

Edito

En février 2011, les Conseils d'Administration de Nyse Euronext, regroupant les bourses de New York, Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne, et de Deutsche Börse, opérateur de la bourse de Frankfurt, annonçaient leur intention de fusionner leurs deux marchés afin de créer une plateforme financière transatlantique. Ce projet visait la constitution de la première bourse mondiale en termes de volumes échangés, bourse qui aurait bénéficié d'un ancrage européen important puisque détenue majoritairement par des actionnaires européens. Un dossier de demande d'approbation de l'opération a été ensuite introduit auprès des autorités de la concurrence américaines et européennes.

De source sûre, il semble désormais établi que la Commission Européenne est sur le point de remettre un avis interdisant ce rapprochement. L'argumentation de la Commission européenne ne porte pas tant sur le marché boursier en tant que tel, mais principalement sur le monopole de facto que la nouvelle entité aura sur le marché des produits dérivés, la nouvelle entité regroupant en effet la plateforme Liffe, regroupant les produits dérivés non seulement des places financières européennes constituant Euronext, mais aussi de la Bourse de Londres, et la plateforme Eurex, regroupant les produits dérivés du marché allemand et du marché suisse. Ce sont ainsi plus de 90% des transactions en produits dérivés qui seraient concentrées sur un seul marché.

Si l'on peut comprendre aisément les arguments de l'autorité européenne de la concurrence, il semble cependant que son avis n'a pas tenu compte de facteurs importants qui devraient selon nous entrer en ligne de compte. Ainsi, il est de notoriété publique que les transactions en produits dérivés réalisées sur des plateformes réglementées (telles que Liffe et Eurex) ne représentent qu'une infime partie (quelques pourcents au plus) du nombre total des transactions réalisées en produits dérivés, la majeure partie de celles-ci se déroulant hors marchés, directement entre les contreparties. De plus, d'autres marchés réglementés de produits dérivés s'intéressent au marché européen, tel que le Chicago Mercantile Exchange (CME) qui a déjà à plusieurs reprises débuté des études en la matière.

Si un débat contradictoire sur ce sujet a toutes les raisons d'exister, il est par contre surprenant voire

même décevant que les autorités européennes ne se focalisent que sur cet aspect du dossier oubliant totalement que la réalisation de la fusion permettrait de remettre l'Europe et ses marchés financiers en première place au niveau mondial. Alors que les hommes et femmes politiques souhaitent apporter plus de régulation aux marchés financiers, la décision de la Commission européenne est d'autant plus contreproductive que NYSE Euronext et Deutsche Börse avaient tous deux répété à de nombreuses reprises leur volonté de collaborer avec l'exécutif européen afin de faciliter la mise en place de nouvelles règles de régulation au sein du nouveau marché, devenu ainsi le leader des marchés boursiers mondiaux et pouvant jouer un rôle de pionnier en la matière au niveau international.

Cet épisode n'est malheureusement que l'énième dans les tentatives de création d'une grande bourse paneuropéenne, projet bloqué à de nombreuses reprises pour des motifs variés et souvent politiques. A la lumière de ces événements, les opérateurs sont en droit de se demander ce que veulent réellement d'une part la Commission Européenne et d'autre part les Etats membres de l'Union européenne. La question est d'autant plus légitime qu'au même moment où la Commission européenne interdit la réalisation de la fusion, les autorités de la concurrence américaines ont donné leur feu vert. Comprenez que pourra ...

Dans une période où l'Union européenne peine à trouver le courage politique nécessaire pour entamer les réformes structurelles nécessaires à sa cohésion et à sa croissance, où les Etats membres de l'Union privilégient leur politique intérieure aux dépens de l'intérêt général de l'Union Européenne, où la solidarité nécessaire pour protéger l'Euro et les Etats l'ayant adopté n'est plus au rendez-vous, cette décision de la Commission européenne au niveau financier n'est sûrement pas de nature à ramener la confiance des opérateurs dans la construction européenne. Il est grand temps que les hommes et femmes politiques se ressaisissent et commencent à bâtir un véritable projet européen, porteur d'espoir et de croissance pour ses citoyens, plutôt que de s'accrocher à des réflexes inadaptés appartenant à une autre époque.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, une excellente lecture de votre revue mensuelle.



Olivier Leleux
Administrateur
Exécutif

Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

319,12 +2,1%⁽¹⁾ ✓
+2,1%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

2 184,00 +4,8%⁽¹⁾ ✓
+4,8%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

3 298,03 +4,4%⁽¹⁾ ✓
+4,4%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

6 361,69 +7,9%⁽¹⁾ ✓
+7,9%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

5 733,26 +2,9%⁽¹⁾ ✓
+2,9%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

6 092,53 +2,6%⁽¹⁾ ✓
+2,6%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2 437,71 +2,9%⁽¹⁾ ✓
+2,9%⁽²⁾ ✓

DJII (USA)

12 708,82 +4,0%⁽¹⁾ ✓
+4,0%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

2 784,17 +6,9%⁽¹⁾ ✓
+6,9%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

12 521,70 +4,7%⁽¹⁾ ✓
+4,7%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

8 785,33 +3,9%⁽¹⁾ ✓
+3,9%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1 242,69 +5,1%⁽¹⁾ ✓
+5,1%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2011

Sommaire

Economie	2
Marchés boursiers	3
Devises	4
Taux d'intérêt	5
Analyse de Agfa-Gevaert	6
Analyse de Lafarge	7
Analyse de Nordex	8
Analyse de Vivendi	9
Gestion de Portefeuilles	10
Leleux Invest	
Equities World FOF	11
Agenda	12



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

■ Zone euro

Le problème de liquidité dans la zone euro a atteint un pic au quatrième trimestre. Les investisseurs n'avaient plus confiance dans les obligations publiques des pays de la périphérie de la zone euro et en limitant ses achats de soutien, la Banque centrale européenne (BCE) s'est contentée d'éviter que le taux des obligations publiques dérape complètement. Mais la BCE a opéré un virage à 180° début décembre. D'une part, elle a réactivé officiellement les opérations de refinancement à long terme pour les banques de la zone euro¹. D'autre part, des fuites ont appris qu'elle était prête à acheter jusqu'à 20 milliards EUR par semaine de titres à problèmes de la zone euro².

Les **opérations de refinancement à long terme** (Long Term Refinancing Operations, LTRO) permettent aux banques de la zone euro d'emprunter à trois ans des quantités illimitées de liquidités auprès de la BCE à un taux d'intérêt de 1%, en échange de garanties de qualité relativement faible.

Comme les états européens, le secteur bancaire de la zone euro connaîtra cette année un pic de refinancement. Pour environ 770 milliards EUR d'obligations bancaires arriveront en effet à échéance cette année, auxquelles il faut ajouter environ 1270 milliards EUR d'obligations publiques existantes de la zone euro (hors financement des déficits budgétaires courants). Puisque selon les règles de solvabilité bancaire (Bâle), elles sont toujours officiellement considérées comme des investissements sans risque qui ne nécessitent pas de réserves capitalistiques supplémentaires, les obligations publiques restent une option très attrayante. La combinaison de ces règles en matière de solvabilité et des opérations de refinancement de la BCE permet aux banques de la zone euro d'échanger des actifs de moindre qualité contre des obligations d'État, des liquidités et/ou le remboursement de leur propre dette par l'entremise de la BCE et ainsi d'augmenter leur ratio de fonds propres pondérés par les risques. Un petit truc de prestidigitateur intéressant pour les banques au bord de la faillite. La situation deviendra totalement surréaliste lorsque ces mêmes banques réinvestiront dans des obligations publiques émises par leur propre État (presque) insolvable alors que ce même État assortira les obligations bancaires d'une garantie d'État (par exemple l'Italie³).

C'est la grande force de la planche à billets et d'une oeuvre législative créative : on peut temporairement supprimer les règles de la gravité financière. Albert Einstein disait que les intérêts composés étaient la plus grande force de l'univers, mais il aurait sans doute été surpris s'il avait pu assister à ceci.

La deuxième mesure – que la BCE n'a d'ailleurs pas annoncée officiellement, mais dont attestent plusieurs fuites – est au moins aussi puissante. Les **20 milliards EUR** que la BCE veut dépenser **chaque semaine** pour racheter des **obligations européennes à problème** représentent environ 1000 milliards d'euros sur base annuelle, soit plus que toutes les maturités des dettes de la Belgique, de la France et des pays PIIGS⁴ en 2012. La BCE emprunte ainsi le même chemin que la banque de centrale américaine, et l'hypocrisie entourant le financement direct interdit des Etats membres de la zone euro est ainsi percée à jour. Vous pouvez encore vous attendre à une bonne dose de rhétorique fondamentaliste, mais regardez la balle plutôt que le joueur.

Le résultat final des deux instruments de politique monétaire va apparaître de plus en plus clairement au cours du premier trimestre. Normalement, les banques de la zone euro vont continuer à se servir massivement lors de la prochaine facilité LTRO et immédiatement déposer l'argent récolté auprès de la BCE. Ces fonds représenteront pendant trois ans (la durée des LTRO) un trésor de guerre dans lequel elles pourront puiser progressivement pour rembourser leurs propres obligations et racheter les obligations publiques émises par leur propre État. Les effets de la première opération de liquidité à trois ans menée en décembre sont déjà visibles dans la hausse du total du bilan de la BCE et la baisse des taux publics italiens.

Le risque est grand que les autorités nationales financent à nouveau une plus grande partie de leurs dettes au niveau local, par leur propre système bancaire. Les flux financiers intraeuropéens vont ainsi remonter d'un échelon, au niveau de la BCE. Indirectement, les banques nationales locales vont ainsi se protéger un peu plus contre un éventuel éclatement de la zone euro, puisque leur bilan sera principalement composé d'obligations nationales, ce qui élimine les pertes de change potentielles. Naturellement, elles resteront exposées à d'éventuels défauts de paiement et autres restructurations de la dette de leur propre État. Les banques et les Etats insolubles de fait sont ainsi sous perfusion de la BCE⁵. La pression des marchés financiers est ainsi remplacée par la pression politique des Etats membres de la zone euro les plus conservateurs sur le plan fiscal, par le biais de la BCE.

Les initiatives politiques discutées ci-avant ne servent qu'à résoudre le problème de liquidité et donnent aux pays à problème de la zone euro *trois ans – soit jusqu'au début 2015 –*, pour remettre leurs finances publiques sur la bonne voie, c'est-à-dire pour s'attaquer au problème de solvabilité. La zone euro a atteint le point final de son endettement et entre à présent dans une période d'adaptation difficile dans laquelle restructurations de dettes et démantèlement d'acquis sociaux sont inévitables.

¹ http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

² <http://stratfor.com/analysis/european-crisis-2012>

³ <http://uk.reuters.com/article/2011/12/05/idUKL5E7N52A520111205>

⁴ Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne.

⁵ Tous les éléments sont ainsi réunis pour procéder à une éventuelle scission de la zone euro de manière plus contrôlée, puisque les flux financiers intraeuropéens importants passent de plus en plus par la BCE. En tant que projet politique, l'avenir de l'union monétaire reste naturellement une décision politique. La solvabilité à long terme des Etats membres et leur stabilité politique déterminera le sort de l'union monétaire.



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Europe

Les Bourses européennes poursuivent leur marche en avant au cours des premiers mois de l'année. Malgré des informations parfois décevantes en provenance des entreprises (ainsi, les blue chips Siemens et Philips ont publié des prévisions très prudentes pour les mois à venir), les investisseurs continuent à s'appuyer sur la politique monétaire laxiste de la Banque centrale européenne. Les indices sectoriels européens des banques et des industries cycliques, notamment, ont ainsi poursuivi leur progression. En outre, les Bourses ont également bénéficié d'indicateurs économiques favorables comme l'IFO allemand. Cet indicateur, qui mesure la confiance des producteurs allemands, est en hausse depuis plusieurs mois. Cela alimente l'espoir de voir la zone euro en général et l'Allemagne en particulier parvenir à éviter une récession.



États-Unis

Malgré la hausse du dollar, les principaux indices américains (Dow Jones Industriels et S&P500) sont restés orientés à la hausse en janvier, contribuant ainsi au redressement boursier mondial. Aux États-Unis, le président de la banque centrale Ben Bernanke maintient une politique de taux zéro extrêmement souple : les investisseurs peuvent attendre un taux d'intérêt officiel de 0 % de la Banque centrale américaine jusqu'à fin 2014 au moins. Enfin, les excellents résultats d'Apple ont dopé la confiance des investisseurs.



Pays émergents

Malgré la crainte d'un atterrissage en catastrophe de l'économie chinoise, les Bourses des pays émergents asiatiques et latino-américains continuent à profiter du redressement boursier sur les marchés occidentaux. Si l'Occident parvient à éviter une récession, les perspectives économiques des pays émergents (augmentation des exportations vers les pays développés) restent en effet très favorables.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	10,60	-10,60	24/01
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	98,4	25/01
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	25/01
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,30%	26/01
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-2,00%	27/01
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	53,9	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	53,2	52,6	03/02
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	-	1,00%	09/02
JAP	Produit Intérieur Brut	-	5,6%	13/02
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	-0,20%	14/02
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	25,0	15/02
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,15%	17/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,30%	29/02



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.8

Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,77 -0,3%(1)
-0,3%(2)

GBP/EUR (G-B)

1,20 +0,1%(1)
+0,1%(2)

JPY/EUR (Japon)(3)

0,99 -1,1%(1)
-1,1%(2)

NOK/EUR (Norvège)

0,13 +1,4%(1)
+1,4%(2)

DKK/EUR (Danemark)(3-4)

13,45 +0,0%(1)
+0,0%(2)

CHF/EUR (Suisse)

0,83 +0,8%(1)
+0,8%(2)

AUD/EUR (Australie)

0,80 +1,6%(1)
+1,6%(2)

CAD/EUR (Canada)

0,76 +0,0%(1)
+0,0%(2)

CZK/EUR (Tchèque)(3)

3,94 +0,3%(1)
+0,3%(2)

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +3,8%(1)
+3,8%(2)

HUF/EUR (Hongrie)(3)

0,33 +4,0%(1)
+4,0%(2)

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,4%(1)
+1,4%(2)

- (1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2011
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

Janvier a été un mois à deux visages pour l'euro : durant la première moitié du mois, la monnaie unique a de nouveau perdu du terrain face au dollar sous l'effet des quelques excellents indicateurs économiques américains. Au cours de la deuxième moitié du mois, elle a opéré un rebond alors que les marchés des devises puisaient de l'espoir dans les nouvelles mesures destinées à lutter contre la crise de la dette.

GBP/EUR

Tout comme face à la monnaie américaine, la livre britannique a abandonné un peu de terrain face à l'euro. Qu'une pause temporaire intervienne après les excellentes performances de la GBP au deuxième semestre 2012 n'a rien d'étonnant. Les prises de bénéfices sont logiques.

CHF/EUR

Après plusieurs mois d'évolution latérale entre 0,80 – 0,82 EUR pour 1 CHF, l'euro est sorti à la hausse de cette phase de consolidation. Cette percée haussière s'inscrit également dans le rebond opéré actuellement par l'euro sur les marchés internationaux des changes.

NOK/EUR

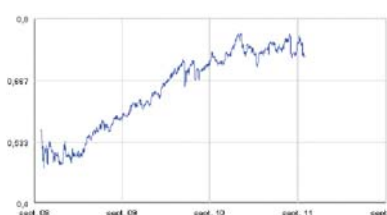
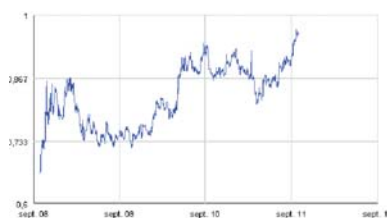
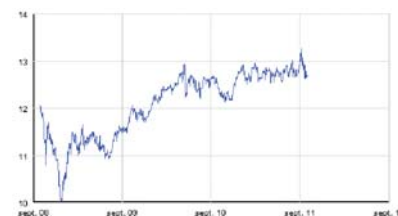
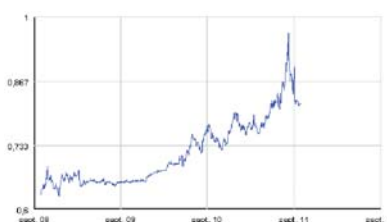
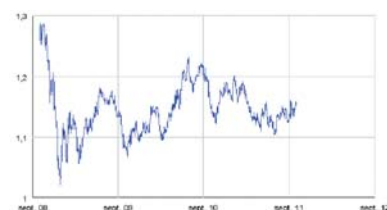
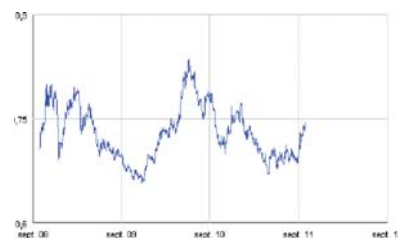
Après une longue hausse, la couronne norvégienne doit temporiser. Depuis son pic d'octobre, l'euro a repris un peu de terrain sur la monnaie scandinave. Les investisseurs internationaux mettent les gains enregistrés ces dernières années à l'abri en vendant de la couronne norvégienne.

JPY/EUR

Scénario identique ici : l'euro s'est quelque peu renforcé face au JPY, mais c'est totalement normal après l'appréciation de la monnaie japonaise. Depuis fin novembre, le yen avait gagné environ 10% face à l'euro. Les investisseurs internationaux en devises ont manifestement décidé de prendre leurs bénéfices et de fermer leurs positions.

AUD/EUR

La forte hausse du dollar australien est également arrivée à son terme (provisoirement ?). De manière générale, nos commentaires concernant les autres évolutions de taux de change s'appliquent aussi à cette monnaie : l'euro s'est affaibli en 2011 face à la plupart des devises étrangères. Ces hausses de cours ont provisoirement pris fin, ce qui a permis à l'euro de récupérer une partie des pertes subies.



Taux d'intérêt

Thierry Wouters
Gestionnaire de Portefeuilles



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Le président de la Fed Ben Bernanke a toujours deux priorités. D'une part, il veut à tout prix éviter un scénario à la japonaise (déflation, banques zombies...) en agissant de manière relativement proactive, notamment par les programmes de détente quantitative. D'autre part, il veut également améliorer la transparence de la banque centrale. Aujourd'hui, il a convaincu ses collègues à la Fed de rendre publiques leurs prévisions en matière de taux. Chacun des 17 directeurs devra faire connaître ses prévisions à partir de la fin de ce mois. La transparence est un impératif important dans le secteur financier, car plus une politique est opaque, plus elle suscite des questions.

En Europe et principalement dans la zone euro, ce désir de transparence est beaucoup moins marqué. Presque toutes les décisions sont prises à huis clos. Et la nomination de Mario Draghi n'a pas amélioré les choses. Seroit-ce imputable à notre mentalité ou est-ce plus simplement une forme d'hypocrisie ? Personnellement, je suis convaincu que cette approche s'explique par la situation périlleuse dans laquelle nous

nous trouvons. Les promesses sociales faites par les dirigeants politiques sont impossibles à tenir. Grâce à la pression exercée par certains pays, la BCE dispose aujourd'hui d'une marge de manœuvre suffisante pour neutraliser le risque systémique à court terme. Elle le fait par les LTRO (opérations de refinancement à long terme) et la promesse de racheter pour 20 milliards d'euros d'obligations publiques chaque semaine. Finalement, Draghi se montre suffisamment réactif, même s'il doit agir par des portes dérobées.

En Europe, les rendements des obligations d'État à 5 et 10 ans se sont à peu près maintenus ce mois-ci, à respectivement 0,7820% (+2,40 points) et 1,8010% (-2,80 points). Aux USA, les rendements obligataires s'élèvent respectivement à 0,7991% (-3,27 points) et 1,8913% (+1,51 point) pour des échéances de 5 et 10 ans.

N'hésitez pas à consulter notre liste adaptée en temps réel sous la rubrique Euro-Obligations de notre site Web www.lelux.be ou à prendre contact avec votre chargé de relations habituel.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

-0,0810% +9,60 ⁽¹⁾
 +9,60 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

1,8010% -2,80 ⁽¹⁾
 -2,80 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

0,0203% +1,01 ⁽¹⁾
 +1,01 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

1,8913% +1,51 ⁽¹⁾
 +1,51 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2011 en points de base

Obligations

Frédéric Liefferinckx
Middle Manager
Analyse Financière



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	ENI SpA	4,875%	11.10.2017	103,34%	4,200%	A+	IT0004760655	1.000
EUR	BEKAERT NV	5,000%	06.12.2019	103,50%	4,460%	N.R.	BE6228573091	1.000
AUD	MERCEDES-BENZ	5,250%	12.12.2014	100,43%	5,080%	BBB	XS0716474472	2.000
NZD	DAIMLER	4,375%	05.02.2015	100,73%	4,110%	BBB	XS0743601659	2.000
GBP	GE CAPITAL UK	4,375%	31.07.2019	101,54%	4,130%	AA+	XS0740772420	2.000
NOK	EIB	3,750%	31.10.2018	99,020%	3,920%	AAA	XS0694615575	10.000

Analyses de valeurs

Frédéric Liefferinckx
Middle Manager
Analyse Financière



NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

■ Agfa-Gevaert (ISIN BE0003755692 - 1,34 EUR)

■ Profil

Agfa-Gevaert figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de systèmes et de produits d'imagerie. Le chiffre d'affaires par secteur d'activité se répartit comme suit : "Equipements graphiques", (53,1% des recettes) : Agfa Graphics vend des solutions pré-presse pour l'industrie de l'imprimerie, comprenant les consommables, le matériel, les logiciels et les services nécessaires à la gestion du workflow de production, du projet et des couleurs ; "Santé", (40% des recettes). Agfa HealthCare propose aux hôpitaux et autres centres de soin des systèmes haute technologie de capture, de traitement et de gestion des images diagnostiques ; "Produits spécialisés", (6,9% des recettes) : pellicules cinématographiques, microfilms et films à destination des professionnels autres que ceux des secteurs graphique et médical. La répartition géographique des ventes est la suivante : Europe (44,9%), Asie-Afrique-Australie (24,5%), Amérique du Nord (22%) et Amérique Latine (8,6%).

Les grands actionnaires identifiés sont les suivants : Classic Fund Management 5,44% - Agfa Gevaert NV 2,39%.

■ Résultats et perspectives

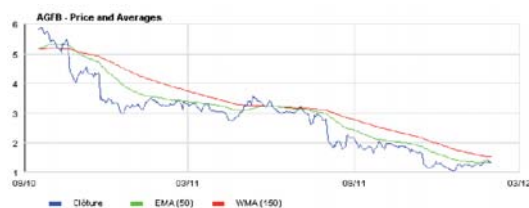
Au 3^{ème} trimestre 2011, les revenus d'Agfa-Gevaert ont diminué de 3,1% à 719 millions, comparativement à des ventes de 742 millions un an auparavant. Hors effets de change, les revenus du groupe auraient progressé de 1,1% par rapport au troisième trimestre de l'année dernière. Comme prévu, la situation sur les marchés des matières premières a eu un impact très marquant sur la rentabilité du groupe. L'effet de la hausse continue des prix des films se traduit par une baisse de la marge brute à 181 millions (T3 2010 : 243 millions). Le taux de marge correspondant pointe à 25,2%, contre 32,7% un an plus tôt. L'EBITDA récurrent du groupe (pour la somme des divisions Graphics, HealthCare, Specialty Products et la portion non allouée) a diminué, passant de 78 millions d'euros à 32 millions. L'EBIT s'écroule de 54 millions d'euros en 2010 à 10 millions d'euros. Au final, Agfa Gevaert publie une perte nette de 37 millions d'euros, par rapport à un bénéfice net de 16 millions enregistré l'année dernière. La société ne livre aucun pronostic chiffré pour le futur.

■ Analyse fondamentale

Cours :	1,34 EUR
Valeur comptable :	6,33 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,22
Ratio Cours/Bénéfice :	53,85
Rendement brut du dividende :	0,00%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	30,21%

Prochains résultats : 7 mars 2012 (4^{ème} trimestre 2011)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Malheureusement, la dernière publication trimestrielle du Belge n'a fait que ranimer les craintes des investisseurs : une contraction de la rentabilité générale. Pour le troisième trimestre d'affilée, les ventes s'inclinent. Le chiffre d'affaire a été impacté par les devises, le recul dans les investissements des entreprises, mais aussi (et c'est plus malheureux) par un effet d'élasticité. Agfa a mis en place une politique de hausse de ses tarifs (allant jusqu'à 70% sur les films à usage médical) pour contrer l'inflation des intrants. Mais à produits plus chers, diminution des ventes. Bref, l'exercice se traduit par une perte nette de 37 millions d'euros.

Le plus gros de la tempête a été rencontré au premier trimestre 2009, en sortie de crise. Depuis, l'endettement a été considérablement réduit. Agfa fait tout ce qui est en son pouvoir pour aligner ses coûts à la situation sur les marchés et pour améliorer sa productivité. Mais il faudra composer avec un environnement économique plus porteur. À court terme, quelques éléments pourraient supporter le cours : Primo, la baisse des matières premières. Le prix de l'argent, un ingrédient-clé pour les films médicaux, avait récemment atteint des niveaux qui n'avaient plus été connus en 30 ans. Mais sur le trimestre en cours, l'argent a abandonné 6,4%. Secundo, une hausse des devises de facturations. Plus de 40% du chiffre d'affaires est libellé en dollar, et le USD a grimpé de 7,7% par rapport à l'Euro sur le trimestre. Tertio, un contrôle rigoureux des coûts, et des tarifs adaptés à l'inflation, ce qui est résolument en cours chez le Belge. Quarto : une diminution des charges de restructuration, charges qui devraient être de moins en moins proéminentes. Quinto : un relais des marchés émergents. Ici, Agfa HealthCare a annoncé en septembre 2011 l'acquisition du Brésilien WPD. Grâce à cette acquisition, Agfa HealthCare entre dans le marché hospitalier au Brésil, où il occupe déjà une position forte dans l'imagerie médicale. Pour l'ensemble des raisons évoquées précédemment, nous pensons que l'on est allé fort loin dans la sanction. Certes, le groupe a fort à faire pour rassurer les marchés et doit composer avec un newsflow qui ne lui est pas favorable, mais les valorisations en tiennent compte. La société présente une décote sectorielle de près de 63%. Les ratios Cours/Valeur Comptable, Cours/Bénéfices, et Cours/Ventes attendus devraient ravir les amateurs d'actions dites "value". Malheureusement, la société n'émet pas encore de signal haussier. Agfa devra principalement travailler sur ses marges. Nous attendons les résultats du 7 mars 2012.



■ Profil

Leader mondial de la production et de la commercialisation de matériaux de construction, Lafarge occupe une position de premier plan dans chacune de ses activités. Le chiffre d'affaires par famille de produits se répartit comme suit : "Ciments et liants", (59,7% des recettes) : ciments (135,7 Mt vendues en 2010), liants hydrauliques, chaux, etc. ; "Granulats et bétons", (31,5% des recettes) : granulats (193,2 Mt vendues), béton prêt à l'emploi, bétons préfabriqués, enrobés bitumineux et revêtements routiers ; "Produits à base de plâtre", (8,8% des recettes) : plaques de plâtre, carreaux de plâtre, enduits, ossatures métalliques, plâtres industriels, etc. A fin 2010, le groupe dispose de 120 cimenteries, de 40 stations de broyage, de 597 carrières de granulats, de 1.176 centrales de béton et de 80 sites de fabrication de produits à base de plâtre dans le monde.

La répartition géographique des ventes est la suivante : Europe (33,1%), Afrique et Moyen Orient (24,2%), Amérique du Nord (20,6%), Asie (16,6%) et Amérique latine (5,5%).

Les grands actionnaires identifiés sont les suivants : Groupe Bruxelles Lambert 21,05% - NNS Holding 14,07% - Southeastern Asset Management 5,07%.

■ Résultats et perspectives

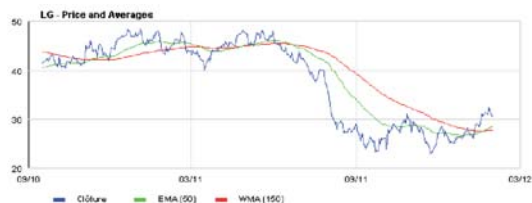
Pour son troisième trimestre, Lafarge a publié un chiffre d'affaires en hausse de 1% à 4.211 millions d'euros, grâce à la croissance soutenue des volumes dans les marchés émergents. Le chiffre d'affaires ressort à +6% à périmètre et taux de change constants. Dans la division Ciment, les ventes sont en hausse de 1% sur le trimestre (+5% à taux de change et périmètre constants), grâce à une augmentation des volumes. Les prix sont en très légère augmentation au troisième trimestre par rapport à l'année dernière. Dans la division Granulats et Béton, le chiffre d'affaires est en hausse de 1% sur le trimestre (+6% à taux de change et périmètre constants). Le cash-flow opérationnel (EBITDA) affiche un recul de 6%, pénalisé par les coûts des intrants et les frais structurels. Partant, le résultat d'exploitation (EBIT) s'incline de 9% dans la foulée. Au final, le bénéfice net par action baisse de 10% à 1,17 euros contre 1,30 euros un an plus tôt. Le groupe continue d'anticiper une demande de ciment en hausse et maintient une estimation de croissance de ses marchés comprise entre 2% et 5% en 2011 par rapport à 2010. Globalement, les prix devraient rester stables ou être en légère hausse sur l'année, dans un contexte d'inflation accrue des coûts.

■ Analyse fondamentale

Cours :	30,57 EUR
Valeur comptable :	56,54 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,56
Ratio Cours/Bénéfice :	13,89
Rendement brut du dividende :	2,77%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	80,34%

Prochains résultats : 17 février 2012 (4^{ème} trimestre 2011)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Bien que les résultats soient en baisse (respectivement -6% pour l'EBITDA et de -10% pour le BNPA), cela faisait un moment que Lafarge n'avait pas publié des chiffres meilleurs que prévu, portés par la croissance soutenue des volumes dans les marchés émergents. Malheureusement, le prix de l'énergie (près de 8% d'augmentation sur le trimestre) et la baisse des devises émergentes (-4,5% sur le Real Brésilien et -7,7% sur le Renminbi) auront exigé leur tribut.

Dans ce contexte de forte augmentation des coûts, Lafarge se devait d'être proactif : il a réalisé 50 millions d'euros de réduction de coûts structurels sur le trimestre, soit 150 millions sur les neuf premiers mois, en ligne avec son objectif de 200 millions pour 2011. Le Français a également pris la décision stratégique de céder ses activités Plâtre. Prié de se désendetter rapidement par les agences de notation, Lafarge a déjà sécurisé plus de 2 milliards de désinvestissements sur 2011 pour réduire sa dette, et le groupe détient désormais six milliards d'euros de sources de liquidité. Ces efforts vont se poursuivre et Lafarge annonce le lancement d'un nouveau programme de réduction des coûts de 500 millions d'euros.

L'analyse du dossier laisse une impression mi-figue mi-raisin. D'une part l'environnement économique mondial est tendu et contrasté, avec une activité qui reste faible dans les économies développées, ce qui maintient le secteur de la construction à des niveaux historiquement bas. L'onde de choc démocratique dans les pays du Maghreb et d'Afrique met en danger la capacité du groupe à retrouver les volumes et les résultats perdus dans cette région du globe. Mais d'autre part, les marchés émergents sont porteurs, et la croissance des volumes est forte et devrait se poursuivre. Enfin, la forte inflation des coûts devrait ralentir en 2012. Le titre a perdu 40% de sa valeur en 2011 (après une baisse de 19% en 2010), ramenant sa capitalisation boursière à quelque neuf milliards d'euros. C'est trop peu. Les modèles de valorisation très homogènes font désormais apparaître une décote de plus de 20%, et les multiples sont les plus bas du secteur et inférieurs aux normes historiques. Le rapport Cours/Actif Net (0,48) n'est plus très éloigné des ratios traumatiques de 2008 (0,39). Le point bas du *business* a été touché il y a un an (marge nette de -0,82% au 1^{er} trimestre 2011), et le cours de bourse a établi ses fonds ces 3 derniers mois. Les anticipations de ventes et de bénéfices se sont à présent stabilisées et le marché semble accorder plus de crédit à la manœuvre de désendettement (2 groupes indiens lorgnent la branche ciment sud-africaine). Le passage de la résistance des 28,25 euros - 28,75 euros ouvrirait la voie vers une revalorisation. Mais il ne faut pas oublier pour autant que même si Lafarge fait du bon boulot en matière de désendettement, cela ne suffira pas si l'opérationnel se dégrade de l'autre côté...



■ Profil

NORDEX est un concepteur et fabricant d'éoliennes de grande puissance adaptées à la majorité des régions et climats à travers le monde. Nordex réalise des projets et des chantiers 100% clés-en-main, effectue de la maintenance et de l'exploitation des éoliennes sur le long terme. Le groupe a été fondé au Danemark en 1985, mais est incorporé en Allemagne, à Rostock. Nordex est un des pionniers de cette industrie, avec 25 ans d'expérience. Aujourd'hui, il y a plus de 4.400 éoliennes Nordex en fonctionnement à travers le monde (34 pays), représentant une puissance totale de 6.500 mégawatts. Nordex est représenté aux quatre coins du globe grâce à un ensemble de filiales dans 19 pays, et offre ses services à un très large panel de clients : grands groupes énergétiques, développeurs de projets locaux et groupes purement financiers. Le groupe compte plus de 2.000 employés. La répartition géographique des ventes se ventile comme suit : Europe (83,5%), Amériques (9,5%), Asie (7,0%). Les grands actionnaires identifiés sont les suivants : Skion Momentum 23,95%.

■ Résultats et perspectives

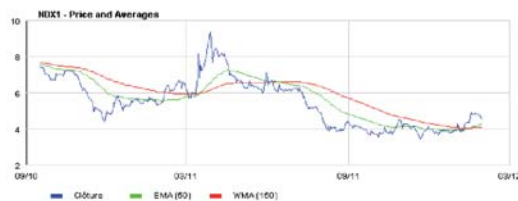
Au troisième trimestre 2011, le producteur allemand a fait état de ventes en hausse de 9%, à 668,2 millions d'euros à comparer à des ventes de 614,2 millions à la même période l'année passée. La croissance a été principalement alimentée par la reprise du marché américain (+115%), alors que les ventes sont restées stables en Europe. La part du chiffre d'affaires réalisée aux États-Unis est passée de 11% à 23%, et celle d'Europe de 82% à 73%. La part en Asie a baissé de 7% l'année dernière à 4% au troisième trimestre 2011. En termes de commandes, Nordex n'a pas à rougir, puisqu'il s'est vu commander pour un montant de 708,5 millions d'euros (+34%) sur les neuf premiers mois de l'année 2011, à comparer à un carnet de 530,2 millions en 2010. La marge brute reste stable, à 27,2% des ventes (T3 2010 : 26,7%). Par contre, le résultat d'exploitation (EBIT) décline à 11 millions d'euros (T3 2010 : 17,3 millions), sous le coup de l'augmentation des frais structurels. Au final, l'Allemand publie une perte nette de 0,6 millions d'euros, contre un bénéfice de 8,5 millions un an plus tôt. La société table sur un carnet de commandes en hausse de 20% sur le millésime 2011. Par contre, elle avertit que le 4^{ème} trimestre pourrait être plus faible que prévu, tant et si bien que l'objectif de ventes de 972 millions précédemment annoncé pour 2011 est revu à la baisse, à 920 millions.

■ Analyse fondamentale

Cours :	4,59 EUR
Valeur comptable :	5,66 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,85
Ratio Cours/Bénéfice :	26,68
Rendement brut du dividende :	0,00%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	9,48%

Prochains résultats : 5 mars 2012 (4^{ème} trimestre 2011)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Dans les faits, le T3 souligne à quel point l'année 2011 doit être vue comme une année de transition. Malgré de bons vecteurs à long terme (expansion démographique, besoins accrus en électricité propre), les mêmes facteurs ont pesé toute l'année 2011, à savoir un ralentissement progressif de l'économie, mais surtout un gel des crédits d'investissements pour les grands projets de fermes éoliennes. Les banques, tiraillées par leurs obligations de recapitalisation sont plus que réticentes à se défaire de leur funding. Au T3, Nordex aura du ravalé ses ambitions : plusieurs projets ont été reportés sine die.

À l'analyse des chiffres, le *top line* (ventes) se tient pourtant très bien. Il est en augmentation de 9%, à 668,2 millions d'euros, principalement alimenté par la reprise du marché américain (+115%). Les marges brutes progressent légèrement, et le niveau des commandes avance très favorablement (+34% à 708,5 millions d'euros). Comment dès lors expliquer la perte nette de 0,6 millions en *bottom line* ? En l'absence d'une reprise visible et durable, l'Allemand va devoir faire attention aux dépenses, et maîtriser son fonds de roulement. Loin d'être inactif, Nordex rogne dans les frais structurels et dans les frais de production. À cet égard, les coûts de staff et autres dépenses opérationnelles vont être à nouveau rabetés de 50 millions pour l'exercice 2011. Par ailleurs, le coût de production doit baisser de 15%, ce qui laisse présager une forte pression sur les fournisseurs et les travailleurs sociaux. Ce dernier objectif a été rempli à hauteur de 2/3 en 2011, et le tiers restant sera appliqué au premier trimestre 2012.

Pour l'avenir à court terme, le cru 2012 pourrait bien voir un retour à la rentabilité sous l'effet des mesures d'austérité. Mais le départ viril de l'action en bourse après des mois de consolidations pose quelques questions. En trame de fond, le risque qui pèse sur l'économie mondiale a augmenté. L'économie devrait mondialement progresser de 4% cette année (5,1% en 2010), les pays développés passer par le chas de l'aiguille (+1,6% contre 3,1% en 2010), et les plaques émergentes ralentir par le jeu de plus faibles exportations (+6,4% au lieu de +7,3% en 2010). Le tout va se traduire par une moindre demande en électricité (les prix ont chuté de 40% aux USA depuis 2008, et de 35% en Europe).

Aucun retournement n'est observé dans cette tendance à courte échéance. Le rebond du titre sur la bourse allemande n'est donc probablement dû qu'à une rectification des exagérations dans des valorisations devenues trop pauvrettes. Les prochains trimestres pourraient être légèrement meilleurs grâce à l'augmentation de l'USD, mais nous ne voyons pas à ce jour de déclencheurs durables qui plaident pour un fort rebond. L'obligation de 6,375% en EUR à échéance 2016 constitue une alternative à l'attente.



■ Profil

Vivendi figure parmi les premiers groupes mondiaux de télécommunications et de médias. Le chiffre d'affaires par secteur d'activité se répartit comme suit : "Télécommunications", (56,8% des recettes) : activités de téléphonie mobile assurées au travers de SFR (76,7% du CA ; 2^{ème} opérateur français), de téléphonie fixe, mobile et d'accès à Internet assurées par Maroc Telecom (17% ; n°1 marocain), de téléphonie fixe et d'accès à Internet assurées par GVT (6,3% ; n°1 brésilien) ; "Médias", (43,2% des recettes) : détention et exploitation de chaînes de télévision (37,7% du CA ; Groupe Canal+ ; n°1 français de la télévision à péage), édition et distribution musicale (35,6% ; n°1 mondial ; Universal Music Group) et développement de jeux interactifs (26,7% ; n°1 mondial ; Activision Blizzard).

La répartition géographique des ventes est la suivante : France (59,2%), Europe (10,6%), États-Unis (11,7%), Maroc (7,9%), Brésil (3,8%) et autres (6,8%).

Les grands actionnaires identifiés sont les suivants : Capital Research & Management 4,64%.

■ Résultats et perspectives

Vivendi, dans son ensemble, a dégagé un chiffre d'affaires au troisième trimestre en diminution de 1,6% par rapport à la même période de l'an dernier, pour s'établir à 6,77 milliards d'euros, pénalisé par la performance de Maroc Telecom et de SFR. Le cash-flow opérationnel ajusté (EBITDA) se monte à 1,503 milliard, en progression de plus de 5% (+5,3% et +6,9% à taux de change constant), bénéficiant également de la contribution d'Universal Music Group et d'un contrôle rigoureux des coûts au sein de l'ensemble du groupe. Au final, Vivendi a réalisé un résultat net pratiquement stable au troisième trimestre, à 685 millions d'euros (-0,4%). En données par actions, le BNPA ressort à 0,55 euros (contre 0,56 euros en 2010).

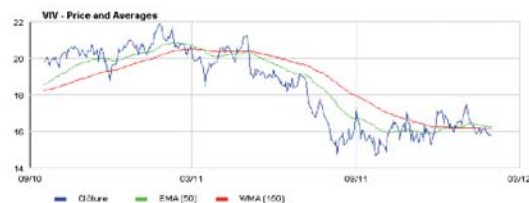
À fiscalité constante, Vivendi annonce une augmentation de 200 millions d'euros de la perspective de résultat net ajusté 2011 (estimée à présent à 2,850 milliards d'euros) grâce à la bonne performance du groupe. Mais le groupe prévoit également un impact négatif estimé à 350 millions d'euros sur l'année 2011 des nouvelles dispositions fiscales en France. Le groupe confirme par ailleurs la hausse du dividende par action à verser au titre de 2011.

■ Analyse fondamentale

Cours :	15,85 EUR
Valeur comptable :	18,71 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,84
Ratio Cours/Bénéfice :	6,83
Rendement brut du dividende :	9,19%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	33,29%

Prochains résultats : 1 mars 2012 (4^{ème} trimestre 2011)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Vivendi restait jusqu'il y a peu une valeur endormie. Mais après cinq ans de fusions et acquisitions, le groupe devrait désormais tirer avantage de ses actifs renforcés. Deux secteurs se sont distingués en bourse dernièrement : les médias et les télécoms. Vivendi fédère les deux pans d'activités, et pourrait avoir touché un point bas. Selon nous, la valeur ne demande qu'à s'exprimer pour les multiples raisons suivantes : la croissance dans les activités brésiliennes (GVT), de très bonnes performances dans les jeux vidéo (Activision), un renforcement de l'assise dans la musique (acquisition d'EMI), une stabilisation des métiers télécoms (SFR et Maroc Telecom), et des valorisations peu exigeantes (sic). Voyons cela dans l'ordre. GVT, le fournisseur d'accès à internet brésilien acquis en 2009 ne cesse de progresser, avec un chiffre d'affaires de 1.077 millions d'euros sur les neuf premiers mois de 2011, en progression de 47,1%. GVT ne représente que 3% du chiffre d'affaires global du Français, ce qui est encore peu, mais la proportion devrait croître. Les jeux vidéo (Activision Blizzard) représentent plus de 11% de l'ensemble et ne démeritent pas non plus : Le démarrage de Call of Duty®: Modern Warfare 3™ fut exceptionnel, avec des ventes de plus de 400 millions de dollars au cours des 24 premières heures de sortie aux USA et au Royaume Uni. Par ailleurs, Vivendi mise de plus en plus sur le secteur de la musique (13,50% de l'ensemble), grâce à l'acquisition du britannique EMI Group pour 1,4 milliard d'euros. L'objectif est d'augmenter la capacité de négociation d'Universal avec les réseaux de vente traditionnels et les nouveaux distributeurs de musique en ligne, comme Apple Inc. et Spotify AB. Mais le fer de lance de Vivendi reste les abonnements (SFR, Maroc Telecom, Canal+), qui pèsent au bas mot 70% du chiffre d'affaires. Là, même si la concurrence est rude, Vivendi bénéficie de revenus récurrents qui offrent une bonne visibilité.

Depuis le début de l'année, Vivendi a effectué des acquisitions pour un montant total de près de 10 milliards d'euros, dans le but de renforcer ses activités dans les télécoms, la musique et la télévision payante. Partant, le groupe a fait mieux que prévu au troisième trimestre, soutenu une nouvelle fois par les jeux vidéo d'Activision Blizzard mais aussi par la résistance de SFR. Compte tenu du rendement de dividende, il y a peu de risques à la baisse sur le titre à ces niveaux. Vivendi distribue au moins 50% de son résultat net chaque année sous forme de dividende, et le rendement (8,58% brut attendu) est l'un des plus élevés au sein du CAC 40. Malgré des marges financières réduites après des acquisitions en série sur l'année, Vivendi a réaffirmé son intention d'augmenter le dividende au titre de 2011. Nos modèles d'actualisation renvoient des valeurs intrinsèques supérieures à 20,4 euros et font apparaître un potentiel haussier de 16,5%. Le momentum de cours s'est largement amélioré dernièrement, et nous sommes en embuscade.



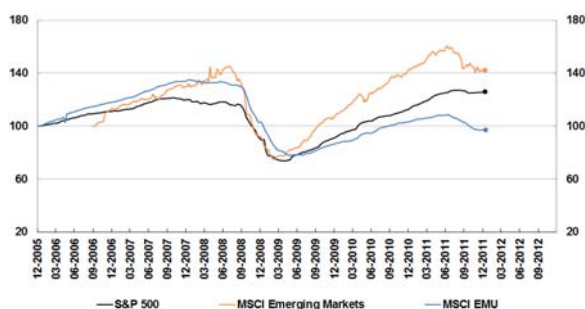
NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Puisque le scénario catastrophe, à savoir une implosion incontrôlée de la zone euro, semble à présent écarté grâce aux deux opérations de liquidité de la Banque centrale européenne (voir section Economie), notre attention est concentrée davantage encore qu'il y a quelques mois sur le cycle des entreprises et le cycle monétaire pour l'allocation des actifs en portefeuille.

La récession que nous anticipons pour la zone euro est en train de se réaliser. Comme le montre le graphique suivant, les prévisions de bénéfice pour les actions de l'indice MSCI EMU (courbe bleue) ont baissé de près de 11% depuis la mi-juillet. Depuis décembre, ces prévisions de bénéfice se sont stabilisées, sans cependant montrer de signes de redressement. La prochaine saison des résultats lèvera donc un coin du voile sur les prévisions des dirigeants d'entreprises pour l'année en cours. Il est donc encore présomptueux à l'heure actuelle, d'estimer que le pire est passé.

Nous observons une tendance similaire dans les pays émergents. Depuis la mi-juillet, les prévisions de bénéfice des membres de l'indice MSCI Emerging Markets (courbe orange) ont baissé de près de 12%. Une partie de cette baisse a cependant été causée par la dépréciation des monnaies respectives face au dollar américain, la monnaie dans laquelle l'indice est calculé.

Prévisions bénéficiaires 12 prochains mois (indexés)



Aux États-Unis (S&P 500), on n'observe guère de révision à la baisse des perspectives en matière de bénéfice. Ceci n'est pas étonnant, puisque les indicateurs macroéconomiques restent relativement bons, suffisamment, en tout cas, pour ne pas mettre sous pression la communauté des analystes. Notre observation du dernier rapport trimestriel est dès lors inchangée : le marché américain nous semble le plus risqué à l'heure actuelle, en raison d'une part de l'optimisme qui domine les prévisions de bénéfice et d'autre part des niveaux de valorisation relativement élevés par rapport à la zone euro et aux pays émergents.

Comme prévu, les résultats des entreprises sur le troisième trimestre 2011 ont été relativement favorables. La publication des résultats relatifs au quatrième trimestre a commencé début janvier avec des résultats mitigés aux États-Unis et quelques avertissements sur bénéfices en Europe. Comme nous l'expliquions le trimestre passé, nous y voyons une confirmation de la récession et pas un indicateur précurseur.

A terme, la crise dans la zone euro va sans doute nous offrir des opportunités d'investissement très intéressantes dans les obligations à haut rendement de la zone euro, puisque ces émetteurs éprouveront davantage de difficultés à se financer par le secteur bancaire. Nous comptons miser cette année sur ce marché des obligations à haut rendement par des fonds flexibles globaux ou concentrés sur la zone euro.

Pour ce qui concerne la catégorie d'actif "Actions", nous restons attentifs à la situation qui a plutôt tendance à se détériorer sans perdre de vue un cycle monétaire qui devient de plus en plus positif. À un certain moment, le cycle monétaire va prendre le dessus sur le cycle des entreprises, mais il n'est jamais possible d'anticiper ce moment avec précision.

Les prévisions en matière de bénéfices des analystes seront soumises à un test sérieux au cours des semaines à venir, pendant la saison des résultats. L'éventualité de récession aux États-Unis nous semble être le principal facteur de risque, puisque la récession en Europe surtout et la panique entourant la survie de la zone euro en partie sont déjà largement intégrées par les marchés. Si l'Amérique entre effectivement en récession, les actifs risqués (actions, obligations d'entreprise) se trouveront à nouveau sous pression, mais en l'absence de scénario catastrophe dans la zone euro, il n'est pas certain que les cours plongeront à de nouveaux planchers.

Dans l'environnement actuel où la réévaluation des actifs risqués de la zone euro (actions, obligations d'entreprises) pourrait se prolonger jusqu'à ce que le scénario catastrophe d'une implosion de la zone euro ne soit plus intégré dans les cours, deux options sont envisageables. Et la tolérance à la volatilité sera surtout le principal facteur de décision.

D'une part, une récession aux États-Unis peut à nouveau faire baisser les cours sous leur niveau actuel, ce qui pourrait donner lieu à quelques opportunités intéressantes d'ici quelques mois. D'autre part, il est possible que l'impact de cette récession sur les cours des actifs risqués soit finalement trop faible que pour ramener les actions à de nouveaux planchers. Le comité d'investissement évaluera ces alternatives au cours des semaines à venir.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Stratégie et objectif 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).

Evolution de la VNI depuis le lancement



Valeur nette d'inventaire

VNI au 31 janvier 2012 969,49 EUR
 VNI plus haut (11 janvier 11) : 1.091.06 EUR
 VNI plus haut (3 octobre 11) : 869,16 EUR
 Souscription minimum : 1 action

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille 15
 Nbr. de nouveaux fonds achetés 2
 Nbr. de fonds entièrement liquidés 0

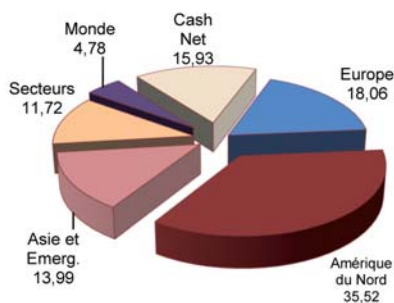
Principales positions en portefeuille (%)

Noms des Fonds	Region/Sect	Poids (%)	Nat. ¹	F.J. ¹	O.P. ¹
Robeco US Premium Equities	Etats Unis	8,06	LU	Sicav	Oui
Saint Honoré Europe Synergie	Europe	7,90	FR	FCP	Oui
Julius Baer Precious Metals - Physical Gold FD	Métaux Précieux	7,32	CH	Sicav	Non
Brown Advisory US Eq Growth F	Etats Unis	6,86	IRL	OEIC	Non
UBAM Neuberg-Bermann US Aq V	Etats Unis	6,63	LU	Sicav	Oui

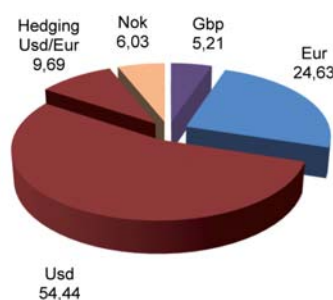
Caractéristiques

Nom : LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF
 Domicile : SICAV de droit belge UCIT III
 Date de lancement : 6 sept 10
 Devise : EUR
 Risque² : 0 1 2 3 > 4 < 5 6
 Calcul de la VNI : journalière
 Date de règlement : j+4
 Rémunération de gestion : 0,5%/an
 Rémunération de distribution : 1,0%/an
 Droit de sortie : néant
 Commission distribution (négociable) max : 3%
 TOB à la sortie : 0,50% (max 750 EUR)
 Total des frais sur encours : n/a
 Code ISIN : BE6202762975
 Réviseur : Mazars
 Administrateur : RBC Dexia Inv. Services

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



¹ Légende : Nat.: Nationalité de l'OPC/OPCVM; F.J.: Forme juridique; OP: Fonds faisant l'objet d'offre publique en Belgique.

² Le profil de risque est basée sur la recommandation de BEAMA (www.beama.be).

■ **Lundi 6 février 2012 : Conférence**

Les trackers: un outil flexible de diversification et de protection à portée de toutes les bourses

Langue : Néerlandais
 Lieu / Heure : Hostellerie De Mooie Molen, Nedermolenstraat 3
 9310 Meldert / 19h
 Orateur : Mr Philip Tychon, Chef de produits ETF, chez NYSE Euronext et
 Mr Geert Van Herck, Analyste Financier chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence d'Alost :
 - Mr Philip Ronsse - Tél: +32 53 60 50 51
 - Mr Sven Van den Bogaert - Tél: +32 53 60 50 52

■ **Lundi 12 mars 2012 : Conférence**

Quels facteurs économiques faut-il privilégier pour tenter de comprendre les marchés financiers?

Langue : Français
 Lieu / Heure : L'Envers du Décor, Chaussée de Bruxelles, 40
 7061 Casteau / 19h
 Orateur : Mr Jean Colard, Chargé de clientèle
 Inscriptions : Agence de Mons :
 - Mme Roseline Bizoux - Tél: +32 65 56 06 61
 - Mr Christian Gilson - Tél: +32 65 56 06 62

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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 – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	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
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
GENT – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT – KERMT	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 – SINT-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE – SAINT-PAUL	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
– BUISSONS	Rue des Buissons, 57A	Tél: +32 4 230 30 20
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
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 :
27 janvier 2012