

Edito

L'année 2017 commence sous de bons augures pour les investisseurs. Ainsi, sur le plan fiscal, la taxe sur les plus-values spéculatives, qui a coûté des dizaines de millions d'euros à l'Etat, a été finalement annulée par le Gouvernement fédéral. Toutes les transactions de vente réalisées à partir du 1^{er} janvier 2017 sont désormais exemptées de taxe sur les plus-values spéculatives, et ce indépendamment de la date d'acquisition des actions vendues.

Chez Leleux Associated Brokers, ce début d'année 2017 est également marqué par le lancement d'un nouveau service : le Plan d'Investissement Périodique. Destiné aux clients particuliers bénéficiant du service de Conseil Ponctuel en Investissement, le Plan d'Investissement Périodique permet à l'investisseur d'investir très rapidement et très facilement des montants réputés modestes à une fréquence précise. A chaque réalisation de la fréquence choisie par l'investisseur, le Plan d'Investissement Périodique génère un ordre de souscription dans un fonds que le client aura précédemment sélectionné, et ce pour le montant net qu'il aura défini. Nous avons ouvert l'univers d'investissement à tous les fonds autorisant les ordres en montant, en parfait accord avec notre philosophie d'architecture ouverte et transparente.

Ce service constitue la réponse adéquate aux besoins d'un investisseur souhaitant constituer mensuellement un capital pour ses enfants ou ses petits-enfants lorsqu'ils auront atteint leur majorité. Ainsi, un compte en Conseil Ponctuel en Investissement peut être ouvert en nos livres pour chaque enfant ou chaque petit enfant. Ce compte peut alors être approvisionné régulièrement (une fois encore selon la fréquence choisie par l'investisseur). Il ne reste plus qu'à sélectionner le fonds dans lequel l'investisseur souhaite investir et à définir le montant et la fréquence du plan d'investissement périodique. A partir de ce moment, Leleux Associated Brokers s'occupe du reste, à savoir la génération de l'ordre à la

fréquence sélectionnée et l'établissement du bordereau de souscription. Au fur et à mesure des mois et des années, l'investisseur peut ainsi constituer un capital pour lui-même, pour ses enfants ou encore pour ses petits-enfants et faire profiter ce capital investi à long terme de l'évolution des marchés boursiers.

Six fréquences sont disponibles pour un Plan d'Investissement Périodique : une fois par semaine, une fois par mois à un jour fixe, le dernier jour du mois, le dernier jour du trimestre, le dernier jour du semestre et le dernier jour de l'an. Le Plan d'Investissement Périodique est accessible pour tous les montants supérieurs à 50,00 EUR (sous réserve de l'acceptation par le fonds sélectionné des ordres en montant et du minimum à investir par ordre). Plusieurs Plans d'Investissement Périodique peuvent être activés sur un seul et même compte, ce qui vous permet également de diversifier votre risque et d'investir régulièrement dans plusieurs fonds. Cette stratégie est particulièrement adaptée à ceux d'entre vous qui souhaiteraient lisser sur l'année les variations des marchés boursiers, ou encore à ceux d'entre vous qui ont peu de temps à monopoliser pour construire un portefeuille d'investissement.

Le Plan d'Investissement Périodique est gratuit, en ce sens qu'il ne génère pas de frais en tant que tel. Les ordres de souscription ainsi générés suivront la tarification en vigueur de Leleux Associated Brokers, avec cependant une réduction de taille : le frais de bordereau de 7,50 EUR n'est pas d'application sur les ordres générés par un Plan d'Investissement Périodique.

Nos chargés de clientèle sont à votre entière disposition, dans nos 30 agences, pour vous fournir toute information complémentaire sur ce nouveau service et pour parcourir avec vous les différents Plans d'Investissement Périodique qui correspondraient à votre profil d'investisseur.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, à vous et à votre famille, tous nos vœux de santé, de bonheur et de prospérité pour l'année 2017.

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

483,17 +5,7%⁽¹⁾ 
+9,4%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

3.606,36 +3,7%⁽¹⁾ 
-2,5%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

4.862,31 +6,2%⁽¹⁾ 
+4,9%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

11.481,06 +7,9%⁽¹⁾ 
+6,9%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

7.142,83 +5,3%⁽¹⁾ 
+14,4%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

8.219,87 +4,4%⁽¹⁾ 
-6,8%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.010,55 +6,4%⁽¹⁾ 
-2,9%⁽²⁾ 

DJIA (USA)

19.762,60 +3,3%⁽¹⁾ 
+13,4%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

5.383,12 +1,1%⁽¹⁾ 
+7,5%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

15.287,59 +1,4%⁽¹⁾ 
+17,5%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

19.114,37 +4,4%⁽¹⁾ 
+0,4%⁽²⁾ 

MSCI World

1.751,22 +2,3%⁽¹⁾ 
+5,3%⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2015



L'activité mondiale s'est améliorée au second semestre de cette année. Les données publiées au cours des derniers mois suggèrent une expansion relativement stable dans les économies avancées et une légère amélioration dans les économies émergentes. Les perspectives d'évolution de l'activité mondiale à moyen terme demeurent celles d'un renforcement continu de la croissance, qui devrait toutefois être inférieure à son rythme d'avant la crise. Les perspectives mondiales continuent d'être assombries par plusieurs facteurs, notamment l'effet défavorable des faibles cours des matières premières sur les pays exportateurs, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise et la hausse des incertitudes aux Etats-Unis.

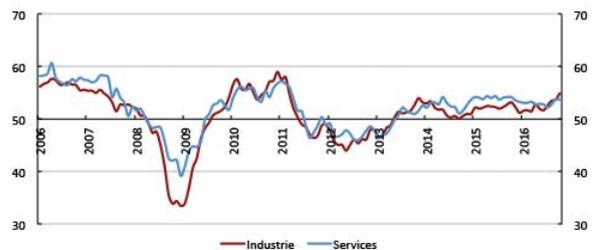
Les marchés financiers font preuve d'une bonne résistance dans les économies avancées, tandis que des signes de tensions semblent apparaître dans certaines économies émergentes. Les rendements des obligations à long terme aux Etats-Unis ont sensiblement augmenté, en partie en raison des anticipations par le marché d'une hausse de l'inflation liée à une éventuelle relance budgétaire. La volatilité sur les marchés boursiers a diminué au cours des dernières semaines et les marchés boursiers des économies avancées se sont légèrement renforcés. Les économies émergentes ont bénéficié d'une amélioration des conditions de financement lors des trimestres récents, mais depuis l'élection de novembre aux Etats-Unis, le retour des flux de capitaux vers ces économies a commencé à s'atténuer, les écarts de rendements des emprunts publics des économies émergentes ont augmenté et les tensions sur les monnaies se sont intensifiées.

L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale est resté inchangé en novembre, à 53,3, indiquant une croissance mondiale vigoureuse au dernier trimestre de l'année. Les évolutions observées en novembre ont été positives dans la plupart des économies avancées et émergentes. De même, les indicateurs coïncidents et avancés de l'OCDE vont dans le sens d'une stabilité du rythme de croissance dans les économies avancées, mais d'une amélioration dans les principales économies émergentes. Dans l'ensemble, la croissance semble se maintenir dans les économies avancées et avoir atteint un point bas dans les économies émergentes.

L'activité économique aux Etats-Unis s'est sensiblement améliorée au 3^{ème} trimestre 2016, après la croissance modérée observée au 1^{er} semestre. Les exportations nettes et la constitution de stocks se sont fortement redressées et ont apporté une contribution importante à la croissance du PIB en volume au 3^{ème} trimestre, tandis que l'investissement est resté faible et que les dépenses de consommation se sont ralenties. A l'avenir, la croissance devrait progresser à un rythme modéré, soutenue par l'amélioration des fondamentaux économiques. L'incertitude résultant de l'élection présidentielle américaine s'est accentuée. La hausse des anticipations de relance budgétaire a entraîné un certain resserrement des conditions financières, notamment des taux d'intérêt à long terme.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro. Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3% en rythme trimestriel au 3^{ème} trimestre 2016, après avoir enregistré une croissance comparable au 2^{ème} trimestre. Les données devenues disponibles, en particulier les résultats des enquêtes, indiquent une poursuite de la croissance au 4^{ème} trimestre 2016.

Sentiment directeurs d'achat zone euro



Au Royaume-Uni, en dépit d'une incertitude accrue immédiatement après le référendum sur son appartenance à l'Union Européenne, l'activité économique a bien résisté au troisième trimestre. La croissance du PIB au troisième trimestre a été soutenue par la vigueur de la consommation et par une contribution importante des exportations nettes, tandis que l'investissement a bien résisté. Toutefois, l'incertitude concernant les futures relations commerciales entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni devrait ralentir l'investissement, tandis que la récente dépréciation de la livre pèsera sur la consommation.

Au Japon, même si le PIB en volume a progressé à un rythme vigoureux au 3^{ème} trimestre, l'activité économique sous-jacente continue d'augmenter de façon modérée. Les facteurs défavorables liés à la mollesse de la demande étrangère et à la faiblesse de la consommation privée persistent. A l'avenir, le caractère accommodant des conditions financières et les résultats positifs des entreprises devraient stimuler l'investissement. Les exportations devraient se redresser progressivement en liaison avec la hausse de la demande étrangère, malgré l'appréciation passée du yen. En revanche, la consommation privée devrait se poursuivre à un rythme modéré. Des mesures de relance budgétaire devraient soutenir la demande intérieure au cours des prochaines années.

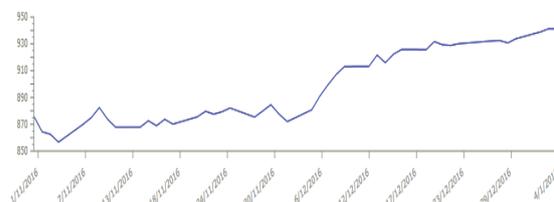
En Chine, la croissance s'est stabilisée au 3^{ème} trimestre, soutenue par la vigueur de la consommation et des dépenses d'infrastructure. Tandis que les perspectives à court terme sont dominées par l'ampleur de la politique de relance, la croissance économique devrait poursuivre sa tendance à un ralentissement progressif à moyen terme. La croissance de l'investissement devrait continuer à ralentir à mesure que les surcapacités sont progressivement réduites. La consommation devrait être le principal moteur de la croissance.



Europe

Alors que les 11 premiers mois de l'année 2016 ont été chaotiques, le mois de décembre a permis aux indices en Europe de terminer sur les chapeaux de roues. Une fois de plus, "grazie" Mario Draghi ! C'est en effet le président de la Banque centrale européenne (BCE) qui a permis aux indices boursiers de sortir de leur torpeur grâce au "bazooka" monétaire (qui consiste à racheter chaque mois des obligations d'Etats) dont le rythme des achats de dettes publiques a été rallongé de 9 mois. Face à la faiblesse endémique de la croissance en zone euro et aux nombreux risques politiques (l'année 2017 sera encore riche au niveau politique : Pays-Bas, France et Allemagne), le patron de la BCE maintient sous perfusion les marchés. Dans ce contexte, les investisseurs boursiers et les pays surendettés applaudissent, et les Allemands s'affligent.

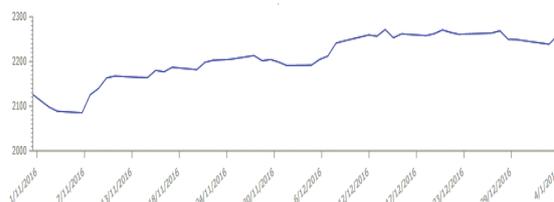
EURO STOXX 50



États-Unis

Pour la première fois de son histoire, l'indice Dow Jones (créé en 1896, soit le plus vieil indice au monde) se rapproche d'un seuil symbolique. Si au début de l'année 2016, un investisseur avait annoncé que l'indice Dow Jones allait flirter avec les 20.000 points aujourd'hui, on l'aurait à coup sûr comparé à certains personnages dans L'Argent (d'Émile Zola) touchés par la fièvre spéculative des marchés financiers du XIX^{ème} siècle. Et pourtant, c'est bien l'arrivée au pouvoir de Donald Trump et du passage progressif des investisseurs du marché obligataire à celui des actions qui explique en grande partie la hausse des indices américains sur 2016. L'année 2017 va débuter avec la cérémonie d'investiture du nouveau président américain, les marchés n'en perdront pas une miette.

S&P 500



Pays émergents

L'économie chinoise n'a pas déraillé en 2016, déjouant -une fois de plus- les craintes émises par de nombreux investisseurs. Avec une année qui se termine plutôt assez bien au niveau économique, les indices boursiers en Chine commencent à reprendre un peu de hauteur. Outre les menaces des restrictions commerciales du futur nouveau président américain (inquiétantes mais peu crédibles), il faudra suivre l'impact de la hausse du dollar sur le yuan et in fine le niveau des réserves de changes.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	19/01
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,20	25/01
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	105,6	25/01
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	30/01
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	31/01
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,75%	0,75%	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	53,8	54,7	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	56,8	57,2	03/02
JAP	Produit Intérieur Brut	-	1,3%	13/02

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
2,44%	+6 ⁽¹⁾ +17 ⁽²⁾
EUR	
0,21%	-7 ⁽¹⁾ -42 ⁽²⁾
Allemagne	
0,21%	-7 ⁽¹⁾ -42 ⁽²⁾
Autriche	
0,43%	-12 ⁽¹⁾ -47 ⁽²⁾
Belgique	
0,53%	-10 ⁽¹⁾ -44 ⁽²⁾
Espagne	
1,38%	-17 ⁽¹⁾ -39 ⁽²⁾
Finlande	
0,35%	-10 ⁽¹⁾ -57 ⁽²⁾
France	
0,69%	-7 ⁽¹⁾ -30 ⁽²⁾
Grèce	
7,11%	+53 ⁽¹⁾ -118 ⁽²⁾
Irlande	
0,75%	-13 ⁽¹⁾ -40 ⁽²⁾
Italie	
1,82%	-17 ⁽¹⁾ +22 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,36%	-8 ⁽¹⁾ -44 ⁽²⁾
Portugal	
3,76%	+5 ⁽¹⁾ +125 ⁽²⁾

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

Lors de sa réunion de politique monétaire du 8 décembre 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'étendre le programme d'achat d'actifs au-delà de mars 2017 afin de maintenir le soutien monétaire très significatif qui est indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

La BCE s'attend à ce que l'expansion économique dans la zone euro se poursuive à un rythme modéré, mais devenant plus soutenu. Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle soutiennent la demande intérieure et ont facilité le désendettement. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. Dans le même temps, des signes montrent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs. Les projections tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7% en 2016 et 2017 et de 1,6% en 2018 et 2019. La hausse annuelle du taux d'inflation de la zone euro s'est poursuivie, pour s'établir à 0,6% en novembre 2016, après 0,5% en octobre et 0,4% en septembre. Cette évolution traduit dans une large mesure l'augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent. L'inflation totale devrait continuer de s'accélérer sensiblement au cours de l'année, pour atteindre des taux supérieurs à 1%, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE, la

reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives, les taux d'inflation devraient poursuivre leur hausse en 2018 et 2019. Les projections sont une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2% en 2016, de 1,3% en 2017, de 1,5% en 2018 et de 1,7% en 2019.

La BCE continuera d'effectuer des achats au titre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme - APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017. Les achats d'actifs devraient se poursuivre à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, entre-temps, les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs envisage d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme.

La BCE a également décidé d'ajuster les paramètres de l'APP à compter de janvier 2017 :

1° la gamme d'échéance du programme d'achats de titres du secteur public sera élargie à travers la réduction de la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an

2° les achats, dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE seront autorisés

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été laissés inchangés et ils devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Les rendements des obligations souveraines à dix ans de la zone euro ont baissé en moyenne de 40 à 60 points de base sur l'année 2016. Depuis le début octobre, il y a eu une inversion de la tendance avec une hausse des taux d'intérêt qui a permis de récupérer la moitié de la baisse importante des rendements des obligations souveraines de la zone euro observée depuis le début d'année. Sur l'année 2016, les écarts des rendements souverains vis-à-vis du taux allemand à dix ans se sont creusés de 5 à 50 points de base. La plus forte hausse des écarts de rendements souverains s'est produite en Italie et a été principalement associée à l'incertitude politique découlant du référendum constitutionnel organisé le 4 décembre.

Après une phase de baisse des rendements des obligations émises par les entreprises qui s'est amorcée vers la mi-février, incluant une inversion de tendance de courte durée en juin sous l'effet des tensions suscitées par le référendum au Royaume-Uni, les rendements des obligations émises par les entreprises ont augmenté pour toutes les classes de notation depuis début septembre. Toutefois, ces hausses ont été globalement faibles. Les écarts de rendements vis-à-vis des taux de rendements des emprunts publics n'ont que légèrement augmenté. Les rendements plus élevés des obligations du secteur des entreprises n'indiquent pas actuellement de forte hausse de la perception par le marché des risques du secteur privé.

L'augmentation des rendements nominaux depuis octobre résulte également de la baisse des anticipations d'une politique monétaire plus accommodante de la BCE. Les intervenants de marché ne s'attendent plus à de nouvelles baisses du taux de la facilité de dépôt, fixé actuellement à -0,40% depuis mars 2016. L'augmentation récente des rendements nominaux et la forte pentification de la courbe des taux qui en a résulté n'attire pas l'investisseur particulier. Ainsi, le montant final des souscriptions au Bon d'Etat à 10 ans émis en décembre dernier et portant un coupon de 0,60% a été de 19 millions d'euros.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Décembre 2016	total 2016
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	0,3%	4,0%
Etats-Unis (\$)	-0,2%	1,0%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	0,7%	4,7%
Etats-Unis (\$)	0,5%	5,5%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	1,6%	8,1%
Etats-Unis (\$)	1,9%	15,3%

Source : Bloomberg

*Return en EUR.

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/12/16	Variation depuis 31/12/15
Investment Grade		
AAA	1,17%	-62
AA	0,96%	-43
A	0,67%	-61
A	0,95%	-54
BBB	1,50%	-77
High Yield	3,25%	-187

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/12/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,32%	-19
OLO 2 ans	-0,67%	-34
OLO 5 ans	-0,40%	-43
OLO 7 ans	-0,12%	-52
OLO 10 ans	0,53%	-44
OLO 30 ans	1,60%	-43

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	BMW	0,750%	12.07.2024	99,43%	0,83%	I+	XS1548436473	1.000
EUR	RCI Banque	0,750%	12.01.2022	99,50%	0,85%	I	FR0013230737	1.000
GBP	IBRD	0,750%	07.12.2021	99,55%	0,84%	I+++	XS1548943064	1.000
TRY	EIB	5,250%	03.09.2018	92,46%	10,43%	I+++	XS0935881853	1.000
USD	Ford Motor	4.346%	08.12.2026	101,40%	4,16%	I	US345370CR99	2.000
USD	Nestle	1,875%	09.03.2021	98,50%	2,24%	I++	XS1376845860	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



Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,95 +0,7%⁽¹⁾
+3,2%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,17 -0,7%⁽¹⁾
-13,6%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,81 -1,5%⁽¹⁾
+6,1%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -0,7%⁽¹⁾
+5,7%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,45 +0,1%⁽¹⁾
+0,4%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,93 +0,5%⁽¹⁾
+1,6%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,68 -1,9%⁽¹⁾
+2,0%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 +0,6%⁽¹⁾
+6,3%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +1,1%⁽¹⁾
-3,2%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +1,0%⁽¹⁾
+1,9%⁽²⁾

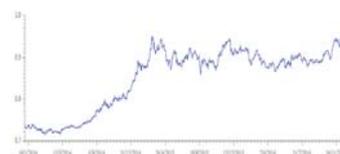
SEK/EUR (Suède)

0,10 +2,1%⁽¹⁾
-4,2%⁽²⁾

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

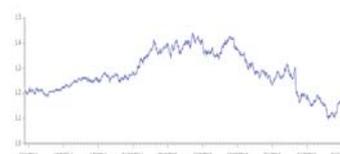
USD/EUR

Une fois n'est pas coutume, le dollar s'est apprécié sur le mois dernier. La perspective de grands projets d'investissement promis par Donald Trump et la remontée des taux de la Réserve fédérale (Fed) ont renforcé le mouvement : le 20 décembre, il a atteint son plus haut niveau en quatorze ans face à six autres grandes devises.



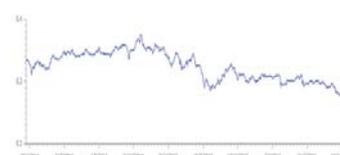
GBP/EUR

Après une progression en novembre dernier de la livre sterling, le mois de décembre a été très calme. Les récentes déclarations du gouvernement Britannique suggèrent que nous nous dirigeons plutôt vers un "hard" Brexit.



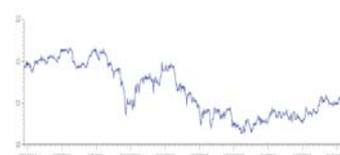
TRY/EUR

Une nouvelle fois, la livre turque a enregistré une très forte baisse. La livre turque se situe au plus bas de son histoire face à l'euro (mais aussi au dollar). L'inflation galope toujours dans le pays et la croissance ralentit en raison des nombreuses incertitudes.



NOK/EUR

La hausse 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 déprécié vis-à-vis de l'euro (mais aussi du dollar) : cette mesure entraîne en effet une fuite des capitaux.



AUD/EUR

Le dollar australien a très peu évolué ces derniers mois.

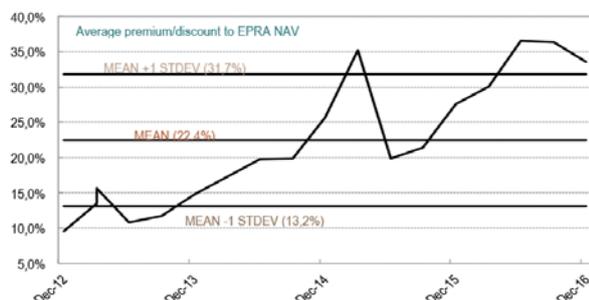




Performance boursière

Le taux à 10 ans a baissé de 0,63% fin novembre à 0,53% fin décembre. Grâce à cette baisse de taux d'intérêt, les SIR ont connu une excellente fin d'année, avec une hausse moyenne (non pondérée) de 3,1% pendant le mois de décembre. Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de Montea (7,8%) et Care Property Invest (6,2%). Le recul le plus marqué est enregistré par Vastned Retail Belgium (-1,4%).

Les SIR ont clôturé l'année civile 2016 avec une prime moyenne estimée de 33,5% par rapport à la VNI de l'EPRA.



Information financière

Befimmo a versé un dividende intérimaire brut de 2,55 EUR par action en décembre. Le dividende de clôture de 0,90 EUR sera versé le 5 mai 2017 (ex-coupon 3 mai 2017).

Home Invest Belgium a acheté 241 cottages au Center Parcs Port Zélande aux Pays-Bas. L'acquisition représente environ 10% (env. 37 millions EUR) du portefeuille immobilier existant et générera chaque année un loyer de 2,32 millions EUR, soit un rendement initial d'environ 6%.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/11/16	31/12/15	31/12/15		
Aedifica	71,08	2,2%	20,9%	20,9%	23,8	3,1%
Care Property Invest	20,45	6,2%	34,5%	34,5%	28,8	3,2%
XIOR	35,67	0,0%	36,9%	36,9%	29,4	3,2%
Home Invest Belgium	94,74	0,0%	6,6%	6,6%	42,7	4,2%
QRF	26,90	5,2%	10,0%	10,0%	16,7	5,1%
Retail Estates	75,20	1,9%	-1,1%	-1,1%	16,5	4,5%
Vastned Retail Belgium	53,85	-1,4%	0,6%	0,6%	22,1	4,5%
Ascencio	62,65	3,4%	15,6%	15,6%	15,1	5,3%
Wereldhave Belgium	103,60	0,7%	2,1%	2,1%	19,0	4,6%
Warehouses Estates Belgium	64,30	5,8%	10,7%	10,7%	16,2	5,7%
Leasinvest Real Estate	105,50	5,9%	18,5%	18,5%	16,9	4,9%
Befimmo	53,36	1,9%	3,9%	3,9%	14,2	6,4%
Cofinimmo	108,65	4,3%	14,0%	14,0%	17,0	5,1%
Montea	46,00	7,8%	23,9%	23,9%	17,0	4,6%
WDP	84,89	4,8%	10,6%	10,6%	16,0	5,0%
Intervest Offices & Warehouses	23,90	0,2%	4,8%	4,8%	13,9	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Ascencio a vu 54% de ses actionnaires opter pour un dividende en actions. 132.908 actions nouvelles ont été émises à un prix de 56,94 EUR par action nouvelle. Le capital augmente ainsi de 7,5 millions EUR. De même, Ascencio a acheté "Les Papeteries De Genval" pour 28 millions EUR, avec un rendement locatif initial de 5,4%. Les Papeteries De Genval est un projet de plus de 30 magasins, dont 90% sont déjà loués.

Aedifica a acheté un centre de soins et de logement en Belgique pour environ 11 millions EUR avec un rendement de départ brut d'env. 6%. En Allemagne, une maison de repos a été achetée à Berlin pour env. 8 millions EUR et un rendement initial brut d'env. 7%.

Cofinimmo a acquis un centre de soins et de logement en Allemagne pour 8,8 millions EUR avec un rendement locatif initial brut de 5,9%. Deux centres de soins de première ligne ont également été acquis aux Pays-Bas pour respectivement 6,0 millions EUR et 9,4 millions EUR. Le rendement locatif initial brut s'élève à 7,1% et 6,5%. L'immobilier de soins représente désormais 44% du portefeuille d'investissement total.

Care Property Invest a bouclé avec succès l'acquisition d'une société propriétaire d'un groupe de logements d'assistance à Rijmenam-Bonheiden. Le prix total de l'opération s'élevait à 13,4 millions EUR. Depuis le 19 décembre, Care Property Invest est reprise dans l'indice Bel Mid.

Retail Estates a acheté un portefeuille de 25 immeubles commerciaux pour un montant total de 37,7 millions EUR. L'acquisition a été financée par l'émission de 174.404 actions nouvelles à un prix d'émission de 65 EUR par action nouvelle, et le solde par dette. La superficie commerciale totale s'élève à 25.738 m², pour un revenu locatif de 2,42 millions EUR, soit un rendement initial de 6,44%. Tous les immeubles commerciaux ont été construits récemment.



GREENYARD FOODS (ISIN BE0003765790 - 14,58 EUR)

Profil

Greenyards Foods est un groupe agroalimentaire organisé autour de 2 familles de produits :

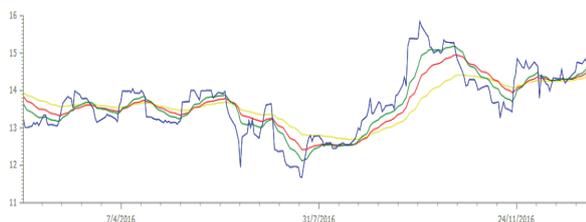
- légumes surgelés (78,3% du CA) : petits pois, pois chiches, haricots verts, fèves, pousses de soja, carottes, navets, choux, etc. Par ailleurs, le groupe propose des préparations culinaires de légumes surgelés et prêtes à l'emploi (mélanges de légumes, quiches, salades froides, tartes, veloutés, etc.) ;
- conserves de fruits et de légumes (21,7%).

Les produits sont destinés aux marchés de l'industrie alimentaire, des services de restauration et de la distribution. A fin mars 2016, le groupe dispose de 24 sites de production implantés en Europe.

La répartition géographique du CA est la suivante : Belgique (10,6%), Allemagne (32%), Pays Bas (21,4%), Royaume Uni (10,1%), France (6,6%), Europe (15,6%) et autres (3,7%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 20,75x
Cours/Actif Net : 0,94x
Rendement : 1,17%



Notre opinion

Le Groupe Greenyard a enregistré au S1 2016/2017 une progression de 8,6% de ses revenus, à 2,15 milliards d'euros. La croissance organique est ressortie à 6,8%, dont 2,8% provenaient de l'acquisition de Lutèce. Les taux de change ont eu un impact négatif de 0,9%. Le REBITDA a progressé de 7,2% à 77,7 millions d'euros, et la marge reste relativement stable à 3,6%. Le bénéfice net a triplé pour atteindre les 6,8 millions d'euros. La dette financière nette a diminué de 36,5 millions d'euros, et atteint ainsi les 379 millions d'euros.

Chiffres (Mio EUR)	S1 15/16	S1 16/17	Δ%
Revenus	1.978,6	2.146,1	8,6%
REBITDA	72,6	77,7	7,2%
REBITDA-marge	3,7%	3,6%	-
Bénéfice net	2,2	6,8	210%
EPS	0,05	0,15	210%
Dette financière nette	415,4	379,0	-8,8%

Depuis l'acquisition d'Univeg / Peatinvest en juin 2015 et de Lutèce en 2016, la dette financière nette a fortement progressé. Toutefois, celle-ci a fortement diminué et au 30 septembre 2016, la dette représentait 52% des capitaux propres.

Le Groupe Greenyard peut depuis le 15 novembre 2016 racheter les obligations Univeg (7,875%) avec une pénalité de 3,9%. Le refinancement de cette obligation de 285 millions d'euros (soit 75% de la dette financière nette) ne changera pas le niveau d'endettement, mais conduira à une diminution des coûts d'emprunt et donc à une amélioration de la couverture des intérêts. L'impact positif de cette mesure pourrait permettre au bénéfice net de progresser jusqu'à 25% !

Chiffres (Mio EUR)	FY 14/15	FY 15/16	1H 16/17
Endettement financier net	236,0	415,4	379,0
Capitaux propres	221,8	728,3	723,2
NFS/EV	106%	57%	52%

Le secteur alimentaire a toujours eu un appétit d'ogre pour les fusions acquisitions (car recherche de croissance et de synergies dans un secteur mature dans les pays occidentaux), en outre, la période actuelle est d'autant plus propice à ces types d'opérations que le niveau de rémunération des liquidités reste nettement inférieure aux taux de croissance interne des entreprises. Fidèle donc à sa stratégie de croissance externe et évoluant dans un secteur fortement fragmenté, l'acquisition de l'entreprise Lutèce est tout sauf une surprise.

Le Groupe Greenyard a indiqué qu'il était bien placé, après un bon début d'année, pour continuer sa croissance et réaliser des synergies suite aux dernières acquisitions.

Le poids important de la dette et la faible rentabilité des actifs économiques expliquent les faibles multiples de valorisation du titre Greenyard Foods : à titre d'illustration, le ratio EV/EBITDA ressort à 7,1x (ce ratio représente le nombre de fois où l'EBITDA est capitalisé par l'actif économique) contre un secteur à 12,2x. Si comme attendu le groupe continue à maîtriser ses coûts opérationnels/financiers et parvient à engendrer des synergies via les récentes acquisitions, les multiples d'exploitation reprendront au fur et à mesure de la hauteur, et par là même le cours de bourse. La valeur intrinsèque théorique pointe vers les 18,50 EUR.



INGENICO (ISIN FR0000125346 - 73 EUR)

Profil

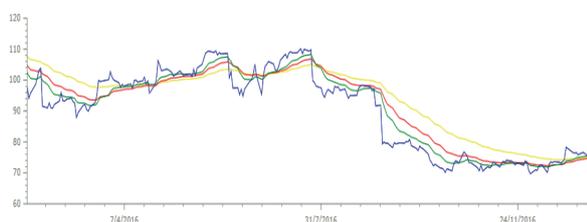
Ingenico Group est le leader mondial des solutions de paiement intégrées sur tous les canaux de vente (en magasin, en ligne et sur mobile) destinées aux commerçants, directement ou par l'intermédiaire des banques, aux distributeurs et aux fournisseurs de services. L'activité du groupe s'organise autour de 3 marques commerciales :

- Ingenico Smart Terminals : terminaux de paiement fixes ou portables et services de maintenance et de gestion des parcs de terminaux ;
- Ingenico Payment Services : services de monétique intégrée sur tous les canaux de vente (en boutique, en ligne et sur mobile) ;
- Ingenico Mobile Solutions : solutions d'acceptation de paiement mobile.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe et Afrique (34,8%), Asie-Pacifique et Moyen Orient (19,9%), Amérique du Nord (14,5%), Amérique latine (10,4%), autres (20,4%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,9x
Cours/Actif Net : 2,4x
Rendement : 2,10%



Notre opinion

L'histoire occidentale chrétienne nous montre que pour chaque circonstance de la vie, certains chrétiens ont eu parfois besoin d'avoir recours à la désignation d'un saint pour répondre à leur prière (Saint Thomas, Saint Eloi, etc.). Dans le monde de la finance, et plus particulièrement sur le dossier Ingenico, les investisseurs sont face à un dilemme : doivent-ils faire confiance à la composante "Valorisation", ou bien suivre la thématique "Croissance" ?

A présent, passons en revue les principaux éléments fondamentaux.

Perspectives du secteur

A Cannes le 29 novembre dernier, à l'ouverture du salon TRUSTECH 2016, Eurosmart (la voix de l'industrie de la sécurité intelligente) a présenté ses prévisions annuelles pour le marché des paiements sécurisés (carte à puce, etc.). Nous retiendrons : une croissance des volumes de 3% en 2016 au niveau mondial (contre une estimation de 5%

précédemment), alors que le secteur enregistrait des hausses à deux chiffres entre 2013 et 2015. Même si la croissance reste positive, il y a bel et bien un net ralentissement par rapport aux années précédentes. Enfin, pour 2017, la croissance du secteur des paiements est attendue en hausse de 4%.

Perspectives du Groupe (source Ingenico)

- Europe & Afrique (35% du CA) : le Groupe anticipe un ralentissement du cycle de renouvellement des terminaux PCI V1.
- Asie-Pacifique/Moyen-Orient (20% / 10%) : poursuite de la croissance grâce aux pays nouvellement ouverts au Groupe.
- Amérique latine (20%) : le niveau des ventes devrait se stabiliser.
- Amérique du Nord (15%) : l'activité continuera d'être impactée par la base de comparaison défavorable au T4 2016 et sur le début de l'année 2017. Poursuite des gains de marchés aux Etats-Unis.

Croissance du bénéfice par action (source Bloomberg)

Sur base du consensus, la croissance du chiffre d'affaires est attendue en hausse de 4% sur 2016, 8% sur 2017 et 10% sur 2018. Au niveau du bénéfice par action, la progression est attendue respectivement à +10%, +12% et +16%.

Bilan comptable

Sur base des derniers comptes annuels de la société (fin 2015), la santé financière est très solide : la société est suffisamment bien capitalisée et montre peu d'endettement financier, et la solvabilité reste très élevée.

Valorisation

Les multiples PER, EV/EBITDA, EV/Sales et P/B, se situent entre 1x et 1,5x l'écart type de la moyenne à 5 ans : les décotes vont de 18% à 32%. Statistiquement, les multiples de valorisation ont donc plus de chance de reprendre de la hauteur que de repartir vers le bas (sauf bouleversement majeur du régime de croissance qui rendrait caduque chaque comparaison avec le récent passé du Groupe).

Même son de cloche vis-à-vis des paires du secteur : les multiples offrent là aussi des décotes très importantes. Enfin, l'objectif moyen du consensus se situe sur un niveau 20% plus élevé que le cours actuel (objectif à 88 EUR).

Conclusion

Compte tenu de la très faible valorisation du titre nous sommes à "Renforcer", notamment vers le support des 70 EUR (tout en attribuant un poids pas trop élevé au sein d'un portefeuille).

D'autre part, nous plaçons le curseur du risque sur "Elevé" : en effet, malgré la bonne dynamique du T3 2016, nous devons bien avoir à l'esprit que des interrogations subsistent sur les résultats du T4 2016 (publiés le 23/02/2017) et sur le début de l'année 2017.



■ WEB (ISIN BE0003734481 - 64,50 EUR)

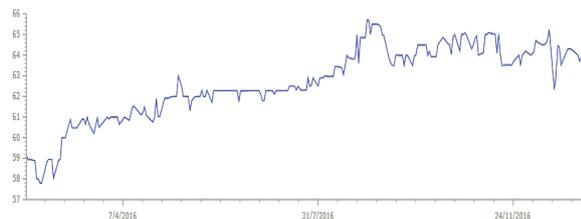
■ Profil

Warehouses Estates Belgium est une Société Immobilière Réglementée publique (SIR) spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers d'entreprise.

A fin septembre 2016, le patrimoine immobilier totalisait une surface locative de 292.169 m² pour une valeur de marché de 226,5 MEUR répartis essentiellement par type d'actifs entre immeubles commerciaux (63,2% ; 120.680 m²), immeubles industriels, entrepôts et halls (21,5% ; 147.379 m²) et bureaux (13,7% ; 24.110 m²). La totalité du patrimoine en valeur est réalisée en Belgique.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	18,98x
Cours/Actif Net :	1,50x
Rendement :	4,95%



■ Notre opinion

Warehouses Estates Belgium (WEB) est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans les immeubles commerciaux (63,2% du portefeuille), les immeubles industriels, entrepôts et halls (21,5%) et les bureaux (13,7%). Au 30 septembre 2016, WEB avait un portefeuille immobilier estimé à 226,5 millions d'euros pour une superficie de 292.169 m² et un taux de 96,5% d'occupation. Le rendement moyen du portefeuille est d'environ 7,7%.

58,29% du portefeuille immobilier est situé à Gosselies, dont 18,36% à Gosselies Nord.

Jusqu'à la mi-2015, les immeubles situés à Gosselies Nord représentaient 28,55% du portefeuille immobilier, ce qui est plus élevé que les 20% qui sont admis (comme risque de concentration) par le législateur. Par conséquent, le ratio d'endettement (Gearing) de WEB ne pouvait pas excéder les 33%.

En juillet 2015, un échange d'actifs a été organisé avec la famille Wagner : 14 bâtiments de la zone Gosselies Nord (pour une valeur de 18,8 millions d'euros et d'âge moyen de 22 ans) ont été échangés contre deux bâtiments (Bultia Village en Hainaut et Le Beau Bien à Charleroi, la valeur de l'investissement : 19,2 millions d'euros avec un âge moyen de 3 ans) avec un rendement légèrement inférieur à l'investissement. Cet échange d'actif a permis de faire

diminuer le poids de Gosselies Nord dans le portefeuille, à 19,28% (18,36% aujourd'hui). In fine, le Groupe WEB peut augmenter sa dette au niveau maximum légal de 65%.

Le Groupe WEB enregistre un niveau de dette assez faible (33,46% au 30 septembre 2016), une situation qui s'explique toujours par la restriction légale (maximum de 33%) qui a été imposée face au risque de concentration dans le portefeuille. C'est seulement après l'échange d'actifs (voir ci-dessus) que WEB a commencé à développer son portefeuille d'actifs via le financement par la dette. Durant l'exercice 2015/2016, le Groupe a réalisé pour 17,5 millions d'euros d'investissement, il y a ainsi encore de la place pour la croissance du portefeuille (sans avoir à faire appel à ses actionnaires).

Une des conséquences de la limitation du niveau de la dette est que WEB a réduit au cours de l'exercice 2013/2014 sa politique de couverture de taux (par conséquent, l'essentiel du financement était à taux variables). C'est seulement durant l'exercice 2015/2016 (période durant laquelle les échanges d'actifs ont eu lieu) que la couverture des intérêts a été mise en place. Au 30 septembre 2016, 87,3% des emprunts étaient à taux fixe. Sur cette période le coût de financement moyen ressortait à 2,26%.

En raison des éléments ci-dessus, la société immobilière WEB enregistre l'un des coûts de financement les plus bas (après Wereldhave Belgium et XIOR) parmi l'ensemble des SIRs. Combinée avec un portefeuille d'actifs au rendement élevé, la marge brute ressort également sur un niveau parmi les plus élevés (différence entre le rendement du portefeuille et coût de financement moyen).

Le titre est correctement valorisé, la valeur intrinsèque ressort à 64 EUR par action, en utilisant la méthode DCF. Le rendement du dividende est très attrayant. Nous prévoyons également que la société va continuer à s'accroître/investir durant l'année 2016/2017. Nous sommes à Conserver.

■ Derniers résultats

En 2015/2016, les revenus de location ont augmenté de 1% à 16,0 millions d'euros. La croissance a été tirée par les acquisitions de Basic-Fit à Ypres et Jette, de Waterloo Road Center à Sint-Genesius-Rhode et Le Loft à Tournai. Le taux d'occupation ressortait à 96,45%. Le bénéfice net d'exploitation a diminué de 11,2%, à 10,0 millions d'euros. Les coûts de financement ont progressé mais ont été partiellement compensés dans le bénéfice final par les nouvelles acquisitions. L'an dernier, WEB a enregistré une reprise sur provision de 1 million d'euros. Le bénéfice net courant par action atteint les 3,33 euros.

La NAV (en IFRS) pointe à 46,58 EUR par action, de sorte que l'action est cotée avec une prime de 38,5%. Le ratio de la dette au 30 septembre 2016 pointe à 33,46%. WEB versera un dividende intérimaire brut de 3,44 EUR par action, payable le 20 décembre 2016. Il n'y a pas de dividende final.



ROYAL DUTCH SHELL (ISIN GB00B03MLX29 - 25,70 EUR)

Profil

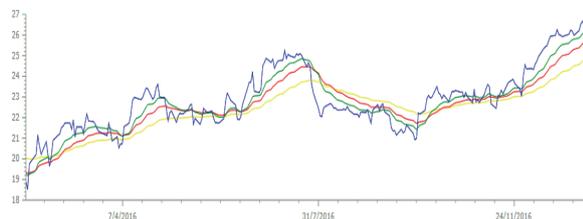
Royal Dutch Shell est spécialisé dans la production et la distribution de pétrole et de gaz naturel. Le CA par activité se répartit comme suit :

- raffinage et distribution (89,7%) : détention, à fin 2015, de 23 raffineries et d'un réseau de près de 43 000 stations-services dans le monde. En outre, le groupe développe des activités de fabrication de produits pétrochimiques (oléfines, produits aromatiques, solvants, éthylènes, propylènes, phénols, additifs, etc.), et de production d'énergie solaire ;
- exploration et production de pétrole brut et de gaz naturel (10,3%). Par ailleurs, Royal Dutch Shell développe des activités de production d'énergie éolienne et de sables pétrolifères.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (35,9%), Asie-Océanie-Afrique (36,2%), Etats-Unis (19,1%) et Amérique (8,7%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,50x
Cours/Actif Net : 1,10x
Rendement : 1,10%



Notre opinion

A l'heure du bilan de fin d'année, nous nous réjouissons de la très belle performance du titre Royal Dutch (+32% total return sur un an). Décidément, l'année 2016 nous aura réservé son lot de surprises !

Lors de notre dernière analyse sur le secteur Oil & Gas en mars dernier, nous avons indiqué "qu'un rebond rapide du cours du pétrole au-delà des 80/100 USD était illusoire", mais qu'à horizon d'un an, "un rebond vers les 50 USD était un scénario réaliste". Nous avons également indiqué que compte tenu de l'environnement actuel, "la croissance bénéficiaire dans le secteur ne serait pas au rendez-vous" mais que la stabilité du dividende était le "principal atout des compagnies pétrolières". La récente hausse du pétrole couplée à l'amélioration du cash break-even permet aux investisseurs de pouvoir revenir plus sereinement sur ce secteur qui avait bien mal commencé l'année 2016 !

Les pays Opep (Arabie Saoudite en chef de file) et non Opep (exemple avec la Russie) ont décidé le 30 novembre dernier de réduire leur production (une première depuis 2008 !). Même si "les promesses n'engagent que ceux qui y croient" comme l'aimait si bien le rappeler le président Jacques Chirac (voire Nicolas Machiavel), force est de souligner que le cartel pétrolier pourrait bien cette fois-ci devoir respecter ses engagements pour des raisons « de gros sous » : en effet, l'Arabie Saoudite se doit de valoriser au mieux la compagnie Saudi Aramco dont l'introduction en bourse est prévue début 2018, quant à la Russie, avec près de 50% du budget de l'Etat lié aux ventes d'hydrocarbures, un cours du pétrole au-delà des 50 USD serait le bienvenu pour réduire le déficit budgétaire.

Ce récent accord permet enfin de rééquilibrer l'offre et la demande sur un marché où les stocks mondiaux restent situés sur des niveaux très élevés. Bien que le retour d'un baril à plus de 100 USD n'est pas pour tout de suite (à moins d'un Cygne noir...), un objectif à 50/60 USD fin 2017 semble à l'heure actuel un niveau raisonnable.

A la suite de l'effondrement du cours du pétrole (de 110 à 30 USD en l'espace de 18 mois), les compagnies pétrolières ont fait d'énormes efforts afin de maintenir leurs flux de trésorerie en territoire positif, et ainsi sécuriser le versement des dividendes. Outre l'amélioration de leur BFR (besoin en fonds de roulement), les majors se sont principalement concentrés sur la diminution de leurs Opex et Capex (dépenses d'exploitation et d'investissement) et à la cession d'actifs non stratégiques et/ou moins rentables. L'ensemble de ses efforts ont permis in fine de réduire considérablement le niveau de cash break-even (niveau d'équilibre en matière de génération de trésorerie) et de le mettre en ligne avec le prix actuel du pétrole : le niveau de cash break-even pour Royal Dutch se situe dans une zone estimée entre 50/55 USD pour fin 2017.

Le Groupe pétrolier versera l'année prochaine près de 15 milliards de dollars à ses actionnaires, ce qui est à comparer aux estimations de flux de trésorerie de 15,5 et 23 milliards anticipés sur 2017 et 2018 (source consensus Bloomberg). Concernant la sensibilité du Groupe aux variations du cours du pétrole, Royal Dutch Shell estime qu'une variation de 10 USD sur le baril de pétrole à un impact de 5 milliards de dollars sur son bénéfice. Enfin, soulignons que les programmes de cessions d'actifs (30 milliards sur 2016/2018) seront facilités par la récente hausse des cours du pétrole.

L'exercice de valorisation conclut que le titre est actuellement correctement valorisé (valeur intrinsèque proche des 27 EUR). Prudence est mère de sûreté, nous repasserons ainsi à "l'Achat" dès que le cours reviendra dans la zone des 22 EUR (ce qui offrira un confortable rendement brut de 8%).

Gestion de portefeuilles

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



■ Environnement

L'attention des investisseurs durant le mois de décembre s'est focalisée sur les réunions des principales banques centrales et sur certains événements politiques. La seconde hausse des taux d'intérêts directs depuis la crise financière par la Banque centrale américaine était largement anticipée par les marchés. Ceux-ci ont été néanmoins surpris par les commentaires de la Fed qui envisagent trois hausses des taux d'intérêt directs en 2017 au lieu de deux.

Il aura fallu attendre la dernière réunion de la Fed en 2016 pour avoir une hausse des taux directs. La fourchette passe donc de 0,25-0,50% à 0,50-0,75%. Il y a un an, quand la Fed avait décidé la fin de sa politique monétaire de taux zéro, elle envisageait quatre hausses en 2016. La déviation entre ce plan et la réalité est d'autant plus frappante que l'économie américaine n'a pas évolué de manière très différente de ce que la Fed prévoyait alors. Elle envisageait un taux de chômage à 4,7% à la fin 2016, on est à 4,6%. Elle envisageait une inflation à 1,6%, on devait atteindre 1,7%. Seule la croissance du PIB a vraiment déçu. In fine, la Fed a maintenu un biais accommodant dans sa politique monétaire qu'elle a justifiée par l'abaissement du taux naturel. Lors de sa réunion de décembre, la Fed a donc revu vers le haut la trajectoire des taux d'intérêt en 2017. La projection médiane de la Fed envisage trois hausses en 2017 au lieu de deux. Les marchés des 'futures' signalent à ce jour un peu moins de 50% de chance d'une hausse des taux d'intérêt directs d'ici mars prochain, mais près de 75% d'ici juin 2017.

Alors que le thème de la reflation est dans tous les esprits, faut-il conclure que la Fed a désormais un biais restrictif ? Il est prématuré de conclure ainsi. La révision est marginale et s'explique par les bons chiffres récents de l'économie américaine. La Fed garde un biais accommodant et ne change pas de régime. En théorie, une relance budgétaire massive serait l'occasion de normaliser plus vite la politique monétaire mais en attendant de voir la réalité des 'Trumponomics', la Fed reste prudente. Il faudrait un boom de l'activité du secteur privé, ayant des répercussions inflationnistes, pour avoir une Fed plus agressive. Avec la montée du dollar, ce n'est pas garanti.

Au cours du mois de décembre, les actifs risqués ont bien performé. En particulier, les actions ont terminé l'année en forte hausse. 2016 a été une excellente année pour les actions des pays émergents malgré un 4^{ème} trimestre plus difficile. Les matières premières ont également bien

performé au cours de l'année, soutenu par la reprise des prix du pétrole et des métaux industriels.

Le rendement des obligations souveraines américaines à 10 ans a baissé de 100 points de base au cours du 1^{er} semestre de l'année, atteignant un plus bas de 1,4% en juillet avant de remonter fortement pour terminer l'année à un niveau de 2,5%, les marchés anticipant un scénario de 'reflation' suite à l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis.

La Banque Centrale Européenne a annoncé qu'elle allait étendre son programme d'achat d'actifs jusque décembre 2017, mais que le montant mensuel des achats d'actifs serait réduit de 80 milliards d'euros à 60 milliards d'euros. La BCE a également décidé d'augmenter l'univers des obligations éligibles en autorisant l'achat d'obligations offrant un rendement inférieur au taux sur la facilité de dépôt et en autorisant l'achat d'obligations avec une échéance d'une année. Le taux d'inflation 'headline' de la zone euro est ressorti à 1,1% en décembre, son niveau le plus élevé depuis plus de trois ans, mais encore loin de l'objectif de 2% fixé par la BCE.

En phase avec la vague de populisme montante en Europe, les électeurs italiens ont rejeté les changements constitutionnels proposés par le premier ministre Renzi. Suite à ce désaveu, Mr Renzi a démissionné. Cependant, la réaction des marchés a été de faible ampleur étant donné que le vote du « non » était largement anticipé. Bien que les rendements des obligations de la périphérie de la zone euro aient baissé au cours de la deuxième moitié du mois de décembre, les préoccupations politiques devraient continuer à peser sur les perspectives de ces pays.

Les réserves de changes de la Chine ont continué de diminuer étant donné la volonté de la Chine de défendre sa monnaie face à l'accélération de la fuite des capitaux. Il s'agit du cinquième mois d'affilée où les réserves de changes de la Chine diminuent, ce qui souligne la difficulté croissante à laquelle doit faire face les autorités politiques chinoises. Depuis sa forte dépréciation en août 2015, Pékin a cherché à combattre la baisse de sa devise en vendant du dollar américain en provenance des réserves de changes de la banque centrale chinoise.

Le prix du pétrole a continué à être volatil en décembre. Les facteurs pesant sur le cours du pétrole ont été la force du dollar et des doutes sur la crédibilité de l'application des réductions de quotas décidés par l'OPEP.

■ Transactions

Pour les profils de gestion sans actions, nous anticipons peu de mouvement dans les portefeuilles étant donné le niveau (trop) bas des taux d'intérêt des emprunts souverains de la zone euro et la normalisation de la prime des obligations des entreprises. A l'heure actuelle, nous estimons qu'il n'y a pas de catégorie d'obligations qui offrent un niveau de rendement très intéressant. Nous continuons à privilégier les obligations des entreprises par rapport aux obligations souveraines. Les raisons sont : la marge de sécurité plus grande offerte par les obligations d'entreprises et un environnement qui leur reste favorable. Elles bénéficient d'un bilan solide, de l'amélioration de la conjoncture qui devrait permettre une diminution du taux de défaut, du programme d'achat d'actifs d'obligations d'entreprises par la BCE et de la recherche de rendement par les investisseurs. Nous anticipons que les prochaines transactions seront le fruit du réinvestissement d'obligations détenues dans les portefeuilles et qui seront remboursées par l'émetteur au cours des semaines à venir (Vienna Insurance Call 2017, Fagron 2017 4,75%, VGP 2017 5,15%). A court terme, la possibilité d'investir dans des obligations libellées en euros à des conditions plus favorables pourrait résulter de nouvelles inquiétudes au niveau de la situation des Etats et/ou des banques de la périphérie de la zone euro. Au cas où ce risque se matérialise, les portefeuilles sont bien positionnés car ils ne sont pas exposés à ce type d'émetteur.

Outre les obligations libellées en euros, le profil de gestion Baryton-Bass permet d'investir dans des obligations libellées en devises et dans des actions immobilières cotées. Pour ce type de profil de gestion, nous consacrons près de 20% du portefeuille aux obligations libellées en dollar américains et 12% aux SIR. La place accordée à ces 2 classes d'actifs tient au fait que le surcroît de rendement offert par les

obligations en dollars américains et par les SIR par rapport aux taux d'intérêt offert par les placements à taux fixes en euros est proche de son maximum historique. Par contre, nous estimons que le potentiel de gain en capital (hausse du dollar par rapport à l'euro et hausse du cours des SIR) est devenu plus limité après les gains enregistrés par le passé.

Pour les profils de gestion avec actions, la prime de risque reste attrayante et justifie de privilégier au sein des portefeuilles les actions et les placements alternatifs (immobilier coté et obligations convertibles) au détriment des placements moins risqués (obligations et liquidités). Nous anticipons un return pour les placements en actions de l'ordre de 6% en moyenne sur un horizon de 5 ans. Etant donné les niveaux de valorisation actuels, une partie non négligeable de ce return devrait provenir de la distribution de dividende. Au niveau régional, nous continuons à préférer les actions des pays développés par rapport à celles des pays émergents. L'évolution de ces dernières est trop sensible à l'évolution du sentiment des investisseurs et aux prix des matières premières pour être surpondérées dans les portefeuilles. Au sein des pays développés, nous continuons à privilégier les actions européennes. Même si les perspectives de croissance de la zone euro restent mitigées, les actions de cette zone ont un potentiel de gain plus important étant donné la valorisation plus faible que les autres zones, un environnement de taux d'intérêt (monétaire et obligataire) qui devrait rester bas et une plus grande exposition à l'extérieur. Parmi les obligations, les obligations souveraines nominales de la zone euro sont sous-pondérées. La partie consacrée aux investissements en obligations sont constitués de placements dans les obligations souveraines mondiales indexées sur l'inflation, dans des obligations d'entreprises associées à une qualité de crédit 'high yield', à des placements en dollars américains et à des produits diversifiés qui doivent progresser quelque que soit l'évolution des taux d'intérêt.

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
- La restructuration de la banque italienne Banca Monte Dei Paschi

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 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

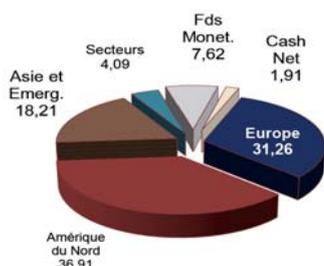
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

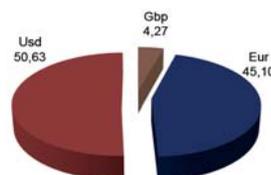
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

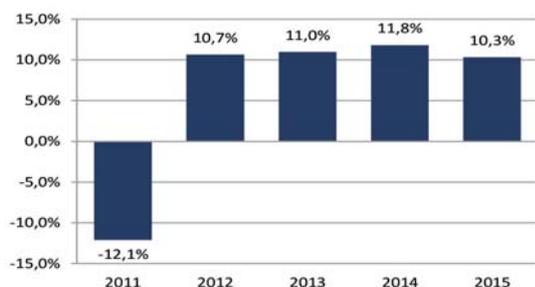
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 décembre 2016	14,24
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69
1 an rend. cumulé :	-0,62%
3 ans rend. actuariel :	7,61%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,78%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

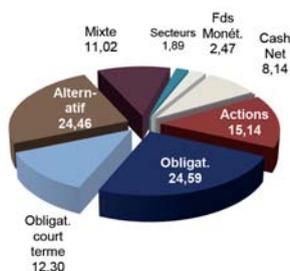
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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 29 décembre 2016	10,09
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68
1 an rend. cumulé :	0,43%
3 ans rend. actuariel :	NA
Depuis lancement rend. actuariel :	0,81%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

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 Capucienenlaan, 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 :

30 décembre 2016