

Edito

L'indice Dow Jones navigue désormais à quelques encablures des 21.000 points ... Cette performance peut laisser rêveur lorsque les investisseurs repensent aux 14.000 points que le même indice avait touché juste avant le début de la crise des subprimes aux Etats-Unis en octobre 2007. S'enfonçant alors jusqu'à 6.600 points au plus fort de la tempête en mars 2009, l'indice avait retrouvé son niveau d'avant crise dès février 2013, pour connaître ensuite une croissance quasi ininterrompue jusqu'en mai 2015 où il atteint 18.000 points. Après une pause d'une année, mise à profit pour souffler, le Dow Jones a finalement repris son ascension en mai 2016 pour atteindre les hauteurs que nous lui connaissons aujourd'hui.

S'il fallait encore démontrer les vertus de la patience lors d'investissements en actions, l'évolution du Dow Jones durant ces 10 dernières années en serait certainement la preuve la plus flagrante. L'investisseur qui n'a pas eu besoin de son argent durant cette période aura connu un accroissement de près de 50% de son capital, tandis que celui devant récupérer ses fonds entre 2009 et 2013 aura subi une forte moins-value.

A la vue de tels soubresauts des marchés sur une dizaine d'années seulement, nous nous sommes livrés à l'étude statistique de plusieurs périodes de crises, incluant de fortes variations des marchés boursiers, et nous avons comparé les performances à long terme de portefeuilles constitués à des moments différents.

Ainsi, en prenant comme base le rendement d'un portefeuille constitué au pire moment d'une crise, c'est-à-dire celui dont les positions ont heureusement été achetées aux cours les plus bas sur la période, et que nous comparons cette performance obtenue à celle d'un portefeuille qui cette fois-ci aurait été malheureusement constitué aux pics les plus hauts du marché, nous constatons que la performance obtenue du portefeuille constitué aux prix les plus forts atteint quand-même 87% de celle du portefeuille constitué à bas prix. Le long terme a donc pour effet bénéfique de

lisser une différence de performance pourtant importante lorsqu'elle est jugée sur deux ou trois ans.

Nous nous sommes ensuite intéressés aux portefeuilles qui ont été constitués de manière graduelle durant ces mêmes périodes, partant du postulat d'un investissement régulier tous les mois. Toujours sur le long terme, la performance d'un portefeuille constitué mensuellement atteint 93% de la performance d'un portefeuille constitué aux cours les plus intéressants.

Cette stratégie d'achats lissés ne convient certes pas à tous les investisseurs. Pour les investisseurs les plus actifs, et les plus offensifs, le market timing (le meilleur moment d'achat ou de vente) reste un facteur déterminant dans la gestion d'un portefeuille d'actifs financiers. Par contre, pour les investisseurs de long terme, comme ceux qui désirent constituer un portefeuille pour leurs enfants ou leurs petits-enfants, l'investissement régulier constitue une alternative intéressante et simple aux autres modes d'investissement traditionnels.

C'est dans ce cadre que Leleux Associated Brokers vous propose, depuis le 1er janvier 2017, son nouveau service de Plan d'Investissement Périodique. Cette solution est idéale pour les parents ou les grands-parents désireux de constituer un capital pour leurs enfants ou leurs petits-enfants. Ils ont la possibilité d'ouvrir un dossier titres au nom de de leurs héritiers, et d'y verser un montant à une fréquence à déterminer (une fois par mois, une fois par trimestre, etc.) qui aura pour vocation d'être investi dans les marchés financiers, que ce soit dans des fonds obligataires défensifs ou dans des fonds d'actions réputés plus offensifs.

Avec votre chargé de clientèle habituel, vous pourrez ainsi définir une fréquence d'investissement et une stratégie de long terme, permettant de constituer un capital de départ pour vos héritiers, et ce en complément de vos investissements habituels pour votre propre compte.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez chaque jour envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une agréable lecture de votre revue mensuelle.

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

495,35 +3,9%⁽¹⁾ 
+2,5%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

3.584,13 +1,2%⁽¹⁾ 
-0,6%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

4.858,58 +2,3%⁽¹⁾ 
-0,1%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

11.834,41 +2,6%⁽¹⁾ 
+3,1%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

7.263,44 +2,3%⁽¹⁾ 
+1,7%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

8.545,81 +3,1%⁽¹⁾ 
+4,0%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.068,70 +3,0%⁽¹⁾ 
+1,9%⁽²⁾ 

DJIA (USA)

20.812,24 +4,8%⁽¹⁾ 
+5,3%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

5.825,44 +3,8%⁽¹⁾ 
+8,2%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

15.399,24 +0,1%⁽¹⁾ 
+0,7%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

19.118,99 +0,4%⁽¹⁾ 
0,00%⁽²⁾ 

MSCI World

1.838,70 +2,6%⁽¹⁾ 
+5,0%⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2016

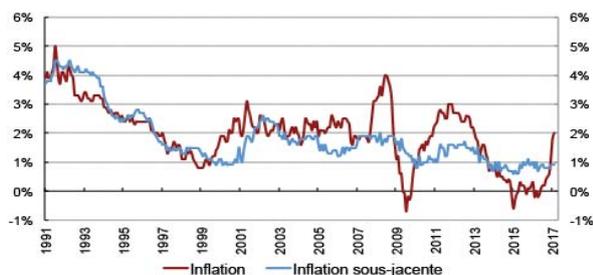


La Commission européenne table sur une croissance du PIB de 1,6% en 2017 et de 1,8% en 2018 dans la zone euro. Ces prévisions ont été légèrement revues à la hausse sous l'effet de résultats meilleurs que prévu au second semestre de 2016 et d'un début 2017 plutôt bon.

Les perspectives de croissance pour les économies avancées en dehors de l'Union Européenne se sont améliorées au cours des derniers mois, sous l'effet principalement des perspectives de relance budgétaire aux États-Unis, qui ont poussé les taux d'intérêt à long terme à la hausse et entraîné une appréciation du dollar des États-Unis. Dans les économies des marchés émergents, la croissance devrait également s'intensifier jusqu'en 2018, bien qu'à des degrés divers selon les pays et les régions. D'une manière générale, cette tendance pourrait donner un nouvel élan aux exportations européennes de biens et de services, en perte de vitesse en 2016.

L'inflation dans la zone euro a repris récemment, car la baisse des prix de l'énergie observée dans le passé a fait place ces derniers temps à un renchérissement. Après avoir enregistré des niveaux très faibles ces deux dernières années, l'inflation devrait désormais s'orienter à la hausse en 2017 et 2018, tout en restant en deçà de l'objectif de taux "inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme" qui définissent la stabilité des prix. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires, ne devrait augmenter que progressivement. Globalement, l'inflation dans la zone euro devrait passer de 0,2% en 2016 à 1,7% en 2017 et à 1,4% en 2018.

Inflation zone euro



La croissance dans la zone euro devrait continuer à être tirée principalement par la consommation des ménages, soutenue par des améliorations durables de l'emploi et une hausse plus importante des salaires nominaux. Toutefois, la croissance de la consommation privée est appelée à ralentir car l'inflation va augmenter et limiter la hausse du pouvoir d'achat des ménages cette année et l'année prochaine.

L'investissement devrait certes poursuivre sa progression, mais à un rythme modéré, stimulé par un certain nombre de facteurs tels que des coûts de financement très faibles et le redressement de l'activité mondiale.

Les projets financés au titre du plan d'investissement pour l'Europe devraient soutenir de plus en plus les investissements privés et publics au fur et à mesure qu'ils passent de la phase d'approbation à celle de la mise en œuvre. Dans l'ensemble, il est prévu que les investissements dans la zone euro augmentent de 2,9% cette année et de 3,4% en 2018. Toutefois, la part des investissements dans le PIB reste inférieure à ce qu'elle était au tournant du siècle (20% en 2016 par rapport à 22% en 2000-2005). Cette faiblesse persistante de l'investissement sème le doute sur le caractère durable de la relance et le potentiel de croissance de l'économie.

La reprise économique continue à avoir d'importants effets positifs sur les marchés du travail. L'emploi devrait continuer à croître à un rythme relativement soutenu, mais un peu moins rapidement en 2017 et 2018 par rapport à l'an dernier. Le taux de chômage dans la zone euro devrait continuer à reculer, passant de 10,0% en 2016 à 9,6% cette année et à 9,1% en 2018. Ces chiffres du chômage sont les plus bas depuis 2009, mais restent supérieurs aux niveaux d'avant la crise.

Dans la zone euro, le déficit public et le ratio de la dette au PIB devraient continuer à baisser en 2017 et 2018. Le déficit public de la zone euro devrait reculer, de 1,7% du PIB cette année à 1,4% en 2017 et 2018. Cet allègement s'explique par des dépenses moins importantes au titre des intérêts imputables à des taux d'intérêt exceptionnellement bas. Il rend compte également des améliorations sur le marché du travail: le nombre de personnes qui paient des impôts et des cotisations augmente, tandis que celui des bénéficiaires de transferts sociaux diminue. Le ratio de la dette au PIB devrait baisser progressivement pour passer de 91,5% en 2016 à 90,4% en 2017 et à 89,2% en 2018.

Les incertitudes particulièrement grandes qui entourent ces prévisions s'expliquent par le fait que la nouvelle administration américaine doit encore clarifier ses intentions dans des domaines clés, ainsi que par les nombreuses élections qui doivent se tenir en Europe cette année et les prochaines négociations avec le Royaume-Uni.

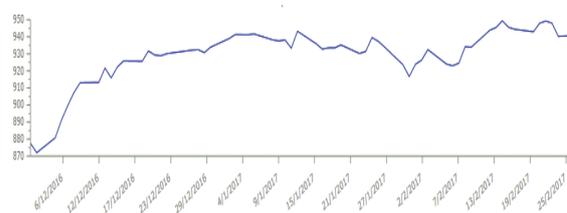
Même si les risques ont augmenté tant à la hausse qu'à la baisse, la tendance reste orientée à la baisse. À court terme, les mesures de relance budgétaire aux États-Unis pourraient avoir des incidences plus marquées sur la croissance que ce qui est actuellement prévu. À moyen terme, les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance sont liés aux conséquences des crises récentes; au vote du Royaume-Uni en faveur d'une sortie de l'Union Européenne; aux perturbations potentielles des échanges commerciaux; à un resserrement monétaire plus rapide aux États-Unis, qui pourrait influencer négativement les économies de marché émergentes; enfin, aux conséquences potentielles d'un endettement élevé et croissant en Chine.



Europe

Et si c'était elle ? A quelques semaines des élections en France où Fillon continue de "s'accrocher" et "refuse de se rendre", le spectre d'une victoire de Marine Le Pen fait la Une de très nombreux journaux. Pis, l'on entend dire que les économistes français sont "bombardés" de questions de la part des investisseurs étrangers. Sur les marchés, l'on constate depuis quelques semaines une sous performance de l'indice CAC 40 vis-à-vis de ses homologues en zone euro. Pour les historiens économiques, tous ces événements nous ramènent au 11 Mai 1981, où la victoire non attendue de Mitterrand contre Giscard d'Estaing avait entraîné une forte baisse de l'indice parisien et une intervention de la Banque de France sur le marché des changes. Toutefois, rappelons que la situation a quelque peu changé, car aujourd'hui 70% des revenus des entreprises du CAC 40 sont réalisés en dehors de la France. En attendant cette élection à risque "existentielle pour toute l'Europe", c'est aux Pays-Bas d'ouvrir le bal des élections le 15 mars prochain...

EURO STOXX 50



États-Unis

Alors que certains journalistes (vraisemblablement peu impartiaux...) soulignent que Trump a enfin délaissé son habituelle cravate rouge pour une à rayure, nous préférons souligner que le président américain a : 1/ réaffirmé la baisse massive des impôts (aux entreprises et ménages) et a 2/ réaffirmé sa volonté de relancer le secteur de la construction aux Etats-Unis. Dans le même temps, le dollar s'est renforcé après que deux membres influents de la Fed ont appelé à une hausse des taux lors de la réunion de mars du FOMC (Comité de politique monétaire de la Fed). La probabilité d'une hausse des taux dès mi-mars a bondi à 80%, contre 34% précédemment, de quoi rendre le billet vert plus attractif pour les investisseurs. Concernant à présent les indices boursiers, ceux-ci continuent leur chemin, malgré que de très nombreux indicateurs techniques (RSI, etc.) et fondamentaux (Vix, indice de l'incertitude politique, etc.) montrent très clairement que les marchés sont complaisants.

S&P 500



Pays émergents

Sur le front des pays émergents, les indices boursiers restent bien orientés, même si toutefois, nous devons rappeler que chaque progression du dollar américain (et des taux américains) renchérit inévitablement le coût de la dette pour certains pays émergents (notamment en Amérique latine). Affaire à suivre...

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,30%	15/03
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	65,0	15/03
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,40%	16/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/03
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,10	23/03
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	104,0	27/03
JAP	Vente au détail base mensuelle	0,30%	0,50%	29/03
EMU	Confiance économique	108,1	108,0	30/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	56,2	57,7	03/04

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
2,39%	-6 ⁽¹⁾ ↓ -5 ⁽²⁾ ↓
EUR	
0,21%	-23 ⁽¹⁾ ↓ 0 ⁽²⁾ =
Allemagne	
0,21%	-23 ⁽¹⁾ ↓ 0 ⁽²⁾ =
Autriche	
0,43%	-25 ⁽¹⁾ ↓ +1 ⁽²⁾ ↑
Belgique	
0,71%	-28 ⁽¹⁾ ↓ +17 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,66%	+6 ⁽¹⁾ ↑ +27 ⁽²⁾ ↑
Finlande	
0,35%	-26 ⁽¹⁾ ↓ 0 ⁽²⁾ =
France	
0,89%	-15 ⁽¹⁾ ↓ +20 ⁽²⁾ ↑
Grèce	
7,15%	-67 ⁽¹⁾ ↓ +4 ⁽²⁾ ↑
Irlande	
0,89%	-29 ⁽¹⁾ ↓ +14 ⁽²⁾ ↑
Italie	
2,09%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +27 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,48%	-9 ⁽¹⁾ ↓ +13 ⁽²⁾ ↑
Portugal	
3,88%	-31 ⁽¹⁾ ↓ +11 ⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois
en points de base

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

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

En décembre dernier, la Banque centrale européenne a décidé de prolonger son programme de "Quantitative Easing" d'avril à décembre 2017 et de réduire le rythme des achats d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros par mois. En balisant ainsi l'ensemble de l'année, la BCE montre qu'elle veut éviter de réagir aux soubresauts de court-terme, qu'ils concernent le profil de l'inflation ou de possibles turbulences politiques. Malgré la pression allemande, le conseil de la BCE n'est pas pressé de débattre d'un arrêt progressif du "QE" et moins encore d'une hausse des taux d'intérêt directeurs. La discussion sur le "tapering" devrait vraiment débiter après l'été. Lors de la réunion de mars, la BCE rendra publique les nouvelles projections trimestrielles de son staff. Qu'est-ce qui a pu changer en trois mois ? Le pétrole est plus haut, le taux de change est plus faible et les données d'activité sont globalement en ligne. Du fait de l'évolution récente des prix de l'énergie, la prévision d'inflation sera relevée, mais non celle sur l'inflation sous-jacente. Désormais, cet indicateur est considéré comme le plus fiable pour s'assurer que l'inflation va converger à moyen terme vers la cible de 2%. Concernant l'activité, il serait normal que Draghi souligne que la zone euro connaît une embellie depuis quelques mois, nonobstant les incertitudes politiques. A ce jour, la balance des risques penche toujours, selon la BCE, du côté baissier. Une position équilibrée nous paraîtrait plus appropriée. Mais peut-être la BCE craindrait-elle en l'admettant d'attiser les attentes d'une normalisation trop précoce ?

Pendant la chute des prix du pétrole de la mi-2014 au début 2016, un développement qui a beaucoup inquiété les banquiers centraux a été le net recul des anticipations d'inflation. Pour rappel, dans la théorie monétaire classique, l'économie opérant au plein-emploi, les prix sont déterminés par la quantité de monnaie en circulation. Plus il y a de monnaie, plus est forte la hausse des prix. Mais cette thèse n'est plus guère défendue. La théorie moderne considère que l'inflation dépend avant tout de la psychologie des agents économiques. Ceux-ci

forment des anticipations sur l'inflation et l'inflation future converge vers ce niveau. Pendant le contre-choc pétrolier, les mesures d'inflation anticipée ont baissé. Cela pouvait signaler une perte de confiance dans l'efficacité de la politique monétaire.

Mais depuis que les prix du pétrole ont entamé leur remontée, les anticipations se sont aussi redressées. Aussi étonnant que cela puisse paraître, on ne peut que constater que les anticipations d'inflation sont en fait influencées par la mémoire de l'inflation la plus récente, et en particulier par les soubresauts du marché pétrolier. Vu que le rebond de l'inflation se poursuit, il est logique d'anticiper une poursuite de la reprise des anticipations. A l'heure actuelle, la Banque centrale américaine continue de penser qu'elles restent basses. Il ne fait pas de doute que c'est là un argument important pour s'opposer à une accélération du rythme de normalisation monétaire. Vu l'inertie de ces mesures, elles devraient rester basses au-moins encore durant le premier semestre mais elles pourraient revenir sur leur niveaux pré-contre-choc pétrolier durant le second semestre. Si la Fed suit sa propre logique, elle devra alors commencer à accélérer le rythme des hausses de taux.

Le consensus table sur trois hausses des taux d'intérêt directeurs américains cette année. Suite aux déclarations récentes de membres de la Banque centrale américaine, la première hausse de taux devrait avoir lieu dès la réunion de mars. John Williams a ainsi déclaré qu'une hausse des taux en mars devrait être "sérieusement considérée" tandis que Bill Dudley voit l'économie croître plus rapidement que son potentiel et l'inflation se redresser et cela l'amène à penser que les arguments en faveur d'une nouvelle hausse des taux sont devenus "beaucoup plus convaincants". Enfin, Lael Brainard a indiqué qu'il serait "bientôt approprié" de monter les taux. Dans ce contexte, la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt directeurs américains lors de la réunion de mars a bondi et se situe désormais à plus de 90%.

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



Les obligations ont mieux performé en février en comparaison du mois précédent. En Europe, les obligations d'entreprise "investment grade" ont mieux performé que les obligations "high yield". Aux Etats-Unis, ce fut l'inverse. Les obligations "high yield" ont fait mieux que les obligations "investment grade". D'ailleurs, ce sont les obligations à haut rendement aux Etats-Unis qui ont le mieux performé depuis le début de l'année avec une performance de 2,6%. La baisse des rendements des obligations d'Etat européennes s'explique notamment par une baisse du risque politique : contraction des spreads des obligations de la France et dans certains pays de la périphérie comme la Grèce.

Suite à cette baisse des rendements des obligations d'Etat, les rendements des obligations d'entreprise de qualité ont diminué de 7 points de base. Les obligations "high yield" ont quant à elles un rendement qui a diminué de 31 points de base depuis le début de l'année. Les investisseurs recherchant d'avantage de rendements ont privilégié ce type d'obligations. Le montant de nouvelles émissions obligataires libellées en euros par des entreprises "investment grade" et "high yield" est de 35 milliards d'euros comparé à 51,9 milliards d'euros en janvier. Par rapport au 27,7 milliards d'euros émis par des entreprises "investment grade", 13,7 milliards d'euros ont été émis par des sociétés financières.

Le marché monétaire quant à lui offre toujours des rendements faibles voir négatifs. Le taux euribor à 3 mois est demeuré stable à -0,33%. Concernant la courbe des taux, il y a eu un aplatissement de celle-ci en février. Il s'explique principalement par une certaine diminution du risque politique. De ce fait, les rendements de l'OLO sont repassés en territoire négatif pour une durée d'investissement de 5 ans. Dans ce contexte, le nouveau bon d'Etat qui sera émis le 4 mars 2017 offre un coupon de 0,75% pour une échéance de 10 ans.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Février 2017	total 2017
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	1,5%	0,3%
Etats-Unis (\$)	0,5%	0,9%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	1,2%	0,6%
Etats-Unis (\$)	1,1%	1,5%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	0,7%	1,3%
Etats-Unis (\$)	1,5%	2,6%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 28/02/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade	1,10%	-7
AAA	0,93%	-3
AA	0,60%	-7
A	0,89%	-6
BBB	1,42%	-8
High Yield	2,94%	-31

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 28/02/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,56%	11
OLO 5 ans	-0,21%	19
OLO 7 ans	0,16%	28
OLO 10 ans	0,71%	17
OLO 30 ans	1,69%	10

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	Coca-Cola Amatil	3,375%	10.03.2022	99,30%	3,49%	I+	XS1575079402	2.000
EUR	Thyssenkrupp	1,375%	03.03.2022	99,50%	1,48%	S+++	DE000A2BPET2	1.000
EUR	RCI Banque	1,375%	08.03.2024	100,00%	1,37%	I	FR0013241361	1.000
EUR	EFSF	2,000%	28.02.2056	98,40%	2,06%	I+++	EU000A1G0DN3	1.000
GBP	Toyota Motor	1,125%	07.09.2021	100,50%	1,00%	I++	XS1569850313	1.000
NOK	Rabobank	1,625%	20.01.2022	98,83%	1,87%	I++	XS1551747659	10.000
USD	Johnson & Johnson	2,250%	03.03.2022	99,67%	2,32%	I+++	US478160CD49	2.000

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



USD/EUR (USA)

0,95 +2,1%⁽¹⁾
-0,5%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,17 +0,5%⁽¹⁾
-0,2%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,84 +2,1%⁽¹⁾
+3,2%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +0,3%⁽¹⁾
+2,4%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,45 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

CHF/EUR (Suisse)

0,94 +0,4%⁽¹⁾
+0,7%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,72 +3,0%⁽¹⁾
+5,8%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +0,4%⁽¹⁾
+2,3%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,6%⁽¹⁾
+0,5%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,10 -1,2%⁽¹⁾
+0,2%⁽²⁾

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

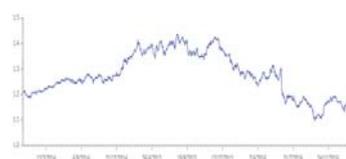
USD/EUR

L'euro continue de baisser face à un dollar en raison d'une hausse des attentes concernant la remontée des taux d'intérêt américains en mars et du récent discours du président américain, Donald Trump.



GBP/EUR

Alors que certains investisseurs s'attendaient à voir une hausse des taux de la part de la Banque d'Angleterre (BoE), le gouverneur de cette banque centrale a indiqué que les taux "ne seraient pas bientôt relevés".



TRY/EUR

La note de la Turquie sur les marchés financiers a été abaissée début février à "junk" ("emprunteur non fiable") par l'agence Fitch.



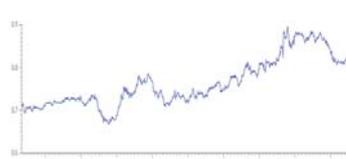
NOK/EUR

La bonne orientation du pétrole permet toujours à la devise de s'apprécier face aux autres monnaies.



JPY/EUR

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



AUD/EUR

Le dollar australien s'est encore apprécié vis-à-vis de l'euro en raison de son lien avec le dollar américain et de sa corrélation avec les matières premières.





Performance boursière

Le taux à 10 ans a baissé de 31 points de base au cours du mois de février, passant de 1,01 % fin janvier à 0,70 % fin février. Malgré cette énorme chute, les cours des SIR cotées en Bourse n'ont progressé en moyenne (non pondérée – return total) que de 1,0 %.

Les plus fortes baisses sont celles de Vastned Retail Belgium (-3,1%) et QRF (-2,4%). Les prestations positives sont à mettre à l'actif des logisticiens WDP (+4,5%) et Montea (+4,9%) ainsi que de Wereldhave Belgium (+4,0%).

Information financière

Onze des seize SIR ont publié leurs résultats pour l'exercice 2016 en février dernier. Aedifica, Ascencio et Retail Estates ont publié des résultats intermédiaires.

En 2016, WDP a réalisé un EPRA EPS de 5,30 EUR et versera un dividende de 4,25 EUR. C'est parfaitement dans la lignée des prévisions pour WDP, même s'il ne faut pas perdre de vue que WDP avait revu ses objectifs à la hausse en 2016. Le taux d'occupation s'élevait à 97,0% et le taux d'endettement à 49,2%. Pour 2017, WDP prévoit un EPRA EPS de 5,35 EUR et un dividende de 4,45 EUR.

Intervest Offices & Warehouses (INTO) a réalisé un EPRA EPS de 1,73 EUR en 2016 et versera un dividende de 1,40 EUR. Le taux d'occupation s'élevait à 91% et le taux d'endettement à 45,7%. INTO prévoit une baisse de l'EPRA EPS en 2017 à la suite de la disparition des revenus locatifs de Deloitte fin janvier 2017. Le dividende s'élèvera à 1,40 EUR par action. La baisse des rendements locatifs fait qu'il est difficile de trouver des acquisitions attractives en Belgique. Le management prospecte par conséquent les marchés néerlandais et même allemand pour de nouveaux projets.

Cofinimmo a publié un EPRA EPS de 6,40 EUR et versera un dividende de 5,50 EUR. Pour 2017, la SIR prévoit une hausse de l'EPRA EPS de 6,40 EUR pour un dividende stable. Le taux d'occupation s'élevait à 94,5 % fin 2016, pour un taux d'endettement de 43,7 % à un coût moyen de 2,4%. Aucune évolution n'est à noter dans le dossier AXA.

Befimmo a publié un EPRA EPS de 3,68 EUR pour 2016. Le dividende reste inchangé à 3,45 EUR par action. Après déduction du dividende intérimaire de 2,55 EUR, il restera un dividende final de 0,90 EUR. Befimmo est la seule SIR qui a publié son budget pour les trois prochaines années. On peut y noter que le départ du locataire du WTC II ramènera l'EPRA EPS de 2019 sous le niveau du dividende actuel. Befimmo prévoit cependant une hausse marginale de l'EPRA EPS pour 2017 et 2018.

Care Property Invest a été très active en matière d'acquisition et de développement en février. Elle a ainsi acheté le centre de logement et de soins avec appartements-services "Les Terrasses du Bois" à Watermael-Boitsfort. Le projet est financé par un apport en nature contre l'émission d'actions nouvelles pour un montant total de 34 millions EUR. CPINV achète également un centre de logement et de soins à Libramont pour 11,3 millions EUR. Le centre compte 108 unités de logement : 95 chambres et 18 logements à assistance. L'acquisition du complexe "Herfstvrede", 22 appartements-services à Moerbeke, a été finalisée et commencera à apporter un loyer à partir d'avril. CPINV réalise un deuxième investissement à Bruxelles (Forest) : un centre de logement et de soins encore à développer de 118 unités de logement agréées. L'investissement total se montera à 15,2 millions EUR.

XIOR a publié un résultat légèrement supérieur aux attentes pour 2016 avec un EPRA EPS de 1,17 EUR. Le dividende proposé s'établira à 1,15 EUR, ce qui est un peu supérieur au dividende prévu de 1,13 EUR. Pour 2017, le management prévoit un dividende de 1,20 EUR par action pour un EPRA EPS de 1,40 EUR.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/01/17	31/12/16	29/02/16		
Aedifica	72,08	2,4%	1,4%	23,8%	23,0	3,2%
Care Property Invest	20,35	0,2%	-0,5%	20,7%	29,6	3,1%
XIOR	36,25	-0,7%	2,3%	25,3%	31,7	3,1%
Home Invest Belgium	96,01	0,0%	1,3%	4,7%	35,8	4,4%
QRF	24,80	-2,4%	-7,8%	2,5%	16,6	5,3%
Retail Estates	73,66	-1,1%	-2,1%	-2,3%	16,6	4,5%
Vastned Retail Belgium	52,28	-3,1%	-3,3%	-0,1%	21,4	4,7%
Ascencio	59,20	0,2%	-5,5%	6,0%	25,5	5,7%
Wereldhave Belgium	104,75	4,0%	-3,0%	6,9%	17,1	5,0%
Warehouses Estates Belgium	61,60	-2,2%	-3,8%	10,1%	17,2	5,7%
Leasinvest Real Estate	106,45	3,6%	0,9%	20,1%	16,5	4,9%
Befimmo	52,12	2,7%	-2,3%	8,5%	13,7	6,6%
Cofinimmo	104,80	0,9%	-3,5%	7,2%	16,6	5,3%
Montea	46,40	4,9%	0,1%	23,6%	16,2	4,9%
WDP	87,79	4,5%	3,4%	19,3%	15,7	5,2%
Intervest Offices & Warehouses	23,60	1,7%	-1,3%	7,1%	13,7	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (ISIN FR0000130809 - 42,39 EUR)

■ Profil

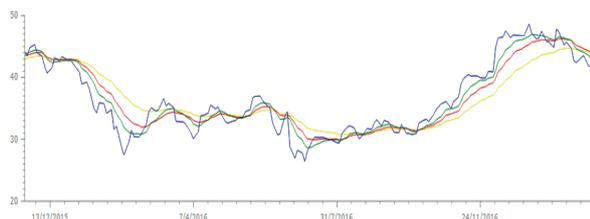
Société Générale figure parmi les 1ers groupes bancaires français. Le Produit Net Bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit :

- banque de détail en France (33,3% ; Société Générale et Crédit du Nord) ;
- banque de financement et d'investissement (32,6% ; n° 3 européen) ;
- banque de détail à l'international (19,5%) : détention de 3 735 agences ;
- prestations de services financiers spécialisés et d'assurance (9,1%) ;
- gestion d'actifs (4,2%) ;
- autres (1,3%).

La répartition géographique du PNB est la suivante : France (47,5%), Europe (33,8%), Amériques (7,5%), Asie et Océanie (6,4%) et Afrique (4,8%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 9,66x
Cours/Actif Net : 0,64x
Rendement : 6,03%



■ Notre opinion

Le Groupe Société Générale (GLE) est l'une des principales institutions financières en Europe. Le groupe est présent dans 66 pays et compte près de 31 millions de clients, pour 146.000 employés. Le produit net bancaire s'élève à 25,3 milliards d'euros en 2016, dont 33% a été réalisé dans la banque de détail en France, 37% dans le segment Global Banking and Investor Solutions et le reste en banque de détail et services financiers à l'international. Le Groupe dispose d'une forte solvabilité avec un ratio Common Equity Tier 1 (fully loaded) de 11,5%, mais la rentabilité (ROE 7,8%) reste encore faible.

Plan stratégique 2013/2016

Lors de l'Investor Day en mai 2014, le Groupe avait présenté un plan financier pour la période 2014/2016, dont certains objectifs étaient les suivants :

- Taux de croissance annuel moyen de 3% (CAGR)
- Ratio de 62% coûts/revenus
- ROE > 10% fin 2016
- EPS de 6,0 EUR

Le programme de réduction des coûts pour 2013-2016 (900 millions d'euros) a bien été mis en œuvre et même renforcé. Sur la période 2016-2017, le Groupe souhaite économiser près de 900 millions d'euros en plus. Ceci devrait être réalisé, entre autres, par la réduction du nombre d'agences bancaires en France (-20% en 2020), l'augmentation de la rentabilité, et la réduction des coûts via l'externalisation off-shore.

Le Groupe présentera de nouveaux objectifs stratégiques à moyen terme, sur la base d'une nouvelle structure organisationnelle simplifiée. Ceci est prévu pour la fin 2017.

Conseil

Le titre Société Générale vaut en Bourse seulement 67% de sa valeur comptable et 73% de sa valeur comptable tangible, la valorisation reste donc attractive. Le rapport cours/bénéfices attendu est attractif, tout comme le niveau de rendement.

La cour d'appel de Versailles a condamné l'ex-trader J. Kerviel tout en imputant à la banque une partie des responsabilités dans la perte de 4,9 milliards suite à cette fraude. Le jugement a par conséquent rouvert le volet fiscal sur le crédit d'impôts des 2,2 milliards d'euros dont avait bénéficié le Groupe. En outre, la banque est suspectée d'avoir violé les règles de l'embargo américain sur des transactions libellées en dollars. L'ensemble de ces éléments peuvent donc conduire à une légère décote.

Nous sommes à "Renforcer".

■ Derniers résultats

Société Générale a enregistré une légère baisse de son chiffre d'affaires (-1,3% ou -0,5% corrigé des éléments "non économiques") en 2016. Le quatrième trimestre, cependant, était mieux que prévu (respectivement +1,3% et +2,0%). Les charges d'exploitation sont restées bien maîtrisées et ont diminué de 0,4% ou +0,3% ajusté pour des frais non récurrents. Les provisions et dépréciations ont fortement diminué (-31,8%) en raison d'une focalisation accrue sur le contrôle des risques et de la qualité du portefeuille.

Le bénéfice net a diminué de 3,2% à 3,9 milliards d'euros. Retraité de la réévaluation de la dette propre, le bénéfice net a augmenté de 15,3%. Le ratio de solvabilité reste solide avec un ratio Tier Common Equity 1 (pleine charge) situé à 11,5%.

Un dividende de 2,20 EUR par action sera versé : ex-coupon le 31 Mai 2017 et payable le 2 Juin, 2017.



■ EURONAV (ISIN BE0003816338 - 7,40 EUR))

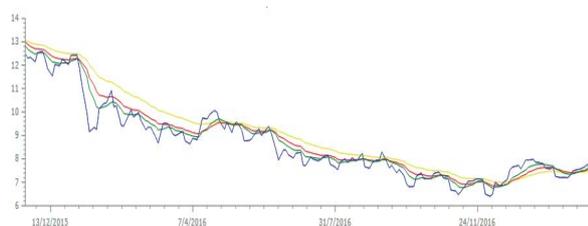
■ Profil

Euronav figure parmi les leaders mondiaux du transport maritime de produits pétroliers. L'activité du groupe est assurée entre les régions de production du Moyen Orient et d'Afrique occidentale et les principales régions de consommation (Amérique du Nord, Extrême Orient et Europe).

A fin 2015, le groupe exploite une flotte de 51 superpétroliers VLCC, Suezmaxes, V-Plus et FSO.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 21,08x
Cours/Actif Net : 0,50x
Rendement : 4,60%



■ Notre opinion

“Value” mais pas “Value Trap”

Attractions très populaires dès le 18^{ème} siècle, les “montagnes russes” sont par contre le cauchemar des investisseurs, et ce ne sont pas les actionnaires d'Euronav qui diront le contraire.

Analyse financière

Après six années de vaches maigres, le bénéfice net du Groupe Euronav est revenu en territoire positif dès fin 2015 (à 350 millions USD en 2015 et 204 millions USD en 2016). Malgré une gestion rigoureuse des charges opérationnelles (seeling expenses & general administration), l'activité même du Groupe entraîne naturellement d'importants amortissements et dépréciations d'actifs qui peuvent dans certaines périodes rapidement entraîner les résultats du Groupe dans le rouge. Sur base des estimations Bloomberg, l'ensemble des agrégats du compte de résultat sont toujours attendus en baisse en 2017, puis devraient se reprendre en 2018. Au niveau bilanciel, nous saluons le fait que la “Liquidity Position” (source Groupe) représente 16% des actifs et que malgré l'effondrement du pétrole entre 2014 et janvier 2016, la valeur du bilan comptable reste stable (environ 3 milliards USD sur 2014/2015/2016). En outre, nous apprécions à la fois la diminution de l'effet levier (le Gearing ratio pointe actuellement à 40%, soit le plus faible niveau depuis 2003 => grâce aux deux précédentes augmentations de capital en 2014 et 2015) et l'importance des capitaux propres dans le bilan (62% fin 2016).

Au niveau cycle d'exploitation, bien que la capacité d'autofinancement soit structurellement positive ces dernières années, les importantes acquisitions (nécessaire et vitales dans ce secteur) cumulées aux amortissements/dépréciations entraînent les flux de trésorerie disponibles (FCF) sur des niveaux très faibles (=> 100 millions USD en 2016 pour 742 millions de revenus), voire en territoire négatif (exemple entre 2009 et 2014) ce qui à nos yeux est le talon d'Achille du Groupe Euronav. Dans un secteur très capitalistique et pro-cyclique, le Groupe a donc décidé de réduire fortement le montant de ses acquisitions depuis la chute du cours du pétrole en 2014 afin de maintenir des flux de trésorerie en territoire positif et in fine pour pouvoir verser un dividende (volonté de distribuer 80% du bénéfice final).

Analyse du secteur

Lorsque le cours du pétrole s'est fortement retourné à la baisse entre l'été 2014 et janvier 2016, de nombreux pays ont profité de la faiblesse des prix pour se constituer des réserves stratégiques. Avec l'augmentation des réserves de pétrole, le marché spot du pétrole s'est contracté, ce qui in fine a entraîné une diminution de la demande au niveau du transport maritime. En outre, le nombre de tankers au niveau mondial reste situé sur un niveau élevé.

Valorisation

Sur base de la dernière publication du 27 janvier dernier, la valeur comptable du titre ressort proche des 11 EUR, d'où le fait que l'action soit considérée comme “Value” (écart de 50% avec le cours de bourse). Bien que ce potentiel soit très important, nous ne pouvons pas parler de “Value Trap” (= valeur à la casse) car la rentabilité économique est depuis fin 2015 supérieure à la rentabilité exigée par les parties prenantes, que sont les actionnaires et les créanciers (sources Bloomberg). L'objectif moyen du consensus ressort vers les 9 EUR.

Nous sommes à l'achat sur ce titre compte tenu de la très faible valorisation, du bilan solide (suit aux deux augmentations de capital) et de la création de valeur (EVA positif => même si le niveau reste faible). Nonobstant, en raison de la faible génération des flux de trésorerie, d'un secteur encore très difficile à appréhender (surcapacité/faible croissance économique mondiale/volatilité du cours du pétrole) et des perspectives encore très floues (tant au niveau du consensus et que du Groupe qui parle de 2017 d'une année de challenge : “2017 will, in our view, present a number of challenges”), nous estimons par conséquent que le risque d'investissement reste encore élevé.

■ Analyse Technique

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



■ NN GROUP (ISIN NL0010773842 - 29,71 EUR)

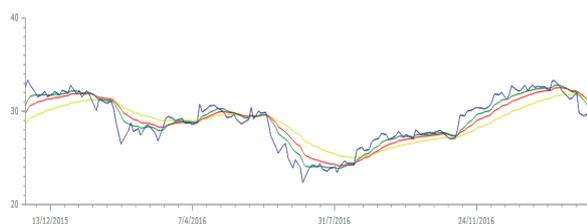
■ Profil

NN Group est un groupe d'assurance et de services de gestion de placements occupant une position de leader aux Pays Bas dans les domaines de l'assurance vie et non vie. Le groupe est également très présent dans le domaine de l'assurance vie et des retraites au Japon ainsi que dans un certain nombre de pays européens (notamment la Pologne, la Hongrie et la Roumanie). Il occupe aussi une place croissante en Turquie. L'activité assurance de NN Group évolue sur les marchés mûrs d'Europe de l'Ouest, au Japon ainsi que sur les marchés croissants d'Europe centrale, d'Europe de l'Est (CEE) et de Turquie. L'activité gestion d'actif de NN Group propose des produits et des services partout dans le monde grâce à des bureaux installés dans plusieurs pays d'Europe, aux Etats-Unis, au Proche Orient, en Asie et bien sûr aux Pays Bas, principal lieu depuis lequel le groupe exerce son activité de gestion d'actif.

NN Group propose une gamme complète de services dans les domaines de la retraite, de l'assurance vie, de l'assurance non vie, de la gestion d'actif, mais aussi des services bancaires, aux Pays Bas uniquement, destinés aux commerces de détail, aux petites et moyennes entreprises (PME), aux sociétés et aux institutions.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	9,42x
Cours/Actif Net :	0,39x
Rendement :	5,38%



■ Notre opinion

L'offre sur Delta Lloyd

NN Group offre 5,40 EUR en cash par action Delta Lloyd, soit un montant total de 2,5 milliards d'euros. L'acquisition sera entièrement financée par la dette et une partie par la trésorerie. L'offre est valable du 3 février 2017 à 9h00 et se termine le 7 avril 2017 à 17h40. Le Comité exécutif et le Conseil d'administration de Delta Lloyd recommandent l'offre.

La solvabilité est importante, mais va fortement diminuer en 2017

NN Group dispose d'un des ratios de solvabilité les plus élevés parmi les assureurs européens (322% sous Solvency I).

Depuis janvier 2016, la réglementation Solvency II est entrée en vigueur : les exigences au niveau de la solvabilité sont plus élevées. NN Group dispose d'un ratio de solvabilité parmi les plus élevés (241% dans le cadre de Solvabilité II) au sein du secteur de l'assurance en Europe. Le marché a récemment été déçu du niveau stable du ratio de solvabilité au quatrième trimestre 2016, et surtout de la baisse aux Pays-Bas.

Lors de la présentation de l'acquisition de Delta Lloyd, NN Group a indiqué que le ratio de solvabilité aux Pays-Bas, après l'intégration de Delta Lloyd, diminuera de 50 points de pourcentage : le ratio de solvabilité du Groupe fusionné atteindra donc environ 190%, voire plus bas avec les règles plus strictes aux Pays-Bas (voir notre analyse sur Aegon).

Des flux de trésorerie solides

NN Group dispose d'une importante trésorerie, et qui continue de progresser grâce aux flux de trésorerie générés par ses différentes branches d'activités. En 2016, 1,35 milliard de cash-flow libre a été générés par les entités opérationnelles de la société holding. Ce montant de liquidité peut théoriquement permettre au groupe de procéder à des rachats d'actions et/ou augmenter son dividende et/ou faire des acquisitions stratégiques. En 2017, une partie de cet argent a été utilisée pour l'acquisition de Delta Lloyd.

Valorisation

Depuis le point bas après l'annonce du Brexit, le cours de l'action de NN Groupe a fortement progressé, puis est retombé après la publication des résultats du quatrième trimestre de 2016.

La valeur intrinsèque ressort à 35,50 EUR par action, mais nous utilisons un objectif plus prudent situé à 33 EUR pour tenir compte de l'acquisition majeure en 2017. Au cours actuel, nous sommes à "Renforcer".

■ Derniers résultats

NN Group a vu son bénéfice d'exploitation et son bénéfice net baisser fortement en 2016 en raison de la hausse des sinistres en non-vie aux Pays-Bas et d'une comparaison défavorable avec 2015 où les dividendes en private equity étaient importants et les marges en assurance vie étaient plus élevées aux Pays-Bas. Le bénéfice d'exploitation au quatrième trimestre de 2016 a progressé de 12,6%. Les coûts d'exploitations sont bien maîtrisés avec un ratio coûts / revenus à 33,5%.

La production en assurance vie (APE) a progressé de 7,0% à 1,4 milliard d'euros tandis que le ratio combiné a diminué de 1,9 point de pourcentage à 103,4%. La solvabilité du groupe est restée pratiquement inchangée à 241%, mais a diminué de 13 points de pourcentage aux Pays-Bas. NN Group versera un dividende final de 0,95 euros par action.



■ ONTEX (ISIN BE0974276082 - 27,90 EUR)

■ Profil

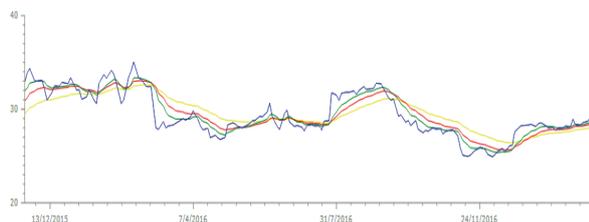
Ontex Group figure parmi les leaders mondiaux de la fabrication et de la commercialisation de produits d'hygiène jetables pour enfants et pour adultes. Les produits sont vendus sous marques distributeurs et sous marques propres (Canbebe, Canped, Helen Harper, iD, Serenity et Lille) via des surfaces de distribution, des établissements de santé et des pharmacies. Le CA de produits se répartit comme suit :

- produits de puériculture (52,8%) : couches pour bébés, couche-culotte et lingettes ;
- produits d'incontinence (33,6%) : culottes et couches pour adultes, serviettes d'incontinence et protections de lit ;
- produits d'hygiène féminine (12,2%) : serviettes périodiques, protège-slips et tampons ;
- autres (1,4%) : notamment produits cosmétiques et gants médicaux.

La répartition géographique du CA en 2015 est la suivante : Europe de l'Ouest (65,4%), Europe de l'Est (16,2%) et autres (18,4%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	16,35x
Cours/Actif Net :	2,1x
Rendement :	2%



■ Notre opinion

Une valeur de croissance belge plus internationale

Dans un monde où la croissance économique reste structurellement cantonnée sous les 4%, les estimations de croissance à deux chiffres du bénéfice par action du Groupe Ontex sont un souffle d'oxygène.*

Analyse financière

De 2011 à 2015, le taux de croissance moyen des revenus et du résultat opérationnel a été soutenu (environ 7% par/an), quant au bénéfice final, la croissance a été exponentielle : de -18 millions d'euros en 2011, à +100 millions d'euros fin 2015. Toujours sur base des données Bloomberg, le cap symbolique des 2 milliards d'euros de revenus devrait être dépassé fin 2017, et de concert, une progression proportionnelle du résultat d'exploitation et du bénéfice. La croissance opérationnelle a bien évidemment été le fruit de nombreuses acquisitions (le mexicain Grupo Mabe en 2015, ou plus récemment Hypermarchés S.A au Brésil). La croissance du bilan comptable a essentiellement été financée par l'augmentation des capitaux propres (+315 millions d'euros en 2014) ce qui a permis une progression de l'autonomie financière (41% au S1 2016, contre 22% fin

2013), et une diminution de l'endettement nette rapportée aux capitaux propres (56% au S1 2016, contre plus de 200% entre 2011 et 2013 ; source Bloomberg). Sur base des informations du Groupe au T3 2016, le ratio dette nette/EBITDA pour fin 2017 est attendu à 3x (après prise en compte de la dernière acquisition), quant à la charge d'intérêt, elle reste très faible (EBITDA/Net finance costs : 8,8x S1 2016).

Les flux de trésorerie sont en territoire positif (même si la récente acquisition du brésilien pourrait peut-être les impacter à moyen terme), néanmoins, la capacité d'autofinancement continue d'être structurellement positive depuis 2012. Pour terminer cette revue analytique, nous retiendrons fondamentalement que l'ensemble des acquisitions ne viennent pas perturber la rentabilité opérationnelle et financière : bien au contraire, la stabilité de la structure des coûts permet aux marges de progresser, quant aux acquisitions, elles continuent de créer de la richesse. En effet, la rentabilité économique générée par les nouvelles acquisitions reste supérieure à leurs coûts, ce qui in fine crée de la valeur.

Analyse du secteur

Le secteur de l'incontinence (34% des ventes) va naturellement continuer à progresser au regard de la tendance du vieillissement de la population (notamment en Europe). Sur l'activité BabyCare (53% des ventes), le Groupe constate une "pression sur les prix élevées, en grande partie dû à l'augmentation des activités de promotion menées par les marques internationales dans plusieurs marchés en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord".

Valorisation

La stratégie de croissance externe permet au Groupe d'accroître son positionnement à l'internationalisation, et in fine d'aller capter des taux de croissances supérieurs par rapport aux marchés matures. Cette stratégie permet ainsi de compenser la diminution du taux de croissance sur le marché Européen.

Sur base des estimations du consensus, la croissance du bénéfice par action devrait croître de 12 à 14% au cours des 3 prochaines années : le consensus table sur un objectif de cours au-dessus des 31 EUR. Compte tenu d'une présence non sans risque en Amérique latine (14% des revenus au S1 2016), d'une hausse de coûts à venir sur certaines matières premières (effets sur les marges) et du risque devise sur la livre sterling (effet Brexit), nous préférons tabler sur des taux de croissance plus proches des 10% que des 14%. Toutes choses étant égales par ailleurs, nous plaçons notre objectif de cours à 30 EUR.

■ Tendence technique

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

*Source : Bloomberg en date du 15/02/2017.



■ Environnement

Les actifs risqués ont bien performé au cours du mois de février. Les actifs des valeurs refuges ont aussi bien progressé, les investisseurs ont cherché à se protéger face aux incertitudes politiques croissantes. L'or a progressé et les obligations souveraines des pays phares ont rebondies.

Il y a de plus en plus de signes que la Banque centrale américaine devrait augmenter ses taux d'intérêt directs lors de sa réunion les 14 et 15 mars prochain. La publication du compte-rendu de la dernière réunion de la Fed mentionne que "la majorité des membres ont exprimé la vue qu'il serait approprié d'augmenter les taux d'intérêt relativement rapidement". Cette décision reste dépendante des dernières statistiques en matière de marché du travail et d'inflation. L'attention des investisseurs a également été focalisée par les interventions des décideurs de la Fed. Ceux-ci ont fait mention qu'ils étaient préparés à une augmentation des taux d'intérêt.

Les marchés sont restés très attentifs aux évolutions émanant de la nouvelle administration américaine, avec comme point d'orgue le premier discours du président Donald Trump face au Congrès. A cette occasion, Donald Trump a tenu un discours dont le style et le message était moins « inflammatoire » qu'attendu. Cette communication a été plutôt bien perçue par les marchés.

Dans le même temps, les statistiques publiées montrent que l'économie américaine continue d'être sur la bonne voie. Le marché de l'emploi a évolué favorablement et les indices de confiance ont progressé. Le taux annuel d'inflation a atteint un niveau de 2,5%, soit le niveau le plus élevé depuis 2012. La différence entre les rendements obligataires entre le 30 ans et le 2 ans s'est rétrécie, les obligations avec les échéances les plus longues ayant surperformé.

La poursuite de la baisse des spreads sur les obligations "high yield" a mis en évidence que les investisseurs continuent de favoriser les actifs risqués. Ils restent optimistes et anticipent que Donald Trump devrait réussir à réaliser ses promesses électorales : une économie plus forte, une baisse des taxes et une moindre régulation.

En Europe, les risques politiques ont ressurgi à nouveau. Malgré la nette amélioration des données économiques, dont la forte hausse de l'indice PMI de la zone euro et des indices de confiance, les actifs des "valeurs-refuges" sont restés recherchés par les investisseurs. Entre-autre, les rendements des obligations souveraines de l'Allemagne ont baissé. Ce mouvement a été renforcé par les bons scores réalisés par la candidate du parti d'extrême-droite Marine Le Pen lors de sondages sur l'élection présidentielle

française. Dans le cas où elle serait élue, elle s'est engagée à organiser un référendum sur la sortie de la France de la zone euro ("Frexit").

Le Royaume-Uni s'est rapproché un peu plus du moment où il déclencherait l'article 50 suite à l'accord pour cette demande par le parlement britannique. Il est dorénavant anticipé que le Royaume-Uni introduirait sa demande de sortie de l'Union européenne au courant du mois de mars.

■ Transactions

Au cours du mois de février, nous avons décidé tactiquement d'augmenter le poids des liquidités dans les portefeuilles et ce pour 2 raisons. D'une part, nous nous rapprochons de certaines échéances politiques (élection néerlandaise, élection en France, déclenchement de l'article 50 par le Royaume-Uni) et financières (première hausse des taux de 2017 par la Fed) dont les retombées pour les marchés financiers restent difficiles à évaluer. D'autre part, les valorisations des actifs financiers risqués ont augmenté suite à leur "rally" depuis l'élection de Trump.

Pour les profils de gestion obligataire qui investissent uniquement en euros, nous avons pris notre bénéfice sur l'obligation Vestas. Nous avons vendu cette obligation à un prix de 107,57%. Pour rappel, cette obligation assortie d'un coupon de 2,75% avec une échéance 2022 avait été souscrite à un prix de 99,82% en mars 2015. Suite à une 'tender offer', l'obligation Petrobras libellée en euros d'échéance 2019 et portant un coupon de 3,25% a été sortie des portefeuilles. Nous avons accepté l'offre de 105,125% étant donné qu'elle comportait une prime de 3% par rapport au prix de marché. Nous avons réinvesti dans une obligation du même secteur, à savoir la nouvelle émission de la société mexicaine Pemex qui offre un rendement de 2,4% pour une échéance de 4 ans. Pemex est un émetteur de qualité "investment grade" étant donné le support que devrait lui apporter le gouvernement mexicain en cas de difficultés. Pemex est d'une extrême importance pour le Mexique car il contribue à près de 15% des recettes du gouvernement mexicain.

Pour les profils de gestion obligataires qui investissent en devises étrangères, l'obligation libellée en dollar américain d'AT&T d'échéance 2020 a été achetée. AT&T, la plus grande société de télécommunications opérant aux Etats-Unis, est un débiteur d'excellente qualité qui opère dans un secteur d'activité stable. Cet achat permet d'augmenter le poids des obligations "core" dans le portefeuille, à savoir une obligation "corporate", de qualité "investment grade" et de rang senior dans la structure de capital. Comme l'obligation en dollar américain CNH Industrials 2017 3,25% est arrivée à échéance le 1^{er} février dernier, l'achat de

l'obligation AT&T n'a pas entraîné d'augmentation du poids de dollars dans le portefeuille.

Pour les profils de gestion avec actions, les transactions effectuées durant le mois ont permis d'augmenter le niveau des liquidités. A la fin février, les liquidités représentent près de 6% du portefeuille par rapport à un poids inférieur à 3% en début de mois.

Au niveau des valeurs individuelles, nous avons vendu l'action du constructeur automobile allemand Daimler à la suite de la publication de ses résultats annuels. Daimler a annoncé un plan d'investissement de 14 milliards d'euros dans la Recherche et le Développement. A court terme, ce plan devrait impacter négativement les marges opérationnelles et les bénéfices. Avant cette annonce, les bénéfices étaient attendus en progression de 5%, ceux-ci devraient dorénavant diminuer de 4% en 2017.

La multinationale française Schneider Electric, qui est spécialisée dans les équipements électriques, a publié des résultats en ligne avec les attentes. Le groupe Schneider Electric a négativement surpris par son annonce d'un moindre "pricing power". Schneider Electric semble éprouver des difficultés à répercuter à ses clients la hausse des prix des matières premières. Etant donné la forte hausse du cours de bourse, une valorisation qui offre un faible potentiel d'appréciation et face à la montée des risques, nous avons décidé de sortir cette action des portefeuilles.

Suite à la publication de résultats meilleurs qu'attendus et d'un relèvement de ces 'guidances', l'action du géant pétrolier Total a fait son entrée dans les portefeuilles. Parmi

les grandes compagnies pétrolières, Total a le profil de croissance organique de la production le plus élevé. Les marges opérationnelles devraient progresser suite à l'augmentation du programme de réductions des coûts, à la forte baisse des dépenses d'exploration et aux investissements faits par le passé pour diminuer le coût de production du pétrole. L'action Total se traite à des multiples de valorisation relativement attrayant : 12 x les bénéfices attendus de 2017 et un rendement sur dividende de 5,2%. Le montant du dividende semble soutenable et devrait progresser dans le futur.

A la fin du mois de février, nous avons décidé de réduire tactiquement le poids des actions dans les portefeuilles pour les raisons suivantes : augmenter les liquidités, la classe des actions semble "surachetée", la valorisation des actions est moins attrayante et la volatilité sur les marchés des actions est basse. Ceci pourrait indiquer que les marchés d'actions sont soit trop complaisants soit trop optimistes. La mise en œuvre de cette décision tactique s'est traduite dans les portefeuilles par la réduction du poids dans l'OPC Vontobel US Value Equities (actions américaines) et par la vente de l'ETF Amundi MSCI Europe Ex EMU. Cet ETF réplique la performance d'un indice qui investit dans 200 actions de 'blues-chips' basées dans 5 pays européens (Royaume-Uni, Suisse, Suède, Danemark et Norvège) en dehors de l'Union Economique et Monétaire.

Tout regain de la volatilité sur les marchés financiers sera mis à profit pour investir les liquidités ainsi dégagées dans des actions et ce à des prix plus attractifs. Dans l'attente, une partie des liquidités ont été investies dans l'ETF Amundi FRN Corp USD.

Perspectives et points d'attention

- Le "reflation trade" se maintiendra-t-il ?
- Le suivi par l'OPEP de la réduction des quotas pétroliers
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- Le début de l'investiture du nouveau président des Etats-Unis
- La montée des incertitudes politiques
- La politique de change de la Chine
- Les flux de capitaux vers les marchés émergents

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).

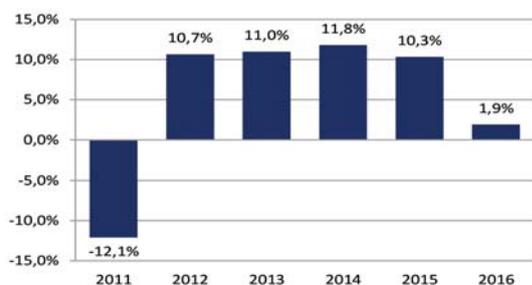
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 28 février 2017	14,92€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	9,90%
3 ans rend. actuariel :	9,15%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,39%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,72%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plusvalue :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

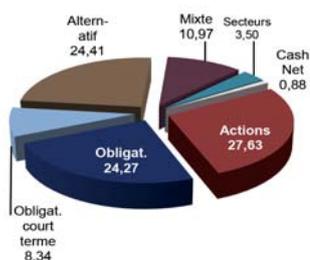
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

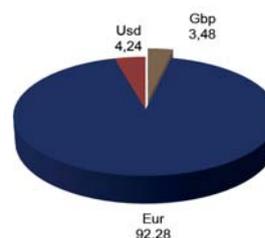
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

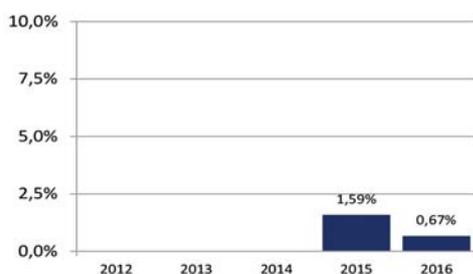
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 28 février 2017	10,28€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	3,94%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	1,54%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,21%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	Néant
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Administrateur :	Caceis Belgium	Précompte mobilier sur la plusvalue :	Néant
		Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

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

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

24 février 2017