

Edito

La situation politique issue des élections de 2010 fut tellement complexe qu'il fallut 541 jours à la Belgique pour former un gouvernement fédéral dirigé par Elio Di Rupo, ce qui constitua la plus longue crise politique de l'histoire contemporaine européenne. Pourtant, certains observateurs amenuisent aujourd'hui cette crise et déclarent tout de go que l'économie belge ne s'était jamais aussi bien portée que lorsqu'il n'y avait pas de gouvernement fédéral. Or, affirmer que la Belgique est restée sans gouvernement fédéral d'une part, et que l'économie et la population belge n'en ont pas ressenti les conséquences d'autre part, témoigne d'une méconnaissance de la réalité institutionnelle et économique de notre pays.

Tout d'abord, il est inexact d'affirmer que notre pays soit resté sans gouvernement fédéral pendant 541 jours. En effet, durant toute cette longue période, le gouvernement fédéral démissionnaire dirigé par Yves Leterme est resté en place et a expédié les affaires courantes de l'Etat. De plus, les élections de 2010 ayant donné une majorité parlementaire à la coalition sortante, le gouvernement Leterme a pu élargir le périmètre des affaires courantes, ce qui lui a permis de finaliser le budget de l'Etat pour 2011, de présider le Conseil de l'Union européenne ou encore de participer à des frappes aériennes en Lybie sous l'égide de l'Organisation des Nations Unies. Finalement, il faut se rappeler que la Belgique, à la suite des cinq premières réformes de l'Etat, était devenue un Etat fédéral et que durant ces 541 jours, les 3 Régions et des 3 Communautés disposaient de gouvernements de plein exercice qui menaient leur politique propre. Il y avait donc bien un pilote dans l'avion Belge.

Ensuite, il est inexact d'affirmer que l'économie et la population belge ne ressentent pas les conséquences de l'absence d'un gouvernement de plein exercice. Fin 2011, les marchés financiers commencent à s'inquiéter des difficultés à former un gouvernement fédéral en Belgique, pays notamment connu pour l'importance de sa dette publique. Et les taux d'intérêt belges commencent subitement à monter, l'Etat belge devant payer plus cher pour obtenir les crédits nécessaires à son fonctionnement. Cela mènera notamment le gouvernement en affaires courantes Leterme à émettre des Bons d'Etat offrant un taux d'intérêt à 4 % sur 5 ans, soit des conditions

nettement supérieures aux conditions de marché de l'époque. Ces taux d'intérêt élevés seront finalement payés (lisez supportés) par la population belge durant les 8 ans qui suivront.

La situation politique née des élections de 2019 est tout aussi complexe que celle de 2010, mais elle survient dans un contexte tout à fait différent. D'une part, le gouvernement fédéral en affaires courantes dirigé par Sophie Wilmès ne détient plus de majorité parlementaire à la Chambre des Représentants. Il lui est donc pratiquement impossible d'élargir la notion d'affaires courantes sans posséder une majorité alternative au parlement fédéral. D'autre part, les mesures de réduction de charges du Tax Shift (impôts des sociétés, cotisations de sécurité sociale, impôts des personnes physiques) étaient déjà en vigueur lorsque le gouvernement fédéral de Charles Michel a perdu sa majorité à la chambre des représentants en décembre 2018, mais les mesures de financement de ces réductions fiscales n'avaient pas encore toutes été votées.

Le dernier gouvernement fédéral avait réduit le déficit budgétaire de 12,23 milliards EUR en 2014, soit 3,10% du PIB, à 3,6 milliards EUR en 2018, soit 0,79% du PIB. En 2019, le déficit budgétaire est reparti à la hausse à 8,7 milliards EUR, soit 1,80% du PIB, et la dégradation est appelée à se poursuivre en 2020 avec un déficit estimé à 12 milliards EUR.

Notre pays est donc confronté à une situation budgétaire qui se dégrade mois après mois et qui continuera à se dégrader faute d'un gouvernement fédéral de plein exercice disposant d'une majorité parlementaire pour soutenir son action. La première priorité du prochain gouvernement fédéral sera de s'attaquer à cette situation et les mesures, qu'elles soient prises du côté des dépenses de l'Etat (réduction des prestations) ou du côté des recettes (augmentation des impôts), feront mal aux citoyens et aux entreprises. Et plus le monde politique attendra pour former ce gouvernement, plus les efforts demandés à la population seront importants. Comme le disait notre ancien premier ministre Paul-Henri Spaak, il n'est pas trop tard, mais il est temps.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers 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)

589,50 -2,5%⁽¹⁾ ↘
+20,8%⁽²⁾ ↗

BEL 20 (Belgique)

3.907,61 -1,2%⁽¹⁾ ↘
+20,5%⁽²⁾ ↗

CAC 40 (France)

5.806,34 -2,9%⁽¹⁾ ↘
+22,7%⁽²⁾ ↗

DAX (Allemagne)

12.981,97 -2,0%⁽¹⁾ ↘
+22,9%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

7.286,01 -3,4%⁽¹⁾ ↘
+8,3%⁽²⁾ ↗

SMI (Suisse)

10.627,88 +0,1%⁽¹⁾ ↗
+26,1%⁽²⁾ ↗

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.361,18 -1,2%⁽¹⁾ ↘
+21,8%⁽²⁾ ↗

DJIA (USA)

28.256,03 -1,0%⁽¹⁾ ↘
+21,1%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

9.150,94 +2,0%⁽¹⁾ ↗
+37,9%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

17.318,49 +1,5%⁽¹⁾ ↗
+20,9%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

23.205,18 -1,9%⁽¹⁾ ↘
+15,9%⁽²⁾ ↗

MSCI World

2.342,41 -0,7%⁽¹⁾ ↘
+24,3%⁽²⁾ ↗

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2019

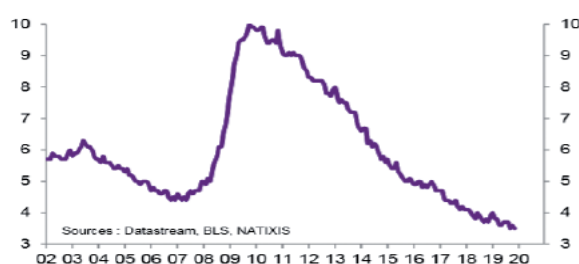


Alors que nous entamons l'année 2020, le temps est venu de retenir les principaux faits marquants de 2019, puis de dresser une synthèse de la situation macroéconomique actuelle, avant, enfin, de nous lancer dans la périlleuse entreprise de la prévision.

Parmi les principaux faits marquants de l'économie en 2019, nous en retiendrons trois :

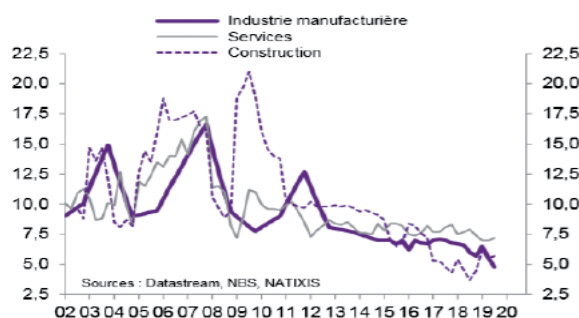
1/ Qu'aux États-Unis, le choix de la politique dite de la "surchauffe" (politique budgétaire + monétaire) a permis au taux de chômage d'atteindre un plus bas depuis 1969 (à 3,5%).

Etats-Unis : taux de chômage (en %)



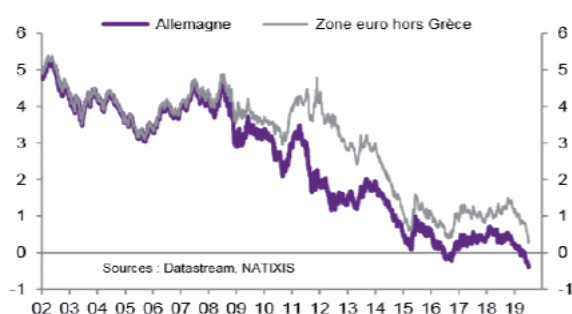
2/ Qu'en Chine, la volonté affichée par les organes politiques de diminuer le poids de l'industrie dans le PIB en faveur de celui des services se poursuit. L'objectif est clair, que l'économie soit de plus en plus axée sur la demande intérieure.

Chine : valeur ajoutée par secteur (volume, GA en %)



3/ Qu'en zone euro, les taux d'intérêts négatifs continuent d'être néfastes pour l'épargne.

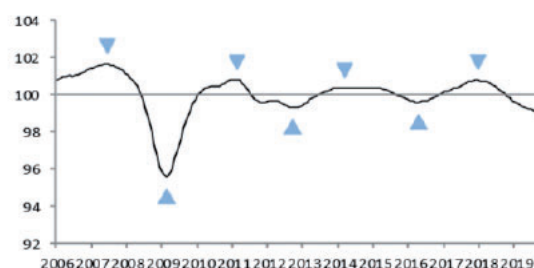
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Dressons à présent une rapide synthèse de la situation macroéconomique actuelle.

Comme indiqué dans toutes nos conférences en 2019, le cycle économique mondial était clairement mal orienté. Depuis fin 2017, la croissance du PIB mondial a ralenti : passant de 4% à un peu moins de 3%. Tout au long de l'année 2018 et jusqu'à octobre 2019, les données macroéconomiques n'ont cessé de se dégrader. A titre d'exemple, le secteur industriel au niveau mondial était tombé en récession de mai à octobre 2019 (l'on se souviendra notamment que l'Allemagne était au bord de la récession durant la deuxième moitié de l'année 2019). Mais depuis la fin de l'année dernière, force est de constater qu'il apparaît de plus en plus évident que l'économie mondiale semble avoir trouvé ses marques d'appuis. En effet, les indicateurs avancés, conçus pour tenter d'anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance générale, commencent à indiquer une stabilisation de la croissance mondiale (bien qu'inférieure aux tendances passées).

Stable growth momentum and below-trend growth in the OECD area



Lorsque nous rentrons dans le détail au niveau géographique, les indicateurs avancés enregistrent des signes de stabilisations aux États-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni. En outre, parmi les grandes économies émergentes, nous retiendrons que la Russie et la Chine continuent d'afficher une croissance relativement stable (l'on soulignera cependant que les vraisemblables effets du Coronavirus sur l'économie ne sont pas encore intégrés dans les derniers chiffres).

Terminons à présent cette partie macroéconomique en relevant un défi : la prévision.

D'entrée de jeu, nous ne pouvons résister au vieil adage qui veut "que si Dieu a créé les économistes, c'est pour que les météorologues aient l'air plus crédibles". Bien que ce proverbe cache une criante réalité, nous tentons de relever humblement ce défi. Dans ce jeu de la prévision, nous maintenons toujours que le cycle économique mondial devrait atteindre un point bas cette année (voir conférences de 2019), avant d'atteindre un point haut d'ici deux ans, voire dans le meilleur des scénarios, d'ici quatre ans. Après le cycle hivernal, espérons alors que le printemps soit au rendez-vous en 2020.



Europe

Le 31 janvier 2020 restera dans l'histoire. 17 197 jours après l'adhésion du Royaume-Uni à la communauté économique européenne en 1973, le Brexit est signé. La période de transition durera jusqu'au 31 décembre 2020. Avant cette date les choses resteront à peu près les mêmes en Europe. Au delà de cette date, la forme des relations futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne est encore très incertaine. Les négociations seront longues et ardues, au minimum une ou deux années pour avoir une vision plus exacte du Brexit. L'indice boursier du Royaume-Uni, le FTSE 100, a reculé de -2,62% en janvier. En Allemagne, le ralentissement de la croissance se confirme. Le pays a enregistré en 2019 un excédent de 49,8 milliards d'euros, contre 62,4 milliards l'année précédente (record historique). Enfin, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 7,4% en décembre, le plus bas depuis mai 2008.

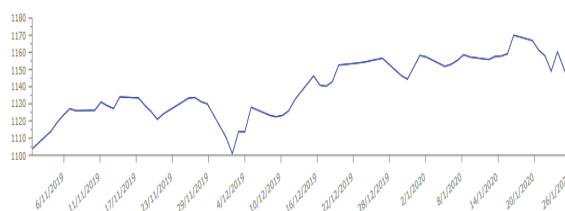
États-Unis

Nous avons salué une baisse des tensions géopolitiques fin 2019, cependant ce début d'année a été marqué par le conflit entre Washington et Téhéran. Donald Trump aurait ordonné l'élimination du général iranien Qassem Soleimani. Par ailleurs, la nouvelle de l'apparition du virus de Wuhan a capté l'essentiel de l'actualité économique de ces dernières semaines. D'un point de vu boursier, les premières publications ont été bonnes. Alphabet, l'action du géant Américain Google a atteint les 1.000 Milliards de capitalisation à Wall Street, rejoignant ainsi le club fermé des entreprises qui ont dépassé ce seuil : Apple, Microsoft et Amazon.

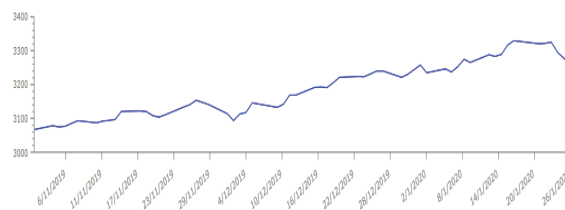
Pays émergents

L'impact global du Coronavirus sera finalement déterminé par la façon dont il se propage et par la réaction des états. Selon L'OMS, l'épidémie actuelle constitue "une urgence de santé publique de portée internationale". Les marchés chinois terminent le mois à -6,54%. À ce stade il faut retenir 3 éléments. Tout d'abord, l'économie chinoise est plus étroitement intégrée aux chaînes d'approvisionnement mondiales. Ensuite, plus la perturbation continue, plus son risque de propagation à l'étranger est important. Enfin, le contexte est différent des anciennes crises sanitaires. Le marché mondial des actions est en hausse depuis 2008, de ce fait le potentiel d'une correction est accru. Cependant, avec le soutien des banques centrales les marchés semblent plus résilients. La perturbation initiale s'est concentrée dans les secteurs du voyage, du tourisme et du luxe. Le ralentissement anticipé de la demande globale de pétrole contribue aux tensions baissières sur le cours du Brent qui perd -11,88% en janvier. L'OPEP a programmé une réunion exceptionnelle dans le but de ralentir une deuxième fois la production mondiale de l'or noir.

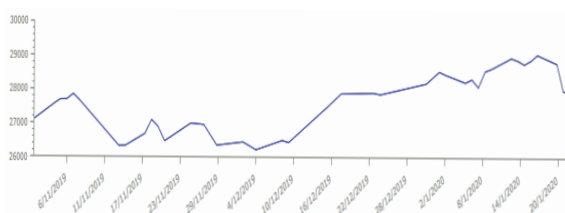
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,10%	13/02
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,70%	14/02
JAP	Produit Intérieur Brut	-3,8%	1,8%	17/02
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	75,0	18/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,00	21/02
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	92,9	24/02
EMU	Confiance économique	-	102,8	27/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	28/02
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	12/03

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
1,51%	-41 ⁽¹⁾ ↓ -118 ⁽²⁾ ↓
EUR	
-0,43%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -68 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
-0,43%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -68 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
-0,26%	-28 ⁽¹⁾ ↓ -76 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
-0,19%	-10 ⁽¹⁾ ↓ -97 ⁽²⁾ ↓
Espagne	
0,24%	-23 ⁽¹⁾ ↓ -118 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
-0,23%	-28 ⁽¹⁾ ↓ -78 ⁽²⁾ ↓
France	
-0,18%	-29 ⁽¹⁾ ↓ -89 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
1,17%	-30 ⁽¹⁾ ↓ -323 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
-0,14%	-26 ⁽¹⁾ ↓ -105 ⁽²⁾ ↓
Italie	
0,94%	-48 ⁽¹⁾ ↓ -181 ⁽²⁾ ↓
Pays-Bas	
-0,34%	-28 ⁽¹⁾ ↓ -73 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
0,27%	-18 ⁽¹⁾ ↓ -146 ⁽²⁾ ↓

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

L'année a connu un début animé. L'optimisme parmi les investisseurs a rapidement laissé place à l'incertitude et à un nouveau repli vers la qualité, ce qui remis la focale sur la capacité des banques centrales à réagir à un recul de l'économie.

Le parcours fortement haussier suivi par les rendements sur obligations d'État depuis l'été dernier a connu un recul durant la deuxième moitié du mois. Outre la propagation du coronavirus, les attentes du côté de l'inflation ne se sont pas concrétisées. Les investisseurs ont donc revu leurs attentes de taux à la baisse. Les rendements sur la plupart des obligations d'État ont à nouveau baissé. Les taux d'intérêt ont suivi un schéma similaire à celui d'août 2019, quand les États-Unis ont annoncé l'augmentation de leurs tarifs sur les importations chinoises. Le taux américain à dix ans a, quant à lui, à nouveau connu un léger renversement. Le rendement des obligations d'État US d'une maturité de 10 ans est cette fois passé en-dessous du taux trimestriel. Bien que la FED ait signalé en décembre son intention de maintenir son taux directeur au même niveau jusque fin 2020, le marché des taux d'intérêt paraît s'attendre à une nouvelle coupe dans les taux. Ceci peut être en partie lié à un communiqué de presse dans lequel l'institution souligne son insatisfaction quant à l'inflation réalisée aux USA et sa volonté de tout mettre en œuvre pour ne pas laisser tomber les attentes d'inflation aussi bas qu'en Europe, par exemple. Bien que la FED se dise "modérément optimiste" quant aux perspectives de croissance de l'économie mondiale, l'inflation aux USA a presque toujours été en-deçà de l'objectif ces dernières années. Un tel message s'inscrit bien dans le cadre de la révision stratégique, que la banque centrale compte boucler pour le milieu de l'année.

En Europe également, l'attention des investisseurs ce mois-ci était principalement centrée sur la réforme stratégique de la politique monétaire que la BCE entreprendra cette année. L'objectif d'inflation de la BCE, à l'instar du cas de la FED, ainsi que le paquet d'instruments et la stratégie de communication qu'elle appliquera dans ce cadre seront au centre des préoccupations. La moindre adaptation de la stratégie d'inflation sera cependant scrutée par la Bundesbank et son président Jens Weidmann. Tandis que cette dernière veillait autrefois sur la stabilité des prix et le cours du Deutsche Mark, la BCE réalise aujourd'hui le même travail pour l'euro. La réputation de la Bundesbank en matière de stabilité monétaire et de stabilité des prix avait au demeurant servi de point de référence à la création de la BCE en 1998. Mais la banque centrale allemande a toutefois nettement perdu en influence depuis l'introduction de l'euro et la révision stratégique constitue une nouvelle menace pour son poids dans la balance. En dépit du calme actuel, le risque de fortes divergences persiste donc au sein de la banque centrale. Christine Lagarde paraît pour l'heure mettre l'accent sur l'unité et la prise de décisions unanimes au sein de la Banque centrale. Le nouveau conseil d'administration de la BCE (quatre des six membres sont actifs au sein de la banque centrale depuis moins d'un an) se montre actuellement plutôt modéré et aucune grande adaptation de la politique monétaire n'est donc attendue. Mais Mme Lagarde voudrait que le changement climatique soit pris en compte dans la révision stratégique. La présidente de la BCE a déjà exprimé son souhait d'utiliser le programme de rachat de l'institution pour acheter davantage d'obligations vertes. D'autres options "non monétaires" existent aussi, mais les détails à ce sujet manquent encore.

Conformément aux attentes, tant la FED que la BCE ont laissé leurs décisions sur les taux inchangées durant leurs dernières réunions de politique monétaire.

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2019
en points de base

Marchés obligataires

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



Tandis que l'incertitude dominait à nouveau les marchés, le marché obligataire primaire dans la zone euro a connu le meilleur début d'année de son histoire, avec un record de 238,8 milliards d'euros en nouvelles émissions. Les émetteurs ont choisi de fixer leurs coûts de financement et d'ainsi bénéficier des taux d'intérêt ultra-bas avant que de potentiels risques ne s'étendent. Les autorités publiques et les institutions supranationales ont eu la main dans ce cadre. La part du lion a été émise durant la première moitié de la nouvelle année. Des émetteurs du monde entier (dont la Chine, l'Indonésie, le Japon et les États-Unis) ont rejoint les émetteurs locaux pour mettre à profit le climat de taux favorable en Europe. Les investisseurs ont souscrit massivement aux nouvelles émissions afin de se positionner envers le risque global croissant représenté par l'épidémie du coronavirus.

La même tendance s'est fait sentir sur le marché secondaire. Les obligations publiques ont à nouveau réalisé d'excellentes performances ; on notera que les obligations à rendement positif d'États comme la France, l'Italie et la Grèce ont été préférées à celles de l'Allemagne, jugées plus sûres. Bref, les investisseurs se sont reportés sur la qualité mais pas à n'importe quel prix. La crainte des suites potentielles du nouveau virus a accru la spéculation sur de nouvelles baisses de taux, mais pas assez pour pousser les investisseurs à se tourner vers les obligations allemandes à rendement négatif. Parmi les obligations d'entreprise également, les obligations de qualité se sont mieux portées que leur variante à risque. Attirés par des rendements supérieurs, les investisseurs ont toutefois paru accorder leur préférence aux obligations sur le marché américain, qui ont dès lors connu des performances meilleures qu'en zone euro. Le dernier communiqué de presse de la FED a par ailleurs ravivé les attentes quant à un nouvel abaissement de taux, ce qui a amené le rendement des obligations publiques américaines à 30 ans en-dessous de 2 % pour la première fois depuis octobre.

Une performance exceptionnelle a en outre été réalisée par les obligations publiques grecques. Leurs rendements ont atteint un plancher historique après que l'agence de notation Fitch a augmenté la solvabilité du pays de BB- à BB avec une perspective positive. Le rendement grec a perdu plus de 300 points de base sur une seule année, ce qui a valu beaucoup d'attention aux obligations d'État du pays, qui a pu faire rentrer des fonds pour la première fois depuis 2009 avec l'émission d'une obligation à 15 ans. Un fait remarquable quand on sait que la solvabilité de la Grèce avait encore été abaissée en 2012, à un cran au-dessus du défaut de paiement.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Janvier 2020	total 2020
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	2,1%	2,1%
États-Unis (\$)	2,4%	2,4%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	1,2%	1,2%
États-Unis (\$)	3,6%	3,6%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	0,1%	0,1%
États-Unis (\$)	1,0%	1,0%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/01/20	Variation depuis 31/12/19
Investment Grade		
AAA	0,58%	-21
AA	0,14%	-16
A	0,44%	-17
BBB	0,80%	-21
High Yield	3,15%	-4

Source : Bloomberg

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/01/20	Variation depuis 31/12/19
Euribor 3 mois	-0,39%	-1
OLO 2 ans	-0,60%	-1
OLO 5 ans	-0,50%	-82
OLO 7 ans	-0,39%	-22
OLO 10 ans	-0,19%	-28
OLO 30 ans	0,63%	-30

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Goldman Sachs	0,875%	21.01.2030	100,77%	0,79%	I	XS2107332640	1.000
EUR	Portugal	0,475%	18.10.2030	101,39%	0,34%	I	PTOTELOE0028	1.000
USD	Adobe Inc	1,900%	01.02.2025	100,71%	1,75%	I+	US00724PAB58	1.000
NOK	EIB	1,500%	26.01.2024	100,07%	1,48%	I+++	XS1555330999	10.000
USD	Mastercard	2,000%	03.03.2025	100,91%	1,81%	I+	US57636QAN43	1.000
EUR	Daimler	0,625%	06.05.2027	100,13%	0,60%	I+	DE000A2R9ZU9	1.000

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)

0,90 +1,1%⁽¹⁾
+3,4%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,19 +0,7%⁽¹⁾
+7,0%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,83 +1,4%⁽¹⁾
+4,6%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -3,5%⁽¹⁾
-2,9%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,38 -0,1%⁽¹⁾
-0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,94 +1,5%⁽¹⁾
+5,4%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,60 -3,6%⁽¹⁾
-1,9%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,68 -0,8%⁽¹⁾
+6,5%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,96 +0,8%⁽¹⁾
+1,8%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -1,0%⁽¹⁾
-0,3%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,30 -1,9%⁽¹⁾
-4,8%⁽¹⁾

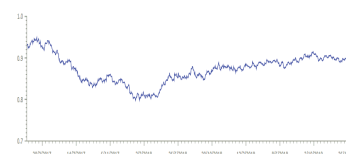
SEK/EUR (Suède)

0,09 -1,6%⁽¹⁾
-4,9%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2019
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

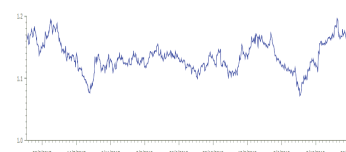
USD/EUR

L'euro poursuit sa baisse face au dollar au lendemain de la réunion de la BCE. Actuellement, l'euro est au plus bas depuis novembre dernier. Les investisseurs semblent être perplexes concernant les futures décisions de la politique monétaire en zone euro.



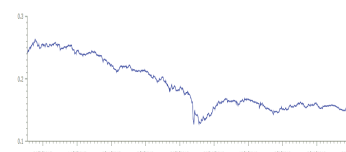
GBP/EUR

Sans grande tendance face à l'euro sur le mois de janvier, la livre sterling a toutefois réussi à se renforcer suite à la publication de la dernière enquête de confiance de la Confédération des industries britanniques.



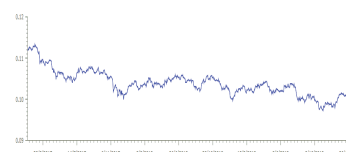
TRY/EUR

La Banque centrale turque a réduit - conformément aux attentes - son principal taux directeur de 75 points de base à 11,25%. La livre turque gagne du terrain depuis janvier. La Banque centrale turque prévoit une inflation de 5% d'ici deux ans contre plus de 10% en décembre dernier.



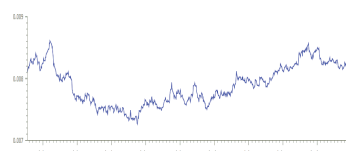
NOK/EUR

La Banque de Norvège a laissé sa politique monétaire inchangée. Son principal taux directeur reste ainsi ancré à 1,50%. Cette décision était attendue par le consensus. Le taux directeur devrait rester probablement à ce niveau dans un avenir proche, a indiqué le gouverneur. Enfin, la baisse du prix du pétrole fait également pression sur la couronne.



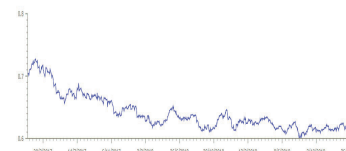
JPY/EUR

Considérée traditionnellement comme une valeur refuge, le yen a tendance à s'apprécier en période d'incertitude sur les marchés.



AUD/EUR

Très exposé au marché chinois et à l'évolution du prix des matières premières, le dollar australien souffre depuis le début de l'année.





Performance boursière

Au cours du mois de janvier, le taux à long terme belge a baissé de 27 points de base, redevenant ainsi négatif, et a clôturé le mois à -0,19%. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour nos valorisations) a présenté la même évolution (-30 points de base) et a clôturé le mois à 0,31%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Les cours des SIR ont ainsi assez bien résisté en dépit des inquiétudes entourant le Coronavirus. L'augmentation moyenne en janvier se chiffre à 3,9%. Les plus fortes baisses en janvier ont concerné Wereldhave Belgium (-2,8%) et QRF (-2,5%). Les meilleures progressions sont à mettre à l'actif de WDP (+11,3%), Montea (+10,1%) et XIOR (+9,9%).

Information financière

Aedifica a annoncé les résultats finaux de son offre sur la finlandaise Hoivatilat. 90% des actions ont été proposées, tandis qu'Aedifica elle-même avait acheté 5,9% des actions sur le marché, ce qui la mettait en possession de 95,9% des actions de Hoivatilat. Les actionnaires restants ont encore eu la possibilité de proposer leurs actions aux mêmes conditions de reprise du 13 au 27 janvier 2020 inclus. 1,1% d'actions supplémentaires ont été proposées à cette occasion. Avec les actions achetées en sus, Aedifica est à présent propriétaire de Hoivatilat à 98,2%. Aedifica s'apprête maintenant à lancer une offre de retrait et à sortir Hoivatilat de la cotation. En raison des frais liés à l'offre de reprise, Hoivatilat a émis un avertissement sur résultats pour 2019, sans influence sur Aedifica au demeurant.

Aedifica a acheté un portefeuille de 5 maisons de repos au Royaume-Uni pour 61 millions d'euros. Le rendement locatif brut initial est d'environ 6%. Les 5 maisons de repos ont une capacité de 467 unités et sont déjà exploitées.

Care Property Invest a fait l'acquisition de 2 centres de logement et de soins avec logements à assistance à Mons et Bernissart au moyen d'un apport en nature pour 33,6 millions d'euros, et a émis pour cela 1 250 376 nouvelles actions qui ont été vendues sur la bourse par le biais d'un placement privé. Les deux centres de logement et de soins sont déjà opérationnels et ont une capacité de 87 chambres et 11 logements à assistance pour Mons, et 74 chambres et 11 logements à assistance pour Bernissart. À la suite de cette reprise, le coupon (0,77 d'euros) a été détaché pour 2019.

Orchestra s'apprête à fermer 34 de ses 53 magasins en Belgique. Ces derniers sont principalement implantés en périphérie des villes. L'impact négatif potentiel sur les revenus locatifs annuels de Retail Estates et d'Ascencio s'élève à 1,5% et 2,0% respectivement. En partant du principe que Retail Estates ainsi qu'Ascencio peuvent attirer de nouveaux locataires et compte tenu des indemnités de rupture à recevoir, l'impact réel devrait s'avérer bien moindre.

Warehouses Estates Belgium a racheté toutes les actions de la SA Business Park Alleur. Business Park Alleur comporte un immeuble de bureaux modulaire construit en 2019 pour une superficie totale de 4 700 m² sur 6 étages et 161 places de stationnement. Le bâtiment est occupé à 100% et génère des revenus locatifs annuels d'un million d'euros.

Intervest Offices & Warehouses a acheté le bâtiment Gold Forum à Eindhoven, dont la réception a eu lieu le 30 janvier. Le coût total de l'opération s'est élevé à 18,9 millions d'euros. Le projet n'est pas loué mais apporte d'emblée un revenu locatif annuel d'1,2 million d'euros, grâce à une garantie locative de 24 mois accordée par le vendeur.

Xior a acheté un projet de redéveloppement à Eindhoven d'une capacité attendue de 250 unités. La valeur d'investissement est estimée à 32 millions d'euros avec un rendement initial d'environ 6%. La réception et la mise en service sont prévues pour la deuxième moitié de 2022.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/12/19	31/12/19	31/01/19		
Aedifica	122,00	7,8%	7,8%	57,1%	30,8	2,4%
Care Property Invest	30,80	7,1%	7,1%	56,5%	33,8	2,5%
XIOR	55,50	9,9%	9,9%	47,3%	34,6	2,3%
Home Invest Belgium	112,00	-1,8%	-1,8%	21,5%	31,7	4,4%
QRF	15,85	-2,5%	-2,5%	19,8%	13,0	5,4%
Retail Estates	82,80	-1,3%	-1,3%	12,6%	14,4	5,4%
Vastned Retail Belgium	45,20	1,1%	1,1%	3,5%	16,1	6,2%
Ascencio	55,20	0,0%	0,0%	13,0%	12,2	6,6%
Wereldhave Belgium	83,80	-2,8%	-2,8%	11,4%	14,2	6,3%
Warehouses Estates Belgium	61,00	1,7%	1,7%	30,3%	14,1	6,8%
Leasinvest Real Estate	118,50	4,9%	4,9%	27,4%	17,9	4,4%
Befimmo	55,50	2,6%	2,6%	12,5%	17,0	6,2%
Cofinimmo	143,80	9,8%	9,8%	27,5%	20,9	3,9%
Montea	89,20	10,1%	10,1%	54,3%	27,6	2,8%
WDP	25,79	11,3%	11,3%	46,5%	25,7	3,0%
Intervest Offices & Warehouses	26,80	4,7%	4,7%	27,0%	14,4	5,6%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



■ AEDIFICA (ISIN BE0003851681 - 113,4 EUR)

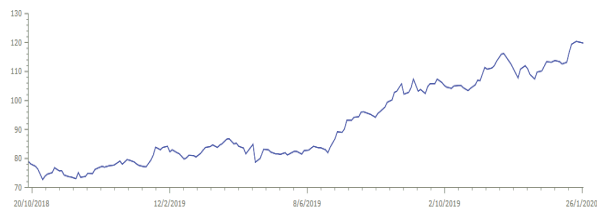
■ Profil

Aedifica est une société immobilière réglementée publique (SIR), spécialisée dans les investissements dans l'immobilier de soins (en particulier les logements pour personnes âgées).

Fin septembre 2019, le patrimoine immobilier s'élevait à 1.198.249 m², pour une valeur exacte de 2.411 millions d'euros. La répartition géographique du portefeuille immobilier en valeur est la suivante : Belgique (43%), Royaume-Uni (22%), Allemagne (18%) et Pays-Bas (17%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	26,71x
Cours/Actif Net :	1,68x
Rendement :	2,82%



■ Notre opinion

L'offre sur Hoivatilat a été acceptée

Historique d'une offre réussie

Le 4 novembre 2019, Aedifica a lancé une offre publique d'achat (OPA) sur la société finlandaise cotée Hoivatilat Plc. Aedifica au prix de 14,75 EUR en espèces par action, ce qui porte la valeur totale de l'offre à 375 millions d'euros. Le seuil d'acceptation était de 90% et l'offre devait s'étendre du 11 novembre au 2 décembre.

Parce que l'offre ne s'est pas déroulée aussi bien que prévu, en raison de la résistance de plusieurs actionnaires importants, Aedifica a décidé le 27 novembre 2019 d'abaisser le seuil d'acceptation de l'offre de 90% à 50%. En outre, la période de l'offre a été prolongée jusqu'au 13 décembre 2019.

Lorsque cela s'est avéré insuffisant pour convaincre les principaux actionnaires (dont Clearance Capital), Aedifica a porté son offre à 16 EUR par action le 5 décembre 2019 et a prolongé la période de l'offre jusqu'au 3 janvier. Aedifica a désormais le soutien de plusieurs actionnaires importants et compte déjà 48,8% des actionnaires qui ont accepté l'offre. Toutefois, le prix total de l'offre est passé à 407 millions d'euros.

Le 7 janvier 2020, Aedifica a annoncé les résultats préliminaires de l'offre. 90% des actionnaires ont accepté l'offre d'Aedifica, de sorte qu'Aedifica détient désormais 95,5% de la société avec les actions qu'elle a elle-même achetées. Il est donc à prévoir qu'Aedifica lancera une offre de retrait sur les 4,5% d'actions restantes encore cotées en bourse.

Hoivatilat

Hoivatilat Plc est un investisseur immobilier finlandais dans le secteur de la santé, avec une stratégie de build-and-hold. L'entreprise est spécialisée dans les maisons de repos, les centres de soins spécialisés et les crèches. Au 30 juin 2019, le portefeuille d'investissement total avait une valeur de 438 millions d'euros, composé de 127 immeubles de soins en Finlande. Le pipeline comprend 55 projets pour un montant de 174 millions d'euros en Finlande et en Suède.

La base de locataires se compose de 46 opérateurs privés et publics et la durée moyenne des baux est de 13 ans. Les revenus locatifs annuels s'élèvent à environ 22,5 millions d'euros pour le portefeuille existant et atteindront 34,6 millions d'euros lorsque le pipeline complet sera achevé.

Evolution du taux d'endettement

Au 30 septembre 2019, Aedifica enregistrait un taux d'endettement de 39,6%. Comme l'offre totale est payée en espèces, nous estimons que le ratio d'endettement devrait augmenter pour atteindre environ 49,9%. Cela signifie que l'augmentation de capital (418 millions d'euros) de mai 2019 (ratio d'endettement de 55% au 31 mars 2019) a été presque entièrement utilisée pour les acquisitions au Royaume-Uni et en Finlande. Compte tenu du pipeline d'investissements de Hoivatilat (55 projets - 174 millions d'euros), nous prévoyons donc qu'Aedifica lancera une nouvelle augmentation de capital avant la fin de son exercice (30 juin).

Recommandation

Étant donné que l'offre d'Hoivatilat est entièrement financée par endettement, nous supposons qu'à partir de la première année, Hoivatilat sera légèrement relatif sur les résultats d'Aedifica.

Notre modèle DCF (avec prise en compte d'Hoivatilat), pointe un objectif à 112,20 EUR. Nous sommes donc à "Conserver".

■ Analyse Technique

Techniquement parlant, AEDIFICA (AED) 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.

La force très haussière en cours pourrait changer. Le marché semble à présent mûr pour une consolidation. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. Par ailleurs, le cours évolue entre ses supports et résistances antérieures. Il se dirige à présent vers la borne haute de la fourchette, dans des volumes très ténus. AED 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.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



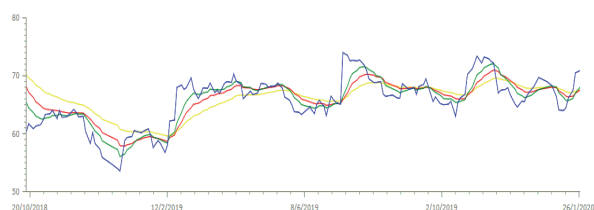
■ GERRESHEIMER (ISIN DE000AOLD6E6 - 65,10 EUR)

■ Profil

Gerresheimer (GXI) est un partenaire mondial de premier plan dans le domaine pharmaceutique et des soins de santé. Spécialisés dans les produits en verre et en plastique, ils contribuent à la santé et au bien-être. GXI a des activités mondiales et environ 10.000 employés produisent les produits sur les marchés locaux, à proximité des clients. Avec des usines en Europe, en Amérique du Nord, en Amérique du Sud et en Asie, GXI réalise un chiffre d'affaires d'environ 1,4 milliard d'euros. La vaste gamme de produits comprend des emballages pharmaceutiques et des produits pour l'administration sûre et facile de médicaments : stylos à insuline, inhalateurs, seringues, flacons d'injection, ampoules, flacons et récipients pour médicaments liquides et solides avec systèmes de fermeture et de sécurité et emballages pour l'industrie cosmétique.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	13,40x
Cours/Actif Net :	2,00x
Rendement :	1,92%



■ Notre opinion

Une croissance stable et à faible risque

Profil

Gerresheimer est un acteur de premier plan dans le milieu de la pharmacie et de la santé, spécialisé dans les produits en verre et en plastique pour l'administration et l'emballage de produits médicaux et cosmétiques. L'entreprise produit environ 15,5 milliards de produits, soit 500 pièces par seconde par an. Son vaste portefeuille de produits comprend des emballages pharmaceutiques et des produits pour l'administration sûre et facile de médicaments : stylos à insuline, inhalateurs, seringues, flacons d'injection, ampoules, flacons et récipients pour médicaments liquides et solides avec systèmes de fermeture et de sécurité et emballages pour l'industrie cosmétique.

En 2018, Gerresheimer a réalisé un chiffre d'affaires de 1,37 milliard d'euros, dont 54,9% dans la partie Plastic & Devices, 44,2% en Primary Packaging Glass et 0,9% en Advanced Technologies. 33,6% des ventes ont été réalisées en Europe, 27,4% aux États-Unis, 22,3% en Allemagne et 15,1% dans les marchés émergents.

Objectifs pour 2020

Gerresheimer a les objectifs financiers suivants pour 2020 :

Croissance organique des ventes	4 à 7%
Marge EBITDA ajustée	21%
CAPEX / Revenus	12%

L'objectif à long terme est un retour sur capitaux employés (ROCE) d'au moins 12% et un ratio dette financière nette/EBITDA d'environ 2,5x.

Résiliatin du contrat avec Sanofi

Au moment de l'acquisition de Sensile Medical (2018), aucune précision n'a été donnée sur la contribution des différents projets. Le 19 novembre 2019, Gerresheimer a annoncé que Sanofi mettra fin à un projet de développement, de mise sur le marché et de production de masse de micropompes pour les patients diabétiques.

Il est probable que ce projet apportera une contribution importante aux résultats futurs sous forme de commissions de services de développement, de redevances et de ventes. Cela explique également la baisse des prix depuis la fin novembre 2019.

Au quatrième trimestre de 2019, Gerresheimer apportera probablement d'autres ajustements comptables (positifs) au prix d'achat de Sensile Medical (comme c'était déjà le cas au cours des neuf premiers mois de 2019). Toutefois, ces derniers reflètent une perte de revenu dans le futur.

Structure financière

Gerresheimer a une dette financière nette de 1 000,4 millions d'euros et un ratio dette financière nette / fonds propres de 1,0x, de sorte que l'effet négatif temporaire des acquisitions de Sensile Medical a été entièrement digéré.

La dette de Gerresheimer est notée Investment Grade par S&Ps (BBB / perspective stable) et Moody's (Baa3 / perspective négative).

Recommandation

Gerresheimer occupe une position de leader (top 3) dans le monde avec une solide clientèle de plus de 1.000 clients. Le titre offre une croissance ininterrompue et stable dans un secteur (santé & cosmétique) qui continue de croître, compte tenu du vieillissement de la population. La valorisation est également attractive.

Nous sommes à "Renforcer" avec un objectif de cours à 72,5 EUR.

■ Analyse Technique

Techniquement parlant, GERRESHEIMER (GXI) 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.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



LOGITECH (ISIN CH0025751329 - 48,27 CHF)

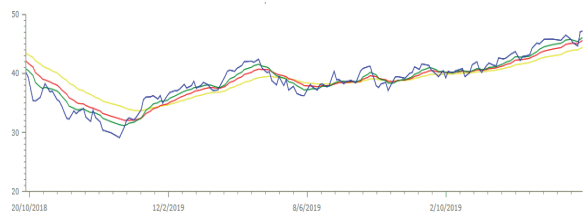
Profil

Logitech est un leader mondial dans la conception, la fabrication et la vente de produits qui aident les gens à se connecter à des expériences numériques et dans le cloud. Il y a plus de 35 ans, Logitech a développé des produits pour améliorer l'expérience de la plate-forme des ordinateurs personnels (PC).

Aujourd'hui, c'est une entreprise multimarque et multi-catégorie qui conçoit des produits permettant de mieux consommer, partager et créer des contenus numériques tels que la musique, les jeux, la vidéo et l'informatique, que ce soit sur un ordinateur, un appareil mobile ou dans le nuage. Les marques Logitech comprennent Logitech, Jaybird, Ultimate Ears, Logitech G et ASTRO Gaming.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 20,32x
Cours/Actif Net : 4,93x
Rendement : 1,76%



Notre opinion

Une croissance saine

Profil

Logitech est un fabricant international de périphériques pour ordinateurs personnels et autres matériels électroniques. L'entreprise propose des souris, des claviers, des étuis pour ordinateurs portables, des équipements de jeu, des webcams, des haut-parleurs et d'autres produits connexes sous différentes marques dans plus de 100 pays du monde entier. La plupart de leurs produits sont vendus aux consommateurs par l'intermédiaire de leur réseau de vente au détail, mais ils vendent aussi directement aux fabricants, dont certains des plus grands fabricants d'ordinateurs. Certaines des marques les plus populaires de l'entreprise sont : Ultimate Ears, Jaybird, Blue Microphones, Astro Gaming et Logitech G.

Capital Markets Day

Le 6 mars 2019, Logitech a organisé sa journée Capital Markets Day. L'objectif stratégique de l'entreprise est de passer d'une entreprise de conception de plateformes PC à un leader mondial de l'environnement dans le Cloud. Les objectifs financiers pour l'exercice 2019/2020 sont les suivants :

Croissance des revenus	5 à 10%
Bénéfice d'exploitation non GAAP	375-385 M USD
Les dépenses d'investissement	40 à 50 M USD
La marge brute	36 à 40%
Marge d'exploitation	11 à 14%

Les hypothèses utilisées pour la croissance du marché dans ses segments de produits sont les suivantes :

Creativity & Productivity	Low single digit
Video Collaboration	25-30%
Gaming	15-20%
Music	Flat to slightly lower
Smart Home	Too small

Bilan très solide et absence de dettes

Logitech n'a aucune dette financière au 30 septembre 2019 et dispose d'une trésorerie de 656 millions de dollars, soit 28% du total du bilan. Les créances commerciales et les stocks représentent 36%. Le goodwill et les autres actifs incorporels représentent 23% du total du bilan.

Les capitaux propres représentent 55% du total du bilan. Le solde du bilan se compose principalement de factures et de comptes de régularisation en souffrance et de produits différés.

Une croissance saine

Selon Bracken P. Darerell, PDG de Logitech, les trois entreprises affichent une croissance saine. De fortes marges sont réalisées malgré l'impact négatif des participations commerciales en Chine, de Brexit et des taux de change volatils.

Le PDG voit de très grandes possibilités dans la collaboration vidéo et un grand potentiel dans le domaine de la maison. Une journée des marchés de capitaux sera organisée le 3 mars 2020.

Recommandation

L'exercice de valorisation pointe un objectif de cours de 50 CHF par action. Nous sommes à "Conserver".

Derniers résultats

Logitech a enregistré une croissance des ventes de 4,7% au cours des 9 premiers mois de l'exercice fiscal 2019/2020, avec une forte contribution de plusieurs groupes de produits tels que la collaboration vidéo, les jeux et les périphériques pour PC. Les ventes de la division Audio & Wearables et Mobile Speakers ont été plus faibles.

La marge bénéficiaire brute, à 37,9%, est conforme à l'objectif de 36-40% et reflète l'effet positif de la composition des produits et des réductions de coûts.

Les flux de trésorerie d'exploitation réalisés depuis le début de l'année ont augmenté de 18,6% pour atteindre 324 millions de dollars. Grâce à ces bons résultats, Logitech confirme ses perspectives de bénéfices pour l'année entière.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



UNIBAIL-RODAMCO (ISIN FR0013326246 - 132,0 EUR)

Profil

Unibail-Rodamco-Westfield est le leader du marché européen de l'immobilier commercial.

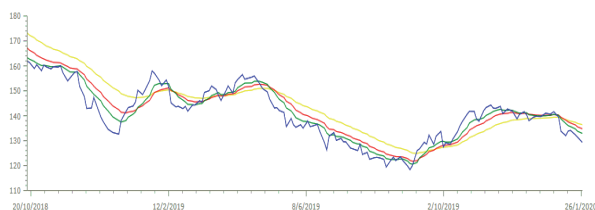
Le revenu locatif net par type d'actif peut être ventilé comme suit :

- les centres commerciaux (87%) ;
- bureaux (6%) ;
- salles de conférence et d'exposition (5%)
- les services (2%).

Fin juin 2019, la valeur de marché brute des actifs immobiliers était estimée à 65,0 milliards d'euros.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 10,89x
Cours/Actif Net : 0,69x
Rendement : 8,20%



Notre opinion

Les chiffres évoluent dans la bonne direction

Profil

Unibail-Rodamco-Westfield (URW) est le leader du marché européen de l'immobilier commercial. Au 30 juin 2019, la valeur du portefeuille immobilier s'élève à 65 milliards d'euros.

Le groupe dispose de 92 centres commerciaux répartis dans 12 pays et détient ainsi 50% des principaux centres commerciaux en Europe. 86% du portefeuille est investi dans des Centres Commerciaux, 7% dans des bureaux (minimum 10.000 m²), 5% dans des espaces de Congrès & Expositions (10 centres en région parisienne) et le solde (2%) dans des Services. Au 30 juin 2019, le groupe avait 10,3 milliards d'euros de projets en cours de construction, dont 2,9 milliards d'euros étaient engagés.

Le groupe a une stratégie claire d'être présent dans le développement, l'investissement et l'exploitation de l'immobilier commercial. Cette stratégie est appliquée aux trois catégories d'actifs dans lesquelles elle investit.

Résultat du premier semestre 2019

URW a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 35,9% à 1.254,3 millions d'euros au premier semestre 2019.

Cela s'explique en grande partie par l'acquisition de Westfield, qui sera consolidée à partir du 7 juin 2018. La croissance à périmètre constant s'élève à 2,1%. L'effet de consolidation de Westfield se reflète également dans l'évolution du résultat net courant, qui a augmenté de 30,4% à 916 millions d'euros. Le résultat net consolidé s'élève à 1.174,7 millions d'euros.

Au cours du premier semestre de 2019, 250 magasins (1,5% du revenu locatif annuel) sont devenus vacants en raison de la faillite des locataires. De ce nombre, l'URW a déjà pu relouer ou échanger 58% avec d'autres locataires, réduisant la perte potentielle maximale de loyer sur une base annuelle à 0,7% des revenus locatifs.

La valeur nette d'inventaire par action (VNI de l'EPRA) était de 199,10 EUR.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2018	S1 2019
Revenu net de location (NRA)	923	1.254,3
Bénéfice net courant	703	916
BPA	6,61	6,63

Structure financière

Suite à l'acquisition de Westfield, qui a été partiellement financée par la dette, la dette financière nette d'URW au 30 juin 2019 s'élevait à 24 milliards d'euros avec un ratio d'endettement de 37,5% et un ratio de couverture des intérêts confortable de 5,8x. La durée moyenne de la dette a été portée à 8 ans avec un coût de financement moyen de 1,6%. Les lignes de crédit disponibles non tirées s'élèvent à 9,2 milliards d'euros. Cela couvre toutes les échéances au cours des 12 prochains mois.

URW a un rating à long terme de "A2" chez Moody's avec une perspective négative. S&P : "A" LT et à court terme "A-1" avec une perspective stable.

Recommandation

URW s'attend à réaliser un bénéfice net courant ajusté entre 12,10 et 12,30 EUR par action pour l'ensemble de l'année 2019. Les analystes prévoient un dividende brut de 10,8 EUR par action, dont 5,40 EUR seraient versés sous forme d'acompte en mars et le solde en mai. La VNI de l'EPRA d'URW à la fin juin 2019 était de 216,1 EUR par action, ce qui donne à URW une décote de 38,9%.

Le cours moyen des analystes (source : Bloomberg) est de 156,90 EUR. Cela offre un potentiel de +19%. Nous sommes à "l'Achat".

Analyse Technique

Techniquement parlant, Unibail-Rodamco-Westfield (URW) 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. Le marché cherche les fonds !



■ Environnement

Les marchés financiers ont entamé la nouvelle année comme ils ont terminé la précédente : sur la pente ascendante. Les deux premières semaines ont été riches en événements géopolitiques. On a ainsi vu une attaque de drone des États-Unis sur l'aéroport de Bagdad, attaque qui a coûté la vie à un haut général iranien. Cet acte inattendu a ravivé le conflit entre les deux pays et suscité la crainte d'une nouvelle escalade aux suites potentiellement désastreuses pour le reste du monde. Un peu plus tard, Donald Trump, après la signature du phase 1 deal avec la Chine, semblait porter son attention sur l'Europe et son industrie automobile en particulier. Les investisseurs ne se sont toutefois pas laissés démonter par l'enchaînement des mauvaises nouvelles et ont répondu aux éventuels creux sur les marchés par une masse de rachats. Les marchés d'actions mondiaux ont poursuivi allègrement leur augmentation et ont atteint un pic au milieu du mois de janvier. Mais le danger est venu de là où on ne l'attendait pas : du coronavirus.

L'apparition de sa nouvelle variante ne semblait pas porter à conséquence dans un premier temps. Les contaminations restaient limitées à la Chine et les décès concernaient principalement des personnes âgées ou déjà affaiblies pour d'autres raisons. Au demeurant, les autorités chinoises ne voulaient à aucun prix voir se reproduire la situation de l'épidémie de SRAS fin 2002 et promettaient d'être bien plus réactives. Sur les marchés financiers, la vague initiale de ventes se bornait aux secteurs sensibles à la conjoncture et aux entreprises fortement tributaires du consommateur chinois. Mais il est vite apparu que l'épidémie serait bien plus difficile à juguler que ce que l'on croyait. Le Nouvel An lunaire est traditionnellement une période durant laquelle de nombreux Chinois voyagent et rendent visite à leur famille à l'étranger. C'est alors que plusieurs nouveaux cas ont été constatés dans les jours qui ont suivi, ailleurs dans le monde cette fois. Les valorisations élevées sur les marchés boursiers ont amené les investisseurs à jouer la sécurité et à appuyer massivement sur le bouton vente, suscitant un mouvement important en direction des valeurs refuges telles que l'or et les obligations d'État.

Même si tous les yeux étaient rivés sur le nouveau virus, n'oublions pas que janvier a également vu l'ouverture de la nouvelle saison des résultats. Environ 70% des entreprises cotées ont annoncé leurs résultats à la fin du mois, résultats très majoritairement supérieurs à des attentes très peu élevées au demeurant. La plupart des analystes avaient revu

leurs prévisions de chiffre d'affaires à la baisse suite au ralentissement de la croissance économique au dernier trimestre de 2019, moyennant quoi les entreprises n'ont pas eu grand mal à surprendre dans le bon sens.

■ Transactions

Dans un environnement où l'on estime encore qu'une récession mondiale pourra être évitée et où les tensions géopolitiques se sont quelque peu relâchées, nous persistons à privilégier les obligations d'entreprise aux obligations d'État, ces dernières offrant des rendements historiquement bas, voire négatifs. Par ailleurs, les prix des obligations d'entreprise devraient, selon nous, être soutenus à court terme par des investisseurs en obligations en perpétuelle quête de rendement et le programme de rachats de la BCE. Tout risque n'est pas écarté pour autant : L'impact du recul de la croissance sur les revenus des entreprises et des valorisations très élevées sur les marchés obligataires ont bel et bien accru leur fragilité. Il nous paraît donc à propos d'être très attentifs à la qualité et à la liquidité en attendant les premiers signes de redressement économique. C'est pourquoi nous privilégions actuellement les entreprises au bilan solide, à l'endettement faible et aux revenus durables tout en évitant les entreprises fortement sensibles aux cycles économiques. Par conséquent, deux nouvelles obligations d'entreprises ont été ajoutées pour les profils à obligations, en provenance de Mastercard et RCI Banque. L'obligation de Mastercard a été émise avec une maturité de 5 ans et un coupon de 2%. L'excellente solvabilité de l'entreprise et son faible endettement ne nous ont évidemment pas laissés indifférents. L'obligation de RCI Banque, qui fait partie du groupe Renault, a été émise avec une maturité de 7 ans et un coupon de 1,125%. Bien que RCI Banque fasse partie du groupe Renault, l'entreprise est bien moins tributaire de la conjoncture et de la situation sur le marché de l'automobile. Comme son nom l'indique, il s'agit d'une banque réglementée qui doit en tant que telle se plier aux strictes exigences de la législation pour les institutions financières en matière de liquidité et de solvabilité.

Malgré les rendements historiquement bas des obligations d'État à l'heure actuelle, ces dernières conservent un rôle important à jouer dans un portefeuille diversifié. En effet, les investisseurs n'y voient pas tant une source de rendement qu'une sécurité contre les turbulences sur les marchés financiers. Pour les profils à obligations, nous avons acquis une nouvelle obligation souveraine du Portugal d'une

maturité de 10 ans. Les perspectives de l'économie portugaise sont assez favorables et la notation du pays devrait pouvoir en profiter. La situation politique du pays est stable par rapport à celle des autres pays de la périphérie européenne. Les bonnes perspectives économiques combinées à son rendement positif font de cette obligation un complément intéressant pour nos portefeuilles.

Diverses transactions ont également été exécutées pour les profils à actions durant le premier mois de l'année. Pour la partie actions, deux positions ont été vendues et une nouvelle action a été ajoutée. Nous avons décidé, au début du mois, de vendre l'action suisse Roche, en raison d'une forte exposition aux actions du secteur pharmaceutique. Les prix élevés des médicaments restent un sujet politique très débattu aux États-Unis. Le secteur est par ailleurs connu pour subir de fortes variations de cours dans les années d'élections présidentielles. Nous avons décidé de réduire notre pondération dans le secteur en vue d'atteindre la norme. Sachant que Roche avait atteint notre objectif de cours et paraît assez fortement valorisée en regard des autres actions dans ce secteur, nous avons décidé de mettre nos gains à l'abri et de vendre notre position. Les liquidités ont été employées à l'achat d'une nouvelle action de l'américaine Comcast, premier conglomérat de télécommunication et fournisseur d'accès à Internet dans le monde. Le groupe devrait pouvoir profiter dans les années à venir de la demande accrue en internet à haute vitesse, à la faveur de la popularité des services de streaming. Enfin, nous avons pris nos gains sur l'action américaine Microsoft. Malgré des

résultats et des perspectives très impressionnants, son cours nous paraît de plus en plus exagéré. Nous avons décidé de profiter de la forte hausse de l'action ces derniers mois pour mettre notre gain à l'abri et de partir à la recherche d'autres opportunités dans le secteur technologique.

Une nouvelle position a également été ajoutée dans la partie des titres à taux fixe. Nous avons décidé d'acheter un nouveau fonds axé sur les climate bonds, et plus précisément les green bonds. L'intérêt des investisseurs envers cette catégorie d'obligations connaît une croissance exponentielle en raison du souci grandissant pour l'environnement et la durabilité. Ces fonds ont en outre montré ces dernières années qu'ils n'ont certes pas moins d'intérêt que les fonds obligataires plus traditionnels. Le fonds que nous avons sélectionné est le fonds Lombard Odier Global Climate Bond, un des cadors du secteur, d'ailleurs meilleur fonds d'obligations vertes de l'année 2018.

Enfin, nous avons décidé de vendre notre position dans la société immobilière Wereldhave. L'exploitant de centres commerciaux en Belgique, aux Pays-Bas et en France se ressent fortement d'une baisse de fréquentation et de l'impact du shopping en ligne. Avec une nouvelle baisse de son dividende en vue, l'avenir ne s'annonce pas plus réjouissant. Selon nous, les centres commerciaux ne parviendront pas à offrir une réponse à l'essor de l'e-commerce dans les années à venir et cela aura un impact durable sur leurs résultats.

Perspectives et points d'attention

- La politique monétaire des banques centrales
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- D'éventuels tarifs à l'importation de produits européens aux États-Unis
- La conjoncture mondiale
- La propagation du coronavirus

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 potentielles appréciations de cours.

L'Investissement Socialement Responsable

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



L'investissement responsable connaît depuis quelques années un essor spectaculaire

Né il y a plus d'un siècle aux Etats-Unis, sous la première appellation d'investissement éthique, le concept d'investissement responsable a depuis lors bien évolué: de la simple exclusion de certains types d'activités comme la fabrication d'armes, les investisseurs intègrent aujourd'hui des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance ou "ESG" dans leurs analyses financières. L'Investissement Socialement Responsable ou "ISR" est le fait d'intégrer ces critères "ESG" au processus d'investissement. On parle aussi d'investissement durable. Le principe est de générer des rendements sur le long terme ayant un **impact sociétal positif** que ce soit en termes d'environnement, de protection des droits de l'homme ou de développement technologique par exemple.

Un contexte porteur ...

Le contexte général voit les **préoccupations environnementales et sociales gagner en importance dans les médias, dans l'opinion publique** et aussi dans le monde financier.

Les économies mondiales vont devoir faire des investissements colossaux dans presque tous les secteurs économiques (l'énergie, les transports, l'agriculture, la construction...) notamment afin de répondre aux engagements environnementaux pris par les gouvernements. L'ONU estime qu'entre 5.000 à 7.000 milliards de dollars seront déployés d'ici 2050.

De plus en plus d'investisseurs institutionnels issus des quatre coins du monde intègrent les facteurs "ESG" à leur processus décisionnel. Sous le parrainage de l'**ONU** des institutions financières ont conçu les **Principes de l'Investissement Responsable** en 2006. Il s'agit d'un engagement volontaire qui s'adresse au secteur financier et incite les investisseurs à intégrer les facteurs "ESG" dans la gestion de leurs portefeuilles. En 2016, ils étaient 1400 signataires (fonds de pension, compagnies d'assurance, Asset Managers, distributeurs,...) issus de plus de 50 pays.

Un cinquième des actifs totaux ...

L'Investissement Socialement Responsable rencontre une **croissance exponentielle** tant en termes d'intérêt de la part des investisseurs qu'en termes d'offre de nouveaux fonds d'investissement.

D'après une enquête de la presse économique, les principaux acteurs du secteur en Belgique ont enregistré en 3 ans **une hausse de 72% des encours investis durablement**. Fin 2016, l'encours mondial des investissements durables s'élevait à près de 23.000 milliards USD, soit l'équivalent en montant de l'ensemble de la gestion collective en Europe.

Figure 1



Sources : L'Echo (13/9/2017), GSIA, Le Temps

Quels sont les facteurs de soutien à l'ISR ?

- Le **renforcement du cadre réglementaire pour les gestionnaires de fonds** en la matière (ex: en France, les gestionnaires sont obligés de publier leurs données relatives à leur empreinte carbone).
- Le **renforcement du cadre réglementaire pour les entreprises** en termes d'environnement, de santé et de sécurité au niveau mondial (ex: en 2018, plus de 6.000 entreprises européennes de plus de 500 employés devront publier un rapport sur les résultats "non financiers" tels que les questions environnementales, les questions sociales, la lutte contre la corruption...).
- Une **demande croissante des investisseurs tant institutionnels que privés** en réponse à l'augmentation des préoccupations environnementales et sociales.

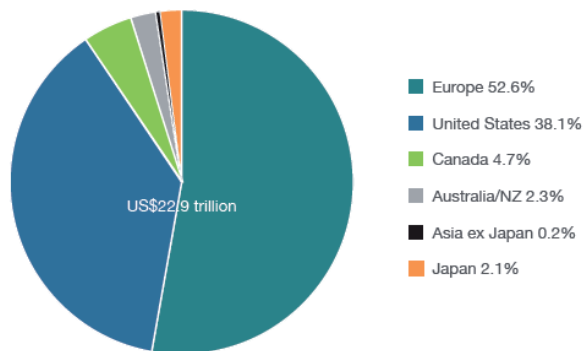
L'offre de fonds socialement responsables est de plus en plus vaste

À l'échelle mondiale fin 2016, près de 23.000 milliards de dollars d'actifs étaient gérés de façon durable, soit une **augmentation de 25% en 2 ans**.

En termes relatifs, l'ISR représente maintenant 26% de tous les actifs gérés par des professionnels dans le monde. L'investissement durable constitue un axe majeur de développement sur les marchés financiers.

Il est possible aujourd'hui d'investir en fonds de façon durable et responsable sur toutes les classes d'actifs aussi bien que sur toutes les zones géographiques.

Figure 2 : Proportion of Global SRI Assets by Region



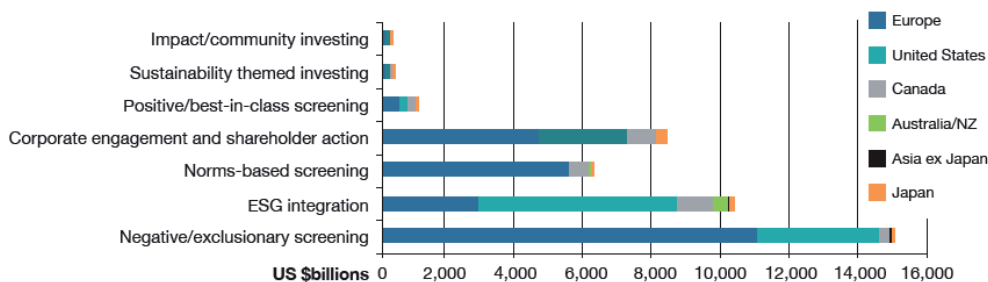
Source : GSIA

En Europe, plus de 2.400 fonds "ISR" sont distribués mais c'est sans compter l'ensemble des autres fonds dont les gestionnaires intègrent les critères ESG sans que leurs stratégies soient étiquetées comme telles.

Globalement les stratégies "ISR" peuvent être réparties entre différentes méthodes et principes :

- **L'exclusion** : le fait d'exclure certains secteurs d'activité controversées en fonction de critères éthiques, environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ex: combustibles fossiles, tabac, armement, alcool, jeu ou pornographie,...).
- La méthode **"Best in class"**: sélection d'entreprises/pays qui ont les meilleurs scores "ESG" dans un secteur donné.
- Les **stratégies thématiques** : investissement avec un focus sur un défi sociétal ou environnemental spécifique (ex.: eau, énergies renouvelables,...).
- L'"**Impact investing**": sélection d'entreprises qui ont un impact positif au niveau sociétal et/ou environnemental.
- Le **"contrôle normatif"**: sélection d'entreprises/pays qui respectent des normes internationales quant aux impératifs environnementaux, de la conscience sociale et de la bonne gouvernance.
- **L'engagement en tant qu'actionnaire** afin d'influencer l'attitude d'une entreprise ou d'un pays à moyen/long terme sur les questions du respect des impératifs environnementaux, de la conscience sociale et de la gouvernance. (par ex. nouer un dialogue, exercer un droit de vote, introduire des résolutions devant.

Figure 3 : Assets by SRI Principles



Source : GSIA

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
ANTWERPEN KIPDORP	Kipdorp, 43	Tél: +32 3 304 05 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 Christudreef, 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	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
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
PEPINGEN	Ninoofsesteenweg, 93	Tél: +32 2 793 23 80
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: www.leleux.be

E-Mail: 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 :

31 Janvier 2020