

## Edito

Résoudre la quadrature du cercle. C'est en ces termes que l'on pourrait résumer la mission actuelle de la Première Ministre britannique, Madame Theresa May, qui doit trouver le meilleur accord possible entre son pays et les institutions européennes pour assurer une sortie ordonnée de la Grande Bretagne de l'Union Européenne. Le 15 janvier dernier, le parlement britannique a rejeté l'accord négocié pendant près de deux ans par le gouvernement britannique avec la Commission européenne sur les modalités de sortie du Royaume Uni, plongeant l'économie mondiale dans une incertitude complète sur les échanges commerciaux entre la Grande Bretagne et ses partenaires après le 29 mars 2019. Mais comment en sommes-nous arrivés là ?

Tout commence en 2014 lorsque le parti nationaliste et europhobe UKIP (United Kingdom Independence Party) devient le premier parti britannique aux élections européennes avec 26,77% des voix. En vue des élections législatives de 2015, le Premier Ministre de l'époque, David Cameron, chef de la majorité conservatrice, se sent obligé de réagir en promettant un référendum sur l'appartenance à l'Union Européenne, et ce afin non seulement de couper l'herbe sous le pied des nationalistes, mais aussi afin d'assurer son leadership au sein de son propre parti où certains conservateurs eurosceptiques provoquent des dissensions importantes. Persuadé de pouvoir remporter ce référendum, David Cameron tentera d'assurer sa victoire en négociant et obtenant de ses partenaires européens des avantages supplémentaires pour la Grande-Bretagne au sein de l'Union.

Cependant, le 23 juin 2016, les Britanniques décident à 51,9% de quitter l'Union européenne, notamment à la suite de promesses de refinancement de la sécurité sociale à concurrence des économies réalisées en sortant de l'Union Européenne, soit selon les partisans de la sortie, près de 350 millions de livres par semaine. David Cameron perd donc son pari risqué et démissionne quelques jours plus tard, laissant à Theresa May la

tâche ardue de réaliser le Brexit. Conformément à son mandat, Madame May invoquera le 29 mars 2017 l'article 50 du Traité de Lisbonne qui enclenche le mécanisme de sortie automatique de la Grande Bretagne après 2 ans, c'est-à-dire le 29 mars 2019. Certaine de sa stratégie, Theresa May convoquera de nouvelles élections générales. Une fois encore, cette stratégie ne sera pas payante, Theresa May perdra les élections, et elle devra se coaliser avec le petit parti unioniste nord-irlandais pour maintenir sa majorité.

Pendant deux ans, Theresa May devra concilier l'inconciliable. D'une part, respecter le résultat du référendum et donc sortir son pays de toutes les institutions européennes (c'est-à-dire du marché unique et donc supprimer la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes). D'autre part, éviter de remettre en cause l'accord de paix de 1998 du Vendredi Saint qui prévoyait depuis 1995 la suppression d'une frontière fixe entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord.

Après 18 mois, un accord est finalement trouvé, basé sur l'hypothèse d'une mise en place avant décembre 2020 d'une union douanière entre l'Union européenne et la Grande Bretagne. Entretemps, l'Irlande du Nord resterait alignée sur les normes européennes pour éviter de remettre en place le contrôle des biens avec la République d'Irlande, membre de l'Union européenne, et déplaçant ainsi ce contrôle entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne. C'est finalement cet accord qui a été rejeté le 15 janvier dernier, ne proposant cependant aucune alternative du côté britannique tandis que les Européens refusent de rouvrir les négociations afin de protéger l'intégrité de l'Union.

Cette quadrature du cercle tellement prévisible nous mènera très certainement, sauf retournement de dernière minute, à un Brexit sans deal, c'est-à-dire une sortie désordonnée de la Grande Bretagne, d'ici quelques semaines. Le pire scénario en termes économiques qui soit, et dont il conviendra de suivre attentivement l'évolution dans les prochaines semaines.

<b>Sommaire</b>	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)

520,63 +6,7%<sup>(1)</sup> ✓  
+6,7%<sup>(2)</sup> ✓

### BEL 20 (Belgique)

3.491,62 +7,6%<sup>(1)</sup> ✓  
+7,6%<sup>(2)</sup> ✓

### CAC 40 (France)

4.992,72 +5,5%<sup>(1)</sup> ✓  
+5,5%<sup>(2)</sup> ✓

### DAX (Allemagne)

11.173,10 +5,8%<sup>(1)</sup> ✓  
+5,8%<sup>(2)</sup> ✓

### FTSE (G-B)

6.968,85 +3,6%<sup>(1)</sup> ✓  
+3,6%<sup>(2)</sup> ✓

### SMI (Suisse)

8.969,27 +6,4%<sup>(1)</sup> ✓  
+6,4%<sup>(2)</sup> ✓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

2.897,13 +5,0%<sup>(1)</sup> ✓  
+5,0%<sup>(2)</sup> ✓

### DJIA (USA)

24.999,67 +7,2%<sup>(1)</sup> ✓  
+7,2%<sup>(2)</sup> ✓

### NASDAQ (USA)

7.281,74 +9,7%<sup>(1)</sup> ✓  
+9,7%<sup>(2)</sup> ✓

### TS 300 (Canada)

15.540,60 +8,5%<sup>(1)</sup> ✓  
+8,5%<sup>(2)</sup> ✓

### NIKKEI (Japon)

20.773,49 +3,8%<sup>(1)</sup> ✓  
+3,8%<sup>(2)</sup> ✓

### MSCI World

2.028,49 +7,7%<sup>(1)</sup> ✓  
+7,7%<sup>(2)</sup> ✓

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2018



La croissance du PIB mondial a bien résisté au quatrième trimestre 2018, mais les enquêtes d'activité montrent clairement que l'économie mondiale s'est détériorée au début de 2019. La faiblesse a été particulièrement marquée dans la zone euro, où la production industrielle s'est contractée en décembre à son rythme le plus rapide depuis la crise financière et les indicateurs PMI se sont dangereusement rapprochés des niveaux indiquant la récession. Le PMI manufacturier chinois a également baissé. La chute des importations chinoises vers la fin de l'année dernière est un signe inquiétant d'un affaiblissement marqué de la demande sous-jacente. Les États-Unis ne semblent pas affectés par cette morosité. Les données disponibles brossent toujours un tableau assez positif de l'économie américaine. Les enquêtes auprès des entreprises, y compris du PMI manufacturier, ont mieux résisté aux États-Unis que celles réalisées dans les autres régions du monde. Cependant, nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB aux États-Unis plus tard cette année, à mesure que les effets des mesures de relance adoptées en 2018 s'estompent.

Après une croissance mondiale de 3,6% en 2018, la croissance mondiale devrait progresser en 2019 à son rythme le plus faible depuis la crise financière, sous l'effet des ralentissements aux États-Unis, dans la zone euro et en Chine. Cette activité économique plus faible devrait freiner l'inflation et convaincre les banques centrales de jeter l'éponge quant à la normalisation de leur politique monétaire.

De nombreux signaux indiquent que le cycle économique s'est retourné à la fin de l'année dernière. Les enquêtes sur les attitudes des entreprises se sont ramollies au cours des derniers trimestres, ce qui suggère que les entreprises ont perdu leur appétit pour investir. Face aux inquiétudes grandissantes quant à la vigueur de l'économie mondiale et au resserrement des conditions de crédit, nous prévoyons que la croissance de l'investissement dans les économies avancées ralentira, passant de 3,5% en 2018 à environ 1,5% en 2020.

Une croissance de la consommation décente devrait empêcher un ralentissement marqué de la croissance du PIB, du moins à court terme. Deux éléments plaident en faveur d'une bonne évolution de la consommation des ménages. D'une part, l'effondrement des prix du pétrole survenu vers la fin de l'année dernière devrait augmenter le pouvoir d'achat des consommateurs. D'autre part, le marché du travail reste bien orienté, ce qui devrait favoriser la croissance des salaires à un rythme soutenu. Combinée à la baisse de l'inflation, la croissance des salaires réels devrait s'accélérer dans les économies avancées et soutenir les dépenses des ménages cette année.

Toutefois, l'impact favorable pour les consommateurs de la baisse des prix de l'énergie devrait s'essouffler vers la fin de 2019. De plus, à mesure que les marchés du travail atteignent ou dépassent le plein emploi, la croissance de l'emploi devrait

ralentir, ce qui pèsera sur la croissance des revenus des ménages plus tard cette année et en 2020. Nous anticipons une croissance de la consommation des ménages de 2% en 2019 et de 1,5% en 2020.

La politique budgétaire est susceptible de devenir moins favorable. En 2018, l'orientation de la politique budgétaire dans les économies avancées, principalement aux États-Unis, était la plus expansionniste depuis la crise financière. Cette relance disparaîtra cette année et la politique budgétaire devrait constituer un frein réel à la croissance du PIB des économies avancées en 2020.

La chute des prix du pétrole a réduit l'inflation globale et les tensions sur les prix des produits de base se sont quelque peu atténuées. Le taux d'inflation dans les pays de l'OCDE a encore diminué en décembre, passant de 2,1% à 1,8%. La baisse était généralisée et reflétait la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente était faible et stable, mais avec des divergences parmi les économies avancées : l'inflation sous-jacente est de 0,3% au Japon par rapport à 2,2% aux États-Unis.

Alors que la plupart des économies sont en perte de vitesse et que les marchés du travail ont peu de chances de générer une nette accélération de la croissance des salaires, le risque de connaître une hausse de l'inflation sous-jacente paraît limité. Par conséquent, il est peu probable que les banques centrales resserrent leur politique monétaire.

Après une nouvelle hausse des taux d'intérêt directeurs au premier semestre de cette année, nous prévoyons que la Banque centrale américaine arrêtera de les augmenter pour empêcher le ralentissement de se transformer en période de récession. La Banque centrale européenne et la Banque centrale du Japon vont probablement maintenir leurs taux d'intérêt directeurs inchangés, laissant totalement de côté le cycle de resserrement monétaire.

La croissance du PIB dans les économies émergentes devrait également ralentir. Les modestes mesures de relance adoptées par la Chine ne devraient pas enrayer le ralentissement actuel avant le premier semestre de 2019. La croissance du PIB en Inde devrait ralentir après les élections de ce printemps. La croissance au Brésil et en Russie devrait s'accélérer un peu cette année. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance globale des marchés émergents de 4,5% à 4% cette année.

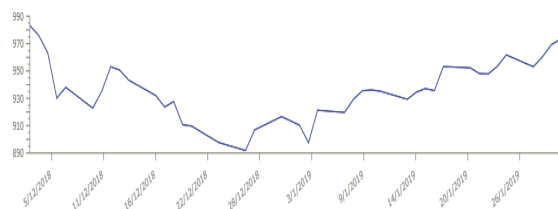
Au niveau mondial, nous prévoyons que la croissance du PIB ralentira de 3,6% à 3,0% cette année et à 2,8% en 2020, son niveau le plus bas de la décennie. Ce chiffre est inférieur aux prévisions du consensus. Par conséquent, nous anticipons que les grandes institutions (FMI, Banque Mondiale, Commission Européenne, BCE...) revoient à la baisse leurs prévisions de croissance dans les prochains mois.



## Europe

Le latin est reconnu comme une langue difficile et essentiellement parlée par des érudits. L'expression connue de tous, "perdre son latin", nous sert à qualifier une situation où même les sachants ne comprennent plus rien. En ce mois de janvier 2019, alors que le Brexit se transforme en drame shakespearien, que l'Italie est rentrée en récession et que la banque centrale prend -enfin- conscience d'un ralentissement économique en zone euro, les indices boursiers nous font la surprise -très agréable- de reprendre de la hauteur. Dans cet environnement où les esprits cartésiens perdent donc leur latin, permettons-nous de re-rappeler trois éléments fondamentaux : primo, les perspectives bénéficiaires restent orientées à la hausse (estimation à +8% sur 2019), secundo, la situation financière des entreprises est saine (exemple avec le taux de défauts divisé par deux sur l'année 2018) et tertio, les placements alternatifs sans risque ne rapportent rien (OLO 10 ans à 0,70% brut !).

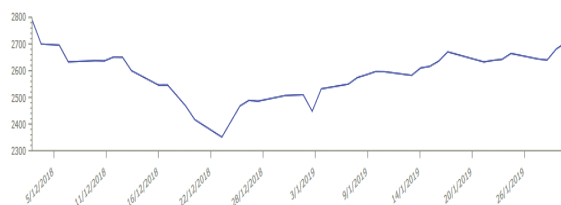
EURO STOXX 50



## États-Unis

Depuis la présidence de Jimmy Carter, l'Amérique connaît aujourd'hui sa plus longue période de shutdown. Là encore, l'esprit cartésien pourrait y voir une grave conséquence sur les indices boursiers, et pourtant il n'en n'est rien. Au contraire, les indices boursiers sont en pleine euphorie alors qu'historiquement les périodes de shutdown sont associées à une stagnation des marchés (+0,3% en moyenne). Le monde serait-il devenu fou ? Peut-être bien, ou peut-être pas. Une chose est sûre, la nature reprend toujours ses droits à la fin, telles les colonies de phoques qui profitent actuellement du chômage forcé des fonctionnaires des parc nationaux pour s'installer en toute quiétude sur les plages de Californie.

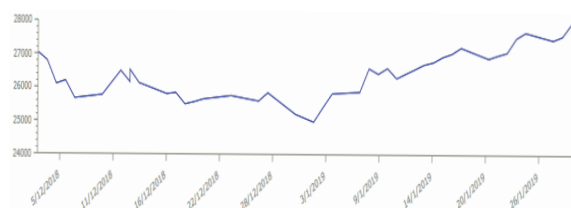
S&P 500



## Pays émergents

Le ralentissement de l'empire du Milieu se poursuit inexorablement. Au dernier trimestre, le PIB est ressorti à son rythme le plus faible depuis 2009. Nonobstant et là encore, les marchés actions en font fi et profitent de la poursuite de la tendance outre-Atlantique. L'année du Cochon (signe du Zodiaques chinois) commence bien.

HANG SENG



### Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	58,0	19/02
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,40%	21/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-1,10%	22/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,50	22/02
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	94,2	22/02
EMU	Confiance économique	-	106,2	27/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,90%	28/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	0,0	56,6	01/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	0,0	56,7	05/03
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	07/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-0,10%	-0,10%	15/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,50%	2,50%	20/03

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,63%</b>	-5 <sup>(1)</sup> ↓ -5 <sup>(2)</sup> ↓
<b>EUR</b>	
<b>0,15%</b>	-9 <sup>(1)</sup> ↓ -9 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Allemagne</b>	
<b>0,15%</b>	-9 <sup>(1)</sup> ↓ -9 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Autriche</b>	
<b>0,37%</b>	-13 <sup>(1)</sup> ↓ -13 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Belgique</b>	
<b>0,60%</b>	-18 <sup>(1)</sup> ↓ -18 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Espagne</b>	
<b>1,20%</b>	-22 <sup>(1)</sup> ↓ -22 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Finlande</b>	
<b>0,41%</b>	-14 <sup>(1)</sup> ↓ -14 <sup>(2)</sup> ↓
<b>France</b>	
<b>0,55%</b>	-16 <sup>(1)</sup> ↓ -16 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Grèce</b>	
<b>3,87%</b>	-53 <sup>(1)</sup> ↓ -53 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Irlande</b>	
<b>0,87%</b>	-3 <sup>(1)</sup> ↓ -3 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Italie</b>	
<b>2,59%</b>	-15 <sup>(1)</sup> ↓ -15 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,25%</b>	-14 <sup>(1)</sup> ↓ -14 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Portugal</b>	
<b>1,62%</b>	-10 <sup>(1)</sup> ↓ -10 <sup>(2)</sup> ↓

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

Le premier mois de la nouvelle année a été marqué par un changement d'approche notable de la part des banques centrales, peut-être annonciateur d'un retour à une politique monétaire souple.

Même aux États-Unis, où la croissance est restée forte jusqu'à présent, la FED a nettement adapté sa communication en matière de politique monétaire. Alors que les marchés s'effrayaient encore en décembre de la perspective annoncée de nouvelles augmentations des taux, la banque centrale s'est montrée plus retenue au mois de janvier. Après la réunion de politique monétaire du 30 janvier, le taux directeur se situait à nouveau à 2,25-2,50%. En outre, le président de la FED a indiqué que d'autres augmentations de taux seraient moins vraisemblables, que l'institution est disposée à réenvisager la normalisation de son bilan et même qu'une adaptation ultérieure du taux d'intérêt pourrait aussi consister en une baisse. Cet élargissement d'approche a quelque peu surpris les marchés. L'indice des directeurs d'achat aux USA a connu en fin de compte un regain fin janvier et se situe bien au-dessus du niveau laissant présumer d'une récession. Du reste, cela faisait longtemps que la FED n'avait plus revu sa tactique à si brève échéance. S'ensuivirent une baisse du taux à dix ans et une légère dépréciation du dollar. La cause de ce brusque changement de cap ne réside pas tant dans les chiffres économiques intérieurs que dans les incertitudes persistantes entourant les négociations commerciales avec la Chine, les incertitudes politiques en Europe et la perspective d'un nouvelle paralysie de l'appareil d'état américain si aucun accord n'est trouvé concernant le mur à la frontière avec le Mexique. En outre, les arguments en faveur d'une augmentation de taux auraient perdu en force en raison des attentes inférieures en matière d'inflation et de la baisse des prix du pétrole.

En dépit d'évolutions moins frappantes lors de la dernière réunion de politique de la BCE qu'à celle de la FED, Mario Draghi a lui aussi souligné l'augmentation des risques baissiers et l'importance que revêt dès lors une politique monétaire souple. Il est vrai que l'économie européenne a été en ressac au début de l'année nouvelle : les chiffres du bureau d'étude Markit font apparaître une baisse de l'index des directeurs d'achat de 51,1 à 50,7 points en janvier, soit la valeur la plus basse depuis juillet 2013. Le président de la BCE a déclaré que ces chiffres étaient plus bas qu'attendu, ce notamment à la suite d'une plus faible demande étrangère et de problèmes au sein de l'industrie automobile allemande. Risques géopolitiques, protectionnisme croissant et basse croissance économique en Chine ont aussi été invoqués. Le FMI également a annoncé un ralentissement de la croissance pour la zone euro ; celle-ci devait encore descendre et atteindre 1,6 pour cent, alors que l'on projetait encore 1,9 pour cent en octobre de l'année dernière. Néanmoins, M. Draghi juge qu'il est encore trop tôt pour adapter sa politique. La BCE n'a donc annoncé aucun stimulus supplémentaire. On rappelle pour l'heure que le taux restera inchangé au moins jusqu'à la fin de l'été 2019 et que les obligations arrivant à échéance seront réinvesties. Il est bien sûr possible que la banque centrale ancre le taux pour une plus longue durée à sa prochaine réunion de politique monétaire en mars. Le président de la BCE a en effet souligné que les décisions politiques à venir seraient tributaires des données économiques entrantes et des nouvelles perspectives économiques.

Autrement dit, il devient de moins en moins vraisemblable que la BCE augmente le taux avant la fin du mandat de huit ans de Mario Draghi le 31 octobre 2019. Mandat au cours duquel le taux est descendu à plusieurs reprises, jusqu'en-dessous de zéro. Ainsi, le taux de dépôt se trouve actuellement à -0,4 pour cent et le taux de refinancement à zéro.

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2018 en points de base

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Les actifs risqués américains ont connu une reprise spectaculaire en janvier avec une surperformance des obligations à haut rendement parmi les obligations d'entreprise. Les emprunts de qualité "investment grade" et les bonds du Trésor ont également enregistré une performance positive, mais ont sous-performé les obligations 'high yield'. Le segment des obligations "high yield" a été soutenu par des facteurs techniques comme le fort afflux de capitaux dans la catégorie et une offre limitée de nouvelles émissions. La Banque centrale américaine n'a pas relevé les taux d'intérêt directeurs lors de sa réunion de janvier et a annoncé qu'elle ferait preuve de «patience» avant de relever les taux d'intérêt. Fait important, la Fed a indiqué qu'elle serait ouverte à adapter sa politique de réduction de la taille de son bilan en fonction de l'environnement économique.

Après un dernier trimestre difficile en 2018, les marchés européens du crédit ont connu un rebond significatif en janvier. Les investisseurs ont été rassurés par la baisse de la perception du risque, notamment des signaux positifs concernant la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, et une attitude plus accommodante des banques centrales en réponse aux signaux d'un ralentissement économique plus prononcé. Les craintes concernant la santé de la zone euro ont persisté : le bloc n'a crû que de 0,2% au troisième et quatrième trimestre de l'année 2018 alors que l'Italie est entrée en récession. Les deux segments du crédit européen ont enregistré des rendements positifs en janvier, les obligations à rendement élevé surperformant les obligations de qualité.

Au cours du mois de janvier, le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à -36 points de base. L'excédent de liquidité des établissements européens a diminué de 43 milliards d'euros, pour ressortir autour de 1.847 milliards d'euros. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le bas. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2021, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt directeurs négatifs pour la zone euro.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Janvier 2019	total 2019
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	0,8%	0,8%
Etats-Unis (\$)	0,6%	0,6%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	1,1%	1,1%
Etats-Unis (\$)	2,3%	2,3%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	2,1%	2,1%
Etats-Unis (\$)	4,8%	4,8%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/01/19	Variation depuis 31/12/18
<b>Investment Grade</b>	1,44%	-14
AAA	1,25%	-11
AA	0,68%	-8
A	1,14%	-11
BBB	1,81%	-17
<b>High Yield</b>	4,17%	-64

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/01/19	Variation depuis 31/12/18
Euribor 3 mois	-0,31%	0
OLO 2 ans	-0,51%	2
OLO 5 ans	-0,12%	-9
OLO 7 ans	0,16%	-13
OLO 10 ans	0,60%	-18
OLO 30 ans	1,60%	-17

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	KBC Ifima	2,600%	07.03.2022	101,00%	2,23%	I+	XS1940069690	2.000
CAD	IBRD	2,200%	18.01.2022	100,45%	2,04%	I+++	CA459058GN73	1.000
GBP	Deutsche Bahn	1,875%	13.02.2026	100,50%	1,79%	I++	XS1950499712	1.000
NOK	Nordic investment	1,875%	10.04.2024	100,70%	1,73%	I+++	XS1805263743	10.000
USD	Verizon Com.	3,875%	08.02.2029	100,20%	3,85%	I+	US92343VE597	1.000
ZAR	Asian Development	8,000%	19.02.2026	99,10%	8,17%	I+++	XS1951093381	10.000

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)

**0,87** +0,2%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,15** +3,0%<sup>(1)</sup>   
+3,0%<sup>(2)</sup>

## JPY/EUR (Japon)<sup>(3)</sup>

**0,80** +0,9%<sup>(1)</sup>   
+0,9%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10** +2,7%<sup>(1)</sup>   
+2,7%<sup>(2)</sup>

## DKK/EUR (Danemark)<sup>(3-4)</sup>

**13,39** 0,0%<sup>(1)</sup> =  
0,0%<sup>(2)</sup> =

## CHF/EUR (Suisse)

**0,88** -1,0%<sup>(1)</sup>   
-1,0%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,64** +3,4%<sup>(1)</sup>   
+3,4%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,67** +4,1%<sup>(1)</sup>   
+4,1%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,88** -0,3%<sup>(1)</sup>   
-0,3%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,23** +0,5%<sup>(1)</sup>   
+0,5%<sup>(2)</sup>

## HUF/EUR (Hongrie)<sup>(3)</sup>

**0,32** +1,7%<sup>(1)</sup>   
+1,7%<sup>(2)</sup>

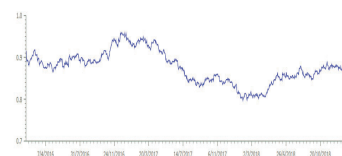
## SEK/EUR (Suède)

**0,10** -2,0%<sup>(1)</sup>   
-2,0%<sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2018  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25%  
par rapport à l'euro

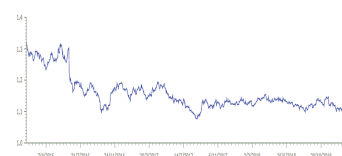
## USD/EUR

Sur le mois de janvier la devise européenne a été tirillée entre les chiffres du chômage aux Etats-Unis et la conférence de presse de Mario Draghi. Au final, la parité EUR/USD continue d'évoluer entre 1,13 et 1,15 USD.



## GBP/EUR

Malgré le rejet du Parlement britannique sur l'accord du Brexit de la Première Ministre, la livre sterling a presque atteint un plus haut face à l'euro (et le dollar) depuis le vote du Brexit. En synthèse, les marchés financiers juge que le scénario d'un report est actuellement le plus plausible, la livre sterling bénéficie donc d'un peu de répit.



## TRY/EUR

La livre turque a traversé les enfers en 2018 et semble rentrée dans une période moins tumultueuse. Fin janvier, la banque centrale a légèrement révisé à la baisse sa prévision d'inflation pour 2019, une information qui a soutenu le cours de la devise.



## NOK/EUR

La banque centrale norvégienne a, comme prévu, maintenu son taux d'intérêt directeur inchangé à 0,75% et réaffirmé son intention de procéder à un relèvement en mars. L'institut d'émission a relevé ses taux l'an dernier, pour la première fois depuis 2011, à la suite de l'accélération de la croissance et de l'inflation dans le pays.



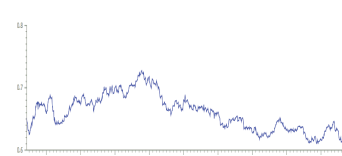
## JPY/EUR

Le yen a connu une poussée de fièvre au tout début d'année, alimentée par l'avertissement d'Apple sur ses résultats trimestriels et in fine la perte de confiance sur l'ensemble des places boursières.



## AUD/EUR

Le dollar australien continue d'évoluer en fonction des questions autour du commerce international. La diminution des tensions entre les Etats-Unis et la Chine permettent à la devise de reprendre un peu de hauteur.





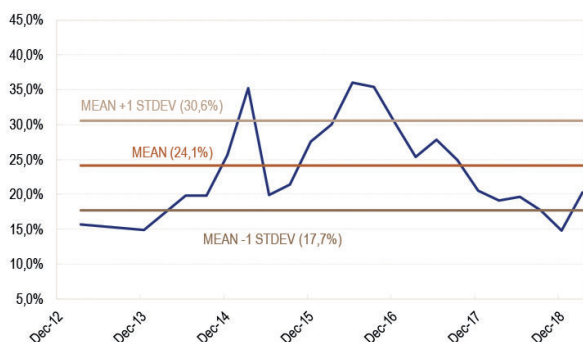
## Performance boursière

Le taux d'intérêt à long terme belge a baissé de 17 points de base en janvier et a clôturé le mois à 0,60%. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a reculé de 17 points de base à 1,34%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Les SIR se sont assez bien maintenues sur des marchés volatiles et ont grimpé de 4,8% en moyenne au mois de janvier. Une seule a enregistré une baisse : Wereldhave Belgium (-2,9%). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de Vastned Retail Belgium (+13,0%), WDP (+10,8%) et Befimmo (+7,9%).

## Valorisation du secteur

### Average premium/discount to EPRA NAV



Les SIR belges cotent actuellement à une prime moyenne (non pondérée) de 20,2% par rapport à la VNI EPRA. C'est 0,6 fois l'écart type (6,4%) sous la moyenne triennale (24,1%). La valorisation du secteur n'est donc pas haute

actuellement. Ce n'est pas pour autant que le secteur possède un fort potentiel haussier, car l'évolution du taux à long terme dans les mois à venir sera déterminante.

## Information financière

L'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires de QRF, tenue le 9 janvier 2019, a intégralement approuvé les propositions inscrites à l'ordre du jour.

On pouvait lire dans De Tijd du 19 janvier que Befimmo avait été chargée de construire le nouveau centre administratif de l'Autorité flamande. Celle-ci est en effet à la recherche d'un nouveau lieu pouvant accueillir 3 900 collaborateurs et a besoin pour cela de bureaux pour une surface hors sol de 67 000 m2. Dans un communiqué de presse, Befimmo confirme que le projet "ZIN" (qui remplacera les actuels WTC I et II) participe à l'appel d'offres. La procédure est toutefois en cours et demeure confidentielle.

Wereldhave Belgium a annoncé que Dirk Anbeek, co-administrateur délégué et co-patron effectif de la société, quittera ses fonctions le 1<sup>er</sup> mars 2019. Kasper Deforche, aux mêmes fonctions depuis 2016, assurera la continuité de la gestion.

QRF a mené à bien fin janvier l'apport de neuf immeubles commerciaux à Anvers et Ostende pour une valeur d'apport de 23,8 millions d'EUR. Quelque 1 487 500 actions nouvelles ont été émises à cet effet, à un prix de 16 EUR par action nouvelle. La famille Vanmoerkerke, apporteuse des bâtiments, voit sa part dans QRF augmenter de 9,5% à 28,3% du fait de l'opération. Elle prend aussi le contrôle de la société de gestion de Quares.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/12/18	31/12/18	31/01/18		
Aedifica	83,90	6,6%	6,6%	12,0%	22,7	3,4%
Care Property Invest	20,80	3,0%	3,0%	13,8%	24,7	3,5%
XIOR	39,90	5,0%	5,0%	12,7%	28,5	3,0%
Home Invest Belgium	96,20	5,3%	5,3%	13,6%	29,9	4,9%
QRF	14,00	1,4%	1,4%	-37,9%	9,4	8,0%
Retail Estates	77,50	0,6%	0,6%	11,5%	14,1	4,9%
Vastned Retail Belgium	46,20	13,0%	13,0%	-13,8%	18,9	5,3%
Ascencio	52,20	4,6%	4,6%	0,1%	11,6	6,8%
Wereldhave Belgium	79,80	-2,9%	-2,9%	-7,7%	13,8	6,5%
Warehouses Estates Belgium	49,20	0,8%	0,8%	-6,6%	12,1	7,3%
Leasinvest Real Estate	94,20	7,8%	7,8%	7,6%	15,9	5,4%
Befimmo	52,40	7,9%	7,9%	3,1%	13,7	6,6%
Cofinimmo	115,50	6,5%	6,5%	15,8%	17,6	4,8%
Montea	62,00	3,7%	3,7%	46,0%	22,0	3,6%
WDP	127,60	10,8%	10,8%	33,8%	19,2	4,1%
Intervest Offices & Warehouses	21,20	2,9%	2,9%	7,1%	13,1	6,6%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



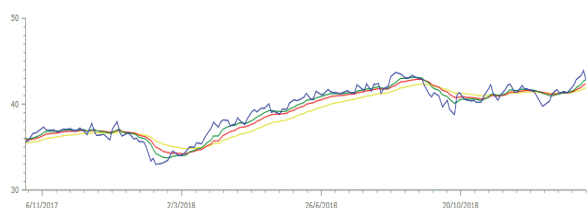
## ■ DEUTSCHE WOHNEN (ISIN DE000A0HN5C6 - 41,51 EUR)

### ■ Profil

Deutsche Wohnen est spécialisé dans la détention, la gestion et la promotion d'actifs immobiliers. La société est cotée au MDAX de la bourse allemande et est également incluse dans les principaux indices EPRA / NAREIT, STOXX Europe 600 et GPR 250.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	30,59x
Cours/Actif Net :	1,59x
Rendement :	2,15%



### ■ Notre opinion

#### Il y a encore de la place pour la croissance

##### Profil de l'entreprise

Deutsche Wohnen est une importante société immobilière en Allemagne, qui développe et gère un portefeuille d'environ 165.700 bâtiments, dont 163.100 unités résidentielles et 2.600 unités commerciales. L'entreprise opère à partir de Berlin, où se trouve le siège social. La société dispose de 3 entités opérationnelles :

1. Gestion et promotion d'actifs immobiliers résidentiels : gestion et développement du portefeuille immobilier ;
2. Ventes stratégiques et opérationnelles : regroupent toutes les activités de ventes stratégiques et opérationnelles ;
3. Gestion de centres de soins infirmiers : institutions de soins et de vie assistée avec Katharinenhof comme le plus grand partenaire (pour une capacité totale de 12.000 lits).

La valeur du portefeuille immobilier est d'environ 21 milliards d'euros.

La stratégie vise à développer un portefeuille immobilier résidentiel dans des régions économiquement importantes en Allemagne (Berlin et ses environs, Rhein-Main, Rheiland, Dresde et Hanovre / Braunschweig) ainsi que dans les métropoles allemandes.

#### Il y a encore un potentiel de croissance

Le potentiel de réversion du portefeuille est d'environ 31% (différence entre le prix de revente sur le marché et la location réglementée existante du portefeuille), ce qui offre des augmentations de loyer (après rénovations) alors que les unités résidentielles qui ont été vendues à ce jour, ont toujours un gain en capital d'environ 23%.

Selon la direction, il existe toujours un déséquilibre entre l'immigration en Allemagne et l'offre en immobilier

résidentiel. En 2017, par exemple, la population a augmenté de 40.000 personnes à Berlin (en net), alors que seulement 15.669 nouvelles unités résidentielles ont été construites (toujours à Berlin). En outre, la population de 3,7 millions d'habitants fin de 2017 devrait atteindre 4 millions d'ici la fin de 2035.

#### Structure financière

La dette financière nette totale de Deutsche Wohnen s'élève à 7,9 milliards d'euros, ce qui donne un ratio Loan-to-Value de 36,5%. La durée moyenne du financement est de 7,9 ans et 88% des charges d'intérêts sont couvertes, de sorte que le coût de financement moyen est de 1,3%. En 2019, il n'y a pratiquement aucune dette (<20 millions d'euros) arrivant à échéance. En 2020, une obligation de 500 millions d'euros avec un intérêt fixe de 1,375% arrivera à échéance.

En 2017, Deutsche Wohnen a émis deux obligations convertibles de 800 millions d'euros chacune (2017-2024 0,325% et 2017-2026 0,60%). Les deux obligations sont "out of the money" avec des prix d'exercice respectifs de 48,60 EUR et 50,85 EUR. L'émission d'actions nouvelles et la dilution des bénéfices ne sont donc pas un problème.

Deutsche Wohnen dispose d'une cote de crédit de A3 chez Moody's et de A- chez Standard & Poor's.

#### Recommandation

L'objectif de consensus des analystes pointe à 45,00 EUR, ce qui représente un potentiel de 8,4%. Nous sommes à "Conserver".

### ■ Analyse technique

Une remontée technique vient de débuter, et les développements récents plaident pour une reprise. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. DWNI évolue en territoire neutre, l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue, mais l'ambiance de marché s'améliore. L'orientation générale des autres oscillateurs plaide également en faveur d'un petit rebond. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un espoir de rattrapage technique se profile.

### ■ Derniers résultats

Au cours des neuf premiers mois de 2018, Deutsche Wohnen a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 5,7% (3,5% à périmètre constant) à 585,0 millions d'euros, tirés par l'expansion du portefeuille avec des acquisitions de près d'un milliard d'euros. L'EBITDA ajusté a augmenté de 4,5%, à 484,4 millions d'euros. Le cash-flow opérationnel a augmenté de 11,2%, à 367,1 millions d'euros. Grâce à des réévaluations de 677,5 millions d'euros, le bénéfice net a augmenté de 7,8% à 731,6 millions d'euros.

Un montant de 257,8 millions d'euros a été investi dans l'entretien et la modernisation du portefeuille immobilier existant. Au 30 septembre 2018, sa valeur de marché pointait à 21,2 milliards d'euros avec un rendement locatif moyen de 5,7%. Le taux d'occupation était de 97,9%.





## ■ GECINA (ISIN FR0010040865 - 119,0 EUR)

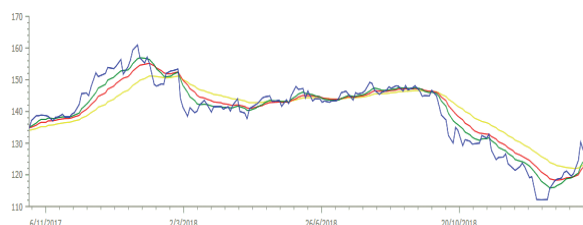
### ■ Profil

Gecina figure parmi les 1ères sociétés foncières françaises. Les revenus locatifs nets par type d'actifs se répartissent comme suit :

- bureaux et commerces (80,3%);
- logements (16,3%);
- résidences pour étudiants (3,4%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 20,3x  
Cours/Actif Net : 0,73x  
Rendement : 40,60%



### ■ Notre opinion

**Gecina : premier investisseur européen en bureaux**

#### Profil

Gecina est une Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), cotée à la Bourse de Paris et qui fait notamment partie de l'indice SBF 120 et d'Euronext 100.

Gécina détient, gère et développe, à fin juin 2018, un portefeuille immobilier de 19,8 milliards d'euros, dont 80,3% de bureaux et commerces, 16,3% de logements et le reste en résidences pour étudiants, hôtels et autres. Environ 91% du portefeuille est situé en Ile-de-France.

Les principaux actionnaires sont Ivanhoé (15,2%), le Crédit Agricole (13,3%) et la Norges Bank (9,1%).

#### Intégration d'Eurosic

Le 21 juin 2017, Gecina a lancé un appel public à l'épargne de 3,3 milliards d'euros sur l'ensemble des actions et des obligations convertibles d'Eurosic. L'offre a été financée par une émission obligataire de 1,5 milliard d'euros (au 27 juin 2017 - en moyenne 10 ans – pour 1,3% en moyenne), par une augmentation de capital de 1 million d'euros (110,5 EUR par action nouvelle) et enfin par l'utilisation de 0,5 milliard d'euros de lignes de crédit existantes non utilisées. Du portefeuille de 6,2 milliards d'euros d'Eurosic en 2018, près de 1,5 milliard d'euros d'actifs non stratégiques ont été vendus.

#### Un important pipeline de projets

Le 30 juin 2018, Gécina disposait d'un portefeuille de projets en cours de 2,6 milliards d'euros, dont l'achèvement est prévu entre 2018 et 2019. En outre, il existe un potentiel supplémentaire de développement de 2,4 milliards d'euros. 70% des projets se situent à Paris (avec un rendement initial prévu de 6%). Cela signifie que la croissance du portefeuille pour les 2 à 3 prochaines années est déjà garantie.

### Structure financière

Le 30 juin 2018, Gecina avait des dettes financières d'un montant de 8,3 milliards d'euros. Les lignes de crédit non utilisées s'élevaient à 4,26 milliards d'euros et la trésorerie à 57 millions d'euros. Le ratio Loan-to-Value pointait ainsi à 41,4%. Les dettes financières avaient une durée moyenne de 7,4 ans avec un coût de financement moyen de 1,1%. 67% des dettes sont à taux fixe. Au cours des 24 prochains mois, 2,63 milliards d'euros vont expirer, ce qui est déjà couvert par les lignes de crédit non utilisées et le produit des désinvestissements au cours du deuxième semestre de 2018.

Gécina bénéficie d'une note de crédit de A3 chez Moody's (perspective stable depuis le 02/08/18) et de A- chez Standard & Poor's (en hausse le 25/10/18 - perspective stable).

### Recommandation

Après la publication de bons résultats semestriels et la hausse des perspectives pour 2018 (croissance du BPA de 3 à 6% à plus de 8%), Moody's a augmenté ses perspectives et Standard & Poor's a augmenté la note de crédit. Les deux agences de notation motivent leur augmentation par l'amélioration du marché des bureaux à Paris et la réduction du ratio d'endettement (< 40%). Après la forte baisse du cours ces derniers mois, la valorisation de Gécina a atteint des niveaux attractifs.

L'objectif de cours moyen du consensus est de 148,50 EUR par action, ce qui signifie que le potentiel de hausse est important. Nous sommes à "l'Achat".

### ■ Analyse Fondamentale

Une remontée technique vient de débuter, et les développements récents plaident pour une reprise. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. Gecina évolue en territoire neutre, l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue, mais l'ambiance de marché s'améliore. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un espoir de rattrapage technique se profile.

### ■ Derniers résultats

Au premier semestre 2018, le chiffre d'affaires de Gecina a augmenté de 39,4% (+1,8% à données comparables) à 335,4 millions d'euros, grâce à l'intégration d'Eurosic consolidée depuis le 29 août 2017. La croissance des revenus pour les neuf premiers mois de 2018 a ralenti à 30,7% (+2,2% à données comparables) car cet effet de consolidation a été corrigé.

L'EBITDA du premier semestre de 2018 a suivi une tendance similaire.

Sur les 1,5 milliard d'euros envisagés en investissement après l'acquisition d'Eurosic, 1,4 milliard d'euros ont déjà été utilisés au cours des neuf premiers mois de 2018. En conséquence, la valeur du portefeuille total à la fin de septembre 2018 était proche de 19,5 milliards d'euros, avec un taux d'occupation moyen de 95,1%.



## ■ GERRESHEIMER (ISIN DE000AOLD6E6 - 60,45 EUR)

### ■ Profil

Gerresheimer figure parmi les leaders mondiaux de la fabrication et de la commercialisation d'emballages en verre et en plastique. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

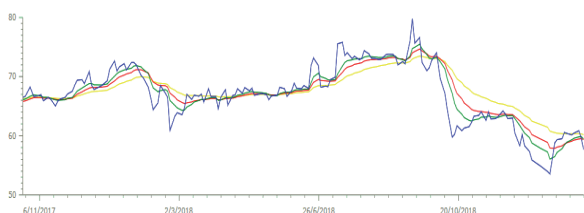
- emballages et systèmes de conditionnement en plastique (56,1%) : emballages (flacons de comprimés, bouteilles en PET, compte-gouttes pour yeux, pulvérisateurs nasaux et nébuliseurs) et systèmes (inhalateurs, systèmes de délivrance de médicaments, dispositifs chirurgicaux, produits jetables de laboratoire, etc.) ;
- emballages en verre (43,9%) : emballages en verre moulé (bouteilles de sirop, flacons compte-gouttes, piluliers, pots de crème, boccas à injection, boccas de transfusion, etc.) et en verre tubulaire (tubes, fioles, ampoules, seringues, cartouches d'insuline, etc.).

Le CA par marché se ventile entre industrie pharmaceutique et sciences de la vie (83%) et autres (17% ; notamment industrie cosmétique).

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (23,2%), Europe (31,8%), Amériques (27,7%) et autres (17,3%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,4x  
Cours/Actif Net : 2,01x  
Rendement : 1,71%



### ■ Notre opinion

#### Croissance stable à faible risque

#### Profil de l'entreprise

Gerresheimer est un acteur de premier plan dans le milieu de la pharmacie et de la santé. Le Groupe est spécialisé dans la fabrication et de la commercialisation d'emballages en verre et en plastique pour médicaments et cosmétiques. L'entreprise produit annuellement près de 15,5 milliards de produits, soit 500 pièces par seconde. Le portefeuille de produits comprend à la fois des emballages pharmaceutiques et des produits pour l'administration de médicaments : stylos, inhalateurs, seringues, ampoules, flacons, etc.

En 2017, Gerresheimer a réalisé un chiffre d'affaires de 1,35 milliard d'euros, dont 83% dans le secteur pharmaceutique et les soins de santé, 12% dans le secteur des cosmétiques et 5% dans les autres. 32% des ventes sont réalisées en

Europe, 28% aux États-Unis, 23% en Allemagne et 15% dans les marchés émergents.

#### Objectifs pour 2018

Les objectifs financiers pour 2018 sont :

■ Croissance organique des ventes	4 à 5%
■ Marge EBITDA ajusté	23%
■ CAPEX / revenus	8%
■ Fonds de roulement / revenus	16%
■ Marge opérationnelle	13%

L'objectif à long terme est une rentabilité du capital (ROCE) d'au moins 12% et un ratio dette financière nette / EBITDA de près de 2,5x.

#### Acquisition de Sensile Medical

Le 11 juillet 2018, Gerresheimer a signé un accord d'acquisition de Sensile Medical par le biais d'un achat d'actions. Sensile Medical développe des produits et des plateformes innovantes pour l'administration de médicaments, y compris des installations de connexion numérique.

Gerresheimer avait déjà effectué un paiement initial de 175 millions d'euros et un montant supplémentaire de 25 millions d'euros en décembre 2018. Le prix d'acquisition total pouvait atteindre 350 millions d'euros.

#### Structure financière

Gerresheimer enregistre une dette financière nette de 905,8 millions d'euros et un ratio dettes financières / fonds propres de 1,1x. En raison de l'acquisition de Sensile Medical, le ratio dette financière nette / EBITDA a augmenté temporairement à 3,2x. Gerresheimer considère un levier financier de 2,5x comme un niveau correct.

La dette de Gerresheimer est classée en Investment Grade tant pour S&P (BBB- / perspective stable) que pour Moody's (Baa3 / perspective négative).

#### Recommandation

Gerresheimer occupe une position de leader (top 3) dans le monde avec une solide base clientèle, plus de 1.000 clients. Le titre offre une croissance ininterrompue et stable dans un secteur (de la santé et des cosmétiques) qui continue de croître en raison du vieillissement de la population. La valorisation est également attrayante.

Nous sommes à "Renforcer" avec un cours indicatif situé à 67,50 EUR.

### ■ Analyse technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. GERRESHEIMER évolue en territoire neutre (l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue), mais l'ambiance de marché semble à présent se détériorer. D'autres oscillateurs plaident également en faveur d'une légère dégradation. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.



## UNIBAIL-RODAMCO (ISIN FR0013326246 - 148,50 EUR)

### Profil

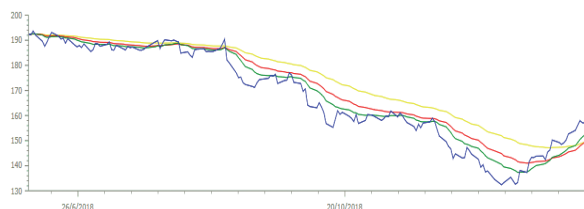
Unibail-Rodamco est le leader européen de l'immobilier commercial. Les loyers nets par type d'actifs se répartissent comme suit :

- centres commerciaux (88%);
- bureaux (7%);
- espaces de congrès et d'expositions (6%).

Le patrimoine immobilier, est évalué, en valeur brute de marché, à 62 Mds d'euros.

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11,70x  
Cours/Actif Net : 0,75x  
Rendement : 7,70%



### Notre opinion

**Le cours de URW est prêt pour un rebond**

#### Profil

Unibail-Rodamco-Westfield (URW) est le leader du marché européen de l'immobilier commercial. Au 30 juin 2018, la valeur du portefeuille immobilier s'élevait à 63,7 milliards d'euros.

Le groupe compte 102 centres commerciaux répartis dans 13 pays et possède donc 50% des plus grands centres commerciaux en Europe. Le portefeuille est investi à 86% dans les centres commerciaux, 8% dans les bureaux (minimum 10.000 m<sup>2</sup>), 5% dans les Convention & Exhibition Rooms (10 centres en région parisienne) et le solde (1%) dans les services. Au 30 juin 2018, le groupe comptabilisait pour 12,5 milliards d'euros de projets en pipeline, dont 2,8 milliards d'euros de projets engagés.

Le Groupe a une stratégie claire axée à la fois dans le développement, l'investissement et la gestion du parc immobilier. Cette stratégie est appliquée aux trois types d'actifs.

#### Résultats premier semestre 2018

URW a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 8,3% au premier semestre de 2018, à 861 millions d'euros. Cela s'explique en grande partie par l'acquisition de Westfield, qui sera consolidé à partir du 1<sup>er</sup> juin 2018. La croissance à périmètre constant est de 4,7%. L'effet de consolidation de Westfield est pleinement visible au troisième trimestre, où les revenus locatifs nets ont augmenté de 18,9%.

Le bénéfice net courant après six mois s'élève à 702,9 millions d'euros. Le résultat net consolidé s'est élevé à 642,6 millions d'euros. La valeur intrinsèque par action (EPRA NAV) s'élève à 216,1 EUR.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Revenu locatif net	794	861	+8,3%
Résultat net courant	614	703	+14,5%
BPA	6,16	6,61	+7,3%

#### Structure financière

L'acquisition de Westfield a été en partie financée par endettement : la dette financière nette au 30 juin 2018, s'élevait à 24,5 milliards d'euros, avec un ratio Loan-to-Value de 38% et un ratio de couverture des intérêts confortable de 7,1x. La durée moyenne de la dette est restée pratiquement inchangée à 6,9 ans avec un coût de financement moyen de 1,5%. URW dispose d'une note de crédit à long terme de A2 chez Moody's et de A chez S&P's. La note à court terme de S&P's est A-1. Les perspectives sont stables.

#### Recommandation

URW s'attend à réaliser un bénéfice courant net ajusté compris entre 12,75 et 12,90 EUR par action pour l'ensemble de l'année 2018. Les analystes s'attendent à un dividende brut de 11,00 EUR par action, dont 5,50 EUR seraient distribués à titre d'acompte sur dividende en mars (ex-coupon le 27 mars 2019) et le solde en mai (ex-coupon 28 mai 2019). L'EPRA NAV d'URW s'élevait à 216,1 EUR à fin juin 2018, ce qui offre un potentiel de 31,3%.

L'objectif de cours moyen des analystes (source : Bloomberg) pointe à 194,52 EUR. Cela offre un potentiel de hausse de 31%. Nous sommes à "l'Achat".

### Analyse technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. Unibail-Rodamco a probablement atteint un sommet, l'action navigant en territoire sur-acheté. De plus, les nuages noirs se font menaçants.

Prochaine résistance technique à 160,52 EUR (sommet du 2018-11-28), laissant 2,23% de potentiel. Au-delà, le titre serait confronté à plus forte résistance dans la zone des 199,55 EUR (27,09% de potentiel).



## ■ Environnement

Janvier est traditionnellement vu comme un mois très intéressant pour les marchés financiers, avec le commencement de la saison des résultats et divers développements sur le plan politique. Les bourses mondiales se sont très bien portées de manière générale, bien que les investisseurs se soient montrés plutôt attentistes les premiers jours de l'année. Des données économiques décevantes en provenance de plusieurs régions, des tensions commerciales persistantes et les avertissements sur résultats de quelques entreprises emblématiques, dont Apple, le producteur de l'iPhone, ont pesé sur le sentiment juste après le nouvel an. Les bourses sont néanmoins parvenues à fortement se ressaisir dès la deuxième semaine. Les développements positifs relatifs à la guerre commerciale et un message moins offensif de la Fed ont ouvert la voie à un des meilleurs mois de janvier de ces dernières années. Le MSCI World Index a clôturé le mois à un niveau de 2010,9 dollars, soit une hausse d'environ 6,8%.

Les États-Unis ont dominé comme à l'accoutumée l'actualité financière, avec quelques événements intéressants qui ont favorisé la hausse des marchés. Le mois a ainsi débuté sur un job report meilleur qu'attendu et des propos d'apaisement de Jerome Powell, président de la Fed, de quoi tranquilliser quelque peu les investisseurs et déclencher une vague d'achats sur les places américaines. Les développements positifs autour de la guerre commerciale entre les USA et la Chine ont également joué. Des résultats décevants et la crainte accrue d'une récession ont accentué la pression sur le président Trump et le président Xi Jinping afin de parvenir à un accord. Reste à voir si la réconciliation suivra, et dans quelle mesure. La dernière semaine du mois de janvier proposait encore une réunion de la Fed suivie avec une grande attention dans le monde entier. Changeant de fusil d'épaule, M. Powell y a signalé la fin des augmentations de taux et a déclaré mettre un terme à la normalisation du bilan. L'investisseur américain pouvait reprendre son souffle et le S&P 500 Index connaissait ce mois-là une hausse d'environ 7,8%.

Les bourses européennes ont vécu le mois dans l'ombre du Brexit. Le 15 janvier a eu lieu le vote crucial de l'accord négocié par la Première ministre Theresa May avec l'Union européenne. L'accord a été rejeté par une écrasante majorité de la chambre basse à 432 voix contre 202. La principale pierre d'achoppement pour les Britanniques reste le backstop, dispositif réglant la question de la frontière irlandaise. Mme May a reçu de son parlement le mandat de négocier un autre dispositif avec l'Europe. La tâche ne s'annonce pas simple, le président européen Donald Tusk ayant fait savoir dès après le vote que l'accord de séparation ne serait en aucun cas renégocié. Cette incertitude persistante a pesé sur le sentiment,

sans pour autant empêcher les bourses européennes de réaliser une forte remontée. Dans le sillage des marchés américains, l'Eurostoxx 600 index est finalement parvenu à enregistrer un beau gain de près de 6%. Mais tout ce qui brille n'est pas d'or en Europe. L'Italie est dernièrement entrée officiellement en récession, tandis que l'Allemagne, plus grande économie d'Europe, n'est parvenue que de justesse à échapper au même sort ; plusieurs autres pays européens ont revu dans le même temps leurs attentes de croissance à la baisse.

Les bourses asiatiques ont pu elles aussi se remettre de la baisse massive de la fin décembre, avec cependant plusieurs différences perceptibles selon les régions. L'économie chinoise commence à présenter de plus en plus de fissures et semble en perte de vitesse après des années de forte croissance. Mauvais chiffres commerciaux, ralentissement de la croissance démographique, carnets de commande moins remplis qu'escompté... La situation n'a pas échappé au président Xi Jinping, qui a rapidement lancé quelques mesures de stimulation, dont une injection de capital de 83 milliards de dollars et promis de continuer de soutenir l'économie dans les années à venir. L'indice chinois Hang Seng a augmenté de 8,2% en janvier. Gain également au rendez-vous ce mois-ci pour le Nikkei (+3,8%), où la Bank of Japan maintient sa politique accommodante.

Un baril de pétrole américain s'échangeait à 53,8 dollars le 31 janvier, contre un peu plus de 42 dollars fin décembre encore. Le prix du pétrole, tout comme les marchés boursiers, a connu ce mois-ci un mouvement haussier à la suite des messages positifs liés à la guerre commerciale entre les deux premières économies ainsi que les deux plus grands consommateurs de pétrole du monde, avec même une hausse de plus de 20% sur le mois. Le prix a encore été brièvement aiguillonné les derniers jours de janvier après l'annonce par les USA de sanctions à l'encontre de PDVSA, compagnie pétrolière de l'État vénézuélien. En bloquant des revenus pétroliers de première importance pour le pays, les USA cherchent à pousser le président Maduro vers la sortie.

L'or a terminé 2018 en force à la faveur du regain d'inquiétude sur les bourses. Le métal noble n'est toutefois pas apparu en mesure de poursuivre son ascension dans la nouvelle année. La remontée sur les bourses mondiales a freiné le mouvement de fuite vers les valeurs refuges et a permis une évolution assez stable du prix de l'or durant les premières semaines de janvier. Prix qui a néanmoins connu en fin de mois une petite poussée qui l'a porté à son plus haut niveau des 7 derniers mois. En attendant la décision de la Fed sur les taux et l'aboutissement des négociations sur la guerre commerciale, les investisseurs ont préféré la sûreté du métal aux actifs plus risqués. Le prix de l'or a connu ce mois-ci une hausse modeste d'environ 2,5% et a conclu à 1 314 dollars par once.

Et enfin, le marché des devises a vu une performance remarquable de la GBP (+2,8%) par rapport à l'USD. La monnaie a été renforcée par le vote sur le Brexit au cours duquel la majorité des parlementaires a voté contre un scénario de sortie de l'Union européenne sans accord. Un signal clair pour les marchés, bien que la possibilité d'un Brexit dur subsiste. Le yen japonais et l'euro ont terminé le mois grosso modo au niveau qui était le leur au début de l'année.

## ■ Transactions

Pour les profils à obligations (Bass-1 & Baryton-Bass-2), nous avons profité de l'émission de deux nouvelles obligations pour augmenter le poids en core bonds (Euro, Corporate, Investment Grade, Senior). Ces nouvelles obligations ont été émises par deux entreprises européennes : RCI Banque et Fresenius AG. A priori, ce premier nom ne dira rien à la plupart des gens. RCI Banque est un prestataire de services financiers faisant partie du Groupe Renault et est responsable du financement des ventes des différentes marques du groupe (Renault, Nissan, Dacia, Infiniti et Datsun). L'entreprise a une licence bancaire et doit dès lors se conformer à une réglementation européenne stricte et se trouve sous la surveillance de la BCE. Cette obligation donne un coupon de 2% sur une base annuelle et expire en 2024. La deuxième obligation que nous avons achetée a été émise par Fresenius AG. Fresenius est une multinationale allemande active dans le secteur de la santé et un leader mondial dans le domaine de la dialyse rénale. Cette obligation donne un coupon de 1,875% et expire en 2025. Les deux émissions nous permettent d'investir les liquidités dans des obligations d'entreprise européennes notées investment grade et d'échéance à moyen terme.

Pour les profils à obligations également, nous avons profité d'une excellente performance de la SIR belge Warehouses

De Pauw pour réduire le poids de cette position et mettre d'ores et déjà une partie du bénéfice à l'abri. L'action du gestionnaire d'immobilier logistique connaît actuellement le meilleur cours de son existence, surpassant jusqu'aux attentes les plus optimistes des analystes. Au vu de l'optimisme entourant l'action et la valorisation relativement élevée, nous avons décidé de réduire la position. Nous continuons toutefois de croire en WDP et voyons positivement son avenir.

Pour les profils à actions, deux transactions ont été réalisées ce mois-ci, toutes deux dans la partie des actions individuelles. Nous avons profité de l'importante baisse des marchés boursiers en fin d'année pour ajouter à notre sélection Berkshire Hathaway, conglomérat américain bien connu. Berkshire Hathaway fait partie des 10 plus grandes capitalisations boursières dans le monde et est surtout connu pour être le holding dirigé par Warren Buffet. Berkshire Hathaway réunit des entreprises en pointe sur différents secteurs et principalement situées aux États-Unis. Le holding a pour principales activités : assurances et réassurances, transport de marchandises et services d'utilité publique. La diversification entre secteurs, un management compétent sous la houlette de Warren Buffet, la santé financière et les revenus constants font de Berkshire Hathaway une entreprise très solide et un investissement intéressant pour nos portefeuilles. Plus près de la fin du mois, nous avons décidé de vendre l'action finlandaise Nokia après son excellente performance des derniers mois. Nokia profite actuellement du déploiement dans le monde des réseaux 5G, dans lequel l'entreprise joue un rôle de leader. En outre, les rumeurs d'espionnage et de vol de propriété intellectuelle entourant le concurrent Huawei ont conduit plusieurs partenaires à mettre un terme à leur collaboration avec l'entreprise et les USA à introduire une plainte officielle. La forte hausse du cours était l'occasion de réaliser nos gains et de vendre notre position.

## Perspectives et points d'attention

- Le shutdown aux États-Unis
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- Les mesures de stimulation en Chine
- La politique de taux de la BCE
- L'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis

**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

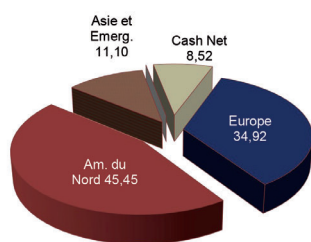
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

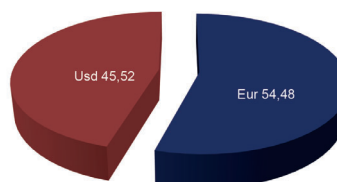
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), 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 % (\*)



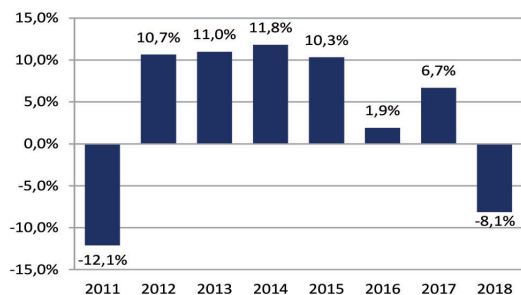
SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Allocation par devise en % (\*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 janvier 2019	15,01€
VNI plus haut (13 juin 2018) :	16,10€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	-3,41%
3 ans rend. actuariel :	3,18%
Depuis lancement rend. actuariel :	4,97%

### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,53%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Réviseur :	Mazars	Durée d'existence du produit :	Illimitée
Administrateur :	Caceis Belgium		

### 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](http://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](mailto: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](mailto: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

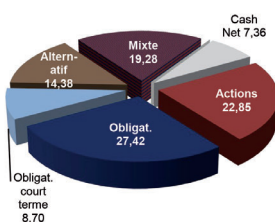
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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	

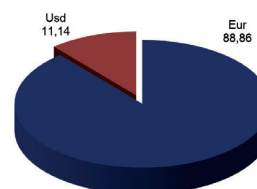
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la 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 % (\*)



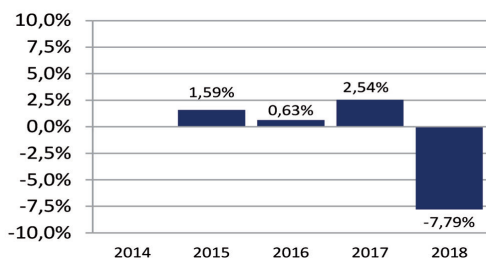
SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Allocation par devise en % (\*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 janvier 2019	9,62€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (20 décembre 2018) :	9,24€
1 an rend. cumulé :	-4,32%
3 ans rend. actuariel :	0,10%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,01%

### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF-R DIS.	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,13%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	Néant
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

### Avertissements

**Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir.** Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet [www.leleuxinvest.be](http://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](mailto: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](mailto: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 14 mars 2019 : Conférence**  
**Un portefeuille d'investissements responsables.**  
**Comment allier rentabilité et développement durable ?**

Langue : Français  
 Lieu / Heure : La Brasserie « La Ville de Wavre », Chaussée de Charleroi 28  
 1360 Thorembois-Saint-Trond / 19h  
 Orateur : Monsieur Carlo-Luigi Grabau, Administrateur exécutif  
 chez Leleux Invest  
 Inscriptions : 0800/255 11

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN</b>	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ANTWERPEN KIPDORP</b>	Kipdorp, 2	Tél: +32 3 304 05 30
<b>ANZEGEM</b>	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
<b>BERCHEM</b>	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
<b>CHARLEROI</b>	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
<b>DEURNE</b>	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
<b>DRONGEN</b>	Petrus Christudreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
<b>GENT</b>	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
<b>GRIVEGNÉE</b>	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
<b>HASSELT</b>	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
<b>KNOKKE</b>	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b>	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b>	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
<b>MECHELEN</b>	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
<b>MONS</b>	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TOURNAI</b>	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
<b>UCCLE</b>	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

**Internet:** <https://www.leleux.be>

**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

**0800/255 11**

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 :

**25 janvier 2019**