa moyenne. L'enquête fait ressortir le rythme le plus rapide depuis 2015. Les indicateurs tirés des enquêtes relatives au climat économique sont également ressortis en hausse au cours des derniers mois.

Aux Etats-Unis, l'activité devrait se renforcer. La dépréciation du dollar et le redressement de la croissance mondiale devraient doper la contribution des exportations à la croissance. Les plus-values immobilières et boursières, conjuguées à la confiance élevée des consommateurs et à une situation tendue sur le marché du travail, devraient renforcer de nouveau les dépenses de consommation. Les entreprises faisant état d'une amélioration de leurs résultats et la confiance des chefs d'entreprises étant solide, l'investissement devrait augmenter à un rythme régulier. Toutefois, les anticipations par les marchés d'une relance budgétaire plus limitée stimuleront moins l'activité économique qu'attendu précédemment.

De plus, à court terme, il existe une certaine incertitude quant à l'impact de l'ouragan Harvey sur l'activité économique.

Au Japon, les politiques accommodantes continuent de soutenir l'expansion. A court terme, la politique monétaire accommodante et le programme de relance budgétaire devrait soutenir la demande domestique, tandis que les exportations se redressent progressivement avec l'amélioration de la demande extérieure. A plus long terme, cependant, l'activité devrait ralentir pour rejoindre le PIB potentiel, la relance budgétaire s'atténuant et les capacités inutilisées dans l'économie diminuant. En outre, malgré la forte dynamique de la création d'emplois, les hausses de salaires sont restées modérées, freinant les perspectives d'évolution de la croissance privée.

En Chine, l'activité continue de progresser à un rythme vigoureux, soutenue par la persistance de la consommation et par le dynamisme du marché de l'immobilier résidentiel. Tandis que la politique budgétaire devrait continuer de soutenir l'activité, l'attention croissante également portée par les autorités à la maîtrise des risques pesant sur la stabilité financière devrait favoriser un rééquilibrage progressif de la croissance, l'investissement diminuant.

L'activité économique mondiale devrait s'accélérer modérément, étayée par le soutien continu des politiques monétaire et budgétaire dans les économies avancées et par une reprise dans les économies émergentes exportatrices de matières premières. Après avoir affiché une amélioration sensible au début de l'année, le commerce mondial s'est récemment ralenti, mais les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives. Selon la BCE, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) en volume devrait s'accélérer pour passer de 3,2% en 2016 à 3,7% en 2017 et 3,8% en 2018. La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale est restée relativement limitée.

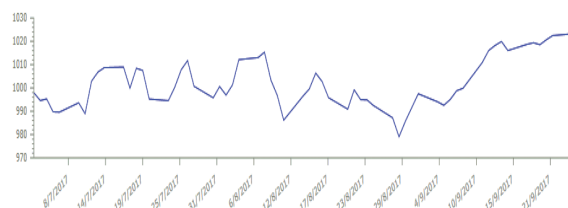
L'incertitude entourant les projections pour l'activité mondiale reste élevée, la balance des risques étant orientée à la baisse. Du côté des risques à la hausse, il est possible que l'amélioration du climat des affaires (qui ressort des enquêtes et des marchés financiers) se traduise par un redressement plus rapide de l'activité et des échanges à court terme. Les principaux risques à la baisse comprennent une augmentation du protectionnisme commercial, un durcissement des conditions financières mondiales, susceptibles d'affecter notamment les économies émergentes, de possibles perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine, et la possibilité d'une volatilité découlant des incertitudes politiques (Catalogne) et géopolitiques (Corée), notamment celles liées aux négociations portant sur les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne. Enfin, une incertitude considérable entoure les perspectives d'évolution de la politique budgétaire aux Etats-Unis.



Europe

Depuis l'été 2016 et après avoir digéré le choc brutal du Brexit, les marchés boursiers en zone euro connaissent une séquence heureuse : dissipation des craintes portant sur le risque de déflation, retour progressif de la croissance économique, et renvoi aux "calendes grecques" des risques politiques suite à l'élection d'Emmanuel Macron. Bien entendu, nous ne perdons pas de vue ce qui vient de se passer politiquement en Allemagne avec l'arrivée de la coalition "jamaïcaine" (noir pour la CDU, jaune pour le FDP, vert pour Die Grünen). Nous ne perdons pas aussi de vue le retour des vieux démons en Espagne, avec l'enjeu du référendum sur l'indépendance de la Catalogne. Mais pour l'instant, hormis une légère sous performance de l'indice espagnol (l'IBEX) et quelques tensions sur la dette de l'Espagne, les indices en Europe semblent être impassibles.

EURO STOXX 50



États-Unis

Alors qu'une ébauche sur la réforme fiscale aux États-Unis semble naître, les indices boursiers américains continuent de rejoindre des sommets. Le président américain Donald Trump a esquissé le mercredi 27 septembre les contours d'une réforme fiscale "révolutionnaire". Le camp républicain met en effet en avant une forte réduction de l'impôt sur les entreprises, qui devrait passer de 35% à 20%. Ce projet est qualifié de "pro-croissance, pro-emplois, pro-familles, pro-Américain". Bien entendu, la Bourse américaine a salué ces décisions. Alors que nous entrons dans le mois d'octobre, les résultats du troisième trimestre vont bientôt pointer leur nez.

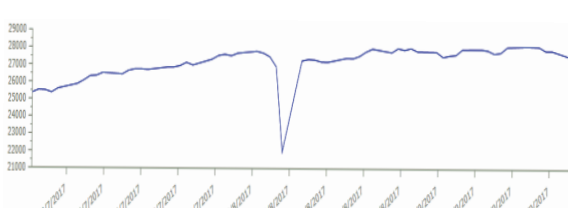
S&P 500



Pays émergents

La deuxième puissance économique du monde a été dégradée par l'agence de notation financière Standard & Poor's sur le mois de septembre. En effet, l'agence américaine a annoncé la baisse de la note "de long terme" de la Chine, de "AA-" à "A+". La croissance de l'empire du Milieu a été largement financée à crédit ces dernières années. Résultat, la dette a gonflé pour dépasser 230% du PIB. L'endettement des entreprises, des ménages et des collectivités locales s'est creusé, plus que celui de l'État central. L'agence considère que les risques financiers se sont accrus en Chine, d'où la récente baisse sur les indices boursiers en Chine.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	64,0	17/10
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-3,50	24/10
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,50%	25/10
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	107,4	25/10
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	26/10
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-1,70%	30/10
EMU	Confiance économique	-	113,0	30/10
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	31/10
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,25%	1,25%	01/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	58,0	60,8	01/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	55,5	59,8	03/11
JAP	Produit Intérieur Brut	-	2,5%	15/11

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,33%	+22 ⁽¹⁾ -11 ⁽²⁾
EUR	
0,46%	+10 ⁽¹⁾ +26 ⁽²⁾
Allemagne	
0,46%	+10 ⁽¹⁾ +26 ⁽²⁾
Autriche	
0,63%	+6 ⁽¹⁾ +20 ⁽²⁾
Belgique	
0,73%	+6 ⁽¹⁾ +20 ⁽²⁾
Espagne	
1,60%	+4 ⁽¹⁾ +22 ⁽²⁾
Finlande	
0,62%	+26 ⁽¹⁾ +28 ⁽²⁾
France	
0,74%	+8 ⁽¹⁾ +6 ⁽²⁾
Grèce	
5,66%	+12 ⁽¹⁾ -145 ⁽²⁾
Irlande	
0,74%	+5 ⁽¹⁾ -1 ⁽²⁾
Italie	
2,11%	+7 ⁽¹⁾ +30 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,58%	+8 ⁽¹⁾ +22 ⁽²⁾
Portugal	
2,39%	-44 ⁽¹⁾ -138 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2016
en points de base

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

Le 20 septembre 2017 a été un jour historique pour la FED. Après huit ans, la banque centrale américaine a décidé de réduire son bilan. Cette opération (également appelée "tapering") commencera en octobre 2017. Les montants dégagés par les produits qui arrivent à échéance ne seront plus réinvestis. Peu de détails ont été donnés, si ce n'est que la réduction de bilan n'accéléra pas progressivement (de 10 milliards \$ à 50 milliards \$ par mois). Bien qu'il puisse être considéré comme un jalon dans l'histoire financière, cet événement ne devrait pas avoir une trop forte influence sur la conjoncture financière globale. Et ce, parce que les marchés ne sont pas influencés uniquement par la situation aux États-Unis, mais plutôt par les achats des banques centrales dans le monde entier. Ceux-ci devraient ralentir, mais rester positifs pendant les deux prochaines années. La FED opte de plus pour une réduction lente de son bilan, afin de pouvoir éviter les éventuelles surprises sur les marchés (au contraire de ce qui s'était passé lors de l'introduction de l'assouplissement quantitatif en 2009).

L'évaluation du taux directeur souhaité est également restée inchangée. En d'autres termes, la FED prévoit toujours de relever ses taux d'intérêt directeurs une fois en décembre 2017 et trois fois en 2018. Bien que les mois écoulés aient été caractérisés par une inflation de base réduite (et des anticipations inflationnistes faibles), Janet Yellen a confirmé que la FED poursuivrait les relèvements des taux d'intérêt. Lorsqu'on lui a demandé si ces taux d'inflation reflétaient une tendance déflationniste ou étaient plutôt la conséquence d'écarts uniques, elle a répondu que la compréhension des moteurs de l'inflation était encore imparfaite. Pourtant, Yellen est parvenue à donner quelques explications à l'inflation de base inhabituellement faible pendant l'actuelle période expansionniste. Elle a notamment cité la baisse des prix dans le secteur des soins médicaux – ces prix étant fixés par les pouvoirs publics, ils restent insensibles à l'output gap positif actuel. Il a également été question d'une forte baisse des prix dans le secteur automobile et de la téléphonie sans fil, qui ne devrait pas se répéter. L'inflation de base devrait par conséquent se redresser une fois que ces baisses uniques auront disparu du calcul. Les États-Unis sont également presque en situation de plein emploi (révision du taux de chômage de 4,2% à 4,1%) et la forte baisse du dollar stimule les

exportations. Le taux de croissance du PIB en 2017 a en tout cas été revu (de 2,2 à 2,4%). Les travaux de réparation qui seront entrepris en conséquence des ouragans pourraient également dopper la croissance au premier semestre de 2018. Parallèlement, Yellen a mis en garde contre le risque d'une surchauffe de l'économie, qui pourrait se produire si l'on attendait trop longtemps avant de relever les taux d'intérêt. Les marchés intègrent par conséquent une probabilité de 70% de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis en décembre. Pour 2018, beaucoup dépendra du successeur de Yellen à la présidence de la FED.

Ailleurs dans le monde, la politique monétaire reste en grande partie accommodante. La BCE a souligné en septembre que les principales décisions monétaires concernant 2018 seront prises lors de la prochaine réunion d'octobre. On y confirmera sans doute que la BCE ne relèvera pas ses taux d'intérêt jusqu'"après l'horizon des rachats d'actifs". Comme la récente appréciation de l'euro laisse à penser que la réduction du bilan sera plus lente qu'annoncé préalablement (en neuf mois au lieu de six mois), un premier relèvement des taux n'est attendu au plus tôt qu'en 2019. Dans le cadre de sa "forward guidance", la banque centrale souligne de plus que ces projets pourraient changer en cas d'évolution de la vision de l'économie et de l'inflation. Comme Draghi a également annoncé lors de la dernière réunion qu'il était essentiel d'établir une "ligne du temps", on s'attend à ce que la BCE annonce à l'avance la trajectoire complète de son "tapering" (contrairement à la FED). La BCE va en tout cas tenter d'éviter tout effet de surprise qui entraînerait une nouvelle appréciation de l'euro.

Au Japon également, l'inflation et les attentes inflationnistes sont en deçà des objectifs. Par conséquent, la probabilité de voir la banque centrale réduire substantiellement ses rachats d'actifs est très faible. La BoJ maintiendra sans doute pendant quelque temps encore son taux directeur à -0,1%.

Seule la Banque d'Angleterre constitue une exception. Au Royaume-Uni, l'inflation est en nette hausse sous l'effet de la dépréciation de la livre. La banque centrale maintient pour l'instant son taux directeur à 0,25%, mais a suggéré dans un commentaire qu'une réduction de ces mesures expansionnistes était envisageable au cours des mois à venir.



Le mois de Septembre aura été marqué par certains événements politiques en Allemagne et en Espagne. Ces différents événements expliquent en partie la mauvaise performance des obligations souveraines mais l'élément principal fût l'intervention de Janet Yellen, mettant un terme à l'argent facile de la FED. De plus, les relances de Donald Trump sur une politique fiscale stimulante aux USA justifient la hausse supérieure des taux américains en comparaison de ceux de la zone euro. Une fois de plus, les spreads se sont contractés, les principaux catalyseurs sont l'évolution du "Quantitative Easing" et le volume des nouvelles émissions.

Il fallait, dès lors, être investit dans les obligations à haut rendement pour profiter d'une performance de 50 points de base pour la zone euro et de 80 points base pour les Etats Unis. Depuis le début de l'année, les obligations d'entreprise et plus particulièrement celles à haut rendement européennes et américaines ont permis d'engranger un rendement de respectivement 4,4% et 6,2%.

Le montant total de nouvelles émissions pour le mois de Septembre s'est élevé à 58,4 milliards d'euros, portant le montant total pour les neuf premiers de l'année à 443 milliards d'euros. Cette année pourrait être une année record en terme de nouvelle émissions et cela se comprend étant donné la probabilité grandissante que les entreprises doivent se financer dans le futur à un coût plus élevé qu'actuellement. Concernant les rendements des entreprises en zone euro, la contraction des spreads a été importante pour les obligations "high yield" en euro, comme l'indique le tableau ci-contre.

Le taux Euribor à 3 mois reste stable mois après mois. La BCE et Mario Draghi semblent de plus en plus confiant sur l'objectif de 2% de l'inflation. La récente baisse de l'euro laisse présager chez certains investisseurs une nouvelle annonce sur l'ampleur et le rythme des achats d'actif par la BCE le 26 octobre prochain. Ces différents éléments expliquent la légère hausse de la courbe des taux d'intérêt.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Septembre 2017	total 2017
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-0,7%	-1,3%
Etats-Unis (\$)	-0,8%	2,3%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,2%	1,7%
Etats-Unis (\$)	-0,1%	5,2%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	0,5%	4,4%
Etats-Unis (\$)	0,8%	6,2%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 29/09/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade		
AAA	1,09%	-8
AA	1,00%	4
AA	0,77%	10
A	0,91%	-4
BBB	1,31%	-19
High Yield	2,40%	-85

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 29/09/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,53%	14
OLO 5 ans	-0,20%	20
OLO 7 ans	0,27%	40
OLO 10 ans	0,73%	20
OLO 30 ans	1,77%	17

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CAD	Walt Disney	2,758%	07.10.2024	100,00%	2,76%	I+	CA254687CD65	2.000
EUR	Hungary	1,750%	10.10.2027	99,50%	1,81%	I	XS1696445516	1.000
GBP	EIB	1,125%	07.09.2021	100,70%	0,94%	I+++	XS1416470323	1.000
NOK	EIB	1,125%	15.05.2020	100,90%	0,77%	I+++	XS1195588915	10.000
TRY	Intl Finance Corp	10,400%	30.06.2022	99,65%	10,48%	I+++	XS1637357846	1.000
USD	Pepsico	2,000%	15.04.2021	100,00%	2,00%	I+	US713448DX30	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)

0,85 +0,6%⁽¹⁾
-11,0%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,13 +4,5%⁽¹⁾
-3,3%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,75 -1,6%⁽¹⁾
-7,4%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -1,8%⁽¹⁾
-3,4%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,87 -0,1%⁽¹⁾
-6,3%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,66 -0,6%⁽¹⁾
-3,1%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,68 +1,0%⁽¹⁾
-4,0%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,85 +0,5%⁽¹⁾
+4,1%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -1,4%⁽¹⁾
+2,1%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -1,9%⁽¹⁾
-0,7%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,10 -1,7%⁽¹⁾
-0,5%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

■ USD/EUR

Les récentes statistiques du PIB américain, du marché du travail ainsi et surtout que les derniers propos de madame Yellen sur le sujet de la hausse des taux, ont permis au dollar de progresser vis-à-vis de l'euro.



■ GBP/EUR

La livre sterling est en forte hausse ce mois-ci en raison des anticipations de hausse de taux dans les prochains mois. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, a déclaré que la probabilité d'une hausse de taux avait assurément augmenté.



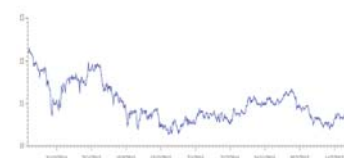
■ TRY/EUR

Bien que Moody's a revu à la hausse ses prévisions de croissance en Turquie en 2017, de 2,6% à 3,7% la livre turque reste stable sur le mois de septembre.



■ NOK/EUR

La banque centrale norvégienne a publié sa dernière vision sur l'économie du pays. La croissance de la production a été modérée sur les trois derniers mois. De plus, les sondages effectués montrent une anticipation d'un ralentissement de la croissance dans les 6 prochains mois.



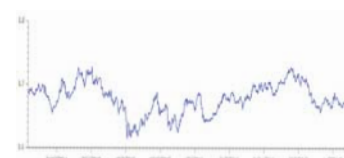
■ JPY/EUR

Le rebond des rendements des bons du Trésor américain sur ce mois a provoqué un affaiblissement du yen.



■ AUD/EUR

La décision de la Banque centrale australienne de maintenir son taux directeur à 1,5%, comme attendu explique en grande partie pourquoi le dollar australien est resté stable ces dernières semaines.





■ Performance boursière

Le taux à 10 ans a augmenté de 7 points de base au cours du mois de septembre, passant de 0,66% fin août à 0,73% fin septembre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour établir les valorisations) a également progressé de 7 points de base à 1,21%, de sorte que la courbe des taux est restée inchangée.

Les SIR ont délivré un return total nul (-0,1% coupons compris) en septembre. Les plus fortes baisses étaient Wereldhave Belgium (-5,8%) et Intervest Offices & Warehouses (-2,5%). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de XIOR (+7,9%) et de Care Property Invest (+1,6%).

Deux SIR ont publié leurs résultats trimestriels au cours du mois passé, sans surprise notable. Aedifica a publié ses résultats annuels pour l'exercice qui s'est clôturé le 30 juin 2017.

■ Information financière

Aedifica a vu ses revenus locatifs nets progresser de 32,0 % à 79,0 millions EUR au cours de l'exercice 2016/2017 grâce aux nombreuses acquisitions (conformes aux prévisions) qui ont été réalisées depuis le début de l'exercice. La valeur réelle du portefeuille, développements compris, s'élevait à 1 544,8 millions EUR, ce qui correspond à une VNI EPRA par action de 51,47 EUR. Le taux d'occupation du portefeuille hors appartements meublés s'élevait à 98,7%. Il se montait à 73,5% pour les appartements meublés (5% du portefeuille). Le résultat EPRA a augmenté de 39,7% à 48,0 millions EUR. Le taux d'endettement s'élève à 40,8%.

Aedifica versera un dividende brut de 2,25 EUR par action, dont 1,66 EUR (coupon n° 17) porte sur la période du 1^{er} juillet 2016 au 27 mars 2017 (augmentation de capital) et 0,59 EUR (coupon n° 18) sur la période du 28 mars 2017 au 30 juin 2017. Le coupon n° 18 sera détaché le 2 novembre 2017. Les deux coupons seront mis en paiement le 6 novembre 2017.

Montea a procédé à une augmentation de capital de 68 millions EUR via l'émission de 1 658 647 nouvelles actions à un prix d'émission de 41 EUR par nouvelle action. L'émission implique une décote de 6,9% sur le cours de clôture de la veille de l'annonce de l'opération. L'argent collecté sera affecté à la poursuite de la stratégie de croissance du portefeuille immobilier tout en maintenant un taux d'endettement de 50 à 55 %. Lors de cette augmentation de capital, Ethias a acquis une participation de 4,16 %. Au terme de cette opération, la famille De Pauw et Belfius Assurances détiennent respectivement 16,22% et 8,76% du capital.

WDP a acquis le site industriel de Rettig ICC à Zonhoven via une augmentation de capital d'environ 17 millions EUR et l'émission de 192 873 nouvelles actions (environ 0,9% du nombre existant d'actions en circulation). La majeure partie des nouvelles actions obtenues par le vendeur ont été directement replacées sur le marché.

À la suite d'un apport en nature (bâtiments à Auderghem), le Group Van Overstraeten a vu sa participation dans Home Invest Belgium passer de 23,33% à 26,70%. En septembre, Home Invest Belgium a acquis 27 appartements, 4 magasins, 2 bureaux et l'immeuble de bureaux précité à Auderghem. Le montant total de l'investissement s'élevait à 17,5 millions EUR.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/08/17	31/12/16	30/09/16		
Aedifica	79,82	-2,2%	18,1%	11,9%	25,0	3,1%
Care Property Invest	20,21	1,6%	1,9%	3,2%	26,1	3,4%
XIOR	39,94	7,9%	21,0%	29,7%	28,5	3,0%
Home Invest Belgium	93,35	-2,2%	-1,0%	-2,4%	32,6	4,5%
QRF	24,26	0,4%	-8,9%	-4,7%	15,7	5,6%
Retail Estates	73,61	1,2%	2,1%	-3,5%	14,9	4,8%
Vastned Retail Belgium	44,99	0,0%	-11,9%	-16,8%	18,4	5,4%
Ascencio	61,25	0,4%	-2,2%	-0,5%	14,8	5,5%
Wereldhave Belgium	93,01	-5,8%	-9,2%	-11,7%	16,1	5,6%
Warehouses Estates Belgium	61,67	-0,4%	-4,1%	0,7%	17,0	5,7%
Leasinvest Real Estate	99,87	-0,1%	-0,7%	-1,4%	18,7	5,0%
Befimmo	53,37	1,1%	1,7%	1,0%	14,4	6,5%
Cofinimmo	108,65	0,2%	5,1%	3,2%	16,5	5,1%
Montea	45,19	-1,8%	6,8%	8,5%	17,7	4,8%
WDP	95,50	1,3%	17,3%	14,3%	17,5	4,7%
Intervest Offices & Warehouses	22,20	-2,5%	-1,2%	-4,6%	14,7	6,3%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ CARREFOUR (ISIN FR0000120172 - 16,52 EUR)

■ Profil

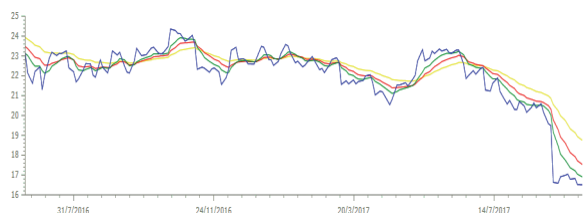
Carrefour est le n°1 européen et le n°2 mondial de la grande distribution. L'activité du groupe s'organise autour de 3 types de magasins :

- hypermarchés : détention, à fin 2016, de 1 328 magasins sous l'enseigne Carrefour ;
- supermarchés : détention de 3 227 magasins sous les enseignes Market et Bairo ;
- autres : exploitation d'un réseau de 7 075 magasins de proximité (enseignes Express, City, Contact, Montagne, Proxi, 8 à Huit, etc.), de 305 magasins Cash & Carry, de magasins de gros, et de sites de commerce électronique (Carrefour et Ooshop).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (46,8%), Europe (26,2%), Amérique latine (18,9%) et Asie (8,1%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,50x
Cours/Actif Net : 1,06x
Rendement : 4,05%



■ Notre opinion

Les attentes élevées qui n'ont pas encore été remplies

Au 1^{er} semestre 2017, le chiffre d'affaires du Groupe Carrefour a progressé de 6,2%. Cependant, la croissance a été entièrement réalisée dans le réseau international, alors que les activités françaises (45% des ventes) n'ont progressé que de 0,8%. En outre, Carrefour Group a été dépassé en tant que leader du marché (20,5% de part de marché) par Leclerc (21,2% de part de marché). La marge opérationnelle a diminué à 3,7%, ce qui a entraîné un bénéfice d'exploitation légèrement inférieur (EBITDA). Les activités en France ont été particulièrement mauvaises, le bénéfice d'exploitation a diminué de 36% en raison de la forte concurrence, des coûts promotionnels et des pertes plus élevées sur l'enseigne DIA.

Les coûts d'exploitation du Groupe ont augmenté à un rythme plus lent (+3,7%) que les revenus, ce qui a légèrement amélioré le ratio coût / chiffre d'affaires. Le résultat net a diminué de 39,5% à 78 millions d'euros.

Les flux de trésorerie opérationnels libres ont diminué de 10,3% pour s'établir à 976 millions d'euros. Le ratio d'endettement net, d'autre part, a augmenté de 4,8%,

à 7,7 milliards, avec une durée moyenne de 3,9 ans et une note BBB +.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2016	S1 2017	Δ %
Chiffre d'affaires	36.289	38.526	+6,2%
Résultat opérationnel	1.448	1.431	-1,2%
Marge opérationnel	4,0%	3,7%	
Bénéfice net	129	78	-39,5%
EPS - corrigé	0,32	0,21	-34,4%
Dette financière nette	7.367	7,720	+4,8%

Suite à la publication de faibles résultats semestriels, Carrefour a révisé ses attentes pour l'année complète à la baisse. Carrefour prévoit maintenant une croissance du chiffre d'affaires à taux de change constant entre 2 et 4% (contre 3 et 5% auparavant) en 2017. Le budget d'investissement est ramené entre 2,2 et 2,3 milliards d'euros (2,4 milliards d'euros auparavant), tandis que les flux de trésorerie disponibles en 2017 devraient être en ligne avec ceux de 2016. Auparavant, des flux de trésorerie plus élevés étaient attendus.

Conseil

Alexandre Bompard a commencé en tant que nouveau PDG en juillet 2017 et a présenté les résultats semestriels. En outre, un avertissement sur les profits a été donné pour toute l'année. Les défis pour Alexandre Bompard sont nombreux. Le modèle des hypermarchés en France (20% du chiffre d'affaires du Groupe et 75% des ventes en France) ne correspond plus forcément aux attentes des clients, mais plutôt celui des supermarchés de proximité. Alexandre Bompard doit donc essayer de donner un nouvel élan aux hypermarchés en France. En outre, Carrefour se lance dans la transformation numérique et nécessitera donc de nombreux investissements. La structure du Groupe Carrefour devra également être simplifiée.

La publication des chiffres semestriels a entraîné une forte chute du titre et une baisse de l'objectif cible du consensus à 20 EUR par action. Nous continuons donc d'être à "l'Achat" avec un objectif de cours de 20 EUR.

■ Tendance technique

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

Le support majeur se situe à 16,50 EUR et le support intermédiaire à 16,90 EUR. La résistance majeure se situe à 23,70 EUR et la résistance intermédiaire à 17,60 EUR.

A ce jour, le profil de risque du titre Carrefour résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



■ ECONOCOM (ISIN BE0974266950 - 6,30 EUR)

■ Profil

Econocom Group est une entreprise belge spécialisée dans la gestion des infrastructures informatiques et de télécommunications des entreprises. Le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit : IT Financing Services (50%), Managed Services (32%) et Products and Solutions (18%).

La répartition géographique des ventes est la suivante : Belgique et Luxembourg (13%), France (54%), Europe du sud (19%) et autres (13%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,45x
Cours/Actif Net : 3,50x
Rendement : 1,65%



■ Notre opinion

Une valeur de croissance belge

Plus qu'un souffle, l'accélération de la transformation numérique est aujourd'hui un puissant levier de regain économique pour l'ensemble des entreprises. Ainsi, les acteurs de la transformation digitale, comme Econocom, sont aux premières loges pour bénéficier de cette nouvelle vague économique.

Avec une croissance annuelle moyenne de 8% des revenus depuis l'année 2000, le spécialiste de l'infogérance peut sans l'ombre d'un doute être classé parmi les sociétés de croissance. Concernant les perspectives, la direction du Groupe confirme s'attendre "à une croissance organique soutenue (supérieure à 5%) pour ses revenus et une croissance à deux chiffres de son résultat opérationnel courant". En outre, l'on attendra le nouveau plan stratégique qui sera présenté le 3 octobre prochain ("e-comme excellence").

Pour atteindre une croissance soutenue, le spécialiste des services liés à la transformation numérique a bien évidemment dû procéder à de nombreuses acquisitions, d'où une progression du bilan comptable de 13% chaque année en moyenne depuis 2000. Récemment, Econocom a annoncé trois acquisitions (France, Allemagne et Royaume-Uni). Ces acquisitions correspondent bien à la stratégie du groupe (voir détail ci-dessous). Econocom avait déjà expliqué que l'un des éléments clés de son nouveau plan serait de se développer au Royaume-Uni et en Allemagne où il était actif de façon limitée.

A la fin du 1^{er} semestre 2017, la dette financière nette du Groupe s'établissait à 204 millions d'euros, soit 46% des fonds propres (contre 105% il y a un an). Les métriques de solvabilité (levier financier, couvertures des frais financiers ou encore liquidité générale) se situent sur des niveaux sains. Cela signifie ainsi que le Groupe est capable d'assurer le service de sa dette financière et de ses autres endettements (fournisseurs, impôts, etc.) sans endommager sa performance économique.

Trois opérations de croissance externe (source Groupe)

Conformément aux objectifs affichés début de cette année, le Groupe Econocom poursuit sa stratégie de croissance externe :

- Au Royaume-Uni, Econocom se positionne sur le segment "des services de mobilité, au cœur des projets de transformation digitale, avec l'acquisition de 85% de la société Jade Solution (15 millions d'euros de revenus fin 2016). Spécialisée dans le "crowd Wi-Fi" et les solutions professionnelles de mobilités auprès de grands comptes, notamment dans le Retail et la Logistique".
- En Allemagne, "le Groupe est entré en négociation exclusives en vue d'acquérir 80% d'Energy Net, un distributeur et intégrateur B2B de solutions Apple. Cette acquisition renforcera le partenariat déjà fort du Groupe avec Apple au niveau européen". Energy Net a généré plus de 40 millions d'euros de revenus fin 2016.
- Enfin, "Exaprobe, satellite d'Econocom Group, a signé le 1^{er} septembre 2017 les accords en vue d'acquérir 51% de la société Aciernet, intégrateur français de solutions Réseaux et Sécurité disposant d'une expertise spécifique dans les grands datacenters". La société Aciernet a généré 85 millions d'euros de revenus fin 2016, dont une part significative de la croissance est "portée par la bonne dynamique de ses principaux clients" et par "son déploiement à l'international, notamment en Amérique du Nord".

L'objectif moyen du consensus pointe vers les 7,70 EUR. Enfin, à titre d'information, la liquidité du titre reste faible d'où une certaine volatilité de l'action.

■ Analyse technique

Techniquement parlant, le titre Econocom s'inscrit dans une tendance franchement haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique porteur et très favorable. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.

La résistance majeure se situe à 7,70 EUR. Le support majeur se situe à 6,00 EUR et le support intermédiaire se situe à 6,20 EUR.

A ce jour, le profil de risque d'Econocom résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ CRÉDIT AGRICOLE (ISIN FR0000045072 - 14,84 EUR)

■ Profil

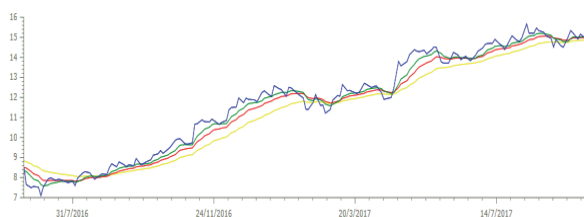
Crédit Agricole figure parmi les 1^{ers} groupes bancaires européens. Le Produit Net Bancaire (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit :

- banque de détail (30,9%).
- gestion d'actifs, assurance et banque privée (26,1%).
- banque de financement, d'investissement et de marché (28,5% ; Crédit Agricole CIB).
- prestations de services financiers spécialisés (14,5%).

A fin 2016, Crédit Agricole gère 521,8 Mds EUR d'encours de dépôts et 346,3 Mds EUR d'encours de crédits.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11,30x
Cours/Actif Net : 0,75x
Rendement : 4,50%



■ Notre opinion

Forte solvabilité – action correctement valorisée

Le Groupe Crédit Agricole a vu son chiffre d'affaires progresser au 1^{er} semestre 2017 de 4,9% (+3,5% en sous-jacent), mais a diminué de 4,1% au deuxième trimestre en raison de la baisse des revenus d'intérêts et des revenus dans la partie assurance. Les charges d'exploitation ont seulement progressé de +1,5% (+1,8% en sous-jacent), ce qui a permis au bénéfice d'exploitation d'atteindre les 5,7 milliards d'euros (+11,8%). Les provisions et dépréciations ont diminué sensiblement (-36,1%), ce qui a réduit le coût du crédit et de passer ainsi de 29 points de base (S1 2017) à 24 points de base pour le premier semestre de l'exercice. Le bénéfice net sous-jacent a augmenté de 27,4% à 3,656 millions d'euros. Les éléments non récurrents ont eu un impact positif de 50 millions d'euros, ce qui s'est traduit par un bénéfice net de 3.706 millions d'euros.

La solvabilité reste élevée avec un ratio Common Equity Tier 1 (fully-loaded) de 15,0% sur une base consolidée et de 12,4% au niveau Crédit Agricole. Toutefois, la solvabilité aura un effet négatif (-76 points de base) suite à l'acquisition de Pioneer Investments (le 3 juillet 2017). À fin juillet 2017, 95% des besoins de financement à court et à moyen terme pour 2017 avaient déjà été refinancés.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2016	S1 2017	Δ %
Revenus	15,425	16,177	4,9%
Charges d'exploitation	10,329	10,478	1,5%
Provisions et impairments	1,308	836	-36%
Bénéfice net	2,706	3,706	34,3%
NAV / action (EUR)	18,1	17,3	-4,4%
Tangible NAV / action (EUR)	12,3	11,8	-4,1%

Lors de la journée des investisseurs le 9 mars 2016, le Groupe Crédit Agricole a présenté son plan stratégique et ses objectifs pour la période 2016 à 2020. Quatre priorités ont été définies :

1. simplifier la structure du capital du Groupe.
2. déployer un ambitieux projet auprès des clients (renforcer la révolution numérique).
3. renforcement de la dynamique de croissance du Groupe dans les activités de base.
4. transformer le Groupe pour améliorer l'efficacité opérationnelle.

La nouvelle stratégie et le "business plan" pour la période 2016/2020 commencent à porter leurs fruits. La simplification du Groupe (projet Eureka) a été achevée au cours du troisième trimestre de 2016. Toutes les initiatives de réduction des coûts ont été lancées. La solvabilité s'est considérablement améliorée en 2016 et la croissance du bénéfice sous-jacent demeure forte.

Crédit Agricole s'attend à une croissance stable des revenus pour 2017, ce qui semble plutôt conservateur, compte tenu de la croissance des revenus (+4,9%) déjà réalisée sur le premier semestre. Pour l'année complète, le consensus s'attend à un bénéfice par action de 1,27 EUR et un dividende brut de 0,65 EUR.

Conseil

Le titre est légèrement sous valorisé par rapport à ses pairs et offre un dividende un peu plus élevé que son secteur. Nous sommes à "Conserver".

■ Analyse technique

Techniquement parlant, Crédit Agricole s'inscrit dans une tendance franchement haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique porteur et très favorable. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.

La principale résistance se situe à 15,70 EUR et la résistance intermédiaire à 15,50 EUR. Au niveau des supports, la zone la plus importante se situe vers les 14,40 EUR, et la zone intermédiaire à 15,00 EUR.

A ce jour, le profil de risque de Crédit Agricole résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



ORANGE (ISIN FR000133308 - 14,00 EUR)

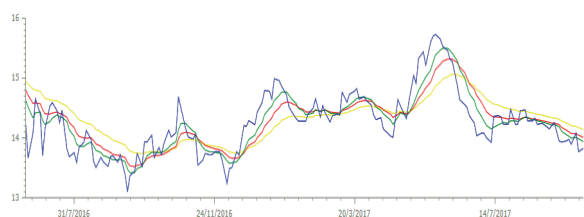
Profil

Orange est le 1^{er} opérateur de télécommunications français. Le CA (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit :

- prestations de services de télécommunication aux particuliers (82,3%) : prestations de téléphonie mobile (201,7 millions de clients à fin 2016 ; enseignes Orange en France, au Royaume Uni et au Caraïbes, FTP Espana en Espagne, PTK Centertel en Pologne, etc.), de téléphonie fixe et d'accès à Internet (18,3 millions de clients ADSL). En outre, le groupe propose des prestations à destination des opérateurs télécoms. Le CA par pays se ventile entre France (54,2%), Espagne (14,8%), Pologne (7,7%) et autres (23,3%) ;
- prestations de services de télécommunications aux entreprises (14,8%) : prestations de téléphonie fixe (65,9% du CA) et intégration et infogérance d'applications de communication (34,1%) ;
- prestations de services aux opérateurs télécoms internationaux (2,9%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	14x
Cours/Actif Net :	1,20x
Rendement :	4,66%



Notre opinion

"Probable" sortie de l'Etat Français et arrivée d'Orange Bank

Après huit années de vaches maigres où les revenus et l'EBITDA n'ont cessé de reculer, l'année 2016 marque enfin le retour progressif à la performance commerciale : hausse de 0,6% des revenus en 2016, après un repli de 0,1% en 2015 et de 2,5% en 2014 (sur bases comparables). La vive concurrence entre opérateurs historiques, puis l'arrivée des opérateurs low-cost ainsi que les importants investissements, ont pesé ces dernières années sur les niveaux de rentabilité et de génération des flux de trésorerie (d'où parfois l'abaissement des coupons dans le secteur). Au niveau patrimonial à présent, l'on soulignera que depuis 2008 le bilan comptable fait du surplace, l'ère des "grands investissements" étant banni depuis l'exubérance irrationnelle des années 2000.

Au niveau de la structure de financement, l'on constate que le Groupe souhaite maintenir une autonomie financière

élevée (les capitaux propres / total passif pointent à 35%, en moyenne 33% depuis 10 ans), d'où l'importante émission de titres subordonnés en 2014 (pour 5,7 milliards d'euros). Les flux de trésoreries disponibles (FCF) sont attendus à plus de 2,6 milliards d'euros sur 2017 et 2018, de quoi maintenir une généreuse politique de dividendes auprès des actionnaires (rendement brut de 4,66%). Après un pic en 2004, le niveau de dette diminue et le Groupe se donne comme objectif un ratio dette nette/EBITDA ajusté proche des 2x (contre 2,8x en moyenne dans le secteur en zone euro). In fine, les agences de notation Moody's (Baa1), Standard & Poor's (BBB+) et Fitch (BBB+) classent le titre en Investment Grade (contre A1 Moody's et A Standard & Poor's pour Proximus).

Après la vente de certains titres Engie au début du mois de septembre (4,15% du capital d'Engie ont été cédés pour 1,53 milliard d'euros) l'Etat Français -en quête d'argent-pourrait dans les mois à venir, réduire sa participation au sein du capital du Groupe Orange. En effet, interrogé sur cette possibilité, Gervais Pellissier (directeur général délégué de l'opérateur télécom) a fait savoir que "le gouvernement n'a pas fait d'annonce précise. Mais si on se base sur les annonces générales, c'est probable". Aujourd'hui, l'Etat français contrôle 13,4% du capital au travers l'Agence des Participations et 9,60% via Bpifrance. Un tel scénario de sortie du capital pourrait relancer la spéculation sur une concentration dans le secteur national, voire européen. Néanmoins, ce dernier scénario a été taillé en brèche par Gervais Pellissier : "N'attendez pas de consolidation de notre part à court terme" ; "Nous nous concentrons sur notre développement dans les huit pays où nous sommes présents".

En gestation depuis plusieurs années et né des expériences des services financiers en Afrique et en Pologne, le Groupe Orange va se lancer dans la banque sous le nom d'Orange Bank. Pour se lancer dans cette nouvelle aventure, le Groupe avait repris Groupama Banque, et dispose ainsi à la fois d'une structure bancaire existante et d'une expérience de la relation bancaire à distance. Outre les services bancaires classiques, Orange Bank prévoit de se lancer par la suite dans les produits d'assurance (assurance-vie, assurance-habitation, auto...), de crédits à la consommation et d'immobiliers. L'objectif est d'atteindre 400 millions d'euros de revenus en 2018 dans le domaine des services financiers sur l'ensemble des marchés (soit un niveau encore marginal \Rightarrow 1% du chiffre d'affaires global de 2016). L'ambition d'Orange Bank est de compter, à terme, plus de 2 millions de clients en France.

Sur base des éléments actuels, l'objectif moyen du consensus ressort à 16,50 EUR. En termes de multiples de valorisation, le titre reste attractif comparativement à ses pairs et sur base de son historique. Toutefois, compte tenu de l'impact que pourrait avoir une hausse du taux à 10 ans sur les modèles de valorisation (exemple : la hausse en juin dernier de 30 points de base sur le 10 ans français avait entraîné un recul de 10% du titre), nous sommes à "Renforcer".



■ Environnement

La croissance mondiale est dans une phase de reprise synchronisée, portée par les marchés développés, et soutenue par la reprise dans les économies émergentes. Les Etats-Unis continuent de bénéficier de conditions financières favorables et d'un marché de travail au plein-emploi. Les surprises sur la croissance se sont principalement manifestées au niveau de la zone euro. Pour 2018, nous anticipons que la croissance mondiale reste au-dessus de sa tendance et ne prévoyons pas de ralentissement.

Malgré des marchés du travail proches du plein-emploi dans certaines économies, l'inflation reste faible. Aux Etats-Unis, les données récentes signalent une interruption de la tendance à la hausse des salaires et de l'inflation. Dans la zone euro et au Japon, les défis structurels continuent de peser sur les salaires et sur l'inflation sous-jacente.

Au niveau des politiques monétaires, l'attention se porte de plus en plus sur la sortie du 'Quantitative Easing' par les Etats-Unis. Au niveau du montant des achats globaux d'actifs par les banques centrales des pays développés, le sommet a probablement été atteint durant l'été. La Fed a dévoilé les modalités de la normalisation de son bilan. La BCE devrait également annoncer bientôt les modalités de la réduction de son programme d'achats d'actifs. Celui-ci devrait se poursuivre jusqu'en septembre 2018. Par la suite, la BCE devrait augmenter les taux d'intérêt directeurs, et ce au plus tôt en 2019.

Le risque politique est réapparu en Europe, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. En Europe, les résultats des élections allemandes n'ont pas été dans le sens d'un renforcement de l'alliance franco-allemande, ce qui aurait pu être un facteur de stabilisation. A court terme, l'attention devrait se tourner vers les élections en Catalogne. Les pourparlers sur le Brexit n'ont guère avancé. La position du Royaume-Uni est d'autant plus difficile que celui-ci n'a pas de politique claire. Les attentes par rapport à la politique pro-croissance de l'administration américaine sont faibles et pourraient faire l'objet de surprises positives. Les essais de missiles nucléaires par la Corée du Nord ont augmentés le risque géopolitique. Ils devraient entraîner de nouvelles sanctions à l'égard de la Corée du Nord par les Etats-Unis et par corollaire augmenter la tension entre les Etats-Unis et la Chine.

Comme l'expansion économique mondiale prend de l'ampleur, nous privilégions les actions par rapport aux obligations d'entreprises et le crédit par rapport aux obligations souveraines. Nous préférons les actions des marchés développés à celles des marchés émergents. Les actions demeurent notre classe d'actif préférée. Après le bon début d'année, nous anticipons des rendements positifs

mais modérés pour les actions. Les actions européennes devraient restées soutenues car elles bénéficient de la poursuite de l'expansion économique et de l'amélioration de leurs bénéfices.

Nous sous-pondérons les obligations souveraines. Nous pensons que les investisseurs sous-estiment le rythme des futures hausses des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis. Nous considérons également que les récentes données de faible inflation s'avèrent temporaires. Plus généralement, le risque d'une politique budgétaire plus expansionniste, la possibilité de revoir les prévisions d'inflation à la hausse et l'impact d'un ralentissement dans les flux globaux d'achats d'actifs obligataires suggèrent une prime de risque plus élevée que celle offerte actuellement par les placements obligataires gouvernementaux. Nous devenons plus prudents envers les obligations d'entreprises. Nous nous approchons du point dans le cycle où les spreads de crédit ont historiquement commencé à s'élargir. Il est néanmoins encore trop tôt de se positionner pour un élargissement significatif des spreads de crédit.

Les prix du pétrole ont rebondi récemment. Cependant, ceux-ci devraient continuer à évoluer dans une fourchette comprise entre 40 et 60 dollars le baril. En cas de baisse des prix du pétrole, la volonté de l'OPEP de réduire l'offre de pétrole devrait fournir un plancher. En cas de hausse des prix du pétrole, une offre abondante de pétrole en provenance des Etats-Unis devrait constituer un plafond.

Le dollar américain devrait remonter quelque peu par rapport aux principales devises dont l'euro, le différentiel des taux d'intérêt devant favoriser la devise américaine. Les devises émergentes devraient continuer à bien se comporter dans un contexte d'accélération de la croissance économique mondiale et de faible inflation.

■ Transactions

Pour les profils de gestion obligataires, nous n'avons pas effectué de modification notable à la structure des portefeuilles au cours du mois de septembre. Nous avons de manière opportuniste souscrit à la nouvelle émission de SoftBank, qui figure parmi les principaux opérateurs japonais de télécommunications. Ce groupe a une notation de crédit 'high yield' mais dispose d'une bonne flexibilité financière et de liquidités suffisantes. Cette obligation est assortie d'un coupon de 3,15% pour une échéance 2025. Pour réduire les liquidités dans certains portefeuilles, nous avons souscrit à l'émission de l'aciériste autrichien Voestalpine. Cette obligation procure un coupon de 1,375% pour une échéance en 2024. Selon la presse allemande, le groupe de construction allemand Hochtief serait prêt à faire une offre de rachat sur la société

espagnole Abertis. Le groupe espagnol ACS, maison-mère de Hochtief, a déjà manifesté son intérêt pour Abertis et pourrait tenter de racheter le groupe espagnol par le biais de sa filiale allemande. Dans le cas où Hochtief lance une offre d'achat sur Abertis, il devrait reprendre la dette d'Abertis (16 milliards d'euros à fin 2016). Cela aurait pour conséquence d'augmenter son niveau d'endettement, de faire pression sur sa notation de crédit et de faire baisser le cours des obligations existantes. Face à ce risque et tenant compte de la faible rémunération liée à la détention des obligations Hochtief jusqu'à leurs échéances, nous avons décidé de les vendre en totalité.

Dans le cadre de la préparation de l'activité de gestion discrétionnaire à la directive MIFID II, nous avons procédé à plusieurs arbitrages au niveau des Organismes de Placements Collectifs (OPC) pour les profils de gestion avec actions.

La principale contrainte est que dorénavant un portefeuille en gestion discrétionnaire ne peut plus détenir d'instruments qui procurent une rémunération indirecte à la société qui gère le portefeuille. Une manière de résoudre cette problématique a été d'arbitrer les parts d'OPC dite retail vers une part dite institutionnelle.

Nous avons ainsi opéré les arbitrages de la part retail vers la part institutionnelle pour les compartiments US Fidelity Active Strategy Fund - qui investit dans les actions américaines - et Robeco Asia-Pacific Equities - qui investit dans les actions d'Asie-Pacifique avec une prépondérance pour les actions japonaises-. L'arbitrage du compartiment JPM Emerging Markets Opportunities - qui investit dans les actions des marchés émergents - s'est fait vers la part institutionnelle, distributive et avec devise de référence l'euro (au lieu du dollar américain). Le compartiment obligataire Templeton Global Total Return - qui investit dans les obligations souveraines au niveau mondial - a été arbitré

vers une part hedgée. Cela a pour principal avantage de limiter les fluctuations du compartiment dans le sens que les variations de change entre le dollar américain et l'euro sont couvertes.

Le dernier arbitrage résulte d'un choix tactique. Nous avons réduit notre exposition à la classe des obligations convertibles par la vente de de l'OPC Lombard Odier Convertible Bond. Les obligations convertibles ont pour caractéristiques d'offrir une protection à l'investisseur (la composante 'obligataire' de l'instrument) et de permettre une participation en cas de hausse de l'action (composante 'convertible' de l'instrument). Or, les niveaux élevés de valorisations des marchés ont rendus les obligations convertibles moins attractives. Nous avons réinvesti une partie dans le compartiment Invesco Pan European Structured Equities. Celui-ci investit de manière quantitative dans les actions européennes en sélectionnant les actions qui offrent le meilleur potentiel de rendement et une volatilité faible. Invesco est un des pionniers de la gestion quantitative qui utilise une stratégie visant une volatilité faible. D'ailleurs, le groupe gère ce compartiment depuis 2006. Depuis lors, le compartiment surperforme son indice de référence sur une période glissante de 3 ans dans 99% des cas.

Perspectives et points d'attention

- La guidance par la BCE sur sa politique d'achat d'actifs
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- L'implémentation aux Etats-Unis des 'Trumponomics'
- La politique de change de la Chine
- Le suivi par l'OPEP de la réduction des quotas pétroliers
- Les négociations sur le Brexit

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

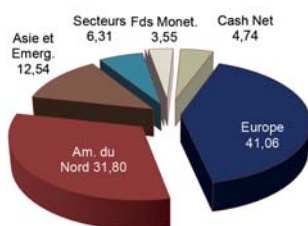
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

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

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

Allocation par région/secteurs en % (*)



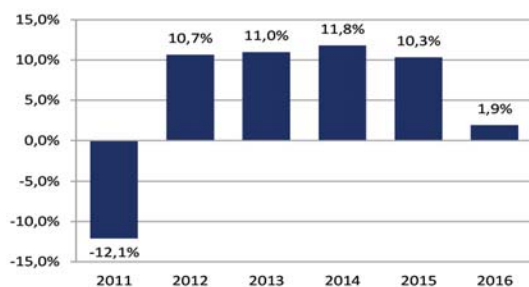
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 septembre 2017	15,06€
VNI plus haut (9 mai 2017) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	9,35%
3 ans rend. actuariel :	7,57%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,99%

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 :	2,72%/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 4.000 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

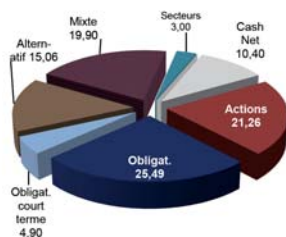
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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 - SRR1

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

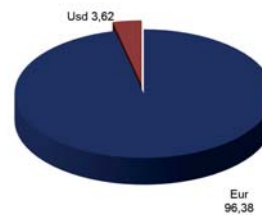
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRR1) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), le risque d'inflation (risque que l'inflation érode la valeur réelle des actifs en portefeuille), le risque lié à des facteurs externes (incertitude quant à la pérennité de l'environnement fiscal).

Allocation par région/secteurs en % (*)



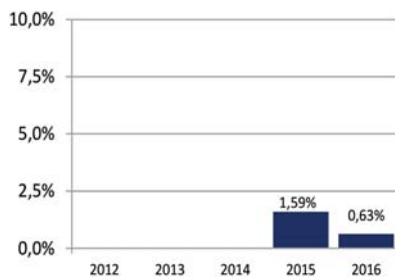
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 septembre 2017	10,33€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	3,61%
3 ans rend. actuariel :	1,56%
Depuis lancement rend. actuariel :	1,56%

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 :	2,21%/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 :	30%
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.

- Mardi 7 novembre 2017 : Conférence**
"Perspectives" sur les marchés financiers.
Le plan d'investissement périodique.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : La Maison des Associations - Place Mansart 21/22
 7100 La Louvière / 19h30
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

- Mercredi 29 novembre 2017 : Conférence**
Comment investir sur les marchés financiers en 2018.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Agence d'Ath - Rue Gérard Dubois 39
 7800 Ath / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

- Jeudi 30 novembre 2017 : Conférence**
Comment investir sur les marchés financiers en 2018.
 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 ANTWERPEN ANZEGEM ATH BERCHEM CHARLEROI DEURNE DRONGEN GENT GRIVEGNÉE HASSELT IEPER KNOKKE KORTRIJK LA LOUVIERE LEUVEN LIEGE MECHELEN MELSELE MONS NAMUR TOURNAI UCCLE WATERLOO WAVRE	Agences Capucienelaan, 27 Frankrijklei, 133 Wortegemsesteenweg, 9 Rue Gérard Dubois, 39 St-Hubertusstraat, 16 Boulevard P. Mayence, 9 J. Verbovenlei, 46 Petrus Christusedreef, 15 Koningin Elisabethlaan, 2 Avenue des Coteaux, 171 Diestersteenweg, 150 R. Kiplinglaan, 3 Piers de Raveschootlaan, 113 Minister Liebaertlaan, 10 Rue Sylvain Guyaux, 40 Jan Stasstraat, 2 Place Saint-Paul, 2 Schuttersvest, 4A Kerkplein, 13 Rue de Bertaimont, 33 Avenue Cardinal Mercier, 54 Boulevard des Nerviens, 34 Chaussée de Waterloo, 1038 Chaussée de Louvain, 273 Place H. Berger, 12	Tél: +32 53 60 50 50 Tél: +32 3 253 43 30 Tél: +32 56 65 35 10 Tél: +32 68 64 84 60 Tél: +32 3 253 43 10 Tél: +32 71 91 90 70 Tél: +32 3 253 43 20 Tél: +32 9 269 96 00 Tél: +32 9 269 93 00 Tél: +32 4 230 30 40 Tél: +32 11 37 94 00 Tél: +32 57 49 07 70 Tél: +32 50 47 40 00 Tél: +32 56 37 90 90 Tél: +32 64 43 34 40 Tél: +32 16 30 16 30 Tél: +32 4 230 30 30 Tél: +32 15 45 05 60 Tél: +32 3 750 25 50 Tél: +32 65 56 06 60 Tél: +32 81 71 91 00 Tél: +32 69 64 69 00 Tél: +32 2 880 63 60 Tél: +32 2 357 27 00 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 :
29 septembre 2017