

Edito

D'aucuns ont longtemps considéré que les questions budgétaires formaient des débats peu intéressants, réservés aux économistes, totalement accessoires et tout à fait secondaire par rapport à la vision politique d'un gouvernement. Une crise financière et quelques décennies plus loin, la thématique des finances publiques n'a jamais été aussi présente qu'aujourd'hui. Que ce soit dans la crise qu'a traversée la Grèce ces dix dernières années, dans la fameuse "manœuvre" économique du gouvernement italien, dans les motivations des partisans du Brexit ou encore dans les mouvements de protestation des gilets jaunes en France et en Belgique, les questions budgétaires sont pourtant bel et bien au cœur du débat.

Depuis plus de 50 ans, les gouvernements qui se sont succédé à la tête des Etats européens n'ont prêté que trop peu d'attention aux déficits des différents budgets qu'ils présentaient. La priorité était en effet soit à la croissance économique, soutenue par des politiques budgétaires de relance par la dépense publique (l'approche keynésienne), soit à la redistribution sociale en renforçant les mécanismes de solidarité mis progressivement en place depuis la seconde guerre mondiale en Europe occidentale. Et quand le budget de l'Etat devait se solder par un déficit à la suite de ces décisions, ce n'était finalement qu'un mal momentané, la dette ainsi constituée devant être remboursée quelques années plus tard, probablement par un autre gouvernement.

Les années ont passé, les déficits n'ont jamais été résorbés, et les dettes continuaient de croître. Alors qu'en 1980 la Belgique avait déjà accumulé une dette publique représentant 76,1% de son PIB, la même dette a fini par atteindre son record historique à 137,8% du PIB en 1983 (soit à peine 13 ans plus tard). La dette avait quasiment doublé en moins de 15 ans. Les gouvernements de l'époque sont ainsi parvenus durant cette période à accuser la cinquième dette la plus imposante d'Europe et la quatorzième dette au niveau mondial. Depuis lors, les mesures impopulaires des gouvernements Dehaene et Verhofstadt ont permis de ramener la dette publique à 87,0% du PIB, au prix de nombreux sacrifices consentis par la population pendant près de 14 ans.

Entre 2005 et 2007, les vieilles habitudes des années quatre-vingt sont réapparues au sein de la sphère politique : des dépenses structurelles (comme par exemple la norme de croissance du budget des soins de

santé) ont été décidées, sans en assurer le financement. Comprenons-nous bien : il n'est pas de notre ressort de juger de l'opportunité ou non de ces dépenses. Par contre, il est de notre responsabilité de dénoncer des mesures non financées qui mènent tout droit au déficit, et donc à l'endettement. La crise financière aidant, ces mesures ont poussé à nouveau la dette publique belge à un triste nouveau sommet en 2014, à 107,6% du PIB. Et à nouveau, ce sont les contribuables qui durent fournir les efforts durant 4 années, efforts qui ramèneront la dette publique belge en deçà des 100% au début 2019.

Et c'est précisément des mesures d'assainissement prises par les gouvernements, tant en Belgique que dans le reste de l'Union européenne, que découlent les malaises sociaux que nous connaissons aujourd'hui. Nous consentons que le choix soit cornélien. Ne rien faire et laisser filer le déficit ne ferait qu'aggraver un problème qui devrait tôt ou tard être traité et reporterait une charge encore plus importante sur les générations futures. Agir, par contre, ne peut se faire que de deux manières qui peuvent éventuellement être combinées. D'une part, l'augmentation des recettes, piste qui paraît peu plausible dans un pays qui se classe deuxième en matière d'imposition au niveau européen. D'autre part, la réduction des dépenses, ce qui paraît politiquement compliqué et nécessiterait au préalable un choix de société. En effet, lorsque les pouvoirs publics belges dépensent 100 euros, 5 euros vont au remboursement des intérêts de la dette publique, 47 euros sont dédiés aux fonctions régaliennes de l'Etat (police, justice, infrastructures, enseignement, défense, ...) et 48 euros financent les prestations sociales. De ces 48 euros, 25 euros servent à financer les pensions et les prépensions, 13 euros sont alloués aux soins de santé, et les 10 euros restant couvrent les autres prestations sociales (chômage, maladie-invalidité, allocations familiales).

Même si certains discours démagogiques rencontrent la sympathie de prime abord, la réalité budgétaire des Etats européens ne laisse malheureusement que peu de marge au monde politique. Il leur faudra, à eux politiciens beaucoup de pédagogie pour expliquer leurs actions et de courage pour les mener à bien.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une agréable lecture de votre revue mensuelle et de vous présenter d'ores et déjà nos meilleurs vœux de santé, bonheur et prospérité pour l'An Neuf.

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)

519,37 +0,1%⁽¹⁾ ↑
-4,6%⁽²⁾ ↓

BEL 20 (Belgique)

3.487,90 +1,2%⁽¹⁾ ↑
-12,3%⁽²⁾ ↓

CAC 40 (France)

5.003,92 -1,8%⁽¹⁾ ↓
-5,8%⁽²⁾ ↓

DAX (Allemagne)

11.257,24 -1,7%⁽¹⁾ ↓
-12,9%⁽²⁾ ↓

FTSE (G-B)

6.980,24 -2,1%⁽¹⁾ ↓
-9,2%⁽²⁾ ↓

SMI (Suisse)

9.037,76 +0,2%⁽¹⁾ ↑
-3,7%⁽²⁾ ↓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.934,21 -0,5%⁽¹⁾ ↓
-7,7%⁽²⁾ ↓

DJIA (USA)

25.538,46 +1,7%⁽¹⁾ ↑
+3,3%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

7.330,54 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+6,2%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

15.197,82 +1,1%⁽¹⁾ ↑
-6,2%⁽²⁾ ↓

NIKKEI (Japon)

22.351,06 +2,0%⁽¹⁾ ↑
-1,8%⁽²⁾ ↓

MSCI World

2.041,36 +1,0%⁽¹⁾ ↑
-3,0%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2017



Les dernières enquêtes d'activité suggèrent que l'économie mondiale n'a pas retrouvé son élan au quatrième trimestre. Alors que la récente chute des prix du pétrole devrait soutenir la croissance mondiale, nous pensons que l'activité devrait se modérer au cours des prochaines années, du fait des ralentissements aux États-Unis et en Chine. De nombreuses autres économies risquent également de perdre de la vitesse. En conséquence, le commerce mondial va probablement s'affaiblir même si le cessez-le-feu intervenu récemment dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine tient. Nous pensons que l'inflation sous-jacente a culminé aux États-Unis. Avec le ralentissement de l'économie, cela devrait amener la Banque centrale américaine à mettre fin à son cycle de resserrement à la mi-2019. Pour le moment, nous pensons toujours que l'inflation sous-jacente devrait augmenter dans la zone euro, ouvrant la voie à la BCE pour relever ses taux d'intérêt en septembre prochain, mais les risques à la baisse qui pèsent sur ces prévisions ont augmenté.

La croissance du PIB mondial est tombée à 3,2% au troisième trimestre, après avoir atteint un sommet depuis 7 ans avec 4,4% au deuxième trimestre. Dans les économies avancées, le ralentissement a été généralisé. La croissance trimestrielle du PIB est tombée à des niveaux assez bas dans la plupart des grandes économies avancées et négative au Japon. Des évolutions positives ont été enregistrées au Royaume-Uni, où la croissance du PIB a repris, et aux États-Unis, où la croissance est restée forte. La contraction totale du PIB allemand au troisième trimestre, qui constituait jusqu'à présent une base solide de l'économie de la zone euro, est peut-être particulièrement préoccupante. Cela n'était pas uniquement dû à des perturbations temporaires de la production automobile, l'activité dans d'autres secteurs ayant également ralenti. Parallèlement, des données sur la production industrielle indiquent que la croissance du PIB dans les économies avancées faiblit un peu plus au début du quatrième trimestre, un léger rebond dans la zone euro étant compensé par un ralentissement de l'activité aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les données pour la plupart des principales économies émergentes étaient plutôt encourageantes au troisième trimestre. La croissance du PIB est restée forte en Inde et a rebondi au Brésil et en Afrique du Sud. Mais il y avait de mauvaises nouvelles de la Russie, où l'économie a stagné. La croissance en Chine a également assez bien résisté en octobre, soutenue par une activité de construction vigoureuse. Cependant, le refroidissement de la demande foncière laisse penser que cette impulsion devrait s'effacer bientôt.

Les dépenses des ménages ont bien résisté. Les ventes au détail dans les économies avancées ont augmenté pour le troisième mois consécutif en octobre, portant le taux de croissance d'une année sur l'autre à environ 2,5%. Ils indiquent que la consommation des ménages a augmenté de 2% au quatrième trimestre, soit un taux de croissance similaire à celui du troisième trimestre.

Dans le même temps, la confiance des consommateurs dans les économies avancées est restée stable à un niveau élevé cette année, même si elle a surestimé la vigueur de l'activité économique au cours des deux dernières années. Parmi les principales économies, la confiance a augmenté aux États-Unis cette année, alors qu'elle a baissé dans la zone euro et au Japon. Pour le moment, le fardeau de la dette des ménages dans l'ensemble des économies avancées reste inférieur à son sommet d'avant la crise et le coût du service de la dette est faible. Même aux États-Unis, où la dette des ménages a atteint un nouveau sommet en termes nominaux au troisième trimestre, le ratio de la dette au revenu est proche de son plus bas niveau en 15 ans. Cela dit, avec le resserrement monétaire entraînant une hausse des coûts d'emprunt, nous prévoyons que les consommateurs américains seront sous pression l'an prochain.

Le cessez-le-feu temporaire dans le différend commercial entre les États-Unis et la Chine signifie qu'il est peu probable que les craintes commerciales réapparaissent après les 90 jours de négociation. Ainsi, les parts du commerce mondial affectées par les droits de douane imposés jusqu'à présent cette année devraient rester faibles pour le moment. Les enquêtes prospectives auprès des entreprises restent médiocres. La composante des nouvelles commandes à l'exportation du PMI manufacturier mondial s'est stabilisée ces derniers mois, elle indique néanmoins que la croissance des échanges commerciaux devrait tomber à 2%.

Les marchés du travail se portent bien dans les principales économies avancées et devraient continuer à bien se porter au cours des prochains trimestres. Ayant déjà ralenti depuis 2015, la croissance de l'emploi aux États-Unis et au Royaume-Uni s'est stabilisée à des taux décentés cette année. Il a ralenti dans la zone euro mais reste élevé par rapport à l'après-crise. Toutefois, les pénuries de main-d'œuvre croissantes aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon devraient bientôt se traduire par une augmentation des salaires. En effet, une enquête sur les intentions de rémunération des entreprises aux États-Unis laisse entrevoir une accélération de la croissance des salaires dans les mois à venir.

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation globale reste légèrement au-dessus de 2% et l'inflation sous-jacente un peu en dessous de 2%. En excluant les États-Unis, l'inflation sous-jacente a diminué cette année et était inférieure aux objectifs de la banque centrale en octobre dans toutes les principales économies avancées. Il ne faudra pas longtemps avant que l'inflation totale ne devienne également inférieure à la cible. L'effondrement des prix du pétrole au cours des deux derniers mois devrait freiner considérablement la contribution des prix de l'énergie à la hausse de l'inflation. Et si les prix du pétrole ne changent pas beaucoup en 2019 par rapport à leur niveau actuel, une baisse des prix de l'énergie devrait permettre de réduire l'inflation de près de 0,5% l'an prochain.



Europe

Alors que la Commission européenne a rejeté en octobre dernier le projet de budget italien, ravivant une fois de plus le spectre d'un scénario "crise de la zone euro acte II", le vice-Premier ministre italien Luigi Di Maio s'est dit ouvert fin novembre à une baisse du niveau de déficit par rapport à ce que prévoyait initialement le gouvernement. Bien que "les promesses n'engagent que ceux qui les reçoivent" (expression du président Jacques Chirac) le "spread", écart entre les taux d'emprunt italien et allemand à dix ans, a récemment commencé à se replier. Au niveau de l'agenda, tous les yeux se tournent dorénavant sur le Royaume-Uni. En effet, le Parlement britannique se prononcera le 11 décembre sur l'accord de retrait de l'Union européenne conclu avec Bruxelles. Sur cet agenda encore bien chargé pour l'Europe, l'une des citations de l'écrivain Anatole France prend tout son sens : "l'on ne s'ennuie pas quand on a des ennuis".

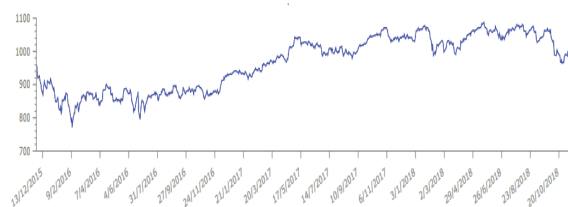
États-Unis

L'année 2018 a donné du fil à retordre à l'ensemble des investisseurs, y compris à ceux exposés sur le marché américain. Sur ces dernières semaines, les stars des marchés américains (les GAFA) ont perdu un peu de leur prestige aux yeux des investisseurs. Face à cette volatilité, nombreux sont ceux qui s'alarment de la récente correction, à tel point que l'on peut se demander avec cynisme si certains acteurs ne seraient pas prêts à lancer une "tombola internationale" pour venir en aide aux "pauvres démunis" de la Silicone Valley. Le retour de la volatilité ne fait aucun doute, mais s'alarmer pour des entreprises dont les capitaux propres frôlent parfois les 90% du bilan, où la dette est quasi inexistant et où la trésorerie gonfle chaque trimestre, semble parfois exagéré. Au niveau des valorisations, là encore remettons l'église au milieu du village. A titre d'illustration, l'emblématique action Apple est valorisée à 900 milliards de dollars, soit 13 fois ses bénéfices estimés pour 2019 (même niveau que les indices en zone euro !), pour une croissance estimée des bénéfices par action de 12% au cours deux prochaines années.

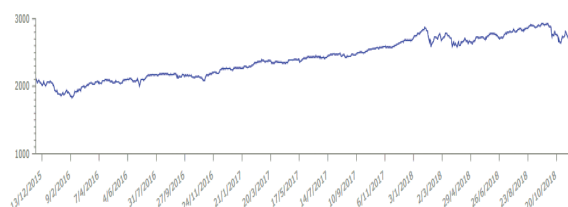
Pays émergents

Pour le sixième mois d'affilée, la croissance des bénéfices des entreprises industrielles en Chine a ralenti. Les principales explications sont 1/ le tassement des prix de vente et 2/ la diminution de la demande des produits industriels. D'un point de vue général au sujet des pays émergents, la BCE a récemment rappelé que si la Fed devait continuer de relever ses taux, l'on pourrait observer un retour des hausses de primes de risque sur les actifs.

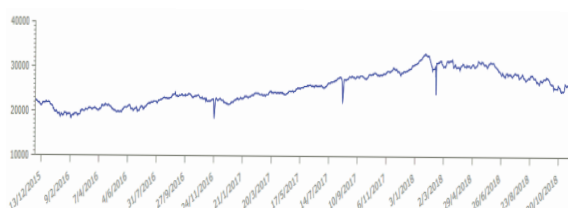
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	13/12
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,70%	14/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,20%	17/12
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	60,0	17/12
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	98,7	18/12
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,50%	2,25%	19/12
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,40	19/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	20/12
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,20%	28/12
EMU	Confiance économique	-	109,5	31/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	57,5	59,3	03/01

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,99%	-16 ⁽¹⁾ ↓ +58 ⁽²⁾ ↑
EUR	
0,31%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -11 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
0,31%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -11 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
0,56%	-4 ⁽¹⁾ ↓ -2 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
0,76%	-2 ⁽¹⁾ ↓ +12 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,50%	-5 ⁽¹⁾ ↓ -7 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
0,60%	-5 ⁽¹⁾ ↓ 0 ⁽²⁾ =
France	
0,68%	-12 ⁽¹⁾ ↓ -10 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
4,27%	+3 ⁽¹⁾ ↑ +15 ⁽²⁾ ↑
Irlande	
0,92%	-4 ⁽¹⁾ ↓ +25 ⁽²⁾ ↑
Italie	
3,21%	-21 ⁽¹⁾ ↓ +120 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,45%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -8 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
1,83%	-5 ⁽¹⁾ ↓ -12 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2017
en points de base

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

Avec une inflation au-dessus de la cible, un marché du travail tendu et une économie en plein essor, nous anticipons que la Banque centrale américaine devrait très probablement relever les taux d'intérêt directeurs à 2,25-2,50% lors de sa réunion de décembre. Toutefois, il y a trois éléments qui plaident en faveur d'une pause dans le cycle de resserrement monétaire

Premièrement, les conditions financières se sont récemment resserrées. Deuxièmement, le contexte économique mondial s'est détérioré. Les enquêtes d'activité indiquent un ralentissement de l'activité dans l'ensemble des économies avancées au quatrième trimestre. Troisièmement, le prix du baril de pétrole a plongé au cours des dernières semaines. Cela réduira considérablement l'inflation aux Etats-Unis l'année prochaine.

Cependant, la baisse des marchés financiers n'a probablement pas été suffisamment importante pour dissuader la Fed de monter les taux d'intérêt directeurs. La dernière fois qu'elle a retardé une hausse des taux, le marché des actions et celui des obligations d'entreprise étaient beaucoup plus faibles qu'aujourd'hui.

De plus, la détérioration de la demande extérieure et la chute des prix de l'énergie devraient être contrebalancées par une inflation supérieure à la cible et par une économie intérieure résiliente. D'ailleurs, les perspectives de croissance de la consommation des ménages se sont améliorées, de par l'augmentation de 40 milliards de dollars du revenu disponible des ménages suite à la baisse des prix du pétrole. En conséquence, la Fed devrait probablement aller de l'avant et augmenter les taux en décembre.

Les investisseurs n'ont pas modifié leur opinion selon laquelle la Fed augmenterait les taux d'intérêt en décembre. Mais les marchés ne prévoient désormais qu'une hausse de taux l'année prochaine, contre deux il y a un mois. Nous prévoyons toujours deux hausses de taux en

2019 - les deux au premier semestre - inférieures aux prévisions du consensus des économistes et des membres de la Banque centrale américaine.

Les données économiques de la zone euro ont été encore une fois décevantes. La croissance a ralenti au troisième trimestre. Le PIB allemand s'est contracté pour la première fois depuis trois ans et demi, alors que les perturbations dans le secteur automobile ne peuvent expliquer à elles seules que la moitié du ralentissement. En outre, les enquêtes d'activité ont été encore plus décevantes pour novembre et indiquent que le quatrième trimestre devrait être de nouveau faible.

Cependant, les propos tenus récemment par le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, suggèrent que la BCE ne sera pas dissuadée de mettre fin au programme d'achats d'actifs en décembre. Mr Draghi a minimisé les inquiétudes concernant les statistiques récentes, conservant sa position du mois d'octobre. Il considère que : "les ralentissements sont normaux dans une phase avancée du cycle économique" et que des facteurs ponctuels ont également joué un rôle. Tout en reconnaissant, qu'il y avait maintenant plus d'incertitude, il a réaffirmé que l'inflation sous-jacente de la zone euro devrait augmenter au cours de l'année prochaine et que les achats d'actifs se termineraient en décembre.

A deux semaines de la réunion de la BCE de décembre, il est peu probable que la publication de statistiques puisse compromettre le plan de mettre un terme à son programme d'achat d'actifs obligataires. En ce qui concerne les perspectives de taux d'intérêt directeurs, nous pensons toujours que le mois de septembre 2019 est le mois le plus probable pour que la BCE commence à relever ses taux. En effet, l'économie de la zone euro devrait retrouver un certain élan en 2019, la baisse des prix du pétrole devrait stimuler le revenu disponible et la consommation des ménages.



Novembre a été un mois en mode "risk-off" pour les marchés obligataires : les obligations "high yield" ont baissé alors que les emprunts d'Etat ont progressé. Aux Etats-Unis, le mois a débuté par une hausse des rendements des emprunts publics, cette tendance s'est inversée au cours du mois. Les propos du président de la Fed ont même permis au taux à dix ans de descendre sous les 3% pour la première fois depuis de nombreuses semaines. Dans le même temps, les investisseurs ont revu à la baisse leurs anticipations de hausse des taux d'intérêt directeurs pour 2019. A l'instar des marchés obligataires américains, les obligations de qualité comme le Bund allemand ont progressé alors que les obligations de moindre qualité comme le crédit "high yield" ont enregistré une performance mensuelle négative.

Outre le ralentissement économique et le pétrole, les obligations européennes ont été affectées par l'Italie et le Brexit. Alors que la situation budgétaire de l'Italie n'est pas résolue, des signaux positifs sont apparus en fin de mois montrant que l'Italie commençait à adopter un ton plus conciliant pour résoudre ses différends avec l'Union Européenne. Le Brexit a continué de dominer l'actualité car le gouvernement britannique fait face à une forte opposition sur son accord de retrait de l'Union Européenne, bien que celui-ci ait été approuvé par l'Union Européenne. Cet environnement fort défavorable aux actifs risqués a entraîné un tarissement de leur liquidité. Ainsi, les obligations à haut rendement ont perdu près de 2%.

Malgré le fort ralentissement de la croissance économique pour la zone euro au troisième trimestre, le président de la BCE a conservé un ton positif sur les perspectives de croissance et d'inflation pour la région. Il a indiqué que l'assouplissement quantitatif se terminerait en fin d'année. Malgré les propos rassurants de Mario Draghi, les intervenants de marché ont légèrement revu à la baisse leurs anticipations de taux d'intérêt. Ils anticipent un taux d'intérêt à court terme inférieur à zéro pour les horizons inférieurs à octobre 2020.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Novembre 2018	total 2018
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	0,4%	1,8%
Etats-Unis (\$)	0,8%	-1,4%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,7%	-1,5%
Etats-Unis (\$)	-0,1%	-3,6%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-1,9%	-2,9%
Etats-Unis (\$)	-0,5%	0,7%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/11/18	Variation depuis 31/12/17
Investment Grade		
AAA	1,40%	38
AA	0,80%	16
A	1,29%	39
BBB	1,99%	78
High Yield	4,78%	178

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/11/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,32%	1
OLO 2 ans	-0,55%	-5
OLO 5 ans	-0,01%	13
OLO 7 ans	0,29%	6
OLO 10 ans	0,76%	12
OLO 30 ans	1,77%	8

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CHF	New Brunswick	0,250%	19.01.2029	98,10%	0,44%	I++	CH0449619011	5.000
EUR	OMV	0,750%	04.12.2023	99,75%	0,80%	I+	XS1917590876	1.000
EUR	Borealis	1,750%	10.12.2025	101,00%	1,60%	I	AT0000A24UY3	500
SEK	IBRD	0,375%	14.12.2023	99,50%	0,48%	I+++	XS1920537906	10.000
USD	African Development	3,000%	06.12.2021	100,25%	2,91%	I+++	US00828EDF34	1.000
USD	Dow Chemical Co	4,550%	30.11.2025	101,20%	4,34%	I	USU26054KF95	1.000

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



USD/EUR (USA)

0,88 -0,1%⁽¹⁾ ↓
+6,1%⁽²⁾ ↑

GBP/EUR (G-B)

1,13 -0,2%⁽¹⁾ ↓
+0,1%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,78 -0,5%⁽¹⁾ ↓
+5,3%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -1,9%⁽¹⁾ ↓
+1,3%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 0,0%⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,89 +1,0%⁽¹⁾ ↑
+3,5%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,65 +3,3%⁽¹⁾ ↑
-0,8%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,66 -1,1%⁽¹⁾ ↓
+0,3%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,85 -0,3%⁽¹⁾ ↓
-1,8%⁽²⁾ ↓

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +1,2%⁽¹⁾ ↑
-2,5%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,31 +0,3%⁽¹⁾ ↑
-3,9%⁽²⁾ ↓

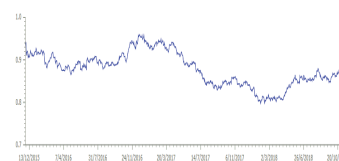
SEK/EUR (Suède)

0,10 +0,6%⁽¹⁾ ↑
-4,7%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2017
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

Malgré un net ralentissement de l'indice PMI Composite en zone euro (indice mesurant l'activité des entreprises), la devise européenne est restée stable face au dollar sur le mois de novembre.



GBP/EUR

Là encore, et malgré une importante volatilité, la livre sterling est restée stable sur le mois de novembre face à l'euro. Le 11 décembre prochain, le Parlement britannique votera sur l'accord du Brexit. A l'heure actuelle, l'approbation des députés est loin d'être gagnée, en raison de l'opposition affichée de plusieurs partis, et de députés du propre parti de Theresa May.



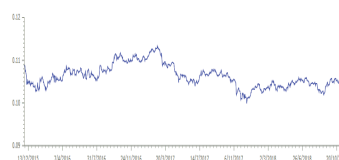
TRY/EUR

L'inflation a atteint un pic de 15 ans et est ressortie au-dessus des attentes mais reste inférieure au taux directeur fixé par la banque centrale (24%).



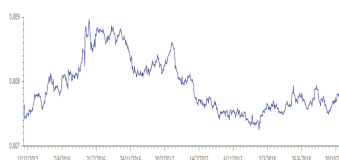
NOK/EUR

Fortement corrélée au prix du pétrole, la couronne norvégienne a fortement baissé - tout comme le baril de pétrole - sur le mois de novembre.



JPY/EUR

Considérée comme une devise refuge, le yen n'a pas profité du retour de la nervosité sur les marchés. La devise japonaise reste stable sur le mois.



AUD/EUR

Le dollar australien continue d'évoluer en fonction des questions commerciales. Le sommet du G20 début décembre donnera certainement la direction pour les prochaines semaines.





Performance boursière

Au mois de novembre, le taux belge à long terme a baissé de 2 points de base à 0,76% fin novembre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a cependant gagné 5 points de base à 1,50%, ce qui a légèrement raidi la courbe des taux.

Les SIR ont affiché une performance boursière moyenne stable (-0,1%) au mois de novembre, mais avec des cas particuliers, dans le sens positif comme négatif. Les plus fortes baisses concernent QRF (-12,0%), Vastned Retail Belgium (-5,1%) et Ascencio (-4,9%). Les plus fortes hausses sont à mettre à l'actif de Montea (+7,1%) et Befimmo (+6,7%).

Information financière

Cofinimmo a réalisé au cours des neuf premiers mois de 2018 une légère croissance de 1,3% de ses revenus locatifs nets, à 156,6 millions EUR. Le résultat opérationnel est resté inchangé à 128,6 millions EUR. Le portefeuille total affichait une valeur de 3,7 milliards EUR, avec un taux d'occupation de 94,9%. Le taux d'endettement s'élevait à 42,9% à un coût moyen de 1,9%. La VNI EPRA s'élevait à 94,47 EUR par action. Cofinimmo escompte pour l'année entière une VNI EPRA de 6,51 EUR et un dividende brut de 5,50 EUR par action.

Care Property Invest a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 28,1% durant les neuf premiers mois de 2018, à 18,6 millions EUR. Le bénéfice opérationnel (avant résultat sur portefeuille) a augmenté de 28,2% à 17,6 millions EUR. Le portefeuille a une valeur totale de 467 millions EUR et comporte 97 projets, dont 3 en cours de construction et 1 signé. La VNI EPRA s'élevait à 15,57 EUR par action. CPINV escompte pour l'année entière un BPA de 0,80 EUR par action et un dividende brut de 0,72 EUR par action.

Montea s'apprête à entamer le développement de plus de 40.000 m² aux Pays-Bas, à Waddinxveen pour Isero Ijzerwarengroep (21.400 m²) et à Heerlen pour DocMorris

(extension de > 20.000 m²). L'investissement total s'élève à 45 millions EUR avec un rendement initial de 6,75%. La réception est attendue respectivement en mai (Waddinxveen) et au troisième trimestre (Heerlen) de 2019.

Intervest Offices & Warehouses (INTO) achète l'Ubicenter sur le site Philips à Louvain. Ce complexe de bureaux possède une surface louable de 23.150 m² et est occupé à 95% par 12 locataires. L'investissement total s'élève à 33,7 millions EUR avec un rendement initial de 8,2%. INTO acquiert également le développement de projet Gold Forum à Eindhoven pour près de 50.000 m². L'investissement total s'élève à 18,9 millions EUR avec un rendement initial de 6,2%. La réception est attendue pour le troisième trimestre de 2019.

INTO a réalisé une augmentation de capital de 99,9 millions EUR, via l'émission de 5.397.555 actions nouvelles, à raison de 2 nouvelles pour 7 anciennes. Le prix d'émission s'élevait à 18,5 EUR par action nouvelle. Un coupon au prorata de 1,28 EUR par action a été détaché et sera versé en même temps que le dividende de clôture en 2019.

Retail Estates a vu ses revenus locatifs augmenter de 28,0% au premier semestre 2018/19, à 46,4 millions EUR. Le bénéfice EPRA a gagné 33,9% à 29,5 millions EUR. L'augmentation de capital de 123 millions EUR avec émission de 1 897 932 actions nouvelles a entraîné une hausse de la VNI EPRA de 11,9%, à 2,65 EUR. La valeur du portefeuille est à présent de 1,4 milliard EUR (834 immeubles) avec un rendement de 6,65%. Le taux d'endettement s'élève à 50,59% à un coût moyen de 2,39%. Retail Estates confirme sa prévision d'un dividende brut pour FY18/19E de 3,80 EUR par action.

QRF convoque le 18 décembre 2018 une assemblée générale extraordinaire en vue d'une part de réduire le capital et d'autre part de modifier l'objet social. La réduction de capital est destinée à permettre de verser le dividende pour 2018. À l'avenir, QRF souhaite élargir ses domaines d'activité pour inclure l'immobilier dans le secteur public, notamment pour l'énergie renouvelable ou les installations de traitement des déchets ou de combustion.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/10/18	31/12/17	30/11/17		
Aedifica	73,50	-0,5%	-3,4%	-5,0%	20,8	3,8%
Care Property Invest	20,30	6,3%	10,1%	9,0%	24,5	3,5%
XIOR	39,20	1,6%	8,0%	8,0%	28,0	3,1%
Home Invest Belgium	92,40	0,9%	5,0%	4,2%	28,7	5,1%
QRF	13,90	-12,0%	-39,1%	-38,9%	9,4	9,4%
Retail Estates	73,70	4,5%	6,1%	7,6%	13,5	5,2%
Vastned Retail Belgium	42,90	-5,1%	-0,1%	0,5%	17,5	5,7%
Ascencio	46,80	-4,9%	-11,3%	-14,0%	11,6	7,3%
Wereldhave Belgium	84,20	-1,6%	-7,0%	-5,5%	14,6	6,2%
Warehouses Estates Belgium	51,00	-1,9%	-10,1%	-11,5%	12,5	7,1%
Leasinvest Real Estate	87,40	-1,6%	1,3%	1,6%	14,5	5,8%
Befimmo	51,70	6,7%	-1,9%	2,8%	13,6	6,7%
Cofinimmo	107,60	1,8%	6,6%	8,0%	16,6	5,1%
Montea	57,40	7,1%	35,3%	27,1%	20,7	3,9%
WDP	116,00	1,2%	29,8%	33,0%	19,3	4,1%
Intervest Offices & Warehouses	20,20	-3,2%	4,8%	7,4%	12,7	6,8%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



THALES (ISIN FR0000121329 - 109,05 EUR)

Profil

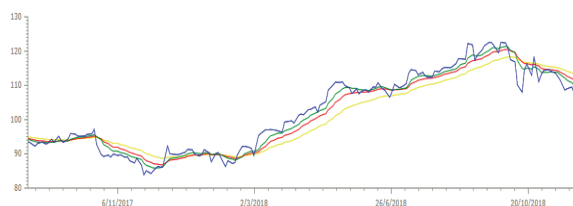
Thales figure parmi les leaders européens de la fabrication et de la commercialisation d'équipements et de systèmes électroniques destinés aux secteurs de l'aérospatial, du transport, de la défense et de la sécurité. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- systèmes de défense et de sécurité (50,5%) : systèmes d'information et de communication sécurisés (systèmes de commandement et de contrôle, systèmes de communication, de protection, de cybersécurité, etc.), systèmes de mission de défense (systèmes de guerre électronique et de drones), systèmes terrestres et aériens ;
- systèmes aérospatiaux (37,9%) : équipements d'avionique (équipements de cockpit, de multimédia de cabine, de simulation) et systèmes spatiaux (satellites, charges utiles, etc.) ;
- systèmes de transport (11,1%) : systèmes de signalisation ferroviaire, de contrôle et de supervision des réseaux de transport, etc.

En outre, le groupe détient une participation de 35% dans Naval Group (ex DCNS ; fabrication d'équipements navals à destination des secteurs de la défense et de l'énergie nucléaire). La répartition géographique du CA est la suivante : France (24%), Royaume Uni (9%), Europe (21%), Asie (14%), Proche et Moyen Orient (10%), Amérique du Nord (9%), Australie et Nouvelle Zélande (5,5%) et autres (6,6%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,40x
Cours/Actif Net :	3,64x
Rendement :	2,14%



Notre opinion

Un futur leader mondial de la sécurité numérique

Analyse financière

Entre l'année 2000 et fin 2017, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'est établi à +4% et +5% pour l'EBITDA (source Bloomberg). Sur cette période, les revenus étaient en progression d'année en année dans 80% du temps et il n'y a eu qu'un seul véritable accident (-10% sur les ventes en 2013). La résilience de l'activité est à aller chercher dans 1/ la répartition géographique (56 pays) ; 2/ un mix activité entre civil et militaire (50/50) 3/ une belle visibilité (le carnet de commandes représente plus de 2 fois les revenus de 2017) et 4/ un important client (Etat Français : 17% des revenus et actionnaire à hauteur de 26%). Nonobstant, comme toute entreprise industrielle, Thales ne peut échapper à l'une des principales lois "des points morts" : à savoir que lorsque les coûts fixes sont élevés, le bénéfice final est fortement sensible à l'ensemble de l'activité (exemple

avec la période très difficile qu'a connu le groupe au niveau de ses marges sur la période 2009 et 2010).

Ces dernières années, la principale explication de la hausse du bilan comptable est provenue du poste « trésorerie et équivalents trésorerie ». Cette poche de liquidités représente aujourd'hui 20% du total de l'actif (un niveau en constante progression depuis plus de 10 ans). Autre poste important, le Goodwill (15% du bilan comptable). Cette ligne comptable correspond aux "écarts d'acquisitions relatifs aux filiales consolidées", c'est-à-dire aux principales acquisitions de ces dernières années. Ce niveau est élevé (62% des capitaux propres) mais il reste stable depuis deux décennies.

Au niveau du financement, un élément saute aux yeux : le passif opérationnel courant est supérieur à l'actif opérationnel courant, ce qui entraîne un besoin en fonds de roulement négatif. Cette singularité dans le monde industriel est une véritable aubaine pour un groupe très capitalistique. Toujours sur le même sujet, Thales procède régulièrement à des cessions de créances commerciales, essentiellement de son principal client l'Etat français. Par conséquent, l'on comprend donc pourquoi 1/ le niveau des capitaux propres soit si faible pour un groupe industriel (24% du bilan) et 2/ que le poste de la dette financière à long et court terme soit marginal (seulement 7% du total du bilan fin 2017). Avec une solide santé financière, il n'est pas étonnant que les agences de notation classent le groupe dans la partie Investment Grade (S&P A- et Moody's A2).

Enfin, l'avantage compétitif du groupe est clairement perceptible au niveau des flux de trésorerie (FCF/Sales = 8%) et naturellement cette "monnaie sonnante et trébuchante" se déverse dans la trésorerie. Dans cet environnement, l'entreprise s'est donc permise d'être plus généreuse auprès de ses actionnaires depuis 2012.

Accord de rapprochement

En décembre 2017, Thales et Gemalto ont annoncé un accord de rapprochement, au prix de 51 EUR par action portant sur l'ensemble des actions Gemalto (via une offre publique en numéraire). Ce rapprochement va créer un leader mondial dans la sécurité numérique. La finalisation de l'opération devait avoir lieu fin 2018, mais en raison "des nombreuses autorisations réglementaires" à travers le monde, la fusion devrait avoir lieu "au premier trimestre 2019" (source Groupe).

Ce surtemps dans l'agenda retarde ainsi la diffusion des éléments financiers post-fusion : quid par exemple 1/ du montant des synergies ; 2/ des délais d'exécutions ou encore 3/ de la gouvernance/management.

Perspectives sur 2018 (source Groupe et hors fusion)

- Croissance organique des ventes de +3% à +5% en moyenne sur la période 2018-2021.
- Une marge EBIT de 11% à 11,5% d'ici 2021.

Conseil

Compte tenu des marges élevées, de la rentabilité économique et de la situation financière, les multiples de valorisation se situent sur des niveaux importants. A moins d'un accident industriel (problème avec la fusion, chute brutale des commandes) le titre fait partie des actions de "fonds de portefeuille". A fin novembre, l'objectif moyen du consensus ressort à 125 EUR.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ AXA (ISIN FR0000120628 - 21,27 EUR)

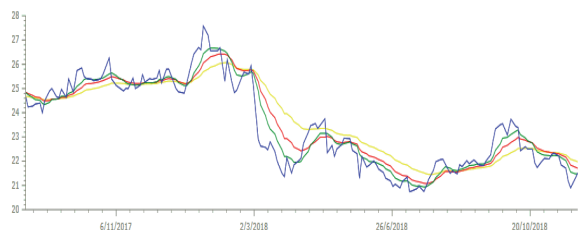
■ Profil

AXA est le 1^{er} groupe d'assurance européen. Le CA par activité se répartit comme suit :

- assurance vie (63,2%) : vente de contrats d'épargne, de retraite, de prévoyance et de santé aux particuliers et aux entreprises. Le CA par pays se répartit comme suit : France (26,4%), Etats-Unis (28,4%), Japon (6,5%), Asie (4,9%), Suisse (13,5%), Allemagne (7,4%), Italie (6%), Belgique (2,4%), Espagne (1,2%) et autres (3,3%) ;
- assurance dommages (32,3%) : principalement assurances automobile, habitation, dommages aux biens, responsabilité civile et de grands risques. Le groupe propose également des prestations d'assistance (assistance médicale de personnes en voyage, assistance technique aux véhicules, etc.) ;
- gestion d'actifs (4%) : 1 214 Mds EUR d'actifs gérés à fin 2017 ;
- autres (0,5%) : essentiellement activités bancaires en France, en Belgique et en Allemagne.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,51x
Cours/Actif Net : 0,73x
Rendement : 6,6%



■ Notre opinion

AXA Investor Day: nouveaux objectifs

Indicateurs d'activités 9M18

Le chiffre d'affaires d'AXA au cours des neuf premiers mois de 2018 (9M18) a augmenté de 0,6%, ce qui indique une amélioration au troisième trimestre, car la croissance du chiffre d'affaires après les six premiers mois était négative (-1,3%). La croissance sous-jacente sur 9M18 ressortait à 3,7%. L'indicateur Average Premium Equivalent (APE = 100% des primes récurrentes + 10% des primes uniques) a progressé de 1,8% et s'est traduit par une New Business Value (NBV) de 2 milliards d'euros. La marge sur affaires nouvelles est ressortie légèrement inférieure aux attentes, à 41,7% mais reste stable.

Le ratio de solvabilité II était considérablement plus bas (-39 points de pourcentage) à 195%, mais cela s'explique essentiellement par l'acquisition de XL Group.

Chiffres (Mld EUR)	9M17	9M18	Δ%
Revenus	75,4	75,8	+0,6%
Average Premium Equivalent	4,8	4,8	1,8%
New Business Value	2,1	2,0	-2,2%
New Business Margin	43,4%	41,7%	

Investor Day

AXA organise une journée Investor Day, l'objectif est d'apporter des éléments sur les activités AXA Asia, AXA XL (nom du nouveau groupe suite à la fusion avec XL Group) et sur la gestion du capital (Capital Management). Pour la période 2018-2020, un certain nombre d'objectifs financiers ont été fixés.

AXA Asia

- APE croissance annuelle : 6 à 8%
- NBV croissance annuelle : 8 à 12%

AXA XL

- Combined Ratio : 95% d'ici 2020
- Synergies sur le bénéfice annuel : 0,5 milliard EUR
- Bénéfice sous-jacent : 1,4 milliard EUR d'ici 2020

Capital Management

- Dividend pay-out ratio : 50 à 60% (vs. 45-55%)
- Solvency II ratio : 170 à 220% (vs. 170-230%)
- Flexibilité sur les rachats d'actions
- Effet de levier financier : 25-28% d'ici 2020
- Croissance annuelle du BPA : 3 à 7%
- Flux de trésorerie : 28 à 32 milliards EUR

Catastrophes naturelles : "Natural Catastrophes"

Il est à craindre que le groupe XL, juste après le rachat par AXA, reçoive d'importants dossiers de réclamations liés aux grands incendies de forêt en Californie. La réassurance de "Property Catastrophes" représente environ 6% de la collecte de primes d'AXA XL. Pour l'ensemble du marché américain, une perte de près de 9 à 13 milliards de dollars US est prévue pour les incendies de forêt et 8 à 10 milliards de dollars US pour l'ouragan Michael. AXA estime à environ 2% sa part de marché concernant les dégâts. D'autre part, après plusieurs années, des primes plus élevées seront facturées par l'ensemble du secteur, comme il est d'usage après les catastrophes majeures. AXA réduira également son exposition à l'assurance contre les "Natural Catastrophes".

Conseil

2018 sera une année de transition au cours de laquelle l'acquisition d'XL Group doit être digérée. À partir de 2019, il sera possible de renouer avec la croissance. L'objectif de cours moyen du consensus est de 27 EUR par action, offrant un potentiel de hausse de 26,9%. De plus, nous prévoyons que le dividende continuera de croître au cours des prochaines années, ce qui devrait conforter la tendance étant donné le rendement attrayant (6,6%).

■ Analyse technique

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

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ BNP Paribas (ISIN FR0000131104 - 46,15 EUR)

■ Profil

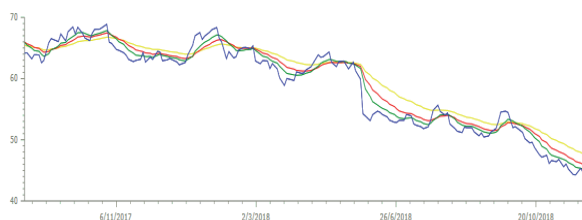
BNP Paribas est le 1^{er} groupe bancaire français. Le Produit Net Bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit :

- banque de détail (58,8%) ;
- banque de financement et d'investissement (27,1%) ;
- gestion institutionnelle et privée et assurance (13,2%).

A fin 2017, BNP Paribas gère 766,9 Mds EUR d'encours de dépôts et 727,7 Mds EUR d'encours de crédits. La répartition géographique du PNB est la suivante : Europe (73,4%), Amérique du Nord (11,7%), Asie-Pacifique (7,4%) et autres (7,5%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,25x
Cours/Actif Net : 0,60x
Rendement : 6,74%



■ Notre opinion

Résultats T3 2018 conformes aux attentes

Derniers résultats

BNP Paribas (BNP) a enregistré une légère décroissance des revenus (-0,8%) au troisième trimestre 2018. Le résultat du T3 2018 comportait deux éléments exceptionnels. D'une part, 286 millions d'euros de plus-values réalisées (= chiffre d'affaires) sur la vente de 30,3% de First Hawaiian ont été neutralisées à peu près par 267 millions d'euros de commissions de restructuration (= coûts).

Les charges d'exploitation ont progressé de 2%, le ratio cost/income est passé de 68,6% à 70,3%. Les provisions et pertes de valeur ont augmenté de 2,7%, ce qui a entraîné une hausse de 34 points de base du ratio credit/cost. En conséquence, le résultat net s'est élevé à 2,1 milliards d'euros. La solvabilité reste forte avec un ratio Common Equity Tier 1 (fully-loaded) de 11,7%. Le RoE était de 9,5%.

Chiffres (Mln EUR)	T3 2017	T3 2018	Δ%
Revenu bancaire net	10.394	10.352	-0,8%
Coûts opérationnels	7.133	7.277	2,0%
Provisions et dépréciations	668	686	2,7%
Bénéfice net	2.043	2.124	4,0%
Valeur comptable par action	74,3	73,3	-1,3%

■ Business Development Plan 2017-2020

Le "Business Development Plan" 2017-2020, présenté lors du "Investor Day 2017", contient les objectifs financiers suivants, qui doivent être atteints d'ici 2020 (année de référence 2016) :

- Croissance annuelle moyenne des revenus de 2,5%.
- 2,7 milliards d'euros de réduction des coûts à partir de 2020.
- Ratio coûts/revenus de 63%.
- ROE : 10%.
- Common Equity Tier 1 ratio, fully loaded : 12%.
- Pay-out ratio : 50%.
- Croissance annuelle > 6,5% du bénéfice net jusqu'en 2020.

■ Le programme CIB 2016-2019 se poursuit

Lors de la présentation des chiffres annuels 2015, BNP Paribas a lancé un programme de transformation 2016-2019 pour la partie Corporate et Institutional Banking. Les objectifs financiers du plan sont les suivants :

- ≥ 4% d'augmentation des ventes
- 8% de réduction du cost-to-income ratio
- Résultat brut de +1,6 milliard d'euros en 2019 par rapport à 2015

Les coûts de restructuration du programme s'élevaient à environ 800 millions d'euros.

■ Conseil

Le cours du titre BNP Paribas est relativement bas comparé à celui de son secteur de référence et il est inférieur de plus de 30% par rapport à sa valeur comptable. Le rendement du dividende brut est attractif. Selon les analystes qui suivent le titre, il existe encore un potentiel de près de 39%. Cependant, nous ne perdons pas de vue le fait qu'à partir d'un prix de 68 EUR (prix d'achat), il est tentant pour l'État belge de revendre une partie de sa participation. Nous sommes à "l'Achat" avec un objectif de cours de 60 EUR.

■ Analyse technique

Techniquement parlant, BNP 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.

La résistance majeure se situe proche des 55 EUR; Et la résistance intermédiaire se situe à proximité des 45 EUR.

Le support intermédiaire se situe à 43,50 EUR.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ CNP ASSURANCES (ISIN FR0000120222 - 19 EUR)

■ Profil

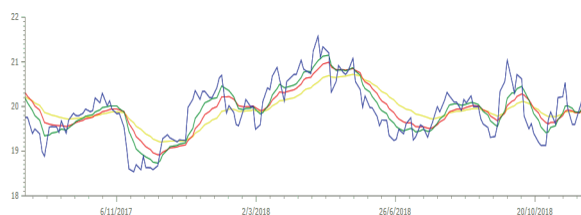
CNP Assurances est le 1^{er} assureur de personnes en France. Le groupe est présent en Europe et en Amérique latine, avec une forte activité au Brésil, son second marché.

Il compte plus de 38 millions d'assurés en prévoyance/protection dans le monde et plus de 14 millions en épargne/retraite. Assureur, co-assureur et réassureur, CNP Assurances conçoit des solutions de prévoyance et d'épargne innovantes. Elles sont distribuées par de nombreux partenaires et s'adaptent à leur mode de distribution, du réseau physique au 100% online, et aux besoins des clients de chaque pays.

CNP Assurances est coté à la Bourse de Paris depuis octobre 1998 et s'appuie sur un actionariat stable (la Caisse des Dépôts, La Banque Postale, le groupe BPCE et l'Etat français).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 9,84x
Cours/Actif Net : 0,71x
Rendement : 5,00%



■ Notre opinion

Accord de distribution étendu et prolongé au Brésil

Profil

CNP Assurances est la première compagnie en assurance-vie et en assurance à la personne en France, et le quatrième au Brésil. Les produits d'assurance sont créés et distribués pour les partenaires bancaires, les mutuelles, les entreprises et les collectivités locales. Le groupe dispose de 38 millions de clients en assurance et 14 millions de clients en assurance épargne/retraite. Le groupe emploie près de 5.100 personnes employées sur deux continents (Europe et Amérique latine). En 2017, le chiffre d'affaires s'élevait à 32,1 milliards d'euros.

CNP Assurances dispose d'une solide structure d'actionariat avec la Caisse des Dépôts (40,87%), Sopassure (La Banque Postale et de BPCE - 36,25%) et le gouvernement français (1,11%). Sur ce total, 66% inclus dans un pacte d'actionnaires, ainsi le flottant pointe à 33,8%. Ce pacte d'actionnaires a été prolongé jusqu'au 31 décembre 2019.

Derniers résultats

CNP Assurances a vu ses primes augmenter de 3,6% au S1 2018, tirées par les bonnes ventes des produits en unités de

compte (branche 23) dans les 2 zones géographiques. Le résultat opérationnel augmente de 2,3% grâce à une bonne maîtrise des coûts et à une amélioration des marges sur la nouvelle production.

Le ratio de solvabilité II s'élevait à 198% à fin juin 2018. Le ROE des activités principales s'est élevé à 8,3%. Le cash-flow libre opérationnel (809 millions d'euros) était très élevé. Le ratio d'endettement a légèrement augmenté pour atteindre 31,2%, avec un ratio de couverture (EBIT / frais d'intérêts) de 9,5x et un coût moyen de 4,4%.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Revenu des primes	16.371	16.955	3,6%
EBIT	1.477	1.499	1,5%
Bénéfice net	657	672	2,3%
Valeur comptable par action	22,9	23,2	1,3%
ROE	8,4%	8,3%	

Solvabilité et rating élevé

La solvabilité de CNP Assurance est élevée : 71% du capital de base, 26% des fonds propres de catégorie 1 et 2 (Tier 1 & Tier 2) et 4% du capital de catégorie 3 (Tier 3). Le ratio de solvabilité II s'établissait à 198% à fin juin 2018. Depuis juin 2018, CNP Assurances a obtenu le rating A1 de Moody's et, en avril 2018, S&P a confirmé le rating A, qui n'a pas changé depuis 2014.

Accord de distribution exclusif avec Caixa Seguridade

CNP Assurances a conclu un contrat de distribution exclusif avec Caixa Econômica Federal (CEF) et sa filiale Caixa Seguridade, pour une période de 23 ans (jusqu'au 13 février 2041). L'exclusivité concerne les régimes de retraite privés, l'assurance vie liée aux crédits à la consommation et les produits d'assurance vie. CNP Assurances détiendra 51% des droits de vote de la coentreprise avec CEF et 40% + des droits patrimoniaux. CNP Assurances va investir près d'1 milliard d'euros et anticipe un retour sur investissement supérieur à 15%. Avec cette opération, CNP Assurances étend et prolonge sur le long terme sa relation déjà existante avec Caixa Econômica Federal sur le marché brésilien.

Conseil

Depuis le début de l'année, le titre CNP Assurances enregistre une performance sans grand relief, mais supérieur à l'indice Eurostoxx Insurance. L'objectif moyen des analystes offre un potentiel de hausse proche de 5%.

Nous sommes à "Conserver".

■ Analyse technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les vendeurs exercent le contrôle sur le titre. CNP évolue en territoire neutre (l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue), mais l'ambiance de marché semble à présent se détériorer. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.



■ Environnement

Ce mois-ci, l'actualité des marchés financiers a été dominée d'une part par les données économiques publiées, qui pointent toujours plus en direction d'un ralentissement de l'économie mondiale, et d'autre part la couverture médiatique de diverses questions géopolitiques et des risques d'escalade de conflits commerciaux. Après une brève remontée au début du mois, les bourses mondiales ont presque retrouvé les niveaux plancher de la mi-octobre. Quelques nouvelles positives durant la deuxième moitié du mois ont toutefois été bien accueillies par le marché et sont parvenues à infléchir le sentiment vers la fin du mois. Cela a notamment permis au MSCI World Index de clôturer le mois sur un gain très modeste. Un accord provisoire autour du Brexit, des rumeurs selon lesquelles l'Italie serait disposée à retravailler son budget, les tarifs commerciaux qui ne seront pas immédiatement augmentés et la Fed annonçant appliquer moins d'augmentations des taux en 2019 ; tout cela a levé de nombreuses incertitudes et rendu aux investisseurs foi en une reprise de fin d'année. En dépit des espoirs suscités par les derniers développements, une certaine prudence est de mise en regard de l'agenda économique bien rempli des semaines et mois à venir.

L'indice S&P 500 a légèrement augmenté de 0,7% au mois de novembre et s'est de nouveau mieux porté que ses pendants européen et asiatique. Cet indice a néanmoins connu un mois assez agité, alternant entre jours de cotation très positifs et négatifs. Les nouvelles souvent mi-figue mi-raisin ont suscité de vives réactions des investisseurs dans les deux sens. Même les entreprises les plus grandes et, jusqu'il y a peu les plus appréciées, au monde n'ont pas été épargnées et ont eu droit à leur lot de coups. Les marchés américains sont toutefois parvenus à se ressaisir et le langage conciliant des présidents, aussi bien chinois qu'américain, concernant la guerre commerciale ont permis aux bourses américaines de terminer le mois sur une note positive.

Les marchés européens ont également bien commencé le mois, avec un léger redressement après une très mauvaise performance en octobre, sans toutefois pouvoir maintenir longtemps cette tendance positive. L'indice Euro Stoxx avait déjà perdu ses gains au bout de quelques jours et, avec une perte de plus de 3,5%, se retrouvait proche du plus bas niveau de 2018. Les aléas du Brexit et le rejet du budget italien par la Commission européenne ont suscité un sentiment négatif sur les marchés européens. Ces derniers sont toutefois parvenus à rattraper quelques pour cents la dernière semaine du mois, mais la hausse s'est avérée insuffisante pour compenser entièrement la forte baisse.

Au niveau sectoriel, on a pu observer que quelques secteurs retrouvaient grâce aux yeux d'investisseurs qui s'en étaient détournés au premier semestre. Les meilleures performances au mois de novembre sont à mettre à l'actif du secteur de l'alimentation et des boissons, des services d'utilité publique et, loin devant, du secteur des télécoms. On trouve en bas de la liste les entreprises chimiques, les constructeurs automobiles et les entreprises pourvoyeuses de moyens de base. Nous pouvons conclure à la lecture de la liste complète que devant des marchés volatiles, les investisseurs ont privilégié ce mois-ci les secteurs défensifs aux dépens des secteurs plus cycliques. Pour le secteur de l'automobile, la baisse peut s'expliquer par les menaces d'introduction de nouveaux tarifs proférées par le président américain à l'encontre des automobiles étrangères à l'occasion de la restructuration de General Motors.

Le prix du pétrole a poursuivi sa baisse des dernières semaines et était donc en voie de connaître son pire mois depuis 2008. La crainte d'un excédent sur le marché du pétrole, en raison d'une demande faible et d'une production supérieure aux attentes de pétrole de schiste américain, est ce qui détermine cette forte baisse. Le prix d'un baril de Brent est encore retombé de 20% en novembre, à 58 dollars. Une réunion de l'OPEP, au cours de laquelle ses membres se pencheront sur les problèmes qui menacent, est programmée les 6 et 7 décembre. La grande majorité des analystes s'attendent à voir les membres de l'OPEP et la Russie passer à l'action et mettre un terme à la baisse du prix en abaissant la production.

Le prix de l'or a clôturé le mois de novembre avec un léger gain et semble ainsi poursuivre son rétablissement. Les premiers mois de l'année, en particulier, avaient été durs en raison de la force du dollar, de la hausse continue des marchés d'actions et de la perte de la réputation de l'or comme valeur refuge. Le métal précieux a encore vécu des moments difficiles durant la première moitié du mois mais est parvenu à bien se reprendre, après que le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a laissé entendre qu'il pourrait y avoir moins d'augmentations des taux qu'annoncé auparavant en 2019. Cette augmentation a permis au prix de l'or de clôturer sur une note positive pour le deuxième mois consécutif, ce qui n'était plus arrivé depuis janvier.

■ Transactions

Nous terminons le mois avec un agenda économique bien rempli, avec plusieurs points importants qui pourront être déterminants pour le développement de la croissance économique mondiale et contribueront à l'orientation des

marchés financiers dans les années à venir. Vu l'importance des décisions à venir et l'incertitude quant aux résultats possibles, nous avons décidé de n'apporter aucune modification fondamentale à nos portefeuilles à ce stade. Nous sommes convaincus que nos portefeuilles sont bien positionnés et que notre exposition aux différents risques actuels est limitée.

Pour les profils plus défensifs, nous en restons donc à notre surpondération sur le plan des obligations d'entreprises.

Pour les profils de gestion avec actions, nous restons surpondérés sur la partie actions. Les données économiques les plus récentes nous apprennent que nous nous trouvons à un tournant en ce qui concerne le cycle économique. De par la combinaison de ralentissements de la croissance et d'une incertitude persistante, nous privilégions actuellement les entreprises à caractère plus défensif, avec un taux d'endettement bas et des chiffres d'affaires facilement prévisibles. Tout comme au mois précédent, on s'attache à augmenter la qualité des valeurs individuelles et à réduire la volatilité. Cela se traduit en novembre par un arbitrage entre l'action Bekaert, plutôt cyclique, et l'action française Thales. Avec Thales, nous optons pour un leader européen de la défense et de la technologie de transport aérien avec un riche historique. L'entreprise est dirigée depuis Paris par une équipe de management très compétente, aux références éprouvées. En outre, le bilan très solide de l'entreprise la rend relativement bien armée contre les turbulences actuelles sur les marchés financiers. Le choix de vendre Bekaert a été fait sur la base du profil cyclique de l'entreprise et des problèmes persistants qui ont mené à l'avertissement récent. Bekaert ne s'accorde plus à notre

méthodologie, ce qui nous a décidés à assumer la perte et à retirer l'entreprise de la sélection d'actions.

Il y a aussi eu du mouvement ce mois-ci dans la partie immobilier de nos portefeuilles, à la faveur d'une opportunité intéressante chez Invest Offices & Warehouses. L'entreprise a décidé de procéder à une augmentation de capital dans le but de récolter 99,85 millions d'euros pour le financement de quelques nouveaux projets. Les investissements ont un rendement attractif dans le contexte actuel et devraient apporter une contribution importante dans les 3 années à venir. En vue de l'augmentation de capital, l'entreprise a opté pour l'émission de droits auxquels les clients existants peuvent souscrire. En raison du profil intéressant de l'entreprise, des bonnes perspectives de croissance et des conditions intéressantes de l'émission, nous avons décidé de souscrire aux droits pour les profils Baryton-Bass jusque Soprano. Cette opération fait que la pondération de la partie immobilier pour ces portefeuilles augmente légèrement.

Perspectives et points d'attention

- Réunion de l'OPEP les 6 et 7 décembre, au cours de laquelle les membres se pencheront sur la forte baisse du prix du pétrole
- Rassemblement des leaders mondiaux au sommet du G-20 en Argentine, pour aborder notamment les relations commerciales
- Le parlement britannique se penchera sur l'accord provisoire sur le Brexit, approuvé à la fois par la Première ministre May et l'Union européenne
- Les sanctions infligées par l'Union européenne à l'Italie pour le non-respect des règles de déficit budgétaire
- Le président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell a indiqué qu'il était possible qu'il y ait moins de hausses qu'attendu l'an prochain

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

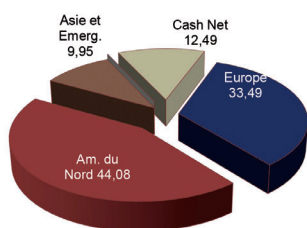
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements 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	

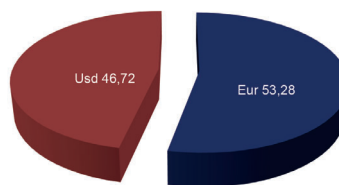
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), 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 % (*)



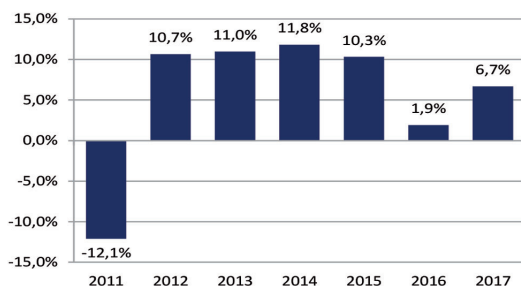
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2018	15,28€
VNI plus haut (13 juin 2018) :	16,10€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	0,20%
3 ans rend. actuariel :	1,24%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,30%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,53%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Réviseur :	Mazars	Durée d'existence du produit :	Illimitée
Administrateur :	Caceis Belgium		

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

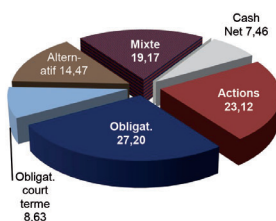
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

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

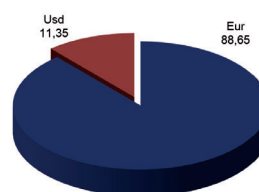
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la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

Allocation par région/secteurs en % (*)



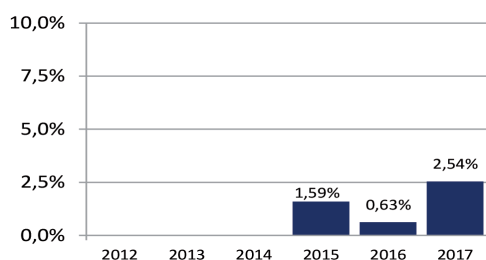
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2018	9,54€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (19 novembre 2018) :	9,44€
1 an rend. cumulé :	-4,75%
3 ans rend. actuariel :	-1,37%
Depuis lancement rend. actuariel :	-0,19%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF-R DIS.	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,13%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	Néant
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
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	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

30 novembre 2018