

Edito

Quelques heures après la notification par la Grande Bretagne de sa volonté de quitter l'Union Européenne, la construction européenne accusait un autre échec, cette fois sur le plan boursier. En effet, la Commission européenne a interdit ce 29 mars 2017 le rapprochement envisagé entre Deutsche Börse (Bourse de Francfort) et London Stock Exchange (Bourse de Londres). De l'avis des autorités de la concurrence, cette opération aurait conduit à un "monopole de fait" sur le marché de la compensation des instruments à revenu fixe (obligations et accords de rachat d'obligations) en Europe.

La décision de bloquer cette opération était anticipée par les investisseurs depuis fin février et le refus de la Bourse britannique d'accéder à l'exigence de la Commission Européenne de vendre sa participation d'environ 60% dans MTS, une plateforme italienne de trading de dette souveraine. Pour donner son feu vert à ce rapprochement, la Commission avait aussi exigé la cession de la chambre de compensation française de la Bourse de Londres, LCH.Clearnet SA, qui devait être rachetée par Euronext.

Les autorités européennes ont justifié leur décision en arguant du fait que les opérations de compensation des instruments à revenu fixe exercées par LCH.Clearnet sont "très fortement tributaires" des flux de transactions effectuées sur MTS. Elles ont estimé qu'en l'absence de ces flux, la viabilité future de cette activité de LCH.Clearnet serait "sérieusement compromise". La Commission n'a donc pas pu déterminer si LCH.Clearnet aurait été un concurrent viable à LSE/Deutsche Börse sur le marché de la compensation des instruments à revenu fixe.

Ce nouveau revers à un projet de rapprochement visant la création d'un acteur boursier pan-européen pose à nouveau la question de la stratégie boursière de l'Union européenne pour la décennie à venir. A moins

de 9 mois de l'entrée en vigueur de la directive européenne MiFID II, qui va révolutionner une nouvelle fois tout le secteur financier en Europe alors que celui-ci se remet péniblement de la crise financière de 2008 à 2011. Il est à nouveau surprenant de constater que les autorités européennes s'opposent à un rapprochement d'activités de trading, favorisant l'augmentation de la liquidité d'instruments financiers au sein du marché européen, sous prétexte de vouloir maintenir une concurrence toute relative sur des opérations de post-trading. En effet, l'absence d'harmonisation fiscale au niveau des revenus mobiliers en Europe rend de facto impossible toute interopérabilité entre les différents compensateurs européens, ceux-ci étant, 10 ans après l'entrée en vigueur de la première directive Européenne MiFID, toujours associés à leurs marchés domestiques historiques.

Contrairement aux Etats-Unis, où la concurrence a été clairement placée au niveau du trading et où les activités de compensation et de règlement-livraison ont été regroupées au sein d'une seule et même institution (DTCC), l'Union Européenne poursuit une politique de concurrence à tous les niveaux, empêchant la constitution d'un champion européen pouvant concurrencer d'autres acteurs internationaux.

Il devient de plus en plus urgent, particulièrement au moment où l'Europe s'apprête à perdre un des marchés les plus importants à l'échelle planétaire à la suite du Brexit, que les institutions européennes définissent clairement une vision stratégique pour le secteur financier en Europe et qu'elles mettent en place les politiques nécessaires en application de cette vision.

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

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

516,54 +4,3%⁽¹⁾ ✓
+6,9%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.817,02 +6,5%⁽¹⁾ ✓
+5,8%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.122,51 +5,4%⁽¹⁾ ✓
+5,4%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

12.312,87 +4,0%⁽¹⁾ ✓
+7,2%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

7.322,92 +0,8%⁽¹⁾ ✓
+2,5%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

8.658,89 +1,3%⁽¹⁾ ✓
+5,3%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.160,69 +3,0%⁽¹⁾ ✓
+5,0%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

20.663,22 -0,7%⁽¹⁾ ✗
+4,6%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

5.911,74 +1,5%⁽¹⁾ ✓
+9,8%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

15.547,75 +1,0%⁽¹⁾ ✓
+1,7%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

18.909,26 -1,1%⁽¹⁾ ✗
-1,1%⁽²⁾ ✗

MSCI World

1.853,69 +0,8%⁽¹⁾ ✓
+5,9%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016



L'activité mondiale a continué de se redresser. La croissance mondiale s'est améliorée au second semestre de l'année dernière et devrait rester soutenue début 2017, bien qu'à un rythme modeste d'un point de vue historique. A plus long terme, les économies avancées comme les économies des marchés émergents devraient soutenir la croissance. En particulier, la politique de relance budgétaire devrait renforcer l'activité aux Etats-Unis, alors que l'atténuation progressive des profondes récessions dans certains des plus grands exportateurs de matières premières devrait soutenir la croissance des économies des marchés émergents. Toutefois, l'incertitude demeure élevée en raison d'un certain nombre de facteurs, notamment les politiques suivies par la nouvelle administration américaine, leurs effets sur l'économie américaine et les éventuelles répercussions sur l'activité mondiale, la vigueur du redressement des exportateurs de matières premières, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise et les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne. L'inflation mondiale totale a augmenté au cours des derniers mois, après le rebond des prix du pétrole, tandis que la légère diminution des capacités inutilisées devrait apporter un soutien à l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Depuis le début d'année, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement augmenté et ont affiché une certaine volatilité. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué et restent inférieurs aux niveaux enregistrés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a été annoncé. Les cours boursiers ont globalement augmenté dans la zone euro et aux Etats-Unis. L'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

La reprise économique se renforce de façon régulière dans la zone euro. En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4% au quatrième trimestre 2016, après un rythme de croissance similaire au troisième trimestre. Les données les plus récentes, notamment les résultats des enquêtes, ont renforcé la confiance dans la poursuite du raffermissement et de l'élargissement de l'expansion économique en cours.

Pour la suite, les effets des mesures de politique monétaire de la BCE confortent la demande intérieure et facilitent le processus engagé de désendettement. Le regain de l'investissement reste stimulé par les conditions de financement très favorables et les améliorations de la rentabilité des entreprises. En outre, la hausse de l'emploi, qui tient aussi aux réformes structurelles passées, exerce une incidence positive sur le revenu réel disponible des ménages, appuyant ainsi la consommation privée. Certains signes pointent également vers une reprise mondiale légèrement plus vigoureuse et un renforcement des échanges commerciaux.

Les projections de mars 2017 établies par la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse du PIB annuel en volume

de 1,8% en 2017, de 1,7% en 2018 et de 1,6% en 2019. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont moins prononcés, mais restent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux. Les principaux risques à la baisse comprennent une hausse du protectionnisme qui se renforce dans les économies avancées, un durcissement des conditions financières mondiales, susceptible d'affecter notamment les économies émergentes vulnérables, de possibles perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine et, enfin de possibles perturbations causées par des incertitudes politiques et géopolitiques, telles que les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro a continué de s'accélérer, à 2,0% en février, après 1,8% en janvier 2017 et 1,1% en décembre 2016. Cette évolution traduit principalement une forte augmentation, en rythme annuel, des prix de l'énergie et des produits alimentaires, sans aucun signe convainquant jusqu'à présent de remontée de l'inflation sous-jacente. Pour la suite, l'inflation totale devrait demeurer à des niveaux proches de 2% au cours des prochains mois, traduisant principalement l'évolution du rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont toutefois restées basses. Elles ne devraient augmenter que graduellement à moyen terme, confortée par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite attendue de la reprise économique et la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives. Les projections de mars 2017 établies par la BCE pour la zone euro font apparaître une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7% en 2017, de 1,6% en 2018 et de 1,7% en 2019.

Les mesures de politiques monétaires mises en place par la BCE depuis juin 2014 favorisent nettement les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages et, ainsi les flux de crédits dans la zone euro. La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable en janvier 2017. Dans le même temps, les crédits au secteur privé ont poursuivi leur redressement progressif. Le bas niveau des taux d'intérêt et les effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir les conditions de financement de l'économie réelle.

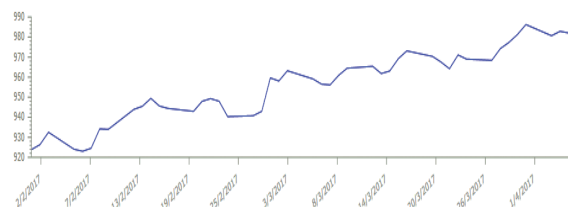
Au cours des prochaines années, le déficit budgétaire des administrations publiques et les ratios d'endettement de la zone euro devraient continuer de s'inscrire sur une tendance baissière. L'orientation budgétaire de la zone euro, faiblement expansionniste en 2016, devrait prendre un tour globalement neutre au cours de la période 2017-2019. Toutefois, le suivi de l'examen par la Commission Européenne des plans budgétaires pour 2017 n'a pas été satisfaisant, aucun des pays considérés comme présentant un risque de non-conformité avec le Pacte de stabilité et de croissance n'ayant mis en œuvre des mesures significatives.



Europe

En Europe, nous sommes entrés dans une nouvelle phase de la réduction de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE. À partir d'avril, les rachats mensuels retomberont à 60 milliards EUR contre 80 milliards précédemment. Aux Pays-Bas, le Premier ministre en fonction Rutte l'a emporté sur le populiste Wilders. Ce résultat est positif pour les marchés financiers et l'EUR. Reste à voir ce qu'apporteront les élections françaises et allemandes dans un futur proche. Entre-temps, nous constatons une baisse marquée de la confiance des Européens dans leurs gouvernements nationaux en 2017. Les indices boursiers de la zone euro comptent parmi les plus performants au monde avec un gain de 4,6%. Les économistes ont également revu à la hausse leurs prévisions de croissance au cours du mois écoulé. Elles s'établissent désormais à 2% au lieu de 1,8% précédemment. Cette révision à la hausse des prévisions s'explique principalement par une hausse des prévisions de revenus disponibles après un rebond inflationniste moins marqué que redouté initialement. Les données subjectives sont toujours plus positives que les données brutes. Nous entendons par là que les indicateurs de confiance restent particulièrement élevés, alors que c'est moins le cas des dépenses de consommation et des investissements effectifs.

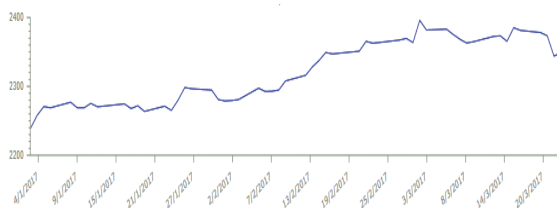
EURO STOXX 50



États-Unis

Aux États-Unis, la Fed a comme prévu relevé le taux des Fed Funds. Fin 2016, ils s'établissaient entre 0,5 et 0,75%. Aujourd'hui, c'est 0,75 à 1%. La Fed prévoit encore deux relèvements des taux en 2017 et trois en 2018, mais les marchés sont plus prudents. Donald Trump a dû constater impuissant que le parti républicain n'a pas pu trouver d'accord sur le Trump-care, le système appelé à remplacer Obamacare. En soi, cela ne change pas grand-chose à la politique pro-croissance de Trump. Sur le plan économique, plusieurs indicateurs suggèrent un léger affaiblissement de l'économie, mais les trimestres suivants devraient être meilleurs. Ainsi, les prévisions des directeurs d'achat sont en léger repli mais laissent présager une croissance du PNB de plus de 2%. L'emploi dans les secteurs manufacturiers est en nette hausse. Comme ce secteur paie des salaires supérieurs à la moyenne, cela profitera également à la consommation.

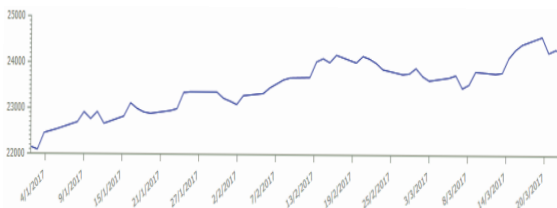
S&P 500



Pays émergents

La confiance des directeurs d'achat a nettement progressé dans la plupart des marchés en développement. Au niveau régional, l'Amérique latine s'est distinguée. On note aussi de bonnes surprises pour le Brésil, l'Inde et la Turquie. En revanche, les troubles politiques ont affecté la confiance des entrepreneurs en Corée du Sud. La plupart des cours de change ont progressé par rapport à l'USD.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	70,0	71,0	17/04
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,80%	19/04
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	105,7	24/04
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,60	25/04
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	27/04
EMU	Confiance économique	-	107,9	27/04
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	27/04
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	28/04
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,00%	1,00%	03/05
JAP	Produit Intérieur Brut	-	1,2%	18/05



USD	2,39%	0 ⁽¹⁾ = -6 ⁽²⁾ ↓
EUR	0,33%	+12 ⁽¹⁾ ↑ +12 ⁽²⁾ ↑
Allemagne	0,33%	+12 ⁽¹⁾ ↑ +12 ⁽²⁾ ↑
Autriche	0,54%	+11 ⁽¹⁾ ↑ +12 ⁽²⁾ ↑
Belgique	0,85%	+14 ⁽¹⁾ ↑ +32 ⁽²⁾ ↑
Espagne	1,67%	+1 ⁽¹⁾ ↑ +28 ⁽²⁾ ↑
Finlande	0,45%	+9 ⁽¹⁾ ↑ +10 ⁽²⁾ ↑
France	0,97%	+8 ⁽¹⁾ ↑ +28 ⁽²⁾ ↑
Grèce	6,99%	-16 ⁽¹⁾ ↓ -12 ⁽²⁾ ↓
Irlande	1,00%	+11 ⁽¹⁾ ↑ +25 ⁽²⁾ ↑
Italie	2,32%	+23 ⁽¹⁾ ↑ +50 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	0,58%	+10 ⁽¹⁾ ↑ +22 ⁽²⁾ ↑
Portugal	3,98%	+10 ⁽¹⁾ ↑ +21 ⁽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 9 mars 2007, la BCE a confirmé sa promesse de maintenir les taux d'intérêt au niveau actuel ou à des niveaux inférieurs pour une période prolongée et de racheter des actifs durant le reste de l'année (80 milliards d'euros par mois contre 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril jusqu'au moins fin 2017). Pourtant, M. Draghi a montré de légers signes d'optimisme en indiquant que de nouvelles baisses des taux d'intérêt et autres mesures non conventionnelles étaient désormais moins probables. Ce message, combiné à des indicateurs économiques positifs et une révision à la hausse des prévisions inflationnistes, permet de se demander si les projets de la BCE sont encore applicables ou si l'on peut s'attendre à une normalisation de la politique monétaire.

Pour donner une réponse étayée à ces questions, il est important de se pencher sur la stratégie de la BCE. Celle-ci trouve son origine dans la crise financière et des dettes publiques, qui a entraîné une baisse de taux directeur afin de stimuler l'économie. Ce taux directeur a cependant atteint son plancher et les mécanismes de transition usuels ont perdu de leur efficacité. C'est pourquoi la BCE a fait appel à des mesures non conventionnelles. Pour garder le contrôle des anticipations inflationnistes et des taux bas lorsque les taux directeurs ont atteint leur plancher, la BCE a eu recours à la "Forward Guidance" (c'est-à-dire au fait de donner des indications pour influencer la vision du marché concernant les taux d'intérêt futurs) et/ou à l'assouplissement qualitatif (c'est-à-dire l'achat de titres à grande échelle pour peser sur les taux d'intérêt). Dans le cadre de la "Forward Guidance", M. Draghi a confirmé que les stimuli adéquats resteront en place jusqu'à ce que l'inflation converge de manière durable vers l'objectif de la BCE, à savoir un niveau proche de, mais inférieur à 2%. Les quatre critères suivants seront pris en compte :

- L'inflation doit converger vers son objectif à moyen terme
- Cette convergence doit être durable
- L'inflation doit être autoalimentée, ce qui signifie qu'elle doit être fondée sur une reprise de l'activité économique et ne peut uniquement reposer sur des stimuli monétaires
- L'inflation doit être considérée dans l'ensemble de la zone euro

Si nous examinons ces critères à l'aune des évolutions économiques les plus

récentes dans la zone euro, il est important de considérer plusieurs indicateurs. L'inflation globale a été celle dont on a le plus parlé ces derniers mois, et elle a effectivement atteint son plus haut niveau sur quatre ans en février dernier. Mais il faut avant tout y voir la conséquence de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Son caractère peu durable est apparu clairement dans les chiffres de mars. Tant l'inflation globale que l'inflation de base (c'est-à-dire l'inflation globale hors ses éléments les plus volatils comme les prix de l'énergie et des denrées alimentaires) ont été inférieures aux prévisions.

Nous pouvons donc affirmer que l'inflation actuelle dans la zone euro n'est pas durable, ni même qu'elle s'autoalimente, et n'est par conséquent pas conforme aux critères de la BCE. Le meilleur signe d'une inflation autoalimentée est une accélération de la croissance des salaires. Sans croissance des salaires, une hausse subite de l'inflation entraîne en effet une baisse de la consommation. Pour créer une pression haussière sur les salaires, une baisse du chômage est cependant indispensable (actuellement 9% dans la zone euro). Et une telle baisse du chômage proviendra surtout de la croissance de l'économie européenne. Cependant, la croissance de ces dernières années était uniquement le fruit des nombreux stimuli monétaires. Seule une croissance basée sur l'innovation et des réformes structurelles peut entraîner une hausse de la prospérité à long terme et mener au niveau d'inflation durable souhaité. On peut donc affirmer qu'une normalisation de la politique monétaire n'est souhaitable que si elle se justifie par une hausse de l'inflation de base et de la croissance des salaires. Mais une normalisation trop hâtive de la politique monétaire pourra affecter la crédibilité de la BCE ainsi que sa capacité à contrôler les anticipations inflationnistes via des signaux sur la politique monétaire future. Cette erreur avait déjà été commise en 2011 lorsque les taux d'intérêt avaient été relevés à deux reprises de 25 points de base (de 1 à 1,5%), avant que la BCE ne rebrousse chemin et n'abaisse son taux d'intérêt à 0%. Il est donc préférable de laisser l'inflation temporairement augmenter à un niveau supérieur à l'objectif de 2% que d'intervenir trop précipitamment.

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



Les perspectives de croissance et d'inflation refaisant surface, accompagnée de discussions sur la réduction des achats de titres dans le cadre du "Quantitative Easing", ont entraîné une hausse des taux d'intérêt et ont permis à la part des obligations souveraines se négociant à un rendement négatif de s'élever à 30%, comparé à 50% en octobre 2016. Cette légère hausse des rendements a entraîné une performance négative de 1% des obligations souveraines de la zone euro. Le spread des obligations d'entreprises s'est légèrement contracté et a permis de limiter la performance négative des obligations d'entreprises. Sur le premier trimestre, la performance des obligations souveraines en zone Euro a été de -0,7%. Aux Etats-Unis, les obligations du Trésor et d'entreprises sont restées assez stable sur le mois de mars.

La forte corrélation entre les emprunts d'Etat et les obligations d'entreprises de qualité explique la performance négative de 30 points de base de ces dernières. Dans une période de baisse de l'aversion au risque, les investisseurs ont d'avantage recherché les autres classes d'actifs tels que les actions. Au contraire des mois précédents, les obligations de qualité moindre ont enregistré une performance légèrement négative. A la fin du trimestre, le rendement offert par les obligations d'entreprises "high yield" est de 3,06% par rapport à 1,21% par les obligations d'entreprises de qualité.

Il n'y a pas eu d'évolution notable sur le marché monétaire (placements sur des échéances inférieures à 2 ans). Les rumeurs de 'tapering' par la BCE ont entraîné une hausse de 10 points de base des rendements pour les échéances supérieures à 2 ans et donc une pentification de la courbe des rendements. Le différentiel de rendement entre court et long terme est de 135 points de base. Les rendements de l'OLO sont toujours en territoire négatif pour une durée d'investissement de 5 ans.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Mars 2017	total 2017
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-1,0%	-0,7%
Etats-Unis (\$)	-0,2%	0,8%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,3%	0,3%
Etats-Unis (\$)	-0,1%	1,4%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,2%	1,1%
Etats-Unis (\$)	-0,3%	2,3%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/03/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade		
AAA	1,21%	4
AA	0,73%	6
A	0,99%	4
BBB	1,50%	0
High Yield	3,07%	-18

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/03/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,50%	17
OLO 5 ans	-0,09%	31
OLO 7 ans	0,30%	42
OLO 10 ans	0,85%	32
OLO 30 ans	1,86%	26

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	K+S	2,625%	06.04.2023	101,71%	2,30%	NR	XS1591416679	1.000
EUR	Peugeot	2,000%	23.03.2024	100,00%	2,00%	S+++	FR0013245586	1.000
EUR	Innogy	1,000%	13.04.2025	99,30%	1,09%	I+	XS1595704872	1.000
GBP	Deutsche Telekom	2,250%	13.04.2029	98,00%	2,42%	I	XS1595796035	1.000
USD	Goldman Sachs	2,600%	27.12.2020	100,00%	2,60%	I+	US38141GWG53	2.000
USD	Applied Materials	4,350%	01.04.2047	100,80%	4,30%	I+	US038222AM71	2.000
ZAR	EIB	8,125%	21.12.2026	94,45%	8,80%	I+++	XS1167524922	5.000

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)

0,94 -0,4%⁽¹⁾ ↓
-1,3%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,18 +0,6%⁽¹⁾ ↑
+0,4%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,84 0,00⁽¹⁾ =
+3,7%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -2,9%⁽¹⁾ ↓
-0,7%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 -0,1%⁽¹⁾ ↓
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,94 -0,4%⁽¹⁾ ↓
+0,3%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,72 -1,1%⁽¹⁾ ↓
+4,6%⁽²⁾ ↑

CAD/EUR (Canada)

0,70 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-0,3%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +1,8%⁽¹⁾ ↑
+4,1%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,1%⁽¹⁾ ↓
+0,4%⁽²⁾ ↑

SEK/EUR (Suède)

0,10 +0,1%⁽¹⁾ ↑
+0,2%⁽²⁾ ↑

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

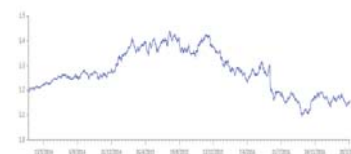
USD/EUR

La confrontation entre la colombe FED et le faucon BCE a entraîné une hausse de l'EUR. Le résultat des élections aux Pays-Bas y a également contribué. L'EUR s'est replié après une rectification apportée par la BCE et l'échec de la politique de Trump.



GBP/EUR

La monnaie s'est affaiblie après le déclenchement de l'article 50 qui entérine le Brexit. Un redressement s'est ensuite engagé lorsque les investisseurs se sont davantage intéressés à la situation économique, avec une possible hausse de taux.



TRY/EUR

Malgré la forte volatilité, la monnaie a fait du surplace. La fuite de capitaux de Turquie se maintient alors que le président Erdogan envisage de s'attribuer un statut digne d'un sultan. D'autre part, l'économie montre des premiers signes de reprise.



NOK/EUR

La couronne norvégienne a baissé le mois dernier. Le cours du pétrole est en effet retombé de 56 à 52 \$, et après les élections néerlandaises, la monnaie a perdu une partie de son statut de monnaie refuge.



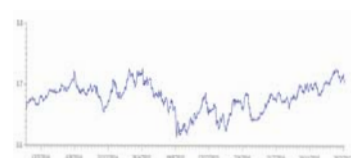
JPY/EUR

Après une baisse initiale, le yen s'est redressé grâce à son statut de monnaie refuge et au rapatriement de capitaux à l'occasion du Nouvel An japonais.



AUD/EUR

Le dollar australien perd du terrain après l'affaiblissement du secteur des matières premières et des ventes au détail décevantes. De plus, aucun relèvement des taux n'est désormais attendu à court terme.





Performance boursière

Le taux à 10 ans a baissé de 14 points de base au cours du mois de mars, passant de 0,70% fin février à 0,85% fin mars. Le taux à 20 ans a augmenté un peu plus rapidement (+17 points de base à 1,28%), ce qui a entraîné un raidissement de la courbe des taux. Les SIR ne s'en sont cependant pas émues outre mesure et ont enregistré une performance stable (+0,2% non pondéré – total return).

Les plus fortes baisses sont Vastned Retail Belgium (-2,7%) et Montea (-2,8%). Retail Estates (+4,4%) et Aedifica (+3,0%) ont enregistré des performances positives.

Information financière

Retail Estates a rejoint le FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index le 20 mars. L'entreprise gagne ainsi en visibilité auprès de la communauté internationale des investisseurs immobiliers.

Befimmo a déjà trouvé un locataire (Beo Bank) qui occupera 22.000 M² du projet Quator (60.000 M²), dont l'achèvement n'est prévu que dans 3,5 ans. L'inconvénient est cependant que BeoBank est déjà locataire de Befimmo dans l'immeuble "La Plaine" situé dans la partie décentralisée de Bruxelles. Cet immeuble a déjà plus de 20 ans. Les bureaux dans la partie décentralisée de Bruxelles sont moins prisés du marché locatif.

Befimmo concède également un bail emphytéotique de 99 ans sur le complexe de bureaux Brederode pour un montant de 122 millions EUR et un rendement locatif de 3,69%. Le bail emphytéotique apporte à Befimmo une plus-value de 0,8 EUR par action et réduit le taux d'endettement de 3,3%. D'autre part, Befimmo perd des revenus locatifs d'un montant de 0,08 EUR pour 2017 et 0,13 EUR et 0,12 EUR pour respectivement 2018 et 2019. Les budgets 2017, 2018 et 2019 prévoyaient un

bénéfice courant par action de respectivement 3,71 EUR, 3,73 EUR et 3,31 EUR. L'opération actuelle va donc réduire l'EPS de 2019 à 3,19 EUR, ce qui est inférieur au dividende brut actuel de 3,45 EUR.

Care Property Invest a publié des résultats conformes aux attentes pour 2016. Les revenus locatifs ont progressé de 14%, alors que la marge opérationnelle s'établissait à 85,9%. Le taux d'occupation s'élevait à 100% et le taux d'endettement à 49,92%. La durée moyenne des contrats de bail est très longue (17,5 ans). CPINV va verser un dividende brut de 0,63 EUR. Pour 2017, CPINV prévoit un dividende stable. CPINV a également procédé à un placement privé d'actions existantes qui ont été créées par l'apport en nature du centre de logement et de soins avec appartements-service "Les Terrasses du Bois".

Aedifica a procédé à une augmentation de capital de 219,3 millions EUR via l'émission de 3.595.164 actions nouvelles à un prix d'émission de 61 EUR par action nouvelle. L'émission implique une décote de 12,3 % sur le cours de clôture de la veille de l'annonce de l'opération. L'argent collecté sera affecté à la poursuite de la stratégie de croissance du portefeuille immobilier tout en maintenant un taux d'endettement de 50 à 55 %.

Aedifica annonce également l'acquisition de deux centres de soins à Hilversum pour un montant total de 14 millions EUR. Les deux centres (dont un est encore à construire) ont une capacité de 48 unités pour un rendement initial de 7%.

Montea achète un centre de distribution logistique de 14.000 M² pour Metro Cash & Carry à Willebroek. Le prix d'achat s'élève à 8,8 millions EUR avec un rendement initial de 7,1%. Annoncée en janvier, la vente de l'immeuble de Savigny-le-Temple (France) a été finalisée après réalisation d'une série de travaux d'adaptation pour le locataire actuel.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		28/02/17	31/12/16	31/03/16		
Aedifica	70,61	3,0%	4,5%	23,6%	23,0	3,2%
Care Property Invest	20,00	1,4%	0,9%	27,7%	25,6	3,5%
XIOR	36,48	0,6%	3,0%	22,0%	22,0	3,9%
Home Invest Belgium	95,50	-0,5%	0,8%	-0,4%	30,1	4,6%
QRF	25,00	0,8%	-7,0%	0,9%	16,4	5,4%
Retail Estates	76,90	4,4%	2,3%	2,5%	17,8	4,3%
Vastned Retail Belgium	50,88	-2,7%	-5,5%	-3,8%	20,9	4,8%
Ascencio	58,30	-1,5%	-6,9%	3,9%	25,0	5,8%
Wereldhave Belgium	103,00	-1,7%	-4,4%	-5,6%	17,1	5,0%
Warehouses Estates Belgium	61,20	-0,6%	-4,8%	5,7%	16,7	5,7%
Leasinvest Real Estate	104,90	-1,5%	-0,6%	10,3%	18,3	4,8%
Befimmo	53,26	2,2%	-0,2%	1,0%	14,4	6,2%
Cofinimmo	107,10	2,2%	-1,4%	2,5%	16,2	5,2%
Montea	45,11	-2,8%	-2,7%	19,8%	15,6	5,1%
WDP	87,28	-0,6%	2,8%	10,5%	16,1	5,1%
Intervest Offices & Warehouses	23,79	0,8%	-0,5%	1,3%	13,7	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ ABN AMRO (ISIN NL0011540547 - 22,56 EUR)

■ Profil

ABN AMRO Group figure parmi les principaux groupes bancaires néerlandais. Le Produit Net Bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit :

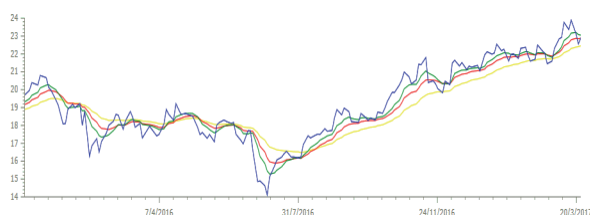
- banque de détail (53,5%) : vente de produits et de services bancaires classiques et spécialisés au travers d'un réseau de 221 agences dans le monde ;
- banque d'affaires (36,2%) ;
- banque privée (10,3% ; n° 1 néerlandais) : activité assurée au travers de plus de 50 agences dans le monde.

A fin 2016, le groupe gère 228,8 MdsEUR d'encours de dépôts et 267,7 MdsEUR d'encours de crédits.

La répartition géographique du PNB est la suivante : Pays Bas (83,9%), Europe (9,1%), Etats-Unis (3,2%), Asie (2,8%) et autres (1%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,48x
Cours/Actif Net :	1,12x
Rendement :	5,18%



■ Notre opinion

ABN Amro est la troisième plus grande banque de détail aux Pays-Bas avec une part de marché de 21%. La banque offre des services en banque de détail, banque privée et en "corporate banking" auprès de ses clients néerlandais et internationaux. En outre, la banque s'est forgée une solide expérience dans le secteur de l'énergie, des matières premières et du transport (ECT) ainsi que sur le métier de compensation. La banque est née de la fusion entre ABN Amro et de Fortis Bank Pays-Bas. 80% du résultat d'exploitation a été réalisé aux Pays-Bas en 2016, 11% dans le reste l'Europe et 9% aux Etats-Unis, en Asie et dans le reste du monde.

Le 20 novembre 2015, 23% des titres ABN Amro ont été mis en Bourse. Le 17 novembre 2016, la NLF (NL Financial Investments) a au nom du gouvernement néerlandais, vendu 65 millions de certificats ABN AMRO, ainsi la NLF détient aujourd'hui une participation à hauteur de 70% du capital de ABN AMRO.

Solvabilité et liquidité élevée

ABN Amro dispose d'une forte solvabilité avec un CET-1 (pleine charge) de 17,0% au 31 décembre 2016. Il est attendu que la solvabilité s'améliore encore dans les années

à venir. Cela pourrait permettre au Groupe d'accroître le montant du dividende versé aux actionnaires.

Le ratio de liquidité (LCR) et le ratio de financement stable net (NSFR) se situent tous les deux au-dessus de 100%, de sorte que le risque de liquidité est confortablement couvert.

Exposition à l'industrie offshore

ABN Amro a une exposition de 4 milliards d'euros dans l'industrie offshore sous la forme de prêts à des sociétés de forage et de services offshore. Ces sociétés sont actuellement en difficulté. Après deux années d'offres excédentaires sur le marché du pétrole et du gaz, ABN Amro prévoit que l'offre et la demande vont revenir à l'équilibre en 2017. Les pays de l'OPEP ont décidé de réduire de 2% la production globale, de quoi soutenir les prix du pétrole. La solvabilité d'ABN AMRO est suffisamment élevée pour faire face à des pertes potentielles sur les crédits.

Conseil

ABN Amro dispose non seulement d'une forte solvabilité, et est encore une banque détenue par un État. Le rating crédit figure parmi les plus élevés ("AAA") par Standard & Poors et Fitch et Aaa par Moody.

Cela explique pourquoi le ratio P/B est plus élevé que la moyenne du secteur, or le rendement du dividende reste élevé (+/- 5%), et le ratio cours/bénéfices est en ligne avec le secteur. L'objectif de cours moyen des analystes est de 25 EUR par action.

Nous sommes à "Conserver" avec un objectif à 25 EUR.

■ Derniers résultats

Sur 2016, ABN Amro a vu son bénéfice net diminuer de 5,9%, en raison des coûts d'exploitation qui ont progressé plus rapidement (+9,2%) que le résultat opérationnel (+1,6%). La forte augmentation des coûts est due principalement à une provision pour restructuration de 348 millions d'euros. Le ratio coûts/revenus ressort à 65,9%, supérieur à l'objectif de 56-58%.

Les provisions pour créances douteuses et dépréciations se sont élevées à seulement 114 millions d'euros contre 505 millions d'euros en 2015. La solvabilité est très forte, avec un CET-1 (pleine charge) de 17,0%.

ABN Amro versera un acompte sur dividende final de 0,44 euros par action, ex-coupon le 1^{er} juin 2017 et payable le 23 juin 2017.

■ Perspectives

ABN Amro ne donne pas de prévisions pour 2017 mais prévoit que son ratio coûts/revenus va encore baisser en raison des programmes de réduction des coûts et des initiatives de croissance.



■ TOTAL (ISIN FR0000120271 - 46,37 EUR)

■ Profil

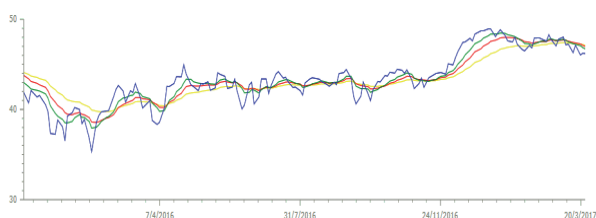
Total figure parmi les 1ers groupes pétroliers mondiaux. Le CA par activité se répartit comme suit :

- distribution de produits pétroliers (47,1%) ;
- raffinage et chimie (42,7%) ;
- exploitation et production d'hydrocarbures (10,2%).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (22,1%), Europe (48,1%), Afrique (10,6%), Amérique du Nord (9%) et autres (10,2%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 10,7x
Cours/Actif Net : 1,20x
Rendement : 5,30%



■ Notre opinion

Démontre une fois de plus sa résilience

Analyse financière

Bien que le cours moyen du baril de Brent s'est établi à 44 USD en 2016 (52 USD en 2015 et 99 USD en 2014), le Groupe Total a généré un bénéfice net consolidé de 6,2 milliards de dollars : pas mal pour un secteur soi-disant en crise !

Une fois n'est pas coutume, c'est bien le mix d'activité (Amont/Raffinage et Marketing Services) qui a permis au Groupe de contrebalancer les effets négatifs de la chute de l'or noir. Bien que le niveau du chiffre d'affaires et du bénéfice se rapproche de celui de 2009 (point bas également atteint sur le pétrole), le Groupe continue de se donner les moyens d'investir, ce qui in fine permet au bilan comptable de poursuivre sa croissance : +6% en moyenne par an, soit la même progression que les capitaux propres du Groupe, d'où une stabilisation de l'autonomie financière à 42/44% au fil des années.

Malgré la diminution des investissements, le montant des CAPEX (dépenses d'investissement) restent toujours supérieur au montant des flux de trésorerie générés par le Groupe, ce qui explique pourquoi le Groupe lève des capitaux (notamment via l'émission de titres subordonnés à durée indéterminée) afin de financer 1/ une partie de ses investissements (1 milliard sur 17,6 milliards de dollars net de CAPEX) et 2/ sa politique de dividende (2,66 milliards de

dollars). Cette situation peut sembler intenable financièrement, mais avec un bénéfice et un cash-flow d'exploitation qui sont structurellement en territoire positif depuis plus d'une décennie, ainsi qu'un bilan comptable très solide et une "petite" trésorerie de 25 milliards de dollars, le Groupe pétrolier n'a aucun mal à pouvoir lever des capitaux via l'émission d'obligations. En outre, les émissions de titres subordonnés sont 1/ comptabilisés dans les capitaux propres et 2/ permettent des économies d'impôts afférentes aux coupons versés.

Enfin, les métriques de rentabilité ont toutes atteintes un point bas fin 2014, quant aux ratios de solvabilité et de liquidité ils se situent sur des niveaux très confortables (d'où un titre classé en Investment Grade, source Bloomberg).

Analyse des sensibilités

D'une manière générale, la baisse du prix des hydrocarbures a un effet négatif sur les résultats du Groupe du fait de la diminution des revenus générés par la production pétrolière et gazière. Par activité on notera que : 1/ sur la partie "Amont", le Groupe estime qu'une hausse de 10 USD le baril entraîne une hausse de 2 milliards de dollars sur le résultat opérationnel ajusté et de 2,5 milliards sur les flux de trésorerie d'exploitation. Et inversement. 2/ Sur la partie "Aval", une baisse de 10 USD le baril entraîne une baisse de 0,5 milliard sur le résultat opérationnel et de 0,6 milliards de dollars sur les flux de trésorerie d'exploitation. Et inversement.

Perspectives

Sur bases des éléments Bloomberg, les flux de trésorerie devraient -après quatre années de disette- revenir enfin en territoire positif dès fin 2017.

Valorisation

La valeur comptable pointe à 40 EUR, et l'objectif moyen des analystes se trouve à 52,70 EUR. Sur base historique (5 ans), les multiples de valorisation se situent sur leur moyenne. Au niveau relatif, le titre Total reste attractif par rapport à ses pairs dans le secteur. Ainsi, à l'instar du dossier Royal Dutch Shell, nous sommes à "l'Achat" sur le titre Total.

■ Analyse Technique

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



■ CARREFOUR (ISIN FR0000120172 - 21,82 EUR)

■ Profil

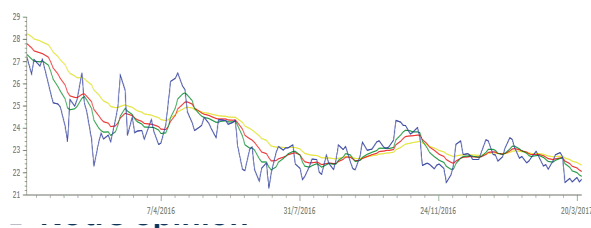
Carrefour est le n° 1 européen et le n° 2 mondial de la grande distribution. L'activité du groupe s'organise autour de 3 types de magasins :

- hypermarchés : détention, à fin 2015, de 1 481 magasins sous l'enseigne Carrefour ;
- supermarchés : détention de 3 462 magasins sous les enseignes Market et Bairo ;
- autres : exploitation d'un réseau de 7 181 magasins de proximité (enseignes Express, City, Contact, Montagne, Proxi, 8 à Huit, etc.), de 172 magasins Cash & Carry, de magasins de gros, et de sites de commerce électronique (Carrefour et Ooshop).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (47,1%), Europe (25,6%), Amérique latine (18,7%) et Asie (8,6%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	12,78x
Cours/Actif Net :	1,39x
Rendement :	3,67%



Une stratégie quelque peu décausue

Ambitieux, le Groupe Carrefour s'était lancé dans un vaste plan de conquête reposant à la fois sur la centralisation de la gestion de ses magasins et sur l'expansion internationale. Cependant, l'enseigne va pourtant rapidement perdre pied : la stratégie de centralisation des décisions a entraîné son lot d'erreurs d'exécution (exemple avec certaines ruptures de stocks), quant à la stratégie de croissance externe, elle entraînera à la fois une consommation de cash excessive et une perte de vitesse sur les marchés cœur (prolifération des promotions sans croissance des revenus et pertes de part de marché).

le Groupe change son plan de vol à partir de 2012 : l'objectif est à présent de se recentrer sur ses marchés historique (notamment en France : 47% du CA et du ROC) et de se défaire des actifs non rentables.

En 2014, le Groupe renforce sa position sur le réseau français en faisant l'acquisition de plusieurs centaines de magasins Dia : l'objectif est de renforcer le créneau des magasins de proximité dans la région parisienne et dans le sud-est de la France, là où le Groupe est moins présent. Dorénavant, la part de marché en France est de 21,50% (n°1 en France) et d'environ 20% ex-Dia.

Après un beau démarrage, l'année 2016 montre un ralentissement en France

Depuis la réorientation du Groupe sur l'Europe, la croissance moyenne annuelle organique ressort à 2,5% (+1% en 2012, +2,3% en 2013, +3,9% en 2014, +3% en 2015) : sur cette même période l'action est passée de 14 EUR à 25 EUR.

Toutefois en 2016, le résultat d'exploitation a diminué en France de 13,4% et au niveau du groupe de 3,8%. La marge opérationnelle en France a diminué de 40 points de base (à 2,9%). Au niveau du Groupe, le chiffre est en ligne avec les attentes des analystes (+2,7% en organique), mais la marge d'exploitation brute (et nette) a été légèrement plus faible par rapport aux attentes.

A quoi s'attendre ?

Pour 2017, la direction prévoit une croissance de 3 à 5% du chiffre d'affaires. Toutefois, aucune indication ne concerne l'évolution de l'EBIT, ce qui signifie qu'il n'y a pas assez de visibilité sur l'évolution des marges en France. Il ne peut donc pas être exclu que nous assistons encore à une légère détérioration des résultats en France en 2017. La perte dans les magasins DIA, devrait cependant être plus faible.

Le Groupe reste fidèle sur sa stratégie multi-format (hypermarchés, supermarchés, Cash & Carry, boutiques E-commerce et de voisinage) et attend beaucoup du développement sur le E-commerce. Le chiffre d'affaires sur le e-commerce devrait en effet tripler sur la période 2016-2020.

Le Groupe vise à améliorer les marges, mais cela ne devrait pas se faire au détriment de la stratégie des promotions sur les ventes.

Le mandat de l'actuel PDG de Carrefour, Georges Plassat, expire en 2018 et ce dernier préfère que son successeur vienne de la direction en interne.

Conseil

Lors de la publication des résultats annuels de 2016, les investisseurs ont été déçus. En France (47% du CA) le résultat d'exploitation a diminué de 13,4% à la suite d'activités promotionnelles et des coûts d'intégration/réhabilitation des magasins DIA. De plus, il n'y avait pas d'amélioration dans les marges du Groupe. En conséquence, Carrefour offre une de décote de 20% par rapport à ses pairs.

Nous continuons d'être à l'achat avec un objectif de cours situé à 26 EUR.

■ Derniers résultats

En 2016, le groupe Carrefour a enregistré une croissance du chiffre d'affaires stable. Cependant, la croissance du chiffre d'affaires (hors taxes) à taux de change constants ressort à +2,7% et +3,0% en organique. Le résultat opérationnel courant a diminué de 3,2% à 2.351 millions d'euros et de 3,8% à taux de change constants. La marge d'exploitation est restée stable à 3,1%.



ZALANDO (ISIN DE000ZAL41111 - 35,60 EUR)

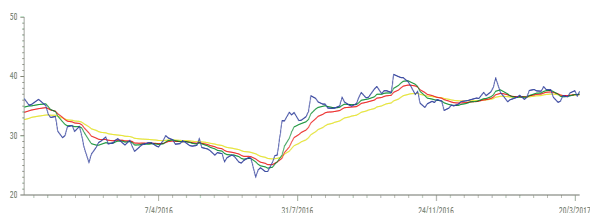
Profil

Zalando est le n° 1 européen de la distribution en ligne de chaussures et de vêtements pour femmes, hommes et enfants. A fin 2016, le groupe compte 19,9 millions de clients actifs (+11% sur 1 an). La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne-Autriche-Suisse (50%), et reste de l'Europe (50%).

Le Groupe emploie 12.000 employés.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 47x
Cours/Actif Net : 6,25x
Rendement : 0%



Notre opinion

Une nouvelle génération d'entreprises

Avec une capitalisation boursière de près de 9 milliards d'euros, la valeur en bourse du n°1 européen de la distribution sur internet de chaussures et de vêtements dépasse -à titre d'exemple- celle du distributeur Colruyt, de quoi remettre l'église au milieu du village. Bien que Zalando fasse partie des acteurs de la "nouvelle économie", le Groupe génère des bénéfices, on est donc très loin du dossier Snapchat qui réalise autant de revenus que de pertes...

Analyse financière

De 2010 à 2016, les revenus du Groupe Zalando sont passés de 150 millions à 3,6 milliards d'euro. Bien que le secteur des ventes en ligne soit en très forte croissance (l'entreprise compte déjà 20 millions de clients actifs), la croissance exponentielle des revenus est bien évidemment liée aux importants investissements consentis : le bilan comptable est passé de 100 millions d'euros en 2010, à 2,5 milliards d'euros aujourd'hui. En raison de son métier, il n'est pas surprenant de constater que le niveau des stocks de marchandises soit un poste important au bilan comptable (23% en 2016 - mieux comparativement à 42% en 2010), mais ce qui attire principalement notre attention c'est la position "Cash and Cash Equivalents" qui représente la plus importante ligne à l'actif du bilan (38%, soit 973 millions d'euros) : ce "trésor de guerre" provient des levés de capitaux entre 2011 et 2014. Au passif à présent, les capitaux propres représentent 55%

du bilan, la situation financière est donc solide, ce qui in fine permet au Groupe de poursuivre de manière autonome sa stratégie de croissance.

Bien que les investissements soient importants (encore 200 millions d'euros de CAPEX prévus pour 2017), les flux de trésorerie sont en territoire positif depuis 2014, et le Groupe se garde bien pour l'instant de verser le moindre dividende (une situation parfaitement en ligne pour une entreprise en forte croissance).

Au niveau de la rentabilité, la marge d'exploitation pointe à 5,3%, et devrait se maintenir dans une fourchette de 5 à 6% sur 2017 selon le Groupe. Dans le détail, on notera le début d'économies d'échelles, ce qui illustre une maturité du Groupe dans sa gestion des coûts fixes : à titre d'exemple, le ratio "marketing cost" représente 10% des ventes fin 2016, contre 13% en 2014. Toujours en termes de rentabilité, on soulignera que le Groupe crée de la valeur depuis mi-2015 : la rentabilité des actifs économiques étant supérieure aux coûts des ressources financières.

Perspectives

Alors que certains secteurs se battent pour afficher péniblement un taux de croissance d'à peine 3%, le Groupe Zalando s'attend à une progression à deux chiffres (+20/25% sur 2017). En outre, le Groupe affiche la volonté de poursuivre sa progression de part de marché (> 1% actuellement en Europe, contre 0,5% en 2013). Enfin, concernant la concurrence, il faudra suivre attentivement Amazon avec sa stratégie multicanal (internet + emplacements physiques).

Valorisation

Les multiples de valorisation se situent sur des niveaux très élevés (exemple : le ratio cours/bénéfices pointe à 47x pour 2017) mais s'expliquent par un taux de croissance du bénéfice par action également très élevé (+70% sur 2017, source consensus Bloomberg).

Nous fixons un objectif de cours un peu plus conservateur que le consensus (soit 40 EUR). Car bien que le Groupe dispose d'une solide situation financière, nous plaçons le profil de risque à 'Elevé' compte tenu du secteur d'activité : 1/ les ventes peuvent parfois être très volatiles en raison de l'arrivée d'un nouveau concurrent ; et 2/ les marges peuvent parfois décevoir si la stratégie marketing devient agressive.

Tendance technique

Techniquement parlant, Zalando 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.



■ Environnement

Au cours du premier trimestre 2017, le rendement moyen des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'est accru de quelques 25 points de base, pour s'établir à 1,27%. Cette évolution globalement stable masque une hétérogénéité des évolutions intra-zone euro. Les écarts de rendement souverain se sont creusés dans plusieurs pays. Cela a été particulièrement visible en France, où l'incertitude politique accrue entourant l'élection présidentielle à venir s'est traduite par une certaine volatilité des écarts de rendement. A la fin du trimestre, l'écart de rendement des emprunts publics français à dix ans par rapport au dix allemand s'est élargi de 20 points de base environ, après un accroissement pouvant aller jusqu'à 35 points de base au cours de période. Dans les pays moins bien notés, un creusement similaire a été observé.

Le profil d'une pente graduellement ascendante de la courbe de l'Eonia (le taux d'intérêt au jour le jour de l'euro) anticipé implique que les intervenants de marché continuent de prévoir une période prolongée de taux de l'Eonia négatifs, sans autres réductions du taux de la facilité de dépôt. Cela contraste fortement avec la situation observée début octobre 2016, lorsque la pente du segment à court terme était descendante, dénotant des anticipations de nouvelles baisses du taux de la facilité de dépôt.

Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés ont diminué pour toutes les classes de notation au cours du trimestre écoulé. Le resserrement des écarts a été soutenu par une amélioration des perspectives de croissance de la zone euro. De ce fait, les écarts moins élevés des obligations du secteur des entreprises indiquent une baisse de la perception par le marché des risques du secteur privé.

Dans l'ensemble, les cours boursiers de la zone euro ont fortement augmenté depuis le début de l'année. Les prix des actions ont progressé en moyenne de 7,1%. Les actions du secteur bancaire de la zone euro ont affiché une performance comparable avec une progression de 6,8% au cours du trimestre écoulé. Les hausses des actions ont été soutenues par une amélioration des perspectives de croissance économique et d'inflation. La reflation à l'œuvre depuis près d'un an fait espérer une progression des chiffres d'affaires et donc une amélioration des marges des entreprises.

L'incertitude sur les marchés boursiers – mesurée par les anticipations de volatilité des cours boursiers – est restée globalement stable au cours du premier trimestre de l'année. Fin mars, la volatilité implicite des marchés boursiers en rythme annuel est ressortie à 16% dans la zone euro et à 12% aux Etats-Unis. Les volatilités implicites sont

nettement inférieures aux moyennes historiques pour les deux zones et reflètent en partie le bas niveau de la volatilité réalisée au niveau des actions.

Depuis le début de l'année, l'euro s'est apprécié de 1,3% par rapport au dollar américain et de 0,4% par rapport au renminbi chinois. Par contre, l'euro s'est affaibli vis-à-vis d'autres grandes devises, dont le yen japonais (de 3,7%), la livre sterling (de 0,4%) et le franc suisse (de 0,4%). Dans le même temps, le taux de change de l'euro s'est également inscrit en baisse vis-à-vis des devises des principales économies émergentes, à l'exception de la livre turque.

■ Transactions

Face à la faiblesse des rendements offerts par les obligations souveraines et les obligations d'entreprises "investment grade", nous favorisons les obligations d'émetteurs de moins bonne qualité pour le profil de gestion qui investit uniquement en euros. Nous considérons ces investissements comme opportunistes et servant principalement à maintenir le pourcentage de liquidités en-deçà d'un certain seuil. Pour ne pas augmenter de manière significative le risque du portefeuille, nous privilégions des émetteurs avec la meilleure qualité de crédit dans la catégorie des obligations 'high yield'. Au cours du mois de mars, deux obligations répondant à ces critères ont été incorporées dans le portefeuille pour le profil Bass. Nous avons souscrit à l'émission obligataire de Peugeot. Elle a pour caractéristique d'offrir un coupon de 2% pour une échéance de 7 ans. Cette obligation sert à financer l'achat pour 2,2 milliards d'euros des activités Opel/Vauxhall de General Motors par le groupe Peugeot. Avec cette opération, Peugeot deviendra le 2^{ème} constructeur automobile européen avec une part de marché de 17%. Peugeot table sur des synergies importantes de 1,7 milliards d'euros par an d'ici 2026. La deuxième obligation incorporée dans le portefeuille est celle émise par Aramark avec une échéance de 8 ans et un coupon de 3,125%. Aramark est un groupe américain présent dans les services dans le domaine de la restauration, de la gestion du bâtiment et des uniformes. Le groupe est actif dans 19 pays et propose ses services à 5 secteurs (business & industrie, éducation, santé, sports & loisirs et locaux). Il s'agit de la première émission en euros de cet émetteur qui affiche un profil de crédit intéressant : une taille importante, une activité stable et prévisible avec des contrats à long terme et une marge opérationnelle solide. Aramark a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires de 14,4 milliards de dollars.

Pour le profil de gestion Baryton-Bass qui autorise les investissements en obligations libellées en devises étrangères, nous continuons de privilégier comme devise étrangère le dollar américain. Le poids de celui-ci a été

augmenté à 22% des investissements par rapport à 20% en début d'année. Etant donné le surplus de rendement offert par les placements en dollars (par rapport aux placements en euros), nous privilégions les obligations émises par des entreprises de qualité "investment grade". En mars, l'obligation libellée en dollar américain émise par Macy's de qualité "investment grade" et d'échéance 2023 a été achetée dans les portefeuilles avec le profil Bayton-Bass. Macy's exploite 880 magasins aux Etats-Unis. Ces magasins vendent une large gamme de produits : des vêtements et accessoires pour hommes, femmes et enfants, des cosmétiques, des biens d'ameublement et d'autres biens de consommation. Macy's opère sous les enseignes Macy's, Bloomingdales et Bluemercury. Pour l'année 2016, les ventes annuelles s'élèvent à 25,8 milliards de dollars. Nous considérons Macy's comme un débiteur d'excellente qualité qui opère dans un secteur d'activité stable. Cette obligation renforce le poids des investissements "core" dans le portefeuille car elle remplace l'obligation libellée en dollar américain de Freeport Mac-Moran (émetteur de qualité 'high yield' et actif dans le secteur des matières premières) qui est arrivée à l'échéance le 1^{er} mars dernier.

Le poids de l'immobilier coté est de 12% du portefeuille pour le profil de gestion Baryton-Bass. Ces investissements sont réalisés dans une optique de rendement et non dans l'anticipation de réaliser des plus-values étant donné le niveau élevé de valorisation des SIR.

Pour les profils de gestion avec actions, nous sommes toujours structurellement favorables aux actions mais nous avons réduit tactiquement la surpondération à la fin du mois du mois de février. Nous redoutons que les marchés – particulièrement enthousiastes – prennent insuffisamment

en compte les risques politiques et l'impact tardif des mesures espérées du gouvernement américain.

Etant donné qu'il n'y a pas eu de correction sur les actions au cours du mois de mars, le coussin de liquidités constitué en février n'a pas été entamé et représente près de 5% du portefeuille à la fin du trimestre.

Au niveau des valeurs individuelles, nous avons procédé à l'acquisition de la société belge Ontex. Ce groupe souhaite à terme devenir un des leaders mondiaux dans les produits jetables pour l'hygiène personnelle. Dans ce cadre, le groupe a procédé à l'acquisition des activités hygiène personnelles du groupe brésilien Hypermarcas en décembre 2016 après celle du groupe mexicain Grupo Mabe en 2015. Pour financer l'acquisition au Brésil, le groupe a procédé au cours du mois de mars à un placement privé de nouvelles actions auprès d'investisseurs institutionnels à 29,50 euros. Nous avons saisi l'opportunité de ce placement, qui a logiquement pesé sur le cours de bourse, pour incorporer dans le portefeuille une valeur de croissance et ce à un prix raisonnable.

Pour les profils de gestion avec actions, nous n'avons pas procédé à des transactions dans les autres classes d'actifs (immobilier coté et obligations) au cours du mois de mars. Néanmoins, nous avons profité de la faiblesse du dollar américain - que nous considérons comme passagère - pour acheter une obligation en USD et ce pour les portefeuilles dont le pourcentage de liquidités est nettement supérieur au niveau souhaité. Le choix s'est porté sur une obligation avec une échéance de 5 ans et émise par Viacom. Celui-ci est une société américaine, actif dans le secteur des médias et avec une bonne qualité de débiteur. Les principales marques du groupe sont MTV, Nickelodeon et Paramount.

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

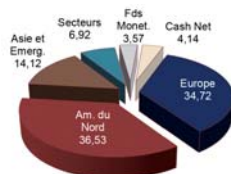
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

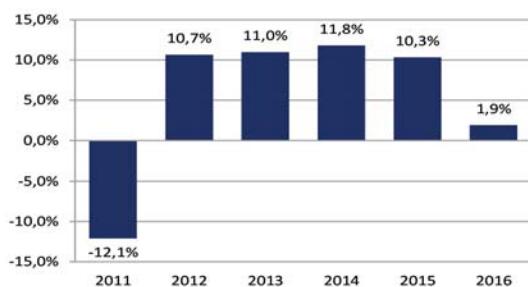
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 mars 2017	14,96€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	10,19%
3 ans rend. actuariel :	8,99%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,35%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

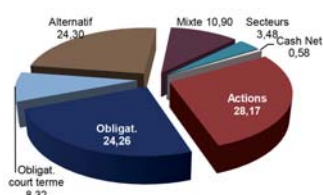
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

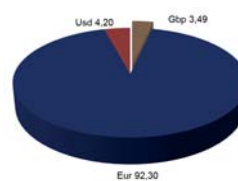
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

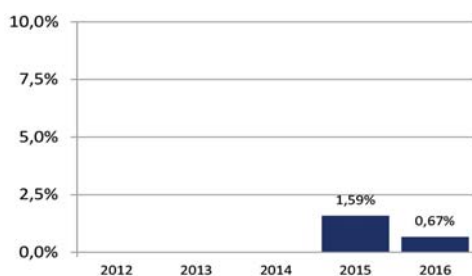
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 mars 2017	10,29€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	4,40%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	1,71%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

■ **Jeudi 1^{er} juin 2017 : Conférence**

La monnaie et les marchés financiers, toute une histoire

Langue : Français
 Lieu / Heure : Villattitude - Chaussée de Waterloo 1020 - 1180 Uccle / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 8 juin 2017 : Conférence**

L'automobile de demain vue par BMW

Langue : Français
 Lieu / Heure : L'Orangerie du Château de Seneffe - Rue Lucien Plasman 7 -
 7180 Seneffe / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers et
 Monsieur Christophe Weerts, Corporate Communications Manager
 chez BMW Group
 Inscriptions : 0800/255 11

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	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 :

31 mars 2017