

Edito

La Taxe sur les Comptes Titres aura très certainement occupé les équipes informatiques de nombreuses institutions financières en cette fin de premier trimestre 2018. Les premières opérations d'enregistrement des positions déposées sur des comptes titres doivent en effet être réalisées au 31 mars 2018. Depuis quelques semaines, plusieurs clarifications ont ainsi été apportées sur le mécanisme de prélèvement de la Taxe sur les Comptes Titres.

Comme précisé dans notre Edito de février 2018, toute personne physique résidente en Belgique est redevable de la taxe, ainsi que toute personne physique non résidente en Belgique disposant de comptes titres auprès d'institutions financières en Belgique. Pour l'exercice fiscal de 2018 (premier exercice fiscal), les institutions financières devront enregistrer les positions titres par titulaire de chaque compte titres au 31 mars 2018, au 30 juin 2018 et au 30 septembre 2018. Par titulaire, on entend toute personne physique ayant la qualité de titulaire, cotitulaire, titulaire représenté (par procuration), nu-proprétaire ou usufruitier.

Si la moyenne des trois observations des positions titres d'un titulaire dépasse 500.000 EUR, la taxe de 0,15 % sera prélevée pour ce titulaire. Si par contre cette moyenne ne dépasse pas les 500.000 EUR, l'institution financière enverra un courrier au titulaire pour lui demander s'il souhaite demander la procédure d'Opt In, c'est-à-dire demander à l'institution financière de prélever la taxe même si la moyenne de la valeur des positions titres ne dépasse pas 500.000 EUR (L'Opt In offre le grand avantage pour les titulaires de comptes titres auprès de plusieurs institutions financières de maintenir leur anonymat). Le courrier offrant cette possibilité ne pourra être envoyé qu'une fois les 3 observations effectuées et donc la moyenne calculée, c'est-à-dire au début du mois d'octobre 2018. D'ici là, les investisseurs ne doivent rien entreprendre.

Prenons ainsi l'exemple d'un investisseur disposant de 3 comptes titres chez Leleux Associated Brokers. Sur le premier compte titres, dont il est le seul titulaire, ses avoirs titres s'élèvent à 250.000 EUR. Le deuxième compte titres, pour lequel il est titulaire avec son épouse, recouvre des avoirs titres pour un montant de 600.000 EUR. Finalement, dans le cadre d'une planification successorale, il est usufruitier d'un troisième compte titres où ses 3 enfants sont nu-proprétaires et sur lesquels sont déposés 400.000 EUR. La valeur de sa part, qui sera calculée au 30 septembre 2018, est donc de 250.000 EUR, plus la moitié de 600.000 EUR (300.000 EUR pour lui et 300.000 EUR pour son épouse), plus le quart de 400.000 EUR (100.000 EUR pour chacun des 4 titulaires du compte en Nu-Propriété / Usufruit), soit un total de 650.000 EUR pour ce titulaire. Il sera donc taxé à hauteur de 975 EUR, soit 375 EUR débités sur son premier compte, 450 EUR débités sur son deuxième compte et 150 EUR débités sur son troisième compte. Par contre, son épouse (dont la part n'est que de 300.000 EUR) et chacun de ses trois enfants recevront un courrier en octobre 2018, mentionnant la valeur moyenne de leur part et leur demandant s'ils souhaitent bénéficier de l'Opt In. Ils auront alors un mois pour répondre à ce courrier. Si l'épouse décide de bénéficier de l'Opt In, le deuxième compte sera alors débité de 450 EUR supplémentaires (soit 0,15 % sur la part de Madame de 300.000 EUR).

Dans cette matière complexe, tout comme dans toute autre matière liée à la gestion de votre portefeuille, nos chargés de clientèle se tiennent à votre disposition pour répondre à vos questions. N'hésitez pas à faire appel à leur expertise en la matière.

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

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

529,52 -1,1%⁽¹⁾ ↘
-2,8%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.857,10 -3,4%⁽¹⁾ ↘
-3,0%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

5.167,30 -2,9%⁽¹⁾ ↘
-2,7%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

12.096,73 -2,7%⁽¹⁾ ↘
-6,4%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

7.056,61 -2,4%⁽¹⁾ ↘
-8,2%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

8.740,97 -1,9%⁽¹⁾ ↘
-6,8%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.965,44 -2,4%⁽¹⁾ ↘
-6,7%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

24.103,11 -3,7%⁽¹⁾ ↘
-2,5%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

7.063,45 -2,9%⁽¹⁾ ↘
+2,3%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

15.367,29 -0,5%⁽¹⁾ ↘
-5,2%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

21.454,30 -2,8%⁽¹⁾ ↘
-5,8%⁽²⁾ ↘

MSCI World

2.066,84 -2,4%⁽¹⁾ ↘
-1,7%⁽²⁾ ↘

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2017



La croissance dans la zone euro est demeurée robuste au quatrième trimestre 2017 et toujours généralisée à l'ensemble des pays. Le PIB en volume a augmenté de 0,6%, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2017. La croissance du PIB en volume a résulté des exportations et de la demande intérieure. La croissance de la production au quatrième trimestre s'est traduite par une hausse annuelle du PIB de 2,5% en 2017. Les indicateurs économiques suggèrent que le profil de croissance généralisée et robuste s'est poursuivi en début d'année.

Les marchés du travail de la zone euro continuent d'afficher une forte dynamique. L'emploi a encore augmenté au troisième trimestre 2017, de 0,4% en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,7%. L'emploi s'établit actuellement 1,2% au-dessus de son pic d'avant la crise, enregistré au premier trimestre 2008. Le nombre total d'heures travaillées a également continué de se redresser, même si le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est demeuré globalement stable depuis le début de la reprise. L'emploi à temps plein comme l'emploi à temps partiel ont augmenté durant la reprise. Le taux de chômage de la zone euro est ressorti à 8,6% en janvier 2018, son niveau le plus bas depuis décembre 2008. Cette baisse a concerné l'ensemble des tranches d'âge et la main-d'œuvre tant féminine que masculine. Le chômage de longue durée (c'est-à-dire le nombre de personnes au chômage depuis au moins 12 mois exprimé en pourcentage de la population active) continue aussi de baisser, mais demeure bien au-dessus de ses niveaux d'avant la crise. Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail. Dans le même temps, dans certains pays et certains secteurs, on observe des signes croissants de pénuries de main-d'œuvre.

Les améliorations sur les marchés du travail continuent de soutenir la croissance du revenu et les dépenses privées. La consommation privée a augmenté de 0,2% au quatrième trimestre 2017, portant la hausse annuelle à 1,5%. L'épargne des ménages rapportée au revenu disponible est demeurée faible au troisième trimestre 2017, atteignant sa valeur la plus basse depuis 1999, ce qui continue de soutenir la consommation privée. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont assoupli les conditions de financement, continuent également de soutenir les dépenses des ménages. La hausse du revenu réel continue de favoriser la croissance de la consommation privée, dont la principale composante demeure la rémunération des salariés.

La croissance de l'investissement dans la construction s'est nettement redressée en 2017 et cette évolution devrait se poursuivre en 2018. La production dans la construction s'est stabilisée au quatrième trimestre 2017, affichant cependant une hausse de 2,2% sur l'ensemble de l'année 2017. Les indicateurs tirés d'enquêtes sur la construction continuent de signaler une dynamique de croissance robuste.

La croissance de l'investissement hors construction s'est redressée au quatrième trimestre 2017 et cette évolution devrait s'être poursuivie début 2018. L'enquête de la Commission européenne montre que l'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens d'équipement a presque atteint un pic historique au premier trimestre 2018, aussi bien dans la zone euro considérée globalement que dans les principaux pays de la zone. Sur l'ensemble de l'année 2018, l'investissement des entreprises devrait continuer de contribuer à la hausse de la production. La forte hausse de la demande et des bénéfices devrait continuer de soutenir l'investissement des entreprises, en dépit de la volatilité récente sur les marchés boursiers.

Les exportations de la zone euro ont poursuivi leur tendance positive et leur dynamique s'est encore renforcée au quatrième trimestre 2017. Le chiffre des exportations de la zone euro pour décembre confirme une tendance robuste avec une hausse de la croissance des exportations, à 5,7% en rythme annuel au dernier trimestre 2017. Les parts de marché des exportations hors zone euro demeurent stables, malgré la récente appréciation de l'euro. Les indicateurs avancés vont dans le sens d'une poursuite à court terme de la dynamique robuste des exportations. Même si, en dépit du maintien de niveaux élevés, les niveaux des carnets de commande à l'exportation et les nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière se sont modérés.

Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques font état d'une dynamique de croissance forte dans la zone euro, qui devrait, à court terme, se poursuivre à un rythme légèrement plus rapide qu'anticipé précédemment. La production industrielle a augmenté de 1,5% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2017. Des données d'enquêtes plus récentes indiquent également une dynamique de croissance robuste à court terme. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne et l'indice PMI composite pour la production ont été plus élevés, en moyenne, au cours des deux premiers mois de 2018 qu'au quatrième trimestre 2017, demeurant bien au-dessus des niveaux moyens à long terme.

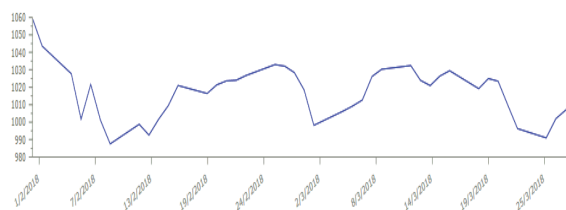
La croissance économique solide et généralisée actuellement en cours devrait se poursuivre. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, qui bénéficie également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. Le renforcement de l'investissement des entreprises se confirme sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande. La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est poursuivie au cours des derniers trimestres. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro.



Europe

Comme souligné le mois dernier, les résultats pour l'ensemble de l'exercice 2017 sont ressortis en moyenne bien au-dessus du consensus (+2,5% au niveau des ventes et +9% au niveau des bénéfices par action). Malgré ces bons chiffres, il semble que l'adage "quoi que l'on fasse, la Bourse restera le temple des regrets..." revient au galop. Et pourtant, avec un ratio cours/bénéfices de 13x (attendu pour fin 2018) et un rendement brut de 3,5%, on ne peut pas dire que les valorisations soient tendues ! D'autant plus que les placements alternatifs comme par exemple les produits monétaires ne rapportent rien (rendement de 0,75% brut sur le 10 ans belge...).

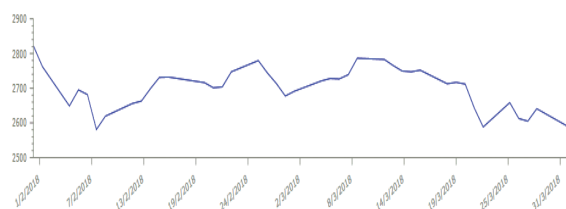
EURO STOXX 50



États-Unis

Alors que les indices mondiaux enregistrent un regain de volatilité, le secteur de la technologie est lui aussi entré dans une zone de perturbation. Mais une fois de plus, il faut séparer le bon grain de l'ivraie. Certes, Facebook connaît actuellement quelques difficultés et qui pourraient perdurer, mais il ne faudrait pas oublier que cette entreprise est l'une des plus rentables au monde (ROE > 23%, marge EBITDA de 57%), elle n'a pas de dette et dispose d'une montagne de cash. Alors qu'à l'inverse, le Groupe comme Tesla ne réalise aucun bénéfice, comptabilise une dette gigantesque (total dettes/capitaux propres > 180%) et bien évidemment, ne génère que des flux de trésorerie négatifs. Comme le tri des âmes lors du jugement dernier dans le Nouveau Testament, la Bourse fera elle aussi son tri à long terme.

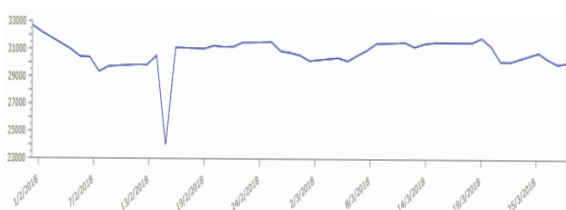
S&P 500



Pays émergents

Nouveau visage à la banque centrale chinoise. Le parlement chinois a nommé un nouveau gouverneur à la People's Bank of China. Ce nouveau gouverneur est un véritable réformateur qui devra en outre piloter le grand chantier de l'ouverture de la finance chinoise aux étrangers, assainir les montagnes de créances douteuses mais aussi accroître la réglementation au sein du système bancaire.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	1,00%	18/04
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,10	24/04
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	104,4	24/04
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	1,00%	26/04
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	26/04
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	27/04
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,40%	27/04
EMU	Confiance économique	-	112,6	27/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	0,0	59,3	01/05
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,75%	1,75%	02/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	0,0	58,8	03/05
JAP	Produit Intérieur Brut	-	1,6%	16/05

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,74%	-12 ⁽¹⁾ ↓ +33 ⁽²⁾ ↑
EUR	
0,50%	-16 ⁽¹⁾ ↓ +7 ⁽²⁾ ↑
Allemagne	
0,50%	-16 ⁽¹⁾ ↓ +7 ⁽²⁾ ↑
Autriche	
0,70%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +12 ⁽²⁾ ↑
Belgique	
0,77%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +13 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,16%	-38 ⁽¹⁾ ↓ -40 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
0,61%	-17 ⁽¹⁾ ↓ 0 ⁽²⁾ =
France	
0,72%	-20 ⁽¹⁾ ↓ -6 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
4,32%	-9 ⁽¹⁾ ↓ +20 ⁽²⁾ ↑
Irlande	
0,91%	-17 ⁽¹⁾ ↓ +24 ⁽²⁾ ↑
Italie	
1,79%	-19 ⁽¹⁾ ↓ -23 ⁽²⁾ ↓
Pays-Bas	
0,64%	-6 ⁽¹⁾ ↓ +11 ⁽²⁾ ↑
Portugal	
1,61%	-38 ⁽¹⁾ ↓ -33 ⁽²⁾ ↓

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

Au moment de la crise financière, la banque centrale américaine avait déjà pris ses collègues de court avec une réaction rapide, innovante et agressive. Aujourd'hui, elle reprend l'initiative dans la normalisation de sa politique monétaire.

Les marchés attendaient par conséquent avec impatience la première conférence de presse du nouveau président de la FED Jerome Powell. Celui-ci a semblé rester majoritairement sur la ligne de sa prédécesseuse Janet Yellen. Il a ainsi mis l'accent sur une "adaptation progressive" des taux d'intérêt. Alors que la FED prévoit une hausse significative des taux d'intérêt au cours des années à venir pour endiguer toute menace d'inflation, Powell a préféré minimiser ce risque. Sa décision de relever le taux directeur de 25pb (à 1,75%) correspond également aux prévisions. Le "dot plot"¹ a par ailleurs dévoilé que trois relèvements des taux étaient prévus pour 2018, et trois autres pour 2019. Les prévisions de taux pour l'an prochain augmentent ainsi de 25pb (à 3,00%), ce qui suggère une augmentation du niveau de confiance parmi les administrateurs de la banque centrale. Conformément à ce constat, la FED a indiqué dans ses commentaires que les perspectives économiques s'étaient renforcées ces derniers mois. Les projections de croissance de l'économie américaine ont ainsi été relevées de 0,2% pour cette année et 0,3% pour l'an prochain. Jerome Powell a également souligné que la croissance serait surtout stimulée par la baisse d'impôts approuvée récemment et l'augmentation prévue des dépenses publiques. On s'attend par ailleurs à une nouvelle baisse du chômage, ce qui devrait se traduire par une hausse de l'inflation. En d'autres termes, les prévisions de la FED sont assez optimistes. Il faut cependant tenir compte du fait que les stimuli fiscaux n'apporteront qu'une impulsion unique. La possibilité existe que des taux d'intérêt plus élevés et des mesures protectionnistes anéantissent

à terme les effets favorables de ces stimuli fiscaux.

Au demeurant, les dirigeants européens sont également d'humeur optimiste. Ils prévoient de manière générale une croissance soutenue pour la zone euro, ce qui laisse présager une augmentation de l'inflation au niveau cible, inférieur à, mais proche de 2%. On a ainsi déjà appris que le chômage avait baissé de 19.000 unités en Allemagne en mars, ramenant le taux de chômage de 5,4% en février à 5,3% en mars. Pourtant, l'inflation sous-jacente demeure limitée. Ainsi, l'augmentation de l'inflation est restée inférieure aux prévisions des analystes en mars. L'inflation a surtout augmenté sous l'effet d'une hausse des prix des denrées alimentaires et des voyages, mais il n'est pas encore question de réelle spirale prix-salaire. Selon Peter Praet, le fait que la croissance économique soutenue n'entraîne pas une accélération de l'inflation s'explique par la croissance plus rapide que prévu de la population active. L'augmentation de la participation des femmes et des personnes âgées accroît la capacité de réserve sur le marché du travail, ce qui freine les hausses des salaires et par conséquent l'augmentation de l'inflation. Mario Draghi a également signalé que de telles réformes structurelles du marché du travail pourraient se traduire par une accélération de la croissance sans hausse de l'inflation (en d'autres termes, la croissance potentielle est en hausse²). Par conséquent, il a été décidé à la réunion de mars qu'un certain niveau de stimuli monétaires restait nécessaire pour soutenir l'inflation. Comme prévu, les taux d'intérêt sont restés inchangés. La BCE continuera à acheter des obligations au moins jusqu'en septembre 2018, et ce, à un rythme de 30 milliards d'euros par mois. On aura cependant remarqué que la promesse d'"étendre le programme de rachat d'actifs si nécessaire" a été abandonnée. On peut y voir une première étape vers une normalisation monétaire de la part de la BCE.

(1) Différence sur un mois en points de base
(2) Différence au 31/12/2017 en points de base

¹ Publié sur base trimestrielle, il donne de manière statistique les prévisions de taux des différents membres de la FED.

² Croissance maximale qu'une économie peut enregistrer sans hausse de l'inflation.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Au cours du mois de mars, le sentiment d'aversion au risque a prévalu sur les marchés obligataires américains. Cela a affecté les classes d'actifs risquées dont les obligations d'entreprises de qualité moindre comme le "high yield". Les emprunts d'Etat ont bénéficié de leur statut de valeur-refuge ce qui leur a permis de surperformer. Les performances des marchés obligataires ont été mitigées : les instruments avec une durée élevée comme les emprunts publics et les obligations d'entreprises de qualité avec de longues échéances ont réalisé une performance positive et surperformé les obligations 'high yield'. Malgré de bonnes statistiques économiques, les actifs risqués ont été pénalisés par la perspective d'une politique monétaire de la Banque centrale américaine moins accommodante et la crainte d'une guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine.

Les marchés du crédit européen ont décliné au cours du mois de mars. Toutefois, cette performance est meilleure que celle du mois précédent et que celle de leurs pairs américains. En mars, la BCE a continué de plaider pour la poursuite d'une politique monétaire accommodante et a souligné sa volonté de garder ses taux d'intérêt directeurs inchangés tout au long de l'année. Les obligations d'entreprises européennes de qualité 'investment grade' ont été soutenues par la stabilité des taux d'intérêt et par la poursuite du programme d'achats d'actifs de la BCE d'obligations d'entreprises. A l'instar de leurs homologues américaines, les obligations européennes de qualité de crédit moindre ont moins bien performé.

Après la réunion de la Banque centrale européenne de mars, la courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro - Eonia - anticipé n'a guère été modifiée. De fait, les anticipations de marché sont globalement inchangées s'agissant du niveau futur de la facilité de dépôt. Les investisseurs anticipent que la BCE ne devrait pas le modifier avant le troisième trimestre de 2019. L'Agence fédérale de la dette a communiqué que le montant total des souscriptions au bon d'Etat à 10 ans émis en mars avec un coupon de 0,90% s'est élevé à seulement 5,7 millions d'euros.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Mars 2018	total 2018
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	1,2%	0,3%
Etats-Unis (\$)	1,0%	-1,3%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,1%	-0,4%
Etats-Unis (\$)	0,2%	-2,2%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,1%	-0,6%
Etats-Unis (\$)	-0,4%	-1,0%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/03/18	Variation depuis 31/12/17
Investment Grade	1,20%	17
AAA	1,15%	14
AA	0,74%	11
A	1,05%	15
BBB	1,40%	19
High Yield	3,34%	35

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/03/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,33%	0
OLO 2 ans	-0,54%	-4
OLO 5 ans	0,11%	25
OLO 7 ans	0,38%	16
OLO 10 ans	0,77%	13
OLO 30 ans	1,54%	-15

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Atenor	2,875%	05.04.2022	101,55%	2,46%	NR	BE0002587658	1.000
EUR	Atenor	3,500%	05.04.2024	102,00%	3,12%	NR	BE0002588664	1.000
GBP	KFW	0,875%	15.03.2022	98,67%	1,22%	I+++	XS1548459178	1.000
NOK	Nordic Investment	1,875%	10.04.2024	100,00%	1,87%	I+++	XS1805263743	10.000
TRY	EIB	11,000%	20.04.2026	96,00%	11,47%	I+++	XS1807207581	1.000
USD	ABB	3,375%	03.04.2023	100,00%	3,37%	I+	US00037BAE20	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)

0,81 -1,1%⁽¹⁾ ↓
 -2,6%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,14 +0,8%⁽¹⁾ ↑
 +1,0%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,76 -0,7%⁽¹⁾ ↓
 +3,3%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -0,3%⁽¹⁾ ↓
 +2,0%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 -0,1%⁽¹⁾ ↓
 0⁽²⁾ =

CHF/EUR (Suisse)

0,85 -2,0%⁽¹⁾ ↓
 -0,5%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,62 -2,0%⁽¹⁾ ↓
 -4,2%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,63 -1,5%⁽¹⁾ ↓
 -5,1%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,95 +0,3%⁽¹⁾ ↑
 +0,8%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -0,8%⁽¹⁾ ↓
 -0,7%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,4%⁽¹⁾ ↑
 -0,6%⁽²⁾ ↓

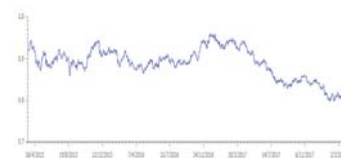
SEK/EUR (Suède)

0,10 -1,7%⁽¹⁾ ↓
 -4,4%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2017
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

A l'issue de sa réunion de politique monétaire de deux jours, la Fed a annoncé une hausse de taux d'intérêt d'un quart de point et maintenu sa prévision de trois hausses. Elle a en revanche revu à la hausse la cadence prévue pour l'an prochain, à trois hausses contre deux précédemment. Tout comme au mois de février, l'euro se stabilise face au dollar.



GBP/EUR

La livre sterling a amplifié sa progression face au dollar et à l'euro en réaction aux statistiques mensuelles de l'emploi au Royaume-Uni, qui montrent une hausse plus marquée qu'attendu des salaires ces derniers mois et pourraient renforcer la probabilité d'une hausse du taux directeur de la Banque d'Angleterre en mai.



TRY/EUR

La hausse des tensions géopolitiques, l'inflation galopante en Turquie (12%) et le resserrement monétaire aux Etats-Unis sont un ensemble de facteurs qui continuent de pousser vers le bas la livre turque.



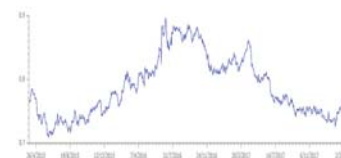
NOK/EUR

La banque centrale de Norvège a récemment indiqué que "les perspectives de l'économie norvégienne suggèrent qu'il sera bientôt approprié de relever son taux directeur".



JPY/EUR

Contrairement au mois de février, le yen est resté stable et ce malgré que la confiance des grandes entreprises manufacturières soit en recul (indice Tankan).



AUD/EUR

L'Aussie continue d'être sous pression après que les dernières données économiques ont montré que les dépenses d'investissement privé de l'Australie ont diminué..





Performance boursière

Le taux à 10 ans a reculé significativement en mars (-18 points de base), passant de 0,94% fin février à 0,76% fin mars. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a lui aussi reculé sensiblement de 14 points de base à 1,31%, la courbe des taux restant ainsi presque inchangée.

Malgré la baisse des taux, les cours des SIR n'ont progressé que de 0,5% en moyenne en mars. Les plus fortes baisses étaient QRF (-6,7%) et Befimmo (-2,2%). Les plus fortes progressions sont à mettre au crédit de Care Property Invest (+4,1%) et WDP (+3,3%).

Information financière

Surprise à la fin du mois ! Jean Kotarakos a donné sa démission comme CFO et administrateur chez Aedifica. Il quittera la société le 31 mai 2018 et prendra ses nouvelles fonctions de CFO de Cofinimmo au plus tard le 9 juillet 2018.

Le chiffre d'affaires d'Ascencio a progressé de 3,8% au premier trimestre de l'exercice qui se clôture le 30 septembre 2018. Le bénéfice EPRA par action a progressé de 3,5% à 1,04 EUR. La valeur du portefeuille (619 millions EUR) et le taux d'occupation (97,2%) sont restés presque inchangés au premier trimestre. La VNI EPRA s'élevait à 56,39 EUR par action.

Care Property Invest a vu ses revenus locatifs gagner 27,6% à 19,9 millions EUR en 2017 à la suite de l'acquisition de plusieurs nouveaux projets. Ces mêmes acquisitions ont entraîné une hausse de 44,4% de la valeur du portefeuille. Le résultat opérationnel a progressé de 34% à 17,8 millions EUR et l'EPRA EPS de 30,6% à 0,81 EUR. L'augmentation de capital d'octobre 2017 a ramené le taux d'endettement de 49,9% fin 2016 à 35,4% fin 2017. Le coût moyen pondéré de la dette s'élevait à 3,76%. CPINV versera un dividende brut de 0,68 EUR par

action en échange des coupons n°8 (0,557 EUR – ex-coupon 11.10.2017) et n°9 (0,123 EUR – ex-coupon 17.05.2018), payables ensemble le 22 mai 2018.

Montea acquiert un centre de distribution crossdock de 4.240 m² à Lesquin (FR) pour un montant total de 4,15 millions EUR et un rendement initial de 6,50%. En Belgique, Montea développera un nouveau complexe logistique de 8.670 m² pour WFS à Brucargo, Zaventem. La valeur totale de l'investissement s'élève à environ 7 millions EUR avec un rendement initial de 7,8%.

XIOR a acquis un complexe étudiant à Enschede. Composé de 271 unités et d'un local d'enseignement, il représente une valeur d'investissement totale de 28 millions EUR. Le rendement initial s'élève à 6,3%. Le projet sera livré en plusieurs phases en 2018. XIOR bénéficie d'une garantie locative sur les parties non louées d'un an pour les 271 unités et de trois ans pour le local d'enseignement.

XIOR a opéré un placement secondaire d'actions existantes émises à l'occasion de l'apport en nature du projet d'Enschede. 517.628 actions ont été placées à un cours de 35,30 EUR par action, soit un montant total d'environ 18,4 millions EUR.

Retail Estates a acheté un immeuble commercial de 6.397 m² à Haarlemmermeer (NL) pour un montant total de 9 millions EUR et un rendement initial de 6,78%. Retail Estates a également acquis un parc retail de 22 immeubles commerciaux et 2 établissements horeca pour une superficie totale de 28.706 m² à Randstad Holland. L'investissement total s'élève à 47 millions EUR, avec un rendement initial de 6,66%. Compte tenu du taux d'endettement (58,8%) de Retail Estates, les acquisitions seront sans doute financées en partie par augmentation de capital. Une autre possibilité consiste à vendre le parc retail de Zwolle, dont la juste valeur s'élève à 26,6 millions EUR. Cinq immeubles commerciaux (4 à Libramont et 1 à Herstal) ont également été acquis par apport en nature pour une contre-valeur de 7 millions EUR.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		28/02/18	31/12/17	31/03/17		
Aedifica	74,80	-0,3%	-5,0%	6,7%	23,0	3,3%
Care Property Invest	18,85	4,1%	1,6%	0,8%	22,1	3,9%
XIOR	36,60	-0,7%	-4,5%	9,5%	26,1	3,6%
Home Invest Belgium	86,60	2,4%	-2,4%	-5,2%	26,2	5,5%
QRF	22,40	-6,7%	-8,1%	-10,4%	14,0	6,4%
Retail Estates	72,50	2,3%	-1,8%	-1,7%	13,6	4,9%
Vastned Retail Belgium	56,80	1,4%	26,2%	17,4%	23,2	4,3%
Ascencio	51,80	-0,8%	-1,8%	-5,6%	12,1	6,6%
Wereldhave Belgium	95,20	2,1%	-0,1%	-2,9%	16,5	5,5%
Warehouses Estates Belgium	53,50	0,9%	-5,7%	-7,4%	13,1	6,7%
Leasinvest Real Estate	96,20	-0,6%	0,2%	-3,8%	16,1	5,1%
Befimmo	52,50	-2,2%	-2,0%	5,1%	14,1	6,2%
Cofinimmo	105,40	1,9%	-4,0%	3,4%	16,1	5,2%
Montea	43,00	-0,5%	0,1%	4,4%	16,2	5,2%
WDP	101,00	3,3%	8,1%	21,3%	17,2	4,6%
Intervest Offices & Warehouses	23,05	1,8%	2,5%	2,9%	13,0	6,1%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



■ ABN AMRO (ISIN NL0011540547 - 24,91 EUR)

■ Profil

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

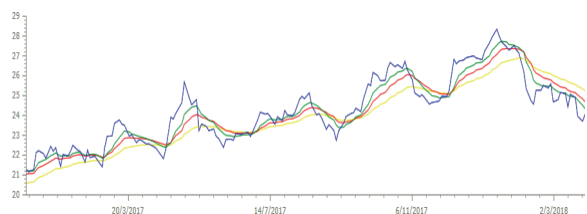
- banque de détail (53,5%) : vente de produits et de services bancaires classiques et spécialisés au travers d'un réseau de 221 agences dans le monde ;
- banque d'affaires (36,2%) ;
- banque privée (10,3% ; n°1 néerlandais) : activité assurée au travers de plus de 50 agences dans le monde.

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

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

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,6x
Cours/Actif Net :	1,10x
Rendement :	5,4%



■ Notre opinion

Forte rentabilité et solvabilité

ABN Amro est la troisième plus grande banque de détail aux Pays-Bas avec une part de marché de 20%. La banque offre des services en banque de détail, banque privée et en "corporate banking" auprès de ses clients néerlandais et internationaux. En outre, la banque s'est forgée une solide expérience dans le secteur de l'énergie, des matières premières et du transport (ECT) ainsi que sur le métier de compensation. La banque est née de la fusion entre ABN Amro et de Fortis Bank Pays-Bas. 78% du résultat d'exploitation a été réalisé aux Pays-Bas en 2017, 11% dans le reste l'Europe et 11% aux Etats-Unis, en Asie et dans le reste du monde.

Le 20 novembre 2015, 23% d'ABN Amro ont été introduits en Bourse. Depuis lors, NLF1 («Stichting administratiekantoor beheer financiële Instellingen») a au nom du gouvernement néerlandais, vendu des certificats ABN AMRO, ce qui signifie que NLF1 détient encore une participation de 56,3% dans ABN AMRO.

Solvabilité et liquidité élevée

ABN Amro dispose d'une forte solvabilité avec un CET-1 (pleine charge) de 17,7% au 31 décembre 2017. Il est attendu que la solvabilité s'améliore encore dans les années à venir. Cela pourrait permettre au Groupe d'accroître le montant du dividende versé aux actionnaires.

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

Président du Conseil d'administration est parti

Olga Zoutendijk a démissionné d'ABN Amro en tant que Présidente du Conseil de Surveillance (Président du Conseil) et devait être en fonction jusqu'au 1er juillet 2018. Selon Financieel Dagblad, c'était principalement son style de gestion qui a donné lieu au motif de licenciement. Kees van Dijkhuizen a été nommé président du conseil d'administration par intérim le 5 février 2018.

Conseil

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

La valorisation reste assez attrayante et le rendement du dividende attendu est supérieur à la moyenne. Le prix cible moyen des analystes est de 28 EUR par action.

Nous sommes à "Conserver", avec un objectif de cours à 27,50 EUR.

■ Derniers résultats

ABN Amro a vu son résultat net augmenter de 54,5% en 2017 grâce à une combinaison de revenus plus élevés (+8,2%), de coûts en baisse (-1,3%) et d'une reprise de commissions (63 millions d'euros) ainsi que de 263 millions d'euros de plus-value réalisée sur la vente de la division Private Banking Asia.

En conséquence, le coefficient d'exploitation s'est amélioré à 60,1%, ce qui reste supérieur à l'objectif de 56-58%. La solvabilité est très forte avec un CET-1 (full loaded) de 17,7%.

ABN Amro versera un acompte sur dividende final de 0,80 EUR par action, ex-coupon le 31 mai 2018 et payable le 25 juin 2018.

■ Perspectives

ABN Amro ne fournit aucune perspective pour 2018. L'attente de consensus est, cependant, que le bénéfice par action et le dividende en 2018 seront inférieurs. ABN Amro lui-même indique que le ratio de solvabilité s'améliorera en 2018.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ AXA (ISIN FR0000120628 - 22,62 EUR)

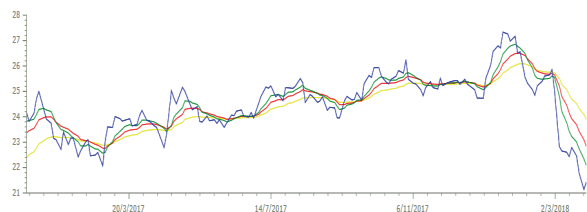
■ Profil

AXA est le 1^{er} groupe d'assurance européen. Le CA par activité se répartit comme suit :

- assurance vie (60,2%) : vente de contrats d'épargne, de retraite, de prévoyance et de santé aux particuliers et aux entreprises. Le CA par pays se répartit comme suit : France (28,2%), Etats-Unis (23,7%), Japon (8,6%), Asie (5,5%), Suisse (11,7%), Allemagne (11%), Italie (5,7%), Belgique (2%), Espagne (1,3%) et autres (2,3%) ;
- assurance dommages (35,5%) : principalement assurances automobile, habitation, dommages aux biens, responsabilité civile et de grands risques. Le groupe propose également des prestations d'assistance (assistance médicale de personnes en voyage, assistance technique aux véhicules, etc.) ;
- gestion d'actifs (3,7%) : 1.203,3 Mds EUR d'actifs gérés à fin 2016, dont 52% pour compte de tiers ;
- autres (0,6%) : essentiellement activités bancaires en France, en Belgique et en Allemagne.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 9,50x
Cours/Actif Net : 1,20x
Rendement : 5,40%



■ Notre opinion

AXA est l'un des plus grands groupes d'assurance et de gestion d'actifs au monde. Avec ses 165.000 collaborateurs, le groupe dessert 107 millions de clients dans 64 pays. En 2017, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 98,5 milliards d'euros, dont 24,8% en France, 36,5% en Europe, 9,1% en Asie, 17,2% aux Etats-Unis, 7,1% à l'International et 5,2% dans "Transversal et autres". Le bénéfice sous-jacent s'est élevé à 6 milliards d'euros.

AXA propose une offre en numéraire à l'assureur XL Group. AXA propose 15,3 milliards de dollars, soit 57,60 USD par action XL Group, soit une prime de 33% sur le cours de clôture du 2 mars 2018. Cette acquisition fera d'AXA le premier assureur non-vie des sociétés dans le monde.

XL Groupe a été fondé en 1986 et est le leader du marché de l'assurance de dommages pour les entreprises, avec une prime de 15 milliards de dollars en 2017, dont 5 milliards de dollars en réassurance. Le groupe compte près de 7.400 employés.

L'acquisition de XL Group oblige AXA à revoir sa stratégie de sortie pour les Etats-Unis et son timing. AXA prévoit de lancer ses activités aux Etats-Unis au cours du second semestre 2018

et de poursuivre les ventes à un stade ultérieur. L'acquisition de XL Group devrait être finalisée au cours du troisième ou quatrième trimestre de 2018.

L'acquisition valorise XL Group à 11 fois le résultat, synergies comprises et délivrera un ROI (retour sur investissement) de près de 10%. AXA financera l'acquisition avec 3,5 milliards d'euros de liquidités, 6 milliards d'euros par le biais des cessions d'activités américaines via une introduction en bourse aux Etats-Unis et le solde de 3 milliards d'euros par l'émission d'une obligation subordonnée.

Le ratio de solvabilité d'AXA se situera entre 190 et 200% d'ici la fin de 2018. AXA prévoit de réaliser 0,4 milliard de dollars de synergies.

Au 31 décembre 2017, la dette financière nette s'élevait à 16,2 milliards d'euros, soit un ratio de levier de 25%. En 2018, environ 0,6 milliards d'euros de dette subordonnée viendront à échéance et 0,20 milliards d'euros en 2019. L'acquisition de XL Group portera temporairement le taux d'endettement à 32% et ramènera la solvabilité de 205% à fin 2017 à 190-200% à fin 2018.

Le Groupe AXA est noté AA par S&P, noté Aa3 par Moody's et noté AA par FitchRatings, chacun avec une perspective stable.

L'acquisition annoncée de XL Group a été mal perçue par le marché (baisse du cours de 9,7%) d'une part parce que l'opération est beaucoup plus importante (20% de la capitalisation boursière d'AXA) et d'autre part parce que le prix est très élevé. L'opération montre également qu'il est difficile de faire croître ou de faire de l'argent dans les activités de l'assurance vie, compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt. Cependant, le renforcement du groupe AXA vers l'assurance non-vie semble une étape logique.

L'acquisition de XL Group et l'introduction en bourse des activités américaines d'AXA changeront également considérablement le groupe d'un assureur principalement Life (52% du bénéfice sous-jacent) à un assureur principalement non-vie (50% du bénéfice sous-jacent). À court terme, cela pourrait se faire au détriment de la visibilité sur les revenus.

Toutefois, en raison de la forte baisse du cours, AXA est désormais valorisée de manière assez attractive, avec un objectif de prix moyen situé à 27,5 EUR par action. Cela offre un potentiel de hausse de 21,6%. L'action peut donc être achetée.

■ Analyse technique

Le momentum s'améliore, mais le marché doute encore. Les vendeurs ont repris le contrôle du titre. AXA 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.



■ NN GROUP (ISIN NL0010773842 - 36,25 EUR)

■ Profil

NN Group est un groupe d'assurance et de services de gestion de placements occupant une position de leader aux Pays-Bas dans les domaines de l'assurance vie et non-vie. Le groupe est également très présent dans le domaine de l'assurance vie et des retraites au Japon ainsi que dans un certain nombre de pays européens (notamment la Pologne, la Hongrie et la Roumanie). Il occupe aussi une place croissante en Turquie. L'activité gestion d'actifs de NN Group propose des produits et des services partout dans le monde grâce à des bureaux installés dans plusieurs pays d'Europe, aux Etats-Unis, au Proche Orient, en Asie et bien sûr aux Pays-Bas, principal lieu depuis lequel le groupe exerce son activité de gestion d'actifs.

NN Group propose une gamme complète de services dans les domaines de la retraite, de l'assurance vie, de l'assurance non vie, de la gestion de placements, mais aussi des services bancaires, aux Pays Bas uniquement, destinés aux commerces de détail, aux petites et moyennes entreprises (PME), aux multinationales et aux institutions.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	9,60x
Cours/Actif Net :	0,50x
Rendement :	5,20%



■ Notre opinion

L'intégration de Delta Lloyd est en cours

NN est un assureur et gestionnaire d'actifs actif dans plus de 18 pays, avec des positions fortes dans plusieurs pays européens et au Japon. Le groupe compte c. 14.500 membres du personnel et plus de 17 millions de clients. Aux Pays-Bas, NN est leader du marché Vie avec une part de marché de 36% pour les retraites et de 24% dans la vie individuelle. En non-vie, NN détient une part de marché de 22% en dommages (n° 2) et de 28% en décès et accidents (leader du marché). La part de marché des crédits hypothécaires reste modeste à 6,0%.

La solvabilité a bien résisté malgré l'acquisition de Delta Lloyd

La partie assurance NN Group utilise un modèle interne partiel (PIM) pour calculer ses besoins en capital pour les

activités d'assurance, tandis que Delta Lloyd utilise la formule standard (SF). Avec la formule standard, plus de capitaux doivent être mis de côté. Il est prévu que d'ici la fin de 2018, Delta Lloyd aura adopté le modèle PIM. Cela devrait en principe conduire à des ratios de solvabilité plus élevés au niveau du groupe, bien qu'une partie du "gain" puisse être perdue pour le dénouement d'un dérivé qui protège contre la durée de vie plus longue des personnes (longévité).

Forte trésorerie et génération de cash-flow

NN dispose d'une position de trésorerie solide de 1,4 milliard d'euros qui a augmenté avec les flux de trésorerie générés par les filiales opérationnelles. En 2017, 881 millions d'euros de flux de trésorerie disponibles ont été générés. Néanmoins, la position de trésorerie diminue car 2,2 milliards d'euros ont été utilisés pour l'acquisition de Delta Lloyd et 665 millions d'euros pour distribuer des dividendes en espèces et acheter des actions propres.

Intégration de Delta Lloyd dans les délais

L'intégration de Delta Lloyd est en bonne voie. 133 millions d'euros de synergies de coûts ont déjà été réalisés sur l'objectif de 350 millions d'euros d'ici 2020. Environ 900 employés (ETP) internes et externes ont été licenciés. Le changement de marque de Delta Lloyd à NN est en cours d'exécution.

Conseil

La valeur intrinsèque pointe à 40 EUR par action, mais notre objectif est plus prudent et se situe 37,50 EUR. Nous sommes donc à "Conserver".

■ Derniers résultats

NN Group a vu son résultat d'exploitation et son bénéfice net augmenter fortement en 2017, grâce à l'amélioration des résultats dans la plupart des segments et à l'ajout des résultats de Delta Lloyd, malgré les résultats moins importants en non-vie aux Pays-Bas. Les coûts d'exploitation sont bien maîtrisés avec un coefficient d'exploitation légèrement inférieur à 32,3%.

La nouvelle production Vie (APE) a progressé de 29,2%, à 1,8 milliard d'euros tandis que le ratio combiné a baissé de 2,4 points, à 102,0%. La solvabilité au niveau du groupe a baissé de 42 points de pourcentage à 199% et a atteint 150% aux Pays-Bas, y compris Delta Lloyd et 217% à l'exclusion de Delta Lloyd. NN Group versera un dividende final de 1,04 EUR par action.

■ Perspectives

NN Group n'a aucune perspective pour 2018, mais vise à distribuer 40-50% du résultat opérationnel net IFRS des activités poursuivies en tant que dividende. En 2018, le dividende par action devrait donc atteindre deux chiffres.



UNIBAIL-RODAMCO (ISIN FR0000124711 - 191 EUR)

Profil

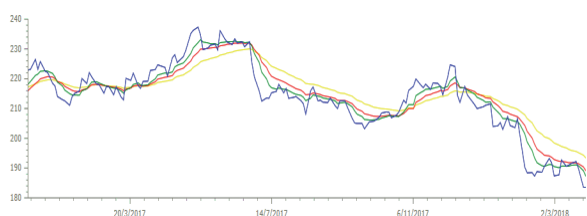
Unibail-Rodamco est le leader européen de l'immobilier commercial. Les loyers nets par type d'actifs se répartissent comme suit :

- centres commerciaux (85%) ;
- bureaux (8,9%) ;
- espaces de congrès et d'expositions (6,1%).

A fin 2017, le patrimoine immobilier, est évalué, en valeur brute de marché, à 43,1 Mds EUR.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,8x
Cours/Actif Net : 1,0x
Rendement : 5,65%



Notre opinion

L'offre publique d'achat sur Westfield a été mal reçue

Unibail-Rodamco est le leader européen de l'immobilier commercial. Au 31 décembre 2017, la valeur du portefeuille immobilier s'élevait à 43,1 milliards d'euros. Le Groupe dispose de 67 centres commerciaux répartis dans 11 pays, dont 50% qui font partie des plus grands centres commerciaux en Europe. 82% du portefeuille est investi dans des centres commerciaux, 10% dans des bureaux (minimum 10.000 m²), 7% dans des Convention & Exhibition Rooms (10 centres en région parisienne) et le solde (1%) dans les Services. Au 31 décembre 2017, le Groupe comptabilise pour 7,9 milliards d'euros de projets en pipeline, soit une superficie totale de 1,6 million de m².

Le Groupe a une stratégie claire axée à la fois sur le développement, l'investissement et la gestion du parc immobilier. Cette stratégie est appliquée aux trois types d'actifs. Le Groupe emploie près de 2.000 personnes.

Offre publique d'achat Westfield Corporation

Le 12 décembre 2017, Unibail-Rodamco a lancé une offre sur Westfield Corporation (WFD AU). Unibail-Rodamco offre 7,55 USD par action Westfield, dont 65% par l'émission de près de 38,7 millions de nouvelles actions Unibail et le solde (5,6 milliards USD) en numéraire. Pour chaque action WFD, Unibail-Rodamco propose :

- 0,01844 action Unibail-Rodamco et
- 2,67 USD en espèces.

Westfield Corporation est un groupe de centres commerciaux verticalement intégré qui détient des participations dans 35 centres commerciaux aux États-Unis et au Royaume-Uni pour un total d'environ 6.400 magasins et une valeur totale de près de 32 milliards de dollars. Le groupe compte dans le monde entier c. 2.000 employés.

Structure financière

Unibail-Rodamco a un niveau d'endettement relativement faible, le ratio Loan to Value ressort à 33%, et la couverture des intérêts est confortable à 6,7x. 76% de la dette se compose d'Euro Medium Term Notes et d'obligations, 8% de dettes à court terme (commercial paper & treasury notes), 9% d'emprunt bancaire et 7% d'emprunt obligataire convertible.

Le coût de financement moyen en 2017 s'élève à 1,4% et la durée moyenne de la dette est de 7,2 ans. La dette est entièrement couverte pour une période de 3 ans. En 2018, il y avait 1.024 millions d'euros de dette arrivant à échéance, qui sont couvertes par des lignes de crédit inutilisées (6.203 millions d'euros) et une position de trésorerie de 575 millions d'euros. Afin de financer l'acquisition de Westfield, Unibail-Rodamco a signé une facilité de crédit supplémentaire de 6,1 milliards d'euros.

Conseil

L'offre publique d'achat sur Westfield Corporation ayant été mal reçue par le marché, le cours de l'action est aujourd'hui inférieur de 15% à ce qu'il était au moment de l'annonce de l'offre. L'offre ne conduit pas seulement à un changement drastique de la taille d'Unibail-Rodamco, elle modifie également le profil de risque du groupe. Après tout, une grande partie du chiffre d'affaires proviendra désormais des devises liées au dollar et de la livre sterling.

Bien que l'objectif de prix moyen des analystes (source : Bloomberg) soit de 236,75 EUR, nous adoptons une approche plus prudente et fixons un prix cible de 200 EUR. Le titre peut être à "Conserver".

Résultats annuels 2017

Les loyers nets ont augmenté de 3,5% en 2017 pour atteindre 1,6 milliard d'euros. Les loyers «à périmètre constant» progressent de 4,2%. La croissance est la plus marquée en Scandinavie (+7,6%) et en Espagne (+4,6%), alors qu'elle est négative (-6,9%) pour les "espaces Convention et Expositions" et pour les bureaux (-8,1%). Le bénéfice net courant s'élève à 1,20 milliard d'euros. Le résultat net consolidé s'élève à 2,44 milliards d'euros. La valeur intrinsèque par action (EPRA NAV) s'élève à 211,0 EUR.

Pour 2017, Unibail-Rodamco verse un dividende de 10,80 EUR par action, dont 5,40 EUR ont été versés sous forme d'acompte sur dividende le 29 mars 2017 et le solde de 5,40 EUR sera versé sous forme de dividende final avant l'acquisition de Westfield. (ex-dividende 3 juillet 2018).



■ Environnement

La faiblesse des dernières statistiques économiques et des enquêtes d'activité a fait craindre que l'expansion économique mondiale s'essouffle. Mais, nous estimons que la croissance du PIB mondial s'est légèrement accélérée au premier trimestre de cette année, réduisant ainsi l'écart avec des données d'enquêtes trop positives. Nous anticipons que le pic de la croissance économique mondiale soit atteint au cours du premier semestre de cette année. Néanmoins, nous prévoyons que l'économie mondiale commence à ralentir plus fortement l'année prochaine, lorsque l'économie américaine commencera à faiblir. Nous anticipons que la Banque centrale américaine procède à au moins deux augmentations de ses taux d'intérêt directeurs pour le reste de l'année 2018. Par contre, la Banque centrale européenne et la banque centrale japonaise ne devraient pas modifier leurs taux d'intérêt directeurs étant donné la faiblesse de l'inflation. Certes, une escalade significative des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine constitue un risque majeur pour les perspectives mondiales. Pour le moment, nous pensons que les deux parties ont encore la possibilité de conclure un accord pour éviter une guerre commerciale.

■ Transactions

Notre stratégie concernant les placements à revenus fixes en euros (liquidités et obligations) repose sur les éléments suivants :

- Même si la BCE sera très prudente dans sa politique monétaire de normalisation, les taux d'intérêt devraient progressivement augmenter. Par rapport à un niveau de 0,43% en début d'année, le taux d'intérêt pour une obligation souveraine allemande à dix ans devrait être aux alentours de 0,75% à la fin 2018 et de 1,25% à la fin 2019.
- La rémunération offerte par les emprunts publics est inférieure à l'inflation. Ainsi, le Bon d'Etat à dix ans émis en mars offre un coupon de 0,9% alors que le taux d'inflation annuel en Belgique devrait être de 1,4% en 2018.
- L'écart de rendement entre les obligations d'entreprises d'excellente qualité de crédit ("Investment Grade") et les emprunts publics est bas. Ces obligations offrent en moyenne un rendement de 1,20% par rapport à un niveau proche de 1% en début d'année. De facto, ces obligations sont pénalisées en cas de hausse des taux d'intérêt. Cependant, la bonne conjoncture économique et des facteurs techniques tels que la poursuite des achats d'actifs par la BCE peuvent justifier que ceux-ci se maintiennent aux niveaux actuels pour les obligations d'entreprises "Investment Grade".

- L'écart de rendement entre les obligations d'entreprises de qualité de crédit moindre ("High Yield") est historiquement bas. Par nature, ces obligations sont plus sensibles à la conjoncture économique. Suite à la baisse de l'aversion au risque, le coupon offert pour ce type d'obligation n'a cessé de reculer sur la période de mars 2016 jusqu'à décembre 2017. Au point qu'en début d'année, le coupon offert par ce type d'obligation n'offrait plus un matelas suffisant pour amortir d'éventuelles variations de cours sur ce type d'instrument.

Dans ce contexte, nous avons continué de surpondérer les obligations d'entreprises par rapport aux emprunts publics pour les stratégies limitées à l'univers des obligations libellées en euros. Cependant, nous avons décidé de privilégier la protection du capital en d'une part augmentant significativement le niveau des liquidités et d'autre part en n'augmentant pas le risque du portefeuille. Pour ce faire, nous avons privilégié les ventes d'obligations de qualité "High Yield" avec une maturité moyenne et un rendement faible. Ceci s'est traduit dans les portefeuilles avec les profils Bass et Baryton-Bass par les ventes des obligations suivantes : ArcelorMittal 2020 2,875%, CNH Industrials 2021 2,875%, Morgan Stanley 2021 2,375%, Prosieben 2021 2,625%, Telefonica Deutschland 2021 2,375% et Wienerberger 2020 4%. A titre d'illustration, l'obligation libellée en euros ArcelorMittal 2020 2,875% a été vendue à un cours de 106,25%, par rapport à un prix de souscription de 99,80% en juin 2014. Cette vente n'a pas été motivée par des soucis quant à la qualité de crédit de l'émetteur. Mais conserver cette obligation, qui offre un rendement à l'échéance de 0,28%, remplit la poche du portefeuille consacrée aux obligations "High Yield" avec comme inconvénients de ne pas améliorer le rendement du portefeuille et d'avoir un cours vulnérable. L'obligation Pirelli International 2019 1,75% a été remboursée suite à l'exercice du call par l'émetteur.

La stratégie suivie explique les raisons pour lesquelles nous avons procédé uniquement à deux nouveaux investissements en 2018 pour les portefeuilles avec un profil obligataire. Nous avons acheté l'obligation émise par la société suédoise Intrum Justitia active dans la récupération de créances douteuses. Cette obligation de qualité "high yield" est une excellente diversification qui de surcroît offre un rendement attractif de 3% pour une échéance de 4 ans. Nous avons également surcroît à l'émission du promoteur immobilier belge Atenor.

Pour le profil de gestion Baryton-Bass, nous n'avons pas effectué de transactions concernant les obligations libellées en dollars américains qui représentent plus de 20% du portefeuille. Même si nous sommes devenus moins confiants dans le potentiel d'appréciation du dollar américain, son niveau actuel et le surcroît de rendement

offert par les obligations libellées en dollars américains nous incitent à conserver cette exposition sans toutefois l'augmenter. Au cas où le dollar américain connaîtrait un mouvement de hausse, qui le porterait vers les niveaux de 1,15 pour un euro, nous serions enclins à réduire cette exposition. Il n'y a pas eu d'événements susceptibles de revoir notre exposition aux SIR. Celles-ci représentent 13% du portefeuille et offrent une exposition à différents segments de l'immobilier : bureau (Befimmo), logistique (Intervest Office et WDP), résidentiel (Care Property et Xior) et divers (Cofinimmo). Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt à long terme, les SIR ne devraient pas connaître d'appréciation significative de leurs cours. Néanmoins, le rendement sur dividende, qui est en moyenne de 5%, justifie d'en détenir pour le profil de gestion Baryton-Bass. Le poids des SIR est resté inchangé à 13% du portefeuille car nous avons pour contrainte que les SIR et les obligations libellées en devises représentent un maximum de 35% du portefeuille afin de limiter le risque

Pour les profils avec actions, le fil conducteur au cours du premier trimestre de l'année 2018 a été d'augmenter la diversification, de ne pas augmenter le niveau d'exposition aux actifs risqués et de ne pas accroître le nombre d'instruments. Ces considérations ont entraîné de procéder principalement à des arbitrages et à des ventes d'actifs risqués.

Après un excellent parcours boursier depuis leur entrée dans les portefeuilles, nous avons vendu les actions individuelles françaises Alstom et CapGemini pour faire place à l'action Bekaert. Il s'agit d'une société industrielle belge, faiblement valorisée (moins de 12x les bénéfices attendus de 2018). Une évolution boursière plus favorable devrait suivre

l'amélioration des marges opérationnelles qui est attendue pour le second semestre de cette année. Nous avons procédé à la vente de l'ETF Ishares Global Financials et de la SIR Cofinimmo parce qu'ils sont corrélés à d'autres instruments du portefeuille et présentent un potentiel d'appréciation moindre. Par contre, nous avons augmenté l'exposition aux actions japonaises via l'acquisition de l'OPC JPM Japan Equity. Les actions japonaises étaient trop faiblement représentées dans le portefeuille alors que cette région est la plus attractive parmi les pays développés. Au niveau obligataire, l'exposition a été renforcée par la souscription au compartiment Global Evolution Fund Emerging Market Debt Frontier. Les marchés financiers considèrent les marchés frontières comme des pays qui sont éloignés du développement économique et qui ne rentrent pas encore dans le groupe des marchés émergents. Pour rappel, le groupe des marchés émergents comprend principalement des pays comme le Brésil, la Russie, l'Inde, la Corée, l'Afrique du sud et la Chine. Le compartiment GEF EMD Frontier investit principalement dans des obligations souveraines de pays frontière émises en monnaies locales. Le compartiment investit de manière active à travers une quarantaine de pays tout en limitant strictement le risque. Ainsi, le poids de chaque pays est limité à un maximum de 5%. Les principaux pays représentés sont la Zambie, le Nigéria, le Ghana, l'Argentine et le Kazakhstan. Les caractéristiques de cet OPC sont très attractives : un rendement à l'échéance de près de 10% pour une durée proche de 3. Néanmoins, le profil de risque de cet instrument est très élevé : la qualité moyenne du crédit est 'High Yield' et l'investisseur est soumis aux variations de change. Pour cette raison, nous avons limité le poids de cet investissement à 1% du portefeuille.

Perspectives et points d'attention

- La politique de réduction d'achat d'actifs par la BCE
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- L'implémentation aux Etats-Unis des "Trumponomics"
- La politique de change de la Chine
- Les négociations sur le Brexit
- La politique de réduction des quotas pétroliers par l'OPEP

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

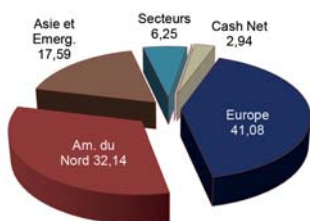
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

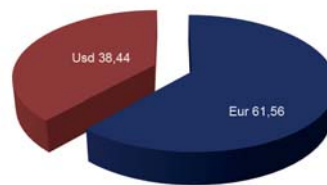
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré),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



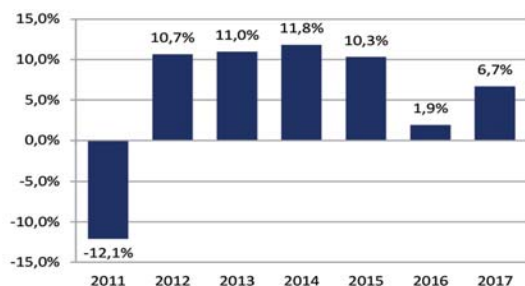
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 mars 2018	14,89€
VNI plus haut (22 janvier 2018) :	15,82€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	-0,47%
3 ans rend. actuariel :	0,47%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,43%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,53%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

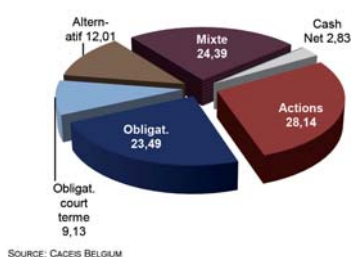
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

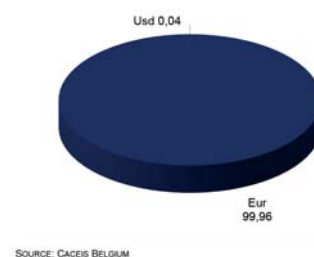
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

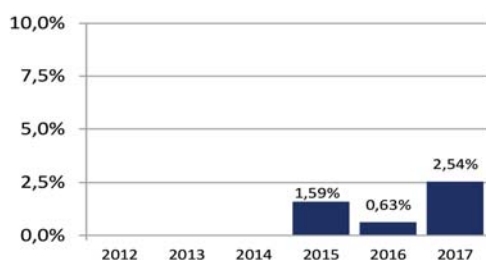
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 29 mars 2018	9,77€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	-2,64%
3 ans rend. actuariel :	-1,15%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,45%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,13%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	Néant
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Administrateur :	Caceis Belgium	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
		Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

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

- **Jeudi 26 avril 2018 : conférence**
Investir de manière dynamique
 Langue : Français
 Lieu / Heure : La Ferme de Widewance, rue de l'Eglise 5 - 7070 Ville-sur-Haine / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscription : 0800/255 11

- **Jeudi 17 mai 2018 : conférence**
Investir de manière dynamique
Recommandations personnalisées et suivies
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Espace Wallonie Picarde, rue du Follet 10 - 7540 Kain / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscription : 0800/255 11

- **Jeudi 31 mai 2018 : conférence**
Investir de manière dynamique
Recommandations personnalisées et suivies
 Langue : Français
 Lieu / Heure : B19 Country Club, Avenue Van Bever 17 - 1180 Uccle / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscription : 0800/255 11

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST ANTWERPEN ANZEGEM ATH BERCHEM CHARLEROI DEURNE DRONGEN GENT GRIVEGNÉE HASSELT IEPER KNOKKE KORTRIJK LA LOUVIERE LEUVEN LIEGE MECHELEN MELSELE MONS NAMUR TOURNAI UCCLE WATERLOO WAVRE	Agences Capucienenlaan, 27 Frankrijklei, 133 Wortegemsesteenweg, 9 Rue Gérard Dubois, 39 St-Hubertusstraat, 16 Boulevard P. Mayence, 9 J. Verbovenlei, 46 Petrus Christusedreef, 15 Koningin Elisabethlaan, 2 Avenue des Coteaux, 171 Diestersteenweg, 150 R. Kiplinglaan, 3 Piers de Raveschootlaan, 113 Minister Liebaertlaan, 10 Rue Sylvain Guyaux, 40 Jan Stasstraat, 2 Place Saint-Paul, 2 Schuttersvest, 4A Kerkplein, 13 Rue de Bertaimont, 33 Avenue Cardinal Mercier, 54 Boulevard des Nerviens, 34 Chaussée de Waterloo, 1038 Chaussée de Louvain, 273 Place H. Berger, 12	Tél: +32 53 60 50 50 Tél: +32 3 253 43 30 Tél: +32 56 65 35 10 Tél: +32 68 64 84 60 Tél: +32 3 253 43 10 Tél: +32 71 91 90 70 Tél: +32 3 253 43 20 Tél: +32 9 269 96 00 Tél: +32 9 269 93 00 Tél: +32 4 230 30 40 Tél: +32 11 37 94 00 Tél: +32 57 49 07 70 Tél: +32 50 47 40 00 Tél: +32 56 37 90 90 Tél: +32 64 43 34 40 Tél: +32 16 30 16 30 Tél: +32 4 230 30 30 Tél: +32 15 45 05 60 Tél: +32 3 750 25 50 Tél: +32 65 56 06 60 Tél: +32 81 71 91 00 Tél: +32 69 64 69 00 Tél: +32 2 880 63 60 Tél: +32 2 357 27 00 Tél: +32 10 48 80 10

Internet: <http://www.leleux.be>
E-Mail: webmaster@leleux.be

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction :
Olivier Leleux
 Date de rédaction :
30 mars 2018