

Edito

A l'approche du contrôle budgétaire de mars 2017, certains esprits s'échauffent quant au projet de réforme de la fiscalité en Belgique, et plus particulièrement de la fiscalité sur l'Épargne. Et les médias nationaux s'en font un peu plus l'écho chaque jour dans leurs colonnes.

Ainsi, nous avons été surpris par l'estimation réalisée par la Cour des Comptes du projet porté par un des partis de la coalition du gouvernement fédéral visant à taxer les plus-values dans une optique de rendre la fiscalité plus équitable. La Cour des Comptes estime ainsi que le projet de taxe sur les plus-values pourrait rapporter entre 20 et 88 millions d'euros sur une base annuelle.

Chez Leleux Associated Brokers, nous déplorons cette approche qui, outre la dispersion des chiffres annoncés, n'intègre pas l'impact sur l'économie réelle d'une telle mesure, ni l'impact de cette nouvelle taxe sur les finances publiques et plus particulièrement sur les recettes d'autres taxes en vigueur aujourd'hui.

La mise en place d'une taxe sur les plus-values aurait indéniablement un effet dévastateur sur l'économie de notre pays. Ainsi, les épargnants les mieux lotis iraient certainement se réfugier sous des cieus fiscaux plus cléments, et ils ne sont pas rares en ce moment où la plupart des Etats européens se sont lancés dans une compétition fiscale effrénée. Pensons simplement au cas du Portugal qui vient de proposer une exonération fiscale de 10 ans aux ressortissants européens optant pour un nouveau statut de résidents non habituels. Pour les épargnants moins bien lotis, il est évident que leurs habitudes d'investissement évolueront et les conduiront à des placements dans des actifs peut être moins taxés, mais dont le sort est en général plus risqué.

L'impact de ce nouvel impôt serait également dévastateur pour les entrepreneurs de notre pays, qui verraient le fruit d'une vie de travail et de sacrifice amputé au moment de leur retraite. Les conséquences sur le niveau d'emploi national, dont ils sont les premiers pourvoyeurs, seraient désastreuses. Et que penser de la réaction des investisseurs étrangers face à cette énième modification du cadre fiscal dans notre pays ?

Les finances publiques s'en retrouveraient finalement dégradées. Et l'on a du mal à imaginer qu'un parti de la coalition fédérale puisse avoir envie de réitérer l'expérience désastreuse de la taxation des plus-values spéculatives de 2016, qui, au final, aura coûté au budget plus de 70 millions d'euros.

Chez Leleux Associated Brokers, nous pensons qu'une fiscalité plus équitable aura beaucoup plus de chances d'être atteinte en réformant les impôts déjà existants. Des principes de base, tels que la transparence, la simplicité, la sécurité juridique et la cohérence globale du système fiscal, doivent guider cette volonté de réforme. Ainsi, la Taxe sur les Opérations de Bourse, qui a fêté récemment ses cent ans d'existence, pourrait être réformée en profondeur, traitant de manière équitable les épargnants indépendamment de leur choix de placements financiers. En élargissant la base de cette taxe, le gouvernement fédéral pourrait non seulement la simplifier en optant pour un taux unique, mais aussi la diminuer, ce qui paradoxalement en accroîtrait le rendement. Est-il en effet normal qu'un investisseur qui place son épargne sur un carnet de dépôt réglementé soit traité différemment de l'investisseur qui souscrit à des obligations d'Etat ou de celui qui a investi dans une sicav d'obligations, ou encore de celui qui souscrit un contrat d'assurance de type Branche 23 ? L'évolution de la fiscalité durant ces 25 dernières années a créé un nombre anormalement élevé de niches fiscales, influençant le comportement des agents économiques, là où leur décision n'aurait dû être influencée que par leur profil d'investisseur et leur situation financière.

En prenant à bras le corps ce chantier et en y associant les acteurs du secteur financier, le Gouvernement fédéral pourrait non seulement augmenter les recettes de la fiscalité sur l'épargne, permettant ainsi de financer la baisse de la fiscalité sur le travail, mais surtout simplifier des règles devenues obsolètes et certainement trop complexes pour les investisseurs particuliers que nous sommes tous et toutes.

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.

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

476,71 -1,3%⁽¹⁾ ↘
-1,3%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.542,27 -1,8%⁽¹⁾ ↘
-1,8%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

4.748,90 -2,3%⁽¹⁾ ↘
-2,3%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

11.535,31 +0,5%⁽¹⁾ ↗
+0,5%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

7.099,15 -0,6%⁽¹⁾ ↘
-0,6%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

8.291,69 +0,9%⁽¹⁾ ↗
+0,9%⁽²⁾ ↗

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.979,48 -1,0%⁽¹⁾ ↘
-1,0%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

19.864,09 +0,5%⁽¹⁾ ↗
+0,5%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

5.614,79 +4,3%⁽¹⁾ ↗
+4,3%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

15.385,96 +0,6%⁽¹⁾ ↗
+0,6%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

19.041,34 -0,4%⁽¹⁾ ↘
-0,4%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1.792,40 +2,4%⁽¹⁾ ↗
+2,4%⁽²⁾ ↗

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



Les enquêtes indiquent une poursuite de la reprise modérée de la croissance mondiale. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a atteint son niveau le plus élevé en plus d'un an. Les indices des directeurs d'achat ont augmenté dans l'ensemble des principales économies avancées, renouant avec une trajectoire de croissance au Japon. Ils ont augmenté en Chine et en Russie, mais ont enregistré une forte baisse en Inde en raison des effets perturbateurs causés par la décision du gouvernement de retirer certaines coupures de billets de la circulation. Les indicateurs tirés d'enquêtes sont demeurés très faibles au Brésil.

Les conditions financières mondiales se sont durcies. Les rendements obligataires ont augmenté aux États-Unis et dans le monde entier au cours des derniers mois. Le durcissement des conditions financières reflète en partie les mesures de la Banque centrale américaine. En décembre 2016, elle a décidé de relever la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base, de 0,50% à 0,75%. Dans ce contexte de durcissement des conditions financières, certaines économies émergentes ont dû faire face à des sorties de capitaux considérables. Le Mexique et la Turquie ont été particulièrement touchés, enregistrant une dépréciation notable de leurs monnaies et une forte hausse des taux d'intérêt. En Turquie, les évolutions ont été amplifiées par les incertitudes politiques. La Chine a également connu d'importantes sorties de capitaux et une diminution des réserves de change. En Russie, en revanche, le rouble s'est apprécié.

L'inflation mondiale a continué d'augmenter en liaison avec l'atténuation des contributions négatives des prix de l'énergie. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays membres de l'OCDE s'est accélérée, s'inscrivant à 1,4%, son plus haut niveau en deux ans. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans l'OCDE s'est stabilisée à 1,7%. La dissipation des effets de base liés aux baisses antérieures des prix des matières premières devrait favoriser une nouvelle hausse de l'inflation totale au cours des prochains mois, tandis que l'existence de capacités de production inutilisées continuera de peser sur l'inflation mondiale.

Les prix du pétrole ont été soutenus par la décision prise par l'OPEP le 30 novembre de réduire la production de 1,2 million de barils par jour à compter de janvier 2017, ainsi que par l'accord des producteurs extérieurs à l'OPEP, en date du 12 décembre, de réduire la production de 0,6 million de baril par jour. L'offre mondiale de pétrole s'est élevée au total à 98,2 millions de barils par jour en novembre, un niveau record, les réductions de la production par les pays hors OPEP étant contrebalancées par l'augmentation de la production des pays de l'OPEP. La hausse de la demande de pétrole (1,3 million de barils par jour par rapport à l'année dernière) devrait se poursuivre, en partie sous l'effet de révisions à la hausse de la consommation chinoise.

L'activité économique aux États-Unis est robuste, en dépit d'une forte incertitude politique. Le PIB en volume a augmenté de 3,5% en rythme annualisé au 3^{ème} trimestre 2016, soutenu essentiellement par les dépenses de consommation, par les exportations et par les stocks. Les indicateurs font état de la poursuite d'une croissance robuste au dernier trimestre 2016, à un rythme plus lent cependant qu'au trimestre précédent. En dépit de l'incertitude politique, les enquêtes de confiance publiées après les élections aux États-Unis indiquent des perspectives encourageantes à court terme. La situation sur le marché du travail s'est encore tendue, la hausse mensuelle de l'emploi salarié non agricole s'élevant en moyenne à 165.000 personnes au cours des trois mois s'achevant en décembre. Cette évolution a contribué à une nouvelle accélération de la hausse des salaires, la croissance annuelle du salaire horaire moyen atteignant 2,9%. En décembre, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation total aux États-Unis a atteint 2,1%, principalement en liaison avec l'augmentation des prix de l'essence, tandis qu'elle est ressortie à 2,2% hors produits alimentaires et énergie.

La croissance économique est demeurée modeste au Japon. Le PIB en volume a augmenté de 0,3% en rythme trimestriel au 3^{ème} trimestre 2016, en raison du caractère modéré de la croissance de la demande intérieure et des exportations. Les dernières données indiquent un rebond des exportations en volume et de la production industrielle vers la fin de l'année, tandis que la dynamique de la consommation privée est restée faible. Les enquêtes montrent que les entreprises restent prudentes en ce qui concerne les perspectives d'évolution. En dépit des tensions sur le marché du travail, mises en évidence par la stabilité du taux de chômage à 3%, la hausse annuelle des salaires réels est restée plate. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation a de nouveau augmenté pour s'établir à 0,5% en rythme annuel. Dans le même temps, la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie – mesure privilégiée de l'inflation sous-jacente de la Banque du Japon – s'est ralentie pour s'établir à 0,2%.

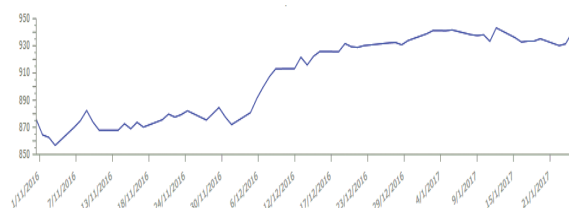
Au Royaume-Uni, les indicateurs montrent les premiers signes de résilience de l'économie dans un contexte de forte hausse de l'inflation. Au 3^{ème} trimestre 2016, le PIB en volume a augmenté de 0,6% en rythme trimestriel, contrairement aux anticipations d'un ralentissement brutal dans le sillage immédiat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. L'activité économique a bien résisté au dernier trimestre de l'année. La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation s'est accélérée à 1,6%, sous l'effet en partie des prix de l'énergie. L'impact de l'affaiblissement de la livre sterling se manifeste également de plus en plus en amont de la chaîne des prix, comme en témoignent les fortes hausses des prix à l'importation et à la production observées au cours des derniers mois.



Europe

Le nom du mois de janvier vient du latin Januarius, en l'honneur du Dieu romain des commencements et des fins. Loin de l'Empire romain, c'est pourtant bien un italien (Mario Draghi) qui avait ouvert le chemin de la hausse pour les indices boursiers en Europe, et il semblerait bien que ce soit au tour des indices américains de donner la direction. Les indices boursiers en Europe restent encore attractifs en termes de valorisation vis-à-vis des indices américains, néanmoins il faudra suivre avec grande attention les prochaines élections (et l'impact sur le marché des taux). Galvanisée par le Brexit puis par l'arrivée de Donald Trump à la Maison Blanche, la candidate Marine Le Pen a -pour une fois- bien compris qu'un nouveau "cycle" se mettait en place : la défiance des électeurs face à la mondialisation et aux autres sujets du même genre, font que les électeurs néerlandais, français puis allemands pourraient en effet "changer la face de l'Europe" en cette année 2017 marquée par une série de scrutins cruciaux.

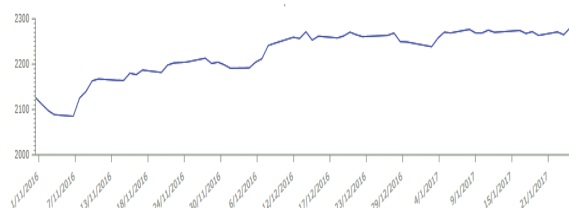
EURO STOXX 50



États-Unis

Le mois dernier, nous avons fait un parallèle entre L'Argent de Zola et le fait que l'indice Dow Jones se rapprochait de son plus haut historique à 20.000 points. Aujourd'hui, le record a été atteint. L'histoire nous apprend que cet indice plus que centenaire avait été créé par le journaliste Charles Dow afin de pouvoir expliquer à ses lecteurs les variations des marchés boursiers. A la lecture aujourd'hui de certains journaux, il semblerait bien que certains commentateurs aient perdu leur latin en essayant d'expliquer "rationnellement" pourquoi cet indice se situe sur le toit du monde. A titre de rappel (voir nos conférences de l'année dernière) et en synthétisant, la principale explication provient de l'effet des vases communicants entre les classes d'actifs : les taux d'intérêt trop faibles "poussent" l'argent vers les actifs aux rendements plus élevés. Enfin, l'autre explication provient de la mesure phare du nouveau président américain : baisser l'impôt fédéral sur les sociétés (de 35 à 15%), ce qui mécaniquement améliore les flux de trésorerie.

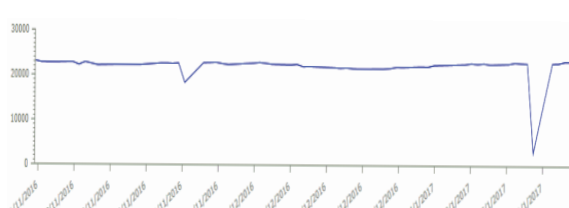
S&P 500



Pays émergents

"Ce n'est pas à ton voisin de payer le mur de ta maison". A près de 9.000 km de la capitale belge, la diplomatie entre le nouveau président américain et le Mexique est quelque peu tendue, entraînant quelques remous sur le marché des changes : la devise mexicaine a reculé de plus 15% face au dollar américain depuis l'élection de D. Trump. Là encore, les discours protectionnistes fleurissent et prennent parfois le pas sur la raison. Toutefois, les investisseurs ne paniquent pas et l'indice boursier MSCI Emerging Market reste encore bien orienté.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,20%	15/02
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	67,0	15/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,80%	22/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,50	22/02
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	103,2	22/02
EMU	Confiance économique	107,8	107,9	27/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-0,50%	-1,70%	28/02
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	09/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/03

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



USD	
2,45%	+1 ⁽¹⁾ +1 ⁽²⁾
EUR	
0,44%	+23 ⁽¹⁾ +23 ⁽²⁾
Allemagne	
0,44%	+23 ⁽¹⁾ +23 ⁽²⁾
Autriche	
0,68%	+26 ⁽¹⁾ +26 ⁽²⁾
Belgique	
0,98%	+45 ⁽¹⁾ +45 ⁽²⁾
Espagne	
1,60%	+21 ⁽¹⁾ +21 ⁽²⁾
Finlande	
0,61%	+27 ⁽¹⁾ +27 ⁽²⁾
France	
1,04%	+35 ⁽¹⁾ +35 ⁽²⁾
Grèce	
7,82%	+71 ⁽¹⁾ +71 ⁽²⁾
Irlande	
1,18%	+42 ⁽¹⁾ +42 ⁽²⁾
Italie	
2,26%	+45 ⁽¹⁾ +45 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,58%	+22 ⁽¹⁾ +22 ⁽²⁾
Portugal	
4,19%	+43 ⁽¹⁾ +43 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
en points de base

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

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

Le rebond de l'inflation en zone euro ces derniers mois ne peut surprendre que deux types d'observateurs. D'une part, ceux qui ont cru que l'Europe était en voie de japonisation avancée et condamnée de fait à la déflation. D'autre part, ceux qui ignorent ce qu'est un effet de base. Nous considérons que le rebond de l'inflation est logique compte tenu du rebond du prix du pétrole.

La déflation est une situation dans laquelle, anticipant des prix plus bas, les agents économiques reportent leurs dépenses et de ce fait ne font qu'entretenir la baisse des prix. C'est tout le contraire de ce qui s'est produit depuis 2013 en zone euro où la consommation réelle des ménages n'a cessé d'accélérer. Sur cette période, l'inflation future anticipée par les marchés financiers a beaucoup baissé. La principale raison est que les marchés financiers ont sur-réagi au choc ayant affecté les prix du pétrole. Compte tenu de l'ampleur des variations à la baisse (2014-2016), puis à la hausse (2016), les prix de l'énergie ont largement imprimé leur marque sur l'inflation totale. L'effet de base qui résulte de la comparaison annuelle des prix était négatif en 2015 et 2016, il est redevenu positif dernièrement et va encore s'accroître pendant quelques mois. Si l'on corrige cet effet, on constate que l'inflation sous-jacente reste basse. Elle est actuellement un peu inférieure à 1% et n'affiche au mieux qu'une légère inflexion à la hausse en fin de période. Il est donc tout aussi exagéré de s'inquiéter aujourd'hui d'un dérapage de l'inflation en zone euro qu'il l'était, il y a un ou deux ans, de craindre la déflation. Derrière ces prétendues inquiétudes se dessinent des préférences de politique monétaire. Le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, a instrumentalisé le risque de déflation pour faire voter des mesures hétérodoxes comme le "Quantitative Easing" qui s'imposaient mais que la Bundesbank réprouvait. Désormais, les faucons de la Bundesbank croient tenir leur revanche. La réalité est que l'inflation sous-jacente a probablement passé son creux, mais va rester basse.

Comment se présente le profil de l'inflation durant les prochains mois ?

La contribution des prix énergétiques atteindra un maximum de +0,7 points en février (contre une moyenne historique de +0,1 points). Toutes choses égales par ailleurs, cela amènerait l'inflation totale vers 1,8% sur un an en moyenne, mais davantage dans certains pays (la Banque Nationale de Belgique anticipe un pic à plus de 2,5%). A moins qu'il n'y ait une nouvelle poussée des prix du pétrole, cet effet va ensuite se réduire pour redevenir neutre début 2018. La dynamique des prix sera alors déterminée par l'évolution de 'l'output gap' et par d'éventuels chocs non anticipés (pétrole, change). Cela ne milite pas pour que la BCE se hâte de resserrer sa politique monétaire.

Dans ce contexte, la BCE n'a pas provoqué de surprises lors de sa réunion du 19 janvier 2017. Elle a décidé de laisser ses taux d'intérêt directeurs inchangés. Elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles, la BCE a confirmé qu'elle poursuivra son programme d'achats d'actifs au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017 et qu'à partir d'avril 2017, les achats d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire. La BCE a confirmé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire est indispensable pour renforcer les tensions inflationnistes au sein de la zone euro et soutenir l'inflation totale à moyen terme. Le cas échéant, pour atteindre son objectif, la BCE agira en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat. En particulier, si 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, la BCE se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



Les performances des obligations européennes se sont révélées contrastées au cours du mois de janvier. Les obligations d'entreprises 'high yield' ont signé une solide performance positive, tandis que les obligations d'Etat ont concédé du terrain. Les obligations d'entreprises 'investment grade' ont baissé dans le sillage de la baisse des obligations souveraines. La hausse des rendements des obligations d'Etat européennes est une réaction au ton légèrement plus offensif de la BCE, aux chiffres supérieures aux attentes de l'indice des prix à la consommation, ainsi qu'aux statistiques meilleures que prévues sur le front de la confiance, des ventes au détail et des ventes dans l'industrie.

Les nouvelles émissions sur le marché "investment grade" européen ont été soutenues durant le premier mois de la nouvelle année, en particulier par rapport à janvier 2016 qui avait pâti de la baisse des marchés. Suite à la hausse des rendements des obligations souveraines, les rendements des obligations d'entreprises de qualité ont progressé au cours du mois écoulé de 14 points de base. Cela n'a pas été le cas des obligations "high yield". Cette classe d'actif est restée recherchée par des investisseurs à la recherche de rendements positifs. Les investisseurs sont d'autant plus optimistes que la poursuite de l'amélioration de la conjoncture économique mondiale diminue la probabilité de défaut des entreprises.

Le taux euribor à 3 mois est demeuré stable autour de -32 points de base. Il y a eu une légère pentification de la courbe des taux en janvier. Elle s'explique principalement par une baisse des anticipations d'une politique monétaire plus accommodante de la BCE. Le marché n'attend plus de baisses des taux d'intérêt directs. Malgré cette pentification, les rendements de l'OLO sont toujours en territoire négatif pour des maturités inférieures à 5 ans. Il faut au minimum un horizon d'investissement de 30 ans pour espérer un rendement de 2%.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/01/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade	1,31%	14
AAA	1,13%	17
AA	0,82%	15
A	1,10%	15
BBB	1,63%	13
High Yield	3,15%	-10

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/01/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,45%	22
OLO 5 ans	0,01%	41
OLO 7 ans	0,43%	55
OLO 10 ans	0,98%	45
OLO 30 ans	1,99%	39

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Deutsche Telekom	0,875%	30.01.2024	100,00%	0,87%	I	XS1557096267	1.000
EUR	Fresenius	2,125%	01.02.2027	100,70%	2,04%	S+++	XS1554373677	1.000
GBP	BVNG	1,125%	24.05.2021	100,90%	0,90%	I+++	XS1418781669	1.000
TRY	EIB	9,125%	07.10.2020	94,50%	10,70%	I+++	XS1224031903	1.000
USD	Apple	1,900%	07.02.2020	100,13%	1,85%	I++	US037833CK41	2.000
USD	AT&T	3,200%	01.03.2022	100,40%	3,11%	I	US00206RDN98	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)

0,93 -2,6%⁽¹⁾ ↓
-2,6%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,16 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-0,7%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,82 +1,0%⁽¹⁾ ↑
+1,0%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +2,1%⁽¹⁾ ↑
+2,1%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,45 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

CHF/EUR (Suisse)

0,94 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+0,3%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,70 +2,7%⁽¹⁾ ↑
+2,7%⁽²⁾ ↑

CAD/EUR (Canada)

0,71 +0,5%⁽¹⁾ ↑
+0,5%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +1,9%⁽¹⁾ ↑
+1,9%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,1%⁽¹⁾ ↓
-0,1%⁽²⁾ ↓

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,4%⁽¹⁾ ↑
+1,4%⁽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

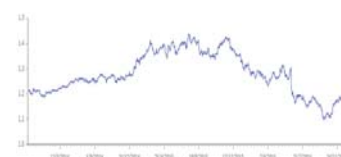
■ USD/EUR

L'euro montait ces derniers jours au plus haut de l'année face au dollar après des déclarations de Donald Trump sur les effets néfastes de la force du billet vert. M. Trump, a jugé "trop fort" le dollar, dans des propos tenus auprès du Wall Street Journal.



■ GBP/EUR

Suite au discours de Theresa May sur sa feuille de route pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, le marché a retenu que la ministre chercherait une solution de partenariat : la livre en a profité pour rebondir.



■ TRY/EUR

Récemment, la banque centrale a annoncé le relèvement de son taux de refinancement de 8,5 à 9,25%, le maintien de son taux d'emprunt à 7,25% et le statu quo sur son taux de dépôt à une semaine à 8%. Le marché anticipait un resserrement : la livre a encore dégringolé !



■ NOK/EUR

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



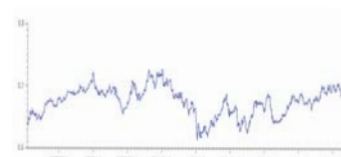
■ JPY/EUR

En fixant un objectif de taux (taux maximal à 10 ans de 0%) la devise japonaise s'est fortement 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 a très peu varié ces derniers mois.





■ Performance boursière

Le taux à 10 ans a doublé en janvier pour clôturer le mois à 1,01%. Malgré cette forte hausse, les cours de bourse des SIR ont très bien résisté. En moyenne (non pondérée – total return), les SIR ont perdu 2,4%. Les plus fortes baisses sont celles de Wereldhave Belgium (-6,5%), Ascencio (-5,7%) et QRF (-5,5%). Seuls Xior (+3,0%), Home Invest Belgium (+1,3%) et Vastned Retail Belgium (+0,2%) affichent un return positif.

■ Information financière

Xior a reçu une déclaration de transparence indiquant qu'AXA détenait 5,17% des actions. L'actionnaire principal reste Aloxe avec 23,8%. L'achat d'un complexe pour étudiants à Delft (108 unités) a été bouclé pour un montant total de 13,5 millions EUR, rendement attendu de 6,0%. L'acquisition du complexe pour étudiants à Bruxelles (69 unités – 8,41 millions EUR) a été en partie financée par l'émission de 148.332 actions nouvelles à un cours d'émission de 34,14 EUR par action, soit un total de 5,1 millions EUR.

Le Chief Operating Officer (COO) de QRF Bert Weemaes a quitté l'entreprise fin janvier 2017.

Montea a vendu un portefeuille de trois immeubles logistiques en France à Parizia Logistik Invest Europa I pour 60,4 millions EUR. Les bâtiments se trouvaient à Saint-Cyr-en-Val (75.000 m²), Tilloy-les-Cambrai (11.000 m²) et Savigny-le-Temple (16.000 m²). Le portefeuille affichait un rendement de 6,88 % et une valeur comptable de

51,1 millions EUR. La transaction a ainsi donné lieu à une plus-value de 9,3 millions EUR et réduit le taux d'endettement d'environ 5%.

Home Invest Belgium a acheté un immeuble de bureaux (5.800 m²) destiné à être reconverti en 55 appartements et 69 places de stationnement. L'investissement total est estimé à 17 millions EUR, avec un rendement initial de 5,25%. Les travaux de reconversion ne commenceront sans doute qu'en 2022.

Aedifica a acquis une nouvelle maison de soins (32 unités) aux Pays-Bas pour 5 millions EUR, avec un rendement initial « double net » de 7,5%. Aedifica a également achevé la construction d'une extension d'une maison de soins à Hasselt (80 unités) combinant une valeur contractuelle de 15 millions EUR et un rendement « triple net » de 5,5%.

WDP a loué plus de la moitié (27.000 m²) de son centre de distribution (44.000 m²) de Nieuwegein aux Pays-Bas au prestataire de services logistiques allemand Fiege. Le centre de distribution était inoccupé depuis la faillite de V&D à la mi-2016. En France, l'extension (24.000 m²) de Libercourt, en plein développement, a déjà été intégralement louée à ID Logistics et Simastock.

Cofinimmo court le risque de voir capoter la vente du site AXA aux Américains. Ceux-ci aimeraient démolir le bâtiment pour en reconstruire un autre, mais les autorités compétentes ont refusé. L'installation de vitrages pare-balles ou d'un mur élevé autour du domaine s'est également heurtée à des résistances. Si la vente ne se réalise pas, Cofinimmo devra assumer elle-même la reconversion du site, ce qui serait long et coûteux.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/12/16	31/12/16	31/01/16		
Aedifica	70,38	-1,0%	-1,0%	25,4%	22,7	3,2%
Care Property Invest	20,30	-0,7%	-0,7%	26,9%	29,0	3,2%
XIOR	36,50	3,0%	3,0%	31,2%	31,7	3,1%
Home Invest Belgium	96,00	1,3%	1,3%	8,0%	38,4	4,3%
QRF	25,41	-5,5%	-5,5%	4,0%	16,1	5,3%
Retail Estates	74,49	-0,9%	-0,9%	-0,1%	17,2	4,5%
Vastned Retail Belgium	53,94	0,2%	0,2%	2,5%	22,1	4,5%
Ascencio	59,06	-5,7%	-5,7%	13,2%	25,7	5,6%
Wereldhave Belgium	100,75	-6,5%	-6,5%	4,4%	17,4	5,0%
Warehouses Estates Belgium	63,00	-2,0%	-2,0%	7,1%	15,7	5,5%
Leasinvest Real Estate	102,80	-2,6%	-2,6%	20,7%	16,8	4,9%
Befimmo	50,77	-4,9%	-4,9%	2,9%	13,7	6,8%
Cofinimmo	103,85	-4,4%	-4,4%	6,9%	16,3	5,3%
Montea	44,25	-4,6%	-4,6%	20,1%	16,4	4,9%
WDP	84,00	-1,0%	-1,0%	18,9%	15,7	5,1%
Intervest Offices & Warehouses	23,20	-2,9%	-2,9%	6,8%	13,4	6,1%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



NATIXIS (ISIN FR0000120685 - 5,61 EUR)

Profil

Créé le 17 novembre 2006, Natixis est issu du rapprochement des activités de banque de financement, d'investissement et de services des Groupes Banque Populaire et Caisse d'Epargne.

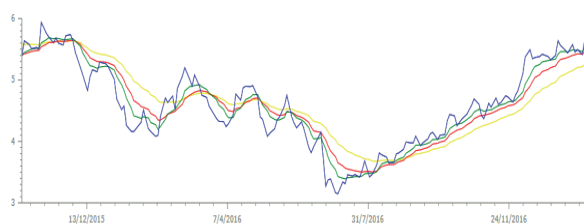
Son activité est organisée autour de 6 pôles d'activités :

- banque de détail (à travers les CCI des Banques Populaires et des Caisses d'Epargne) ;
- banque de financement et d'investissement ;
- gestion d'actifs ;
- capital investissement et banque privée ;
- services ;
- poste clients.

A fin 2015, le groupe gère 64,1 Mds EUR d'encours de dépôts et 107,2 Mds EUR d'encours de crédits.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 14x
Cours/Actif Net : 0,97x
Rendement : 5,81%



Notre opinion

Natixis (KN) regroupe les services bancaires aux entreprises, services bancaires d'investissement, de l'assurance et des services financiers des activités du Groupe Banque Populaire et Caisse d'Epargne (BPCE). C'est le deuxième groupe bancaire en France. Natixis organise ses activités autour de trois métiers principaux : 1. Corporate and Investment Banking (Coverage & Advisory, Financement & Market Solutions); 2. Investment Solutions (gestion d'actifs, banque privée) et 3. Assurance et Services Financiers Spécialisés (SFS).

Le groupe emploie près de 36.000 personnes dans 36 pays au sein de trois régions géographiques (Amériques, Asie-Pacifique et l'Europe, du Moyen-Orient et Afrique).

Plan stratégique 2014-2017

Lors de la Journée des Investisseurs en novembre 2014, Natixis a présenté un plan stratégique pour la période 2014-2017, qui se traduit par un certain nombre d'objectifs :

- Chiffre d'affaires > 8 milliards EUR
- Cost Income Ratio (CIR) 65%
- Return On Tangible Equity 11,5% - 13,0%

- Basel III CET1 9,5% - 10,5%
- Ratio de couverture de liquidité > 100%.

Le Groupe Natixis travaille actuellement à l'élaboration du nouveau plan stratégique pour la période 2018-2020. Ce plan comporte :

- Transformation et efficacité de l'entreprise : 250 millions d'euros d'économies de coûts supplémentaires (25% d'ici la fin de 2017, 65% à la fin de 2018 et 100% à la fin de 2019). Les économies de coûts proviendront principalement de la rationalisation IT via l'optimisation et l'automatisation.
- Investissement de 220 millions d'euros en 2017/2018 pour atteindre ces économies de coûts.
- Services Financiers Spécialisés : création d'une unité d'affaires qui réunit tous les services de paiement de Natixis.

Conseils

L'action Natixis a été l'une des actions qui a le plus progressé au sein de l'indice Euro Stoxx Banks en 2016. Ce mouvement s'explique en grande partie par le fait que les deux tiers du chiffre d'affaires ne sont pas liés à l'évolution des taux d'intérêt, le Groupe Natixis est donc moins touché par l'environnement actuel des taux d'intérêt bas. En outre, les activités nécessitent peu de capital et bénéficient également d'un renforcement du dollar contre l'euro. Les modèles d'évaluation pointent vers une valeur de l'actif net d'environ 5 EUR. Le titre Natixis est plus cher que la plupart des concurrents. Le rendement du dividende attendu est attractif.

Nous sommes à conserver.

Derniers résultats

Natixis a rapporté pour les neuf premiers mois de 2016 un bénéfice avant impôts de 1.624 millions d'euros. Le chiffre d'affaires a diminué de 4% à 6,2 milliards d'euros, tandis que les charges d'exploitation ont augmenté de 4,5% à 4,6 milliards d'euros. Le rapport coût-revenu était de 70,2%. Les provisions et dépréciations pour créances douteuses ont augmenté de 8,9% à 245 millions d'euros. Le bénéfice net a diminué de 14,5% à 879 millions d'euros.

Le ratio Bâle III Core Tier 1 (pleine charge) à fin septembre 2016 ressortait à 11,3%. ROE pour l'activité de base était de 13,7% sur les neuf premiers mois de 2016.

Tendance technique

Techniquement parlant, Natixis 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.



ALSTOM (ISIN FR0010220475 - 26,40 EUR)

Profil

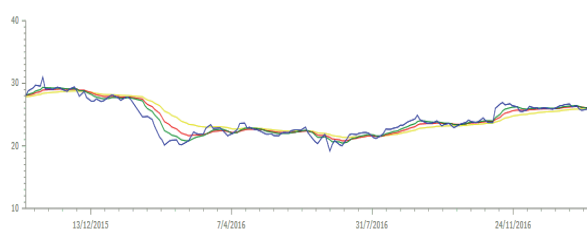
Alstom figure parmi les principaux fabricants mondiaux d'infrastructures destinées au secteur du transport ferroviaire. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit :

- matériels roulants (45,7%) : trains, tramways et locomotives ;
- services ferroviaires (22,4%) : services de maintenance, de modernisation, de gestion des pièces détachées, de support et d'assistance technique ;
- systèmes de signalisation, d'information et de contrôle (16,9%) ;
- infrastructures ferroviaires (14,7%) : infrastructures dédiées à la pose des voies, systèmes d'alimentation électrique des lignes, équipements électromécaniques (dispositifs de télécommunication et d'information des voyageurs en station, bornes d'achats automatiques de billets, accès aux escalators, ascenseurs pour handicapés, portes palières automatiques sur les quais, systèmes de ventilation, de climatisation et d'éclairage).

A fin mars 2016, le groupe dispose de 105 sites implantés dans 60 pays.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	18x
Cours/Actif Net :	1,56x
Rendement :	1,35%



Notre opinion

Recentré sur le ferroviaire (voir nos précédentes analyses), la stratégie du Groupe Alstom repose actuellement sur trois piliers :

Internationalisation : le constructeur ferroviaire réalise plus de 60% de son activité dans les pays développés, or pour poursuivre son développement hors de ses bases naturelles que son l'Europe et les Etats-Unis, le Groupe s'est donné les moyens d'investir 300 millions d'euros sur les trois prochaines années dans les pays émergents. "Cette globalisation doit nous amener à croître plus vite que le marché : nous visons une croissance moyenne de notre chiffre d'affaires de 5% par an d'ici à 2020", assure le PDG d'Alstom.

Diversification : l'essentiel de la création de valeur dans l'industrie du transport n'est plus dans la production mais

dans la vente de systèmes de signalisation, de sécurité et de maintenance (des activités qui offrent des marges plus élevées et surtout des revenus plus récurrents). En outre, Alstom détient de solides parts de marché dans le monde entier (qui s'explique par l'historique du Groupe et par un secteur très concentré) et ambitionne de devenir n°1 ou n°2 sur tous les continents.

Rentabilité : de 5% en 2015, Alstom vise une marge d'exploitation de 7% à l'horizon 2020. Pour y parvenir, le Groupe compte désormais sur les activités de maintenance et de signalisation, des domaines dans lesquels le groupe s'est renforcé par le biais de plusieurs petites acquisitions (mais aussi suite à l'acquisition majeure de GE Signalling). A terme donc, les ventes de matériels roulants représenteront moins de 50% des revenus, soit une première dans l'histoire du Groupe. Enfin, toujours à partir de 2020, le Groupe s'attend à une conversion "d'environ 100% du résultat net en Cash-flow libre".

Amélioration du ROIC (Return on Invested Capital - Retour sur Capitaux Investis)

Comme nous l'avons déjà mentionné lors de nos précédentes analyses, la mesure de la performance opérationnelle rapportée aux capitaux investis (ROIC = NOPAT / Total Investment Capital) est une métrique importante à suivre dans le secteur industriel. En effet, le ROIC est utilisé pour calculer la création de valeur pour les apporteurs de capitaux : si le ROIC est supérieur au WACC (= rémunération attendue par les actionnaires et créanciers = Weighted Average Cost of Capital) alors l'entreprise crée de la valeur. Les difficultés majeures rencontrées dans les activités qui ont été cédées à GE avaient entraînés un recul important du ROIC. A présent, le recentrage sur le ferroviaire et plus particulièrement sur les activités de maintenances et de signalisations devraient permettre au Groupe d'améliorer dès 2017 son ROIC (et donc la création de valeur pour l'actionnaire).

Bilan comptable

La dette brute du Groupe a fortement diminué : elle est de 2 milliards d'euros actuellement (dette obligataire) contre près de 4 milliards d'euros début 2015. La dette nette est très faible en raison d'un niveau de cash and cash equivalents élevé. Avec des obligations qui arrivent à échéance dès cette année (453 millions d'euros coupons à 4,13%, et 272 millions coupons 2,25%), les charges financières vont diminuer.

Valorisation

Le cash and cash equivalents (= actifs à court terme les plus liquides dans le bilan) ressort à plus de 2 milliards d'euros, ce qui constitue un véritable matelas pour le titre en Bourse (la capitalisation boursière ressort en effet à 5,8 milliards d'euros). Les multiples de valorisation en historique ne sont d'aucune utilité en raison du récent changement de périmètre du Groupe. Les modèles de valorisation pointent une valeur intrinsèque proche des 28 EUR.



■ NOKIA (ISIN FI0009000681 - 4,45 EUR)

■ Profil

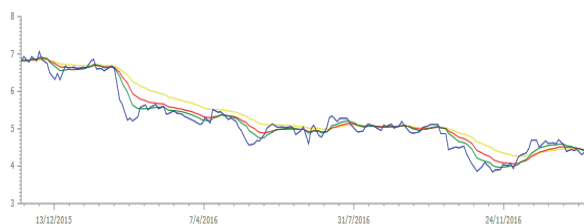
Nokia est spécialisé dans la conception, la production et la commercialisation d'équipements de télécommunications. Le CA par activité se répartit comme suit :

- développement de solutions liées à l'Internet mobile (48,5%) : destinées notamment aux opérateurs de télécommunications ;
- vente et installation de réseaux télécoms (43,4%) : n°1 européen des réseaux GSM, GPRS et EDGE ;
- développement de technologies avancées (8,1%).

La répartition géographique du CA est la suivante : Finlande (8,8%), Etats-Unis (11,9%), Chine (10,6%), Inde (8,8%), Japon (7%), Russie (3,5%), Royaume Uni (3,2%), Taïwan (3,1%), Arabie Saoudite (2,9%), Italie (2,8%) et autres (37,4%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	23,8x
Cours/Actif Net :	1,50x
Rendement :	4%



■ Notre opinion

Le Groupe Nokia est un leader mondial dans la création de technologies pour le "monde connecté". Cela se traduit par une position de leader dans la 4G et l'internet par câble, placé au deuxième rang dans les routeurs EDGE et troisième dans les services. A partir de son département de recherche et d'innovation (Bell Labs de Nokia), le Groupe offre la gamme la plus complète des produits, des services et des licences pour les fournisseurs de services de communications, pour les gouvernements, les grandes entreprises et enfin les consommateurs.

Le groupe emploie 160 nationalités et opère dans plus de 100 pays.

Capital Markets Day 2016

Lors de la journée Capital Markets Day le 15 novembre dernier, Nokia a présenté les grandes lignes de sa stratégie. Nous retenons que :

- Nokia mettra l'accent sur le retour à la stabilisation sur ses marchés (les nouvelles initiatives de croissance commencent à porter leurs fruits);
- Nokia souhaite atteindre le top 3 dans les activités où il est présent;

- Génération de la croissance via l'intégration verticale;
- Mise en place d'une forte position sur la partie software business ;
- Nokia continue de créer de nouvelles activités et explore de nouvelles opportunités commerciales.

Les objectifs opérationnels sont les suivants :

- À long terme, une croissance plus rapide que le marché core;
- La marge d'exploitation à long terme devrait se situer entre 10-15%;
- Objectif d'avoir une performance en ligne avec le marché;
- Marge d'exploitation comprise entre 8 et 10% en 2017;
- Les coûts d'exploitation en 2017 ont été plus faibles qu'en 2016;
- 1,2 milliard d'euros d'économies pour l'année 2018.

Augmentation des provisions pour les restructurations de 500 millions d'euros, non pas à cause des coûts, mais en raison de la transformation du groupe.

Conseils

Le titre Nokia est une action "value" dont le multiples P/B est le plus faible du secteur, tandis que le rendement du dividende est un des plus élevés. L'année 2017 sera probablement une année meilleure que celle de 2016, en dépit du fait que la société est très prudente avec ses perspectives sur les marges. Pour être beaucoup plus positif sur le titre, nous devons d'abord voir Nokia jouer son rôle de "cost cutter" (réduction des coûts après l'acquisition d'Alcatel-Lucent) pour délivrer des résultats dans la bonne direction.

Nous sommes à Renforcer avec un objectif à 5,30 EUR.

■ Derniers résultats

Le Groupe Nokia a vu son chiffre d'affaires au cours des neuf premiers mois de 2016 progresser de 91% à 17,0 milliards d'euros, grâce à l'acquisition d'Alcatel-Lucent, et dans une moindre mesure par la croissance de Nokia Technologies. Les coûts plus élevés pour la recherche et le développement, les exclusions IFRS (règles comptables Alcatel-Lucent ne sont pas acceptés en vertu des IFRS), les coûts de restructuration et les fluctuations négatives des autres revenus, ont conduit à une perte d'exploitation de 1,4 milliard d'euros. La perte nette atteint également les 1,4 milliard d'euros.

■ Perspectives

Le Groupe Nokia a réduit ses perspectives pour la marge brute de 2017 (entre 8 et 10%), alors que le consensus tablait sur 10,2%. Cependant, l'année 2017 pourrait être une meilleure année que 2016.



■ SEB (ISIN FR0000121709 - 116,80 EUR)

■ Profil

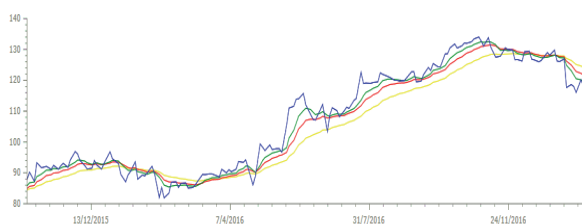
Groupe Seb est le n°1 mondial du petit équipement domestique. Les produits du groupe sont commercialisés principalement sous les marques Seb, Tefal, Moulinex, Krups, Rowenta, All-Clad, Arno, Calor et Lagostina. L'activité du groupe s'organise autour de 5 familles de produits :

- articles culinaires (n°1 mondial) : autocuiseurs, poêles, casseroles, etc. ;
- équipements de soins du linge et du corps, et de confort domestique : machines à laver, fers à repasser, etc. ;
- appareils de préparation de boissons et d'aliments : bouilloires (n°1 mondial), cafetières expresso (n°2 mondial), mixeurs, robots culinaires, etc. ;
- articles de cuisson électrique : cuiseurs à vapeur (n°1 mondial), friteuses (n°1 mondial), grille-pain (n°1 mondial), fours (n°2 mondial), etc. ;
- équipements d'entretien de la maison : notamment aspirateurs.

A fin 2015, le groupe dispose de 30 sites de production dans le monde. La répartition géographique du CA est la suivante : France (15,5%), Europe (20,3%), Asie-Pacifique (30,5%), Amérique du Nord (12,6%), Amérique du Sud (7,8%) et autres (13,3%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	21,7x
Cours/Actif Net :	3,14x
Rendement :	1,50%



■ Notre opinion

Produit emblématique, la Super Cocotte SEB ouvre la voie aux premiers produits électriques au sein des ménages dans les années 50 à 60. L'objectif affiché par le Groupe a toujours été très clair : simplifier les tâches ménagères. Aujourd'hui, place au multi-cuiseur intelligent (Cookeo Connect) qui est un véritable assistant culinaire connecté pour la préparation des plats. On l'aura compris, le pilier majeur du Groupe est l'innovation et on ne sera donc pas étonné d'apprendre que la croissance organique est alimentée chaque année par près de 25% de nouveaux produits (8 experts développent 150 projets par an dans une quarantaine de pays différents et sur 40 catégories de produits).

Récente acquisition : WMF

En 2016, le numéro un mondial du petit électroménager

signe la plus importante acquisition de son histoire avec l'achat du groupe allemand WMF (n°1 mondial des machines à café professionnelles et leader des articles culinaires en Allemagne) pour un montant de 1,6 milliard d'euros (1,5x les ventes et 15x EBE).

L'opération est financée par dette (car le Groupe profite des faibles taux d'intérêts), conduisant à un ratio proforma dette nette/EBITDA à fin 2016 inférieur à 3. Le bon track record au niveau de la génération des flux de trésorerie permettra un désendettement rapide du Groupe, avec l'objectif de revenir à un ratio inférieur à 2 à fin 2018. En intégrant WMF, les revenus vont progresser de plus de 20% (soit un total de plus de 6 milliards d'euros) et l'opération sera fortement relative sur le bénéfice net par action dès cette année (> à +20%). Suite à cette acquisition, l'agence S&P Ratings a confirmé la note de crédit court terme de SEB à A-2, avec un profil de risque "Satisfactory" et un risque financier "Intermediate".

Le Groupe SEB dispose d'un historique d'intégration réussie pour ses acquisitions, à l'image du redressement du portefeuille des marques de Moulinex en France ou encore de l'intégration plus récente de Supor en Chine (l'empire du Milieu est devenu le plus gros contributeur au chiffre d'affaires).

Le marché/stratégie

Le Groupe SEB intervient sur le marché du Petit Equipement Domestique qui regroupe le petit électroménager et les articles culinaires, représentant respectivement 70% et 30% de ses revenus. Au niveau géographique, le marché mondial du Petit Equipement Domestique n'est pas homogène car il est fragmenté en de très nombreux marchés nationaux/régionaux, d'où la stratégie d'expansion du Groupe, tant dans les pays matures (ex. Allemagne) que dans les marchés émergents, et le choix d'un portefeuille de marques mondiales et locales.

Un bel historique

Comme nous l'avons déjà dit, le Groupe dispose d'un très bon track record : hormis l'année 2009, la valeur économique ajoutée (EVA : Economic Value Added) s'est toujours située en territoire positif depuis 2000. En outre, une partie importante de l'EBITDA est transformé en free-cash-flow, de quoi couvrir les besoins d'exploitation et les dépenses d'investissement (exemples : les dettes peuvent être remboursées, versement de dividendes, augmentation de la trésorerie, financement de projets d'investissement).

Sur base des éléments actuels, la valeur intrinsèque pointe vers les 130 EUR. Les multiples de valorisation sont élevés en absolu, mais cela s'explique par les taux de croissance de bénéfice par action >15%/an. La récente acquisition entraîne un changement de taille pour le Groupe, d'où des perturbations au niveau des estimations des flux de trésorerie et du calcul de la valeur intrinsèque. Les prochains résultats (21/02) apporteront un éclairage sur les estimations après intégration.



■ Environnement

Les marchés ont commencé l'année 2017 sur une note optimiste. A l'approche de l'investiture de Donald Trump, les investisseurs ont marqué une pause pour terminer le mois dans un climat de nervosité.

Les marchés d'actions ont débuté l'année en privilégiant la poursuite du thème de la reflation et de l'amélioration du momentum économique. Dans ce contexte, l'indice Dow Jones Industrial Average, indice représentatif de l'évolution du cours des actions de 30 sociétés américaines, a franchi pour la première fois la barre symbolique des 20.000 points. En termes de secteurs, la rotation en faveur des sociétés cycliques et des valeurs décotées est restée de mise.

Les statistiques économiques et les enquêtes ont confirmé la reprise économique mondiale. Les indices de confiance des directeurs d'achat ont été positifs aussi bien pour le secteur manufacturier que dans le secteur des services.

Par ailleurs, le thème de la reflation se renforce, l'inflation dans la zone euro repassant au-dessus des 1%. La Belgique affiche même +2,6% en glissement annuel. La Réserve fédérale américaine a confirmé la bonne santé de l'économie américaine et n'a pas modifié sa politique monétaire. Elle a affiché davantage de convictions quant au retour de l'inflation à 2%.

En dépit de nouvelles macroéconomiques encourageantes et de résultats d'entreprises plutôt solides, les marchés d'actions ont montré une certaine hésitation suite aux incertitudes politiques. Cette hésitation s'est traduite par une pause dans la thématique de la reflation. Le dollar a cédé du terrain, les courbes de taux ont corrigé leur mouvement de pentification, les taux d'intérêt ont baissé tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Les marchés d'actions mondiaux ont corrigé avec les valeurs des secteurs bancaires et de l'automobile qui ont pesé sur les indices.

Le début de l'investiture de Donald Trump n'a pas levé les hésitations des marchés qui concernent trois volets : le protectionnisme, la relance budgétaire et la déréglementation. En fonction de ses déclarations, les investisseurs sont passés d'un sentiment à l'autre.

Enfin, les marchés européens ont été nerveux suite à la résurgence du risque politique en Grèce, Italie et France et à la perspective annoncée d'un "hard" Brexit. Malgré l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro, les spreads entre les rendements des obligations souveraines de certains pays et celui de l'Allemagne se sont élargis. En France, l'annonce par la candidate Marine Le Pen à l'élection présidentielle qu'elle voudrait que la France

quitte la zone euro, a entraîné les rendements sur le dix ans français au-dessus de la barre des 1%. Les obligations périphériques de la zone euro ont connu également de fortes variations à la hausse de leurs rendements.

Le mois de janvier s'est caractérisé par un déclin graduel du dollar par rapport à un panier de devises. La nouvelle administration américaine ne semble pas intéressée par un dollar fort. Donald Trump a déclaré que le dollar est trop fort par rapport à la devise chinoise et le conseiller au commerce de la Maison-Blanche a déclaré que l'Allemagne utilisait une devise fortement sous-évaluée pour exploiter ses partenaires commerciaux.

Comme la devise chinoise continue de se déprécier par rapport au dollar américain et approche le seuil de 7 yuans pour un dollar, les investisseurs se montrent anxieux quant à la capacité de la Chine de poursuivre sa politique de dévaluation de sa devise et si la Chine pourra se permettre de laisser flotter librement sa devise. Par rapport à des réserves de changes qui ont baissées de 513 milliards de dollars au cours de l'année 2015, celles-ci ont diminuées de 320 milliards de dollars au cours de l'année 2016. A la fin de l'année 2016, les réserves de change de la Chine sont estimées à 3.011 milliards de dollars. Les autorités imputent cette baisse aux ventes de devises étrangères par la banque centrale afin de ralentir le déclin du taux de change de la devise chinoise.

Les prix du pétrole ont été soutenus. Ils ont réagi positivement aux nouvelles confirmant l'engagement des producteurs sur les coupes de production annoncées le 30 novembre dernier.

D'une façon générale, nous nous trouvons toujours dans une phase reflationniste avec les banques centrales européennes et du Japon déterminées à rester accommodantes. En termes d'allocation d'actifs, nous privilégions les actions par rapport aux obligations dans un portefeuille diversifié. A la suite de la baisse du dollar au cours des dernières semaines, nous allons augmenter son poids dans les portefeuilles diversifiés. Au sein des actions, nous maintenons notre préférence pour les actions européennes. Les raisons sont de bons fondamentaux, la baisse de l'euro, des attentes de résultats en hausse et réalistes, des valorisations attractives et une zone sous-pondérée par les investisseurs internationaux.

■ Transactions

Nous avons profité d'un marché primaire plus animé que les semaines précédentes pour souscrire à plusieurs émissions d'obligations d'entreprises libellées en euros pour les profils de gestion sans actions.

Nous avons souscrit aux émissions obligataires de Deutsche Telekom et de Fresenius. Ces 2 émissions ont pour caractéristique commune d'être des obligations "senior", émises par des sociétés allemandes qui sont d'excellente qualité et actives dans des secteurs avec des cash flows stables (télécommunications et pharmacie). Le revers de la médaille est que la rentabilité offerte est en ligne avec le niveau actuellement bas des taux d'intérêt. Ainsi, Deutsche Telecom offre un rendement de 0,83% pour une échéance de 7 ans et Fresenius offre un rendement de 2,14% pour une maturité de 10 ans.

Pour maintenir un certain niveau de rendement dans le portefeuille, nous avons également souscrit à l'obligation émise par la société suisse Louis Dreyfus. Il s'agit d'un émetteur plus volatil car actif dans le négoce des matières premières agricoles. Son positionnement de numéro un mondial, son intégration verticale, ses liquidités élevées, son bilan robuste, sa politique financière prudente sont autant d'éléments qui nous ont décidé à l'incorporer dans les portefeuilles. A l'émission, cette obligation senior de qualité "high yield" est assortie d'un rendement de 4% pour une échéance de 5 ans.

Le financement de ces souscriptions s'est fait par les liquidités disponibles dans le portefeuille. Celles-ci avaient augmenté au début du mois suite à l'exercice du call de l'assureur autrichien Vienna Insurance de l'émission issue en 2005, d'échéance 2022 et assortie d'un coupon de 4,625%. Pour rappel, un call est un droit qui permet à l'émetteur de rembourser anticipativement une obligation à une date et à un prix déterminé au moment de l'émission. Il est important de noter que le détenteur de l'obligation est

tributaire de la décision de l'émetteur. Ce remboursement s'inscrit dans une logique où la totalité des obligations hybrides (obligations subordonnées perpétuelles émises par des sociétés non bancaires) libellées en euros et détenues dans les portefeuilles ont été remboursées par leur émetteur à la première date d'exercice du call (RWE, Solvay et Vienna insurance).

Pour les profils de gestion avec actions, nous n'avons pas modifié l'allocation d'actifs dans les portefeuilles au cours du mois écoulé.

Au niveau des valeurs individuelles, nous avons pris notre profit sur l'action Atos après son beau parcours depuis son incorporation dans le portefeuille en février 2015 à un cours de 63,70 euros. Atos est une société française qui figure parmi les leaders mondiaux de services numériques. La prise de profit est motivée parce que les bonnes perspectives du groupe sont intégrées dans le cours de bourse actuel - action vendue au prix de 101,26 euros- et que ses concurrents souffrent d'une croissance organique de leur vente à un chiffre. Nous avons réinvesti le produit de cette vente dans l'action de la société finlandaise Nokia. Nokia figure parmi les plus grands équipementiers télécoms. Ce choix pourrait surprendre étant donné qu'il s'agit d'une société en restructuration et active dans un secteur avec des perspectives moroses. Nous sommes convaincus de l'attrait de cet investissement de par l'arrêt de la détérioration du marché pour les équipementiers dans les télécom, de la priorité donnée par les acteurs à la restauration des marges opérationnelles, de par la capacité de Nokia à réduire les coûts avec l'intégration d'Alcatel-Lucent, de par la solidité du bilan et de par des multiples de valorisation attractifs.

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

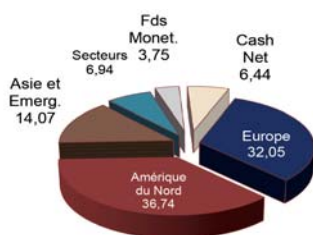
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

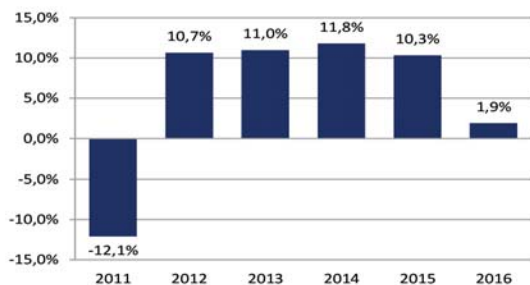
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 janvier 2017	14,34€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	4,97%
3 ans rend. actuariel :	8,76%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,81%

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 4.000 EUR)
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plusvalue :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

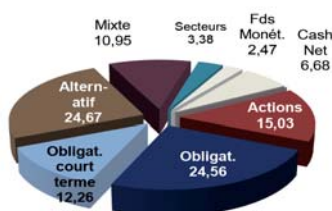
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRR1

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

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

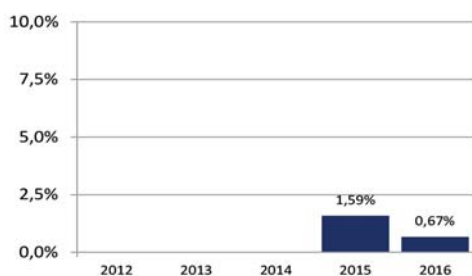
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 janvier 2017	10,12€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	2,44%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	0,91%

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 :	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 :

28 janvier 2017