

Edito

D'aucuns pensaient qu'elle avait été enterrée discrètement entre Noël et Nouvel An. Et pourtant, tout laisse à penser que le parlement fédéral votera ce jeudi 1^{er} février 2018 le projet de loi visant à instaurer une taxe sur les comptes titres en Belgique. Il nous est dès lors apparu opportun de faire le point sur les dernières informations disponibles sur ce nouvel impôt.

Qui est redevable de la taxe ? Les personnes physiques résidentes en Belgique sont redevables de la taxe sur leurs comptes titres en Belgique et à l'étranger. Les personnes physiques non résidentes en Belgique sont redevables de la taxe sur les comptes titres auprès d'institutions en Belgique. Aussi, la Loi traite sur un pied d'égalité un plein propriétaire, un nu-propriétaire et un usufruitier. Un compte titres ouvert avec trois nus-propriétaires et deux usufruitiers est donc un compte titres avec cinq titulaires.

Quelle est la base de la taxe sur les comptes titres ? La base inclut les actions, les obligations, les fonds communs de placement (Sicavs), les bons de caisse, les warrants et tous certificats représentatifs d'actions ou d'obligations, et ce que ces instruments soient cotés ou non. En clair, seules les espèces n'entrent pas dans le calcul de la taxe.

Quel est le montant de la taxe ? La taxe s'applique sur le montant total (dès le premier euro) de la valeur moyenne des comptes titres concernés. Le taux de la taxe est de 0,15 %. Pour un portefeuille de 500.000 EUR, le montant annuel de la taxe est donc de 750 EUR.

Quand la taxe devra-t-elle être payée ? Pour cette première année de mise en place de la taxe, le premier impôt devra être payé durant le 1^{er} octobre 2018.

Quels comptes titres sont-ils visés ?

Les intermédiaires financiers devront établir pour chaque personne physique titulaire d'un compte titres, un relevé, à la fin de chaque période de référence, reprenant la valeur moyenne de leurs parts dans les comptes titres dont ils sont titulaires. A noter que les comptes titres liés à l'Epargne Pension ne sont pas visés par la taxe. Si cette valeur moyenne dépasse 500.000 EUR, les intermédiaires financiers devront retenir automatiquement la taxe et la débiter des comptes en question. Si cette valeur ne dépasse pas les 500.000 EUR, les intermédiaires financiers pourront retenir la taxe à la demande de la personne physique, ce qui lui permettra de ne pas avoir à déclarer la valeur de ses comptes titres dans sa déclaration fiscale.

Comment alléger le poids de la taxe ?

Certains investisseurs décident d'effectuer des donations ou des indivisions. S'ils évitent la taxe, ils perdent cependant une partie significative de leur propriété et devront s'acquitter de droits de donation. D'autres investisseurs décident de transformer leurs titres dématérialisés en inscriptions nominatives dans le registre des actionnaires de la société. Outre le coût de l'opération (100 EUR HTVA), négocier, transférer ou donner des titres nominatifs sont des opérations beaucoup plus lourdes et coûteuses qu'elles ne le sont pour des titres dématérialisés.

Comme vous le percevrez aisément, la matière est complexe et nous sommes encore dans l'attente de plusieurs précisions dans l'hypothèse d'un vote favorable par le parlement fédéral. Nos chargés de clientèle seront très prochainement à votre disposition pour vous assister dans la mise en œuvre de cette nouvelle taxation que nous regrettons une nouvelle fois. Permettez-moi de vous souhaiter, entretemps, une agréable lecture de notre 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)

560,52 +2,9%⁽¹⁾ 
+2,9%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

4.111,65 +3,4%⁽¹⁾ 
+3,4%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

5.481,93 +3,2%⁽¹⁾ 
+3,2%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

13.189,48 +2,1%⁽¹⁾ 
+2,1%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

7.533,55 -2,0%⁽¹⁾ 
-2,0%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

9.335,40 -0,5%⁽¹⁾ 
-0,5%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.212,27 +1,1%⁽¹⁾ 
+1,1%⁽²⁾ 

DJIA (USA)

26.149,39 +5,8%⁽¹⁾ 
+5,8%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

7.411,48 +7,4%⁽¹⁾ 
+7,4%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

15.951,67 -1,6%⁽¹⁾ 
-1,6%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

23.098,29 +1,5%⁽¹⁾ 
+1,5%⁽²⁾ 

MSCI World

2.213,24 +5,2%⁽¹⁾ 
+5,2%⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2017



La reprise cyclique qui est en cours depuis le milieu de 2016 a continué de s'affermir. En 2017, environ 120 pays, qui représentent trois quarts du PIB mondial, ont enregistré une accélération de leur croissance. Il s'agit de l'accélération synchronisée de la croissance mondiale la plus large depuis 2010. Parmi les pays avancés, la croissance au troisième trimestre de 2017 a été plus élevée que prévu, notamment en Allemagne, aux Etats-Unis et au Japon. Pour ce même trimestre, des pays émergents importants, parmi lesquels l'Afrique du Sud, le Brésil et la Chine, ont aussi enregistré une croissance supérieure aux prévisions. Selon des données à fréquence élevée et des indicateurs du climat des marchés, cette dynamique solide a persisté au quatrième trimestre. Le commerce mondial a progressé vivement ces derniers mois, grâce à une augmentation de l'investissement, en particulier dans les pays avancés, et de la production manufacturière en Asie. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité devrait rester ferme dans les mois à venir, ce qui cadre avec la solide confiance des consommateurs révélant une demande finale vigoureuse.

Dans ses perspectives de l'économie mondiale publiées en janvier, le FMI a relevé légèrement ses estimations de croissance pour 2017, 2018 et 2019. Selon le FMI, la production mondiale a progressé de 3,7% en 2017, soit 0,5 point en plus qu'en 2016. La hausse des perspectives de l'économie mondiale tient principalement aux pays avancés, où il est prévu que la croissance dépassera 2% en 2018 et en 2019. Le FMI s'attend à ce que les conditions financières mondiales favorables et le climat de marché positif contribueront à maintenir l'accélération récente de la demande, en particulier de l'investissement, avec un impact notable sur la croissance dans les pays où les exportations sont élevées.

En outre, la réforme fiscale aux Etats-Unis et la relance budgétaire qui y est liée devraient accélérer temporairement la croissance américaine. Les principales mesures sont l'abaissement des taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et la déduction temporaire pour le montant intégral de l'investissement. Il est attendu que la baisse des recettes fiscales ne sera pas compensée par des compressions de dépenses. La réforme fiscale devrait donc stimuler l'activité à court terme aux Etats-Unis. Etant donné l'augmentation du déficit budgétaire américain, qui exigera un ajustement à terme, et la nature temporaire de certaines dispositions de la réforme fiscale, la croissance américaine devrait être inférieure aux prévisions antérieures pendant quelques années à compter de 2020. Ce qui annulera en partie la progression enregistrée d'ici-là.

Les taux de croissance pour beaucoup de pays de la zone euro ont été révisés à la hausse, en particulier pour l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas, en raison de l'affermissement de la demande intérieure et extérieure. En Espagne, la croissance a été révisée légèrement à la baisse, pour 2018, compte tenu des effets de l'incertitude politique sur la confiance et la demande.

Les facteurs qui influent sur les prévisions de croissance mondiale semblent plus ou moins équilibrés à court terme, mais restent orientés à la baisse à moyen terme.

Du côté positif, le rebond cyclique pourrait s'avérer plus vigoureux à court terme, car le redressement de l'activité et l'assouplissement des conditions financières se renforceront mutuellement.

Du côté négatif, les évaluations élevées des actifs et les primes d'échéance très comprimées font craindre une correction sur les marchés financiers, qui pèserait sur la croissance et la confiance. Une augmentation plus rapide que prévu dans les pays avancés de l'inflation hors alimentation et énergie, ainsi que des taux d'intérêt, due à l'accélération de la demande, pourrait déclencher cette correction. Si le climat des marchés mondiaux reste favorable et que l'inflation reste modérée, les conditions financières pourraient rester souples à moyen terme, ce qui entraînerait une accumulation de facteurs de vulnérabilité financière à la fois dans les pays avancés et dans les pays émergents. En effet, une période prolongée de taux d'intérêt très bas et une faible volatilité attendue des prix des actifs pourraient entraîner une accumulation de facteurs de vulnérabilité : les investisseurs à la recherche de rendements augmenteraient leurs engagements envers des entreprises et des pays emprunteurs moins bien notés et envers des ménages moins bien solvables. Les risques de crédit sur ces engagements peuvent être cachés tant que la dynamique de croissance mondiale se maintient et que les besoins de financement restent faibles. L'absence de signaux d'alerte pourrait à son tour renforcer un comportement de recherche de rentes et amplifier l'accumulation de la vulnérabilité financière à moyen terme.

Des mesures de repli sur soi – renégociation en cours des accords commerciaux tels que l'ALENA et entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne -, des tensions géopolitiques et l'incertitude politique dans certains pays constituent aussi des risques de dégradation.

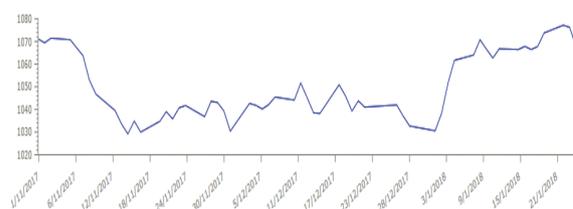
Selon le FMI, l'expansion cyclique actuelle offre une occasion idéale de procéder à des réformes. Tous les pays ont pour priorité de mettre en œuvre des réformes structurelles qui accroîtront la production potentielle et de mieux partager les bienfaits de la croissance. Sur fond d'optimisme sur les marchés financiers, il est impératif d'assurer la résilience financière. Etant donné le faible niveau de l'inflation, des capacités de production inemployées subsistent dans bon nombre de pays avancés, et la politique monétaire doit rester accommodante. Cependant, la dynamique de croissance plus favorable signifie que la politique budgétaire doit de plus en plus être axée sur des objectifs à moyen terme, à savoir assurer la viabilité des finances publiques et accroître la production potentielle. La coopération multilatérale demeure vitale pour assurer la reprise de l'économie mondiale.



Europe

Dans son film la "Guerre des Mondes", le réalisateur américain Steven Spielberg met en scène une confrontation entre la race humaine et la race extraterrestre. Ces derniers jours, en parcourant les premières pages des grands journaux financiers, le nom "Guerre" est apparu à de très nombreuses reprises. En effet, le secrétaire américain au Trésor s'est récemment félicité d'un dollar faible, faisant plonger le billet vert face à l'euro, et ressuscitant par là même, la célèbre phrase d'un ancien secrétaire US au Trésor (John Bowden Connally), "le dollar c'est notre monnaie, mais c'est votre problème". Derrière l'impérialisme du dollar américain et les soubresauts de l'euro, les indices boursiers européens continuent de rester orientés à la hausse, et bien évidemment nous ne manquerons pas de surveiller quel sera l'impact des changes sur les résultats du 4^{ème} trimestre.

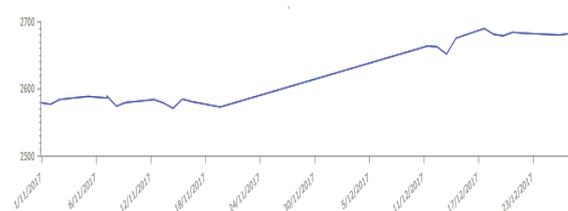
EURO STOXX 50



États-Unis

Le bal des publications de résultats est ouvert. En cette fin de mois de janvier, sur les 500 entreprises faisant parties de l'indice S&P 500, près de 130 d'entre elles ont déjà publié leurs résultats trimestriels (T4 2017). Faisons à présent une synthèse des premiers résultats : plus de 80% des groupes ont publié des chiffres au-dessus des attentes, à la fois en termes de revenus et de bénéfice par action. On notera qu'en termes de surprises de bénéfices, la palme d'or revient au secteur Oil & Gas. Au niveau de la croissance, le chiffre d'affaires a progressé en moyenne de 7% et de 10% pour le bénéfice par action. Là encore, le secteur pétrolier se distingue avec une progression en moyenne de 23% des revenus et de 100% (fois deux) des bénéfices par action.

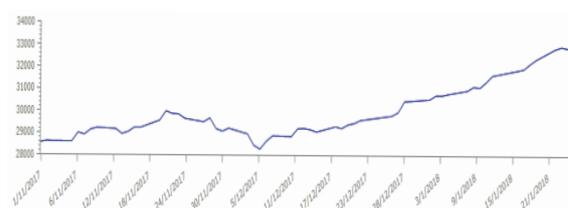
S&P 500



Pays émergents

Les marchés émergents ont débutés l'année du bon pied, emmenés par la Chine. Nous retiendrons que la croissance en Chine a connu une accélération en 2017. En effet, le PIB chinois a progressé de 6,9% sur 2017 contre 6,7% en 2016 (selon le gouvernement local). C'est la première fois que la croissance du pays accélère depuis 2010. Toutefois, les inquiétudes demeurent, notamment sur la dette des gouvernements locaux.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	73,0	72,0	15/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	1,80	22/02
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	108,4	22/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,90%	23/02
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,70%	27/02
EMU	Confiance économique	-	114,7	27/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,90%	28/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	0,0	59,1	01/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	56,7	59,9	05/03
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	08/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	09/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,75%	1,50%	21/03

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,71%	+30 ⁽¹⁾ +30 ⁽²⁾
EUR	
0,70%	+27 ⁽¹⁾ +27 ⁽²⁾
Allemagne	
0,70%	+27 ⁽¹⁾ +27 ⁽²⁾
Autriche	
0,81%	+23 ⁽¹⁾ +23 ⁽²⁾
Belgique	
0,98%	+34 ⁽¹⁾ +34 ⁽²⁾
Espagne	
1,43%	-14 ⁽¹⁾ -14 ⁽²⁾
Finlande	
0,82%	+22 ⁽¹⁾ +22 ⁽²⁾
France	
0,97%	+18 ⁽¹⁾ +18 ⁽²⁾
Grèce	
3,74%	-38 ⁽¹⁾ -38 ⁽²⁾
Irlande	
1,14%	+47 ⁽¹⁾ +47 ⁽²⁾
Italie	
2,03%	+1 ⁽¹⁾ +1 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,74%	+21 ⁽¹⁾ +21 ⁽²⁾
Portugal	
1,97%	+2 ⁽¹⁾ +2 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2017
en points de base

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

En cette nouvelle année, la grande question est : combien de temps la BCE pourra-t-elle maintenir son taux zéro dans un contexte d'économie florissante ? L'année 2018 a commencé pied au plancher, l'indice Markit des directeurs d'achat dans la zone euro¹ atteignant à 58,6 points son plus haut niveau en douze ans. Jusqu'à présent, la zone euro évolue dans un scénario parfait, avec une croissance économique soutenue combinée à des taux très bas et une inflation réduite. Le procès-verbal de la dernière réunion stratégique de la BCE en décembre 2017 révèle que des voix de plus en plus nombreuses plaident pour que l'institution mette un terme au programme de rachat d'actifs. Plusieurs parties au marché en ont conclu qu'un premier relèvement des taux pourrait intervenir plus rapidement que prévu. C'est pourquoi l'euro a bondi de 1,19 dollar à 1,23 dollar. À cela s'ajoute le fait que Mario Draghi doit également satisfaire quelques "faucons" au sein du conseil stratégique. Ainsi, le président de la Bundesbank Jens Weidmann aimerait que la BCE abandonne son programme de rachat d'actifs cette année encore. Il souligne surtout les effets secondaires de l'assouplissement quantitatif, dont le fait que les banques centrales sont ainsi devenues les principaux créanciers des États.

Le message final de la BCE (réunion stratégique du 25 janvier 2018) est cependant resté inchangé. Bien que l'économie enregistre une croissance supérieure aux attentes, l'inflation reste largement en deçà de l'objectif, un niveau inférieur à, mais proche de 2%. Les taux d'intérêt sont par conséquent restés inchangés et les rachats d'actifs atteindront toujours 30 milliards d'euros par mois jusque fin septembre (au moins). Il a également été répété que les taux d'intérêt seront maintenus à leur niveau actuel jusqu'après la fin du programme de rachat d'actifs et que le programme en question pourra être étendu si cela semble nécessaire. Mario Draghi a nié toute discussion sur un possible arrêt du programme de rachat pendant la dernière réunion stratégique. Il a ajouté que sur la base des indicateurs actuels, il était peu probable qu'un premier relèvement des taux intervienne cette année encore. Concernant la récente appréciation de l'euro, Mario Draghi s'est contenté de dire qu'elle constituait une forme d'incertitude qui doit être suivie, puisque le cours de change est déterminant pour la croissance et l'inflation dans la zone euro. Comme le discours de Mario Draghi n'a guère apporté

d'informations concrètes, l'euro a poursuivi son ascension vis-à-vis du dollar. Alors qu'on s'interrogeait encore il y a un an sur le moment où dollar et euro s'échangeraient à parité, la monnaie unique a temporairement dépassé la barre des 1,25 dollars. Reste à connaître les conséquences de la hausse de l'euro pour la réduction des stimuli monétaires. Plusieurs membres de la BCE ont déjà fait part de leur inquiétude. Une appréciation de l'euro pourrait en effet peser sur l'inflation, d'une part en faisant baisser les prix des denrées importées, d'autre part en rendant moins compétitives les exportations européennes. En outre, les États-Unis sont partisans d'un dollar faible qui favorise leur position commerciale. Ce message a encore été confirmé au Forum économique mondial de Davos, où Steven Mnuchin (ministre américain des Finances) a déclaré qu'un dollar faible était bon pour l'économie américaine. Les cours de change sont cependant très difficiles à prévoir. L'écart de taux a souvent donné une bonne indication de leur évolution future. Ainsi, la hausse de l'inflation et l'approbation de la réforme fiscale aux États-Unis laissent présager de futures hausses des taux qui doivent entraîner une appréciation du dollar. Il n'en a cependant rien été. Pour résumer, les marchés s'avèrent s'intéresser à d'autres facteurs. Comme le déficit commercial américain qui pèse sur le dollar (alors que les excédents commerciaux dominent dans la zone euro). D'autre part, la zone euro bénéficie de plusieurs surprises positives, dont la croissance économique, les résultats positifs des élections aux Pays-Bas et en France... L'économie américaine a également une avance sur sa partenaire européenne, et il est donc plus probable, aux yeux des investisseurs, qu'un ralentissement affecte d'abord les États-Unis.

Comme prévu, la réunion stratégique de la Fed n'a réservé aucune surprise. Conformément au consensus général, aucune modification n'a été apportée au calendrier prévu (trois relèvements des taux de 25 points de base en 2018, dont le premier probablement en mars). Cette réunion a d'ailleurs été la dernière présidée par Janet Yellen. Elle a accompagné les États-Unis de manière prudente et fluide vers une sortie d'une politique d'assouplissement de plusieurs années, et ce, sans entraîner de dérapage des marchés ou de la croissance. Son successeur, Jerome Powell, a été confirmé par le Sénat la semaine dernière (23/01) et commencera son mandat le 3 février.

¹ Également appelé "IHS Markit Eurozone PMI", cet indice reflète la confiance des directeurs d'achat dans l'économie.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Les obligations d'Etat américaines ont été vendues par crainte d'une attitude plus agressive de la part de la banque centrale avec la fin de l'assouplissement monétaire, combiné à la crainte d'une hausse de l'inflation après les réductions d'impôts récemment mises en place. Ce fut un début d'année volatile pour les marchés de la dette d'entreprise américaine. Le segment du marché des obligations d'entreprise "investment grade", plus sensible aux variations de taux d'intérêt, a reculé, tandis que le crédit "high yield" a résisté à la pression sur les taux. La brève fermeture des administrations fédérales américaines au cours de la seconde moitié du mois de janvier, après l'échec du Congrès à parvenir à un accord sur le budget, a eu peu d'impact sur les marchés obligataires.

Les thèmes qui ont dominé les marchés du crédit européen en décembre se sont poursuivis en début d'année. La catégorie "investment grade" a baissé suite à la pression accrue sur les taux d'intérêt, tandis que le "high yield" a relativement bien résisté. La croissance de la zone euro a continué de s'accélérer avec plusieurs indicateurs soulignant la forte reprise en cours dans la région. Mario Draghi a tenu à souligner que la BCE continuerait de soutenir l'économie en maintenant la relance aussi longtemps que nécessaire. Toutefois, les récentes publications de données indiquant une hausse de l'inflation ont soulevé le spectre d'une approche plus ferme de la politique monétaire à venir.

L'Eonia, qui représente la moyenne des taux d'intérêt des prêts interbancaires à échéance d'une journée, s'est établi à -0,36%. L'excédent de liquidité a reculé de 9 milliards d'euros, s'établissant à 1.871 milliards d'euros en raison de moins d'achats d'actifs par la BCE. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut en particulier pour les horizons à moyen terme. Le sentiment des marchés s'agissant de l'orientation de la politique monétaire en 2018 est demeuré inchangé. Au-delà de cet horizon, les intervenants de marché ont relevé leurs anticipations relatives aux taux.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Janvier 2018	total 2018
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	-1,1%	-1,1%
Etats-Unis (\$)	-1,4%	-1,4%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,3%	-0,3%
Etats-Unis (\$)	-0,9%	-0,9%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	0,2%	0,2%
Etats-Unis (\$)	0,5%	0,5%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/01/18	Variation depuis 31/12/17
Investment Grade	1,12%	9
AAA	1,19%	18
AA	0,72%	9
A	1,00%	10
BBB	1,27%	6
High Yield	2,42%	-11

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/01/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,33%	0
OLO 2 ans	-0,46%	4
OLO 5 ans	0,06%	20
OLO 7 ans	0,56%	34
OLO 10 ans	0,98%	34
OLO 30 ans	1,72%	3

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Romania	2,500%	08.02.2030	98,40%	2,66%	I	XS1768067297	1.000
GBP	EIB	1,000%	21.09.2026	93,90%	1,76%	I+++	XS1490724975	1.000
TRY	IFC	10,750%	06.04.2020	96,00%	12,56%	I+++	XS1590563505	1.000
USD	EIB	2,375%	15.03.2021	99,50%	2,53%	I+++	US298785HQ20	1.000
USD	Harley-Davidson	3,350%	15.02.2023	100,00%	3,35%	I+	USU24652AM81	1.000
USD	PEMEX	6,350%	12.02.2048	97,00%	6,58%	I	USP78625DE05	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 -3,3%⁽¹⁾ ↓
 -3,3%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,14 +1,5%⁽¹⁾ ↑
 +1,5%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,74 -0,2%⁽¹⁾ ↓
 -0,2%⁽²⁾ ↓

NOK/EUR (Norvège)

0,10 +2,9%⁽¹⁾ ↑
 +2,9%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 +0,1%⁽¹⁾ ↑
 +0,1%⁽²⁾ ↑

CHF/EUR (Suisse)

0,87 +1,2%⁽¹⁾ ↑
 +1,2%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,65 -0,3%⁽¹⁾ ↓
 -0,3%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,65 -1,3%⁽¹⁾ ↓
 -1,3%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,96 +1,0%⁽¹⁾ ↑
 +1,0%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +0,7%⁽¹⁾ ↑
 +0,7%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,3%⁽¹⁾ ↑
 +0,3%⁽²⁾ ↑

SEK/EUR (Suède)

0,10 +0,4%⁽¹⁾ ↑
 +0,4%⁽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

Lors de la dernière réunion de la BCE, Mario Draghi a maintenu les taux directeurs inchangés. L'euro s'est fortement apprécié ces derniers temps. Dans le même temps, Steven Mnuchin (secrétaire américain au Trésor) s'est félicité du repli du dollar, qui constitue, à ses yeux, une aubaine pour les exportateurs américains.



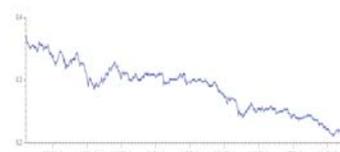
GBP/EUR

Une fois n'est pas coutume, la livre sterling continue de faire du yoyo vis-à-vis de l'euro. La devise reste encrée entre les 1,11 et 1,15 EUR depuis près de 5 mois.



TRY/EUR

Comme on pouvait s'y attendre, la Banque centrale de la République de Turquie (CBRT) a maintenu son taux d'intérêt de référence stable à 8% lors de sa réunion de politique monétaire tenue mi-janvier. Peu de temps après, des combats importants ont repris proche de la frontière Syrienne. La volatilité de la devise reste importante.



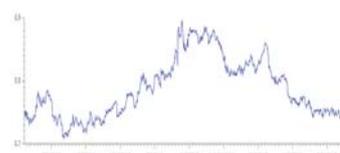
NOK/EUR

La couronne norvégienne se stabilise, au plus haut depuis mi-novembre. La Norges Bank a maintenu son taux directeur à 0,5% et souligné, comme elle l'a déjà fait en 2017, qu'il "y a un besoin continu d'une politique monétaire expansionniste". La banque centrale de Norvège souligne que la situation n'a guère évolué depuis son dernier rapport de politique monétaire, à savoir que l'inflation est aussi faible qu'attendu et que la croissance poursuit sa consolidation.



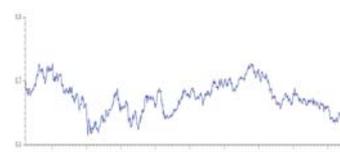
JPY/EUR

la BoJ, a réduit de 10 Milliards de Yens le montant des actifs rachetés dans le cadre de sa politique monétaire. Cette diminution a été interprétée par les marchés comme un signe de resserrement monétaire ou du moins les prémises d'un resserrement.



AUD/EUR

Malgré le rebond des cours des matières premières, le dollar australien reste stable face à l'euro.





■ Performance boursière

Le mois de janvier a été marqué par un net rebond des taux. Le taux à 10 ans a progressé de 34 points de base, passant de 0,63% fin décembre à 0,97% fin janvier. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a gagné 45 points de base à 1,46%, ce qui a légèrement raidi la courbe des taux.

Mais les actions des SIR ont relativement bien résisté à cette nette hausse des taux. Les plus fortes baisses ont concerné Wereldhave Belgium (-4,5%) et Aedifica (-1,5%). Les plus fortes progressions sont à mettre au crédit de Vastned Retail Belgium (+24,9%) et WDP (+6,7%).

Deux informations importantes ont dominé l'actualité des SIR belges en janvier. D'une part, Vastned Retail SA a lancé une offre sur Vastned Retail Belgium. D'autre part, Carrefour Belgique a annoncé une restructuration en Belgique, qui entraînera non seulement le départ de 10% du personnel, mais aussi la fermeture de deux hypermarchés. Tous deux se trouvent dans le portefeuille de Wereldhave Belgium.

■ Information financière

Vastned Retail SA, la société mère de Vastned Retail Belgium, a lancé une offre sur sa filiale et propose 57,50 EUR par action en cash. Vastned Retail SA détient déjà 65,49% du capital de Vastned Retail Belgium. Vastned Retail SA propose ainsi une prime de 8,2% sur la dernière VNI EPRA (53,15 EUR) et une prime de 24,5% sur le dernier cours de clôture avant l'annonce de l'offre.

Wereldhave Belgium verra plus que probablement son locataire Carrefour quitter les centres commerciaux de Belle-Île à Liège et Shopping I à Genk. Carrefour a en effet

l'intention de fermer ces deux hypermarchés. Carrefour représente environ 3,7% des revenus locatifs de Wereldhave Belgium. Les conséquences financières seront dès lors limitées en 2018, d'autant que le distributeur devra payer des indemnités de rupture. Sur le plan opérationnel en revanche, la situation est plus compliquée.

Liège affiche un taux d'occupation d'environ 100% et Carrefour y représente environ 33% de la superficie disponible. WHA pourrait combler la surface libérée avec un petit supermarché et louer l'espace restant à d'autres boutiques. Nous ne voyons donc pas de problème. Le Shopping I de Genk est plus problématique. Le centre commercial est déjà vide à 20% et Carrefour y représente environ 26% de la superficie totale. Les seuls autres magasins actifs dans l'alimentation sont un Panos, un magasin de vin et un magasin de bonbons. Cela signifie qu'à la fermeture du Carrefour, environ 45% du centre commercial sera inoccupé.

Le 26 janvier, Befimmo a finalisé le rachat d'un bail emphytéotique réel à 99 ans d'échéance sur le bâtiment Arts 56 pour un montant d'environ 116 millions EUR. Le bâtiment affiche un taux d'occupation de 98%, et le loyer annuel de 5,2 millions EUR représente un rendement locatif brut de 4,5%.

En Roumanie, WDP a converti un prêt d'actionnaires subordonné en capital, ce qui porte la part de WDP dans la joint-venture de 51%/49% à 80%/20%. De ce fait, les activités roumaines seront entièrement consolidées dans les résultats de WDP. Le portefeuille roumain devrait atteindre 500 millions EUR en 2020.

Leasinvest renforce sa position au Luxembourg en portant sa participation dans Lux Airport à plus de 66%. L'immeuble Mercator est désormais entièrement loué. À son acquisition en mai 2017, il était encore inoccupé à 58%.

■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/12/17	31/12/17	31/01/17		
Aedifica	77,50	-1,5%	-1,5%	16,7%	23,7	3,2%
Care Property Invest	18,40	-0,8%	-0,8%	0,8%	23,8	3,8%
XIOR	38,60	-1,0%	13,5%	13,5%	27,6	3,1%
Home Invest Belgium	88,80	0,1%	0,1%	-3,1%	28,2	5,1%
QRF	24,10	-1,2%	-1,2%	-5,2%	15,2	5,6%
Retail Estates	73,90	0,1%	0,1%	3,5%	13,6	5,0%
Vastned Retail Belgium	56,20	24,9%	24,9%	9,8%	23,0	4,3%
Ascencio	55,40	-1,1%	-1,1%	-6,2%	13,0	6,2%
Wereldhave Belgium	91,00	-4,5%	-4,5%	-5,1%	14,7	5,8%
Warehouses Estates Belgium	56,50	-0,2%	-0,2%	-4,8%	14,8	6,2%
Leasinvest Real Estate	97,40	1,5%	1,5%	-0,6%	18,4	5,0%
Befimmo	54,40	1,6%	1,6%	14,3%	14,7	6,3%
Cofinimmo	108,40	-1,2%	-1,2%	9,7%	16,5	5,1%
Montea	43,00	0,1%	0,1%	6,2%	16,9	5,1%
WDP	99,70	6,7%	6,7%	24,4%	18,0	4,5%
Intervest Offices & Warehouses	23,10	2,7%	2,7%	5,9%	15,2	6,1%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



■ BALTA (ISIN BE0974314461 - 8,90 EUR)

■ Profil

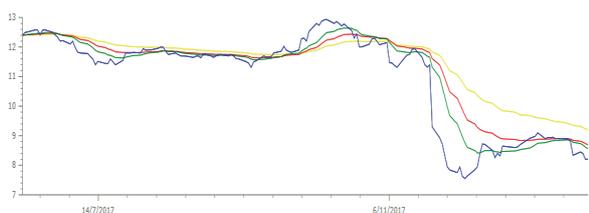
Balta Group figure parmi les principaux producteurs européens de revêtements de sol textiles. Les produits comprennent des tapis tissés, des moquettes tuftées et tissées en polypropylène, des moquettes et des dalles de moquette à usage résidentiel fabriquées à partir de polyamide, des moquettes et des dalles de moquette pour usage commercial, des moquettes aiguilletées, non tissées et calandrées, etc. Le CA Pro Forma 2016 se répartit par famille de produits comme suit :

- moquettes et carreaux de moquette à usage résidentiel (35,4%) ;
- tapis faits machine (32,1%) : à destination des gros détaillants (magasins de décoration d'intérieur et de meubles, magasins spécialisés et à prix réduits, et magasins de bricolage) et des grossistes ;
- moquettes et carreaux de moquette à usage commercial (28,6%) ;
- tissus techniques (3,9%) : pour l'isolation, les doublures, les voitures, le renfort des moquettes et les banderoles.

A fin 2016, le groupe dispose de 9 sites de production implantés en Belgique (6), en Turquie (2) et aux Etats-Unis. La répartition géographique du CA Pro Forma 2016 est la suivante : Royaume Uni et Irlande (22%), Europe (42%), Amérique du Nord (28%) et autres (8%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,2x
Cours/Actif Net : 1,1x
Rendement : 0,95%



■ Notre opinion

La reprise viendra-t-elle en 2018 ?

Balta a été fondée en 1964 par Paul Balcaen à Vive-Saint-Bavon. S'il s'agissait au départ d'un fabricant local de produits textiles, l'entreprise a mis en œuvre une stratégie d'internationalisation et de diversification depuis les années 90. Elle propose désormais une large gamme de produits ainsi qu'une ventilation géographique internationale. Grâce à une croissance tant externe qu'organique, Balta est passée leader mondial de la production de tapis et leader européen de la production de moquette grande largeur et de dalles de moquette sur le marché commercial et résidentiel.

En mars 2017, BALTA a fait l'acquisition de Bentley Mills, ce qui lui permet de renforcer sa position sur le marché nord-américain et sur le marché des dalles de moquette à usage commercial.

BALTA dispose de 8 sites de production, dont 6 en Belgique et 2 en Turquie. De plus Balta détient trois entrepôts / centres de distribution, dont deux en Amérique du Nord et un en Belgique. L'acquisition de Bentley Mills ajoute 1 unité de production et un centre de stockage en Californie.

Le 13 juin 2017, le titre a été introduit en bourse au prix de 13,25 EUR par action.

Tendances dans le secteur

Le marché des revêtements pour sols souples est étroitement lié au secteur de la construction et de la rénovation. Cependant, la majeure partie de la demande est générée par la rénovation. Pour les tapis d'ameublement et des revêtements de sol, la demande est étroitement liée par la confiance des consommateurs, du revenu disponible et la démographie. Pour les tapis à usage commercial, le climat des affaires et la confiance sont également importants.

Le secteur est encore très fragmenté, il existe donc des avantages concurrentiels si des fusions et acquisitions sont réalisées (= économies d'échelle). Au cours des cinq prochaines années, le secteur devrait croître de 2,5% (Europe) à 3% (Etats-Unis) chaque année. Si l'on combine cela avec les acquisitions, le chiffre d'affaires de Balta pourrait croître en moyenne de 6% chaque année.

Profit warning

À peine trois semaines après la publication des résultats du troisième trimestre, Balta a publié un profit warning. En raison d'une baisse des activités, la société prévoit une marge d'EBITDA pro forma de 12,7% à 12,9% pour 2017, soit une diminution de 110-130 points de base par rapport à l'année précédente. Surtout dans la division "Rugs" où des marges supérieures à la moyenne sont réalisées, la tendance du volume s'est affaiblie. De plus, il y a un impact négatif dans la division résidentielle et commerciale en raison des effets prix / mix.

Balta maintient sa confiance dans les perspectives à moyen terme. Cependant, la rapidité avec laquelle les activités se sont détériorées entraîne une grande incertitude à court terme.

Conseil

Après la publication des résultats médiocres au troisième trimestre, le cours de l'action Balta a chuté de plus de 25%. Notre objectif de cours pointe à 9,50 EUR, soit un niveau plus faible que la moyenne des objectifs du consensus (à 10,50 EUR).

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



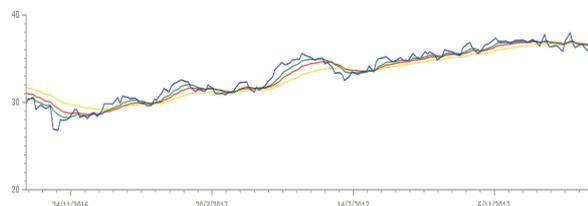
■ DEUTSCHE WOHNEN (ISIN DE000A0HN5C6 - 35,75 EUR)

■ Profil

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

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	26,46x
Cours/Actif Net :	1,25x
Rendement :	2,23%



■ Notre opinion

Il y a encore de la place pour la croissance

Deutsche Wohnen est une importante société immobilière en Allemagne, qui développe et gère un portefeuille d'environ 163.500 bâtiments, dont 161.000 unités résidentielles et 2.500 unités commerciales. L'entreprise opère à partir de Berlin, où se trouve le siège social. La société dispose de 3 entités opérationnelles :

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

La valeur du portefeuille immobilier est d'environ 17,9 milliards d'euros. La stratégie vise à développer un portefeuille immobilier résidentiel dans des régions économiquement importantes en Allemagne (Berlin et ses environs, Rhein-Main, Rheiland, Dresde et Hanovre / Braunschweig) ainsi que dans les métropoles allemandes.

Il y a encore un potentiel de croissance

Au cours des 5 prochaines années, la direction prévoit d'investir 2 milliards d'euros dans le portefeuille immobilier, dont 1 milliard d'euros pour la modernisation, 0,5 milliard d'euros pour de nouvelles constructions et 0,5 milliard d'euros pour les coûts concernant les relocations. Le potentiel de réversion est proche des 27%, ce qui offre des augmentations de loyer (après rénovations) alors que les

unités résidentielles qui ont été vendues à ce jour, ont toujours un gain en capital d'environ 30%.

Selon la direction, il existe toujours un déséquilibre entre l'immigration en Allemagne et l'offre en immobilier résidentiel. En 2016, par exemple, la population a augmenté de 254.500 personnes à Berlin (en net), alors que seulement 45.009 nouvelles unités résidentielles ont été construites (toujours à Berlin). En outre, la plus forte croissance démographique a été enregistrée à Berlin (+14,5%, source Groupe).

En outre, les surfaces de terrains constructibles à Berlin (et dans ses environs) sont également relativement rares.

Structure financière

La dette financière nette totale de Deutsche Wohnen s'élève à 6,7 milliards d'euros, ce qui se traduit par un ratio Loan-to-Value de 37%. La durée moyenne du financement est de 8,2 ans et 87% des charges d'intérêts sont couvertes, de sorte que le coût de financement moyen est de 1,4%. Sur 2018 et 2019, il n'y aura pratiquement aucune dette (< 10 millions d'euros) qui arrive à échéance.

Au quatrième trimestre, Deutsche Wohnen a refinancé une obligation convertible «deep in money» avec une nouvelle obligation convertible de 800 millions d'euros avec un prix d'exercice supérieur de 40% à la valeur de référence de 36,32 EUR. Le coupon annuel est de 0,6%. Grâce à cette opération, le risque de dilution a été significativement réduit.

Conseil

L'objectif moyen du consensus est de 39 EUR, ce qui offre un potentiel de 9,1%. Nous sommes à "Conserver".

■ Derniers résultats

Deutsche Wohnen a vu ses loyers nets augmenter de 5,2% (4,2% à données comparables) à 553,4 millions d'euros sur les neuf premiers mois de 2017, grâce à l'expansion du portefeuille. L'EBITDA ajusté a augmenté de 2,7%, à 463,8 millions d'euros. Le cash-flow opérationnel (provenant de l'activité) a augmenté de 8,9%, à 330 millions d'euros. Grâce à des réévaluations de 886 millions d'euros, le bénéfice net a augmenté de 2,5% à 679 millions d'euros.

Des investissements de 216,2 millions d'euros ont été réalisés dans la maintenance et la modernisation du portefeuille immobilier existant. Au 30 septembre 2017, la valeur du portefeuille immobilier était d'environ 17,9 milliards d'euros avec un rendement locatif moyen de 5,7%. Le taux d'occupation était de 97,9%.

■ Perspectives

Deutsche Wohnen prévoit une augmentation de plus de 4% des revenus locatifs pour l'ensemble du portefeuille en 2017 (à périmètre constant). Le cash-flow opérationnel libre devrait s'élever à au moins 425 millions d'euros. Pour le dividende brut, 0,78 EUR par action est proposé.



■ GECINA (ISIN FR0010040865 - 155,9 EUR)

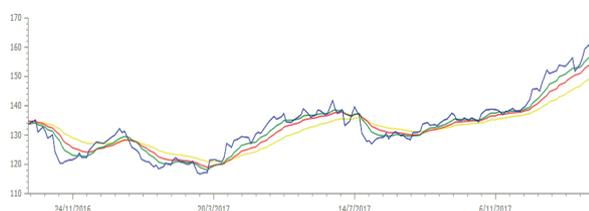
■ Profil

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

- bureaux et commerces (77,5%) ;
- logements (20,3%) ;
- résidences pour étudiants (2,2%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 29,50x
Cours/Actif Net : 1x
Rendement : 3,40%



■ Notre opinion

Gecina : premier investisseur européen en bureaux

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

Gécina détient, gère et développe un portefeuille immobilier estimé à 19,5 milliards d'euros à fin août 2017. Après les cessions prévues (1,2 milliard d'euros), le portefeuille sera composé de 80% de bureaux, 15% de logements et 6% de logements étudiants. Environ 92% du portefeuille est situé en Ile-de-France.

Succès concernant le rapprochement entre Gécina et Eurosic

Le 21 juin 2017, Gecina a lancé une offre publique d'achat de 3,3 milliards d'euros sur toutes les actions et obligations convertibles d'Eurosic. Gecina a offert 51 EUR par action Eurosic, soit une prime de 25% sur le cours de clôture du 20 juin 2017. Au final, Gecina a acquis 99,75% des actions en circulation d'Eurosic.

Avec cette offre, Gecina étend considérablement son portefeuille de 13,3 milliards d'euros (30 juin 2017) à 19,5 milliards d'euros. Sur ce montant, 1,2 milliard d'euros d'actifs non stratégiques seront vendus et éventuellement 1 milliard d'euros en plus si les conditions de marché sont favorables. Gecina deviendra également le plus grand propriétaire européen d'immeubles de bureaux pour un montant de près de 15,3 milliards d'euros (+/- 80% du portefeuille immobilier combiné).

Gecina a financé l'offre Eurosic à travers une émission obligataire de 1,5 milliard d'euros (27 juin 2017 - 10 ans -

1,3%), d'une augmentation de capital de 1 milliard d'euros (110,5 euros par action nouvelle) et de l'utilisation de 0,5 milliard d'euros de lignes de crédit non utilisées.

Structure financière

Au 30 juin 2017, Gecina avait 3,9 milliards d'euros de dettes financières, dont 1,5 milliard d'euros d'emprunt obligataire pour financer l'offre d'Eurosic. Les lignes de crédit non utilisées s'élevaient à 2,7 milliards d'euros et la position de trésorerie à 1,7 milliard d'euros. Le ratio Loan-to-Value était de 29,3%. Les dettes financières ont une durée moyenne de 8,6 ans, pour un coût de financement moyen de 2,1%. Suite à l'acquisition d'Eurosic, avec 1 milliard d'euros d'augmentation de capital et 1,2 milliard d'euros de désinvestissements, le ratio Loan-to-Value restera inférieur à 40% (source Gecina).

Conseil

Les résultats d'Eurosic sont inclus dans les chiffres de Gecina depuis septembre 2017. Le plein effet de l'acquisition deviendra donc visible en 2018 et explique également pourquoi lors de la publication de la mise à jour du "trading update" pour le troisième trimestre 2017, Gecina a relevé ses prévisions de bénéfices pour l'année.

Par ailleurs, le 8 janvier 2018, Gecina a déjà réalisé 570 millions d'euros sur les 1,2 milliards d'euros de désinvestissements ciblés avec une prime moyenne de 13% supérieure à la valorisation la plus récente des actifs vendus. Ces plus-values réalisées auront également un impact positif sur les résultats de 2018.

D'autre part, la valorisation du titre Gecina est raisonnablement élevée. L'objectif de cours moyen des analystes est de 150 EUR, donc nous ne voyons pas beaucoup de potentiel.

■ Derniers résultats

Au premier semestre 2017, le chiffre d'affaires de Gecina a diminué de 19,5% (+ 1,6% à données comparables) à 240,6 millions d'euros, en raison de la cession de certains biens immobiliers en 2016, diminuant de 46,4 millions d'euros de revenus locatifs. La restructuration des actifs a entraîné une diminution supplémentaire de 17,8 millions d'euros des revenus locatifs. L'EBITDA a suivi une tendance similaire.

Eurosic sera consolidé à compter du 29 août 2017. L'effet combiné de l'acquisition d'Eurosic et des cessions a entraîné une augmentation de 1,1% au troisième trimestre.

■ Perspectives

Lors de la publication de la mise à jour du T3 2017, Gécina a relevé ses attentes pour l'année 2017. Gécina table désormais sur une croissance du résultat net récurrent d'au moins 6% (+4,5% par action) ou d'un minimum de 340 millions d'euros (5,20 euros par action).

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



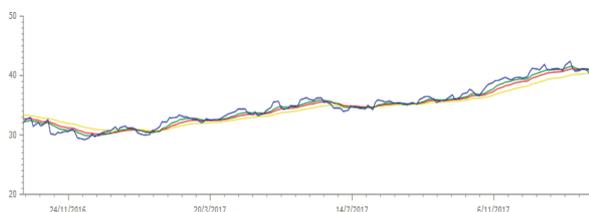
VONOVIA (ISIN DE000A1ML7J1 - 41,22 EUR)

Profil

Vonovia SE est un des premiers noms dans le secteur du logement en Allemagne. Vonovia possède et gère actuellement environ 355.000 unités résidentielles dans toutes les villes et régions attractives d'Allemagne. Le portefeuille a une valeur d'environ 30 milliards d'euros.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 23,69x
Cours/Actif Net : 1,25x
Rendement : 3,1%



Notre opinion

Vonovia est une des premières sociétés immobilières résidentielles en Allemagne qui possède et gère près de 350.000 résidences dans toutes les villes et régions attractives. La valeur du portefeuille immobilier s'élève à près de 30,9 milliards d'euros. Vonovia investit à long terme dans la maintenance, la modernisation et la réalisation de portefeuilles immobiliers "senior-friendly". Depuis septembre 2015, le titre fait partie de l'indice DAX 30.

Vonovia a une stratégie de base axée sur 4 piliers :

- Gestion immobilière : optimisation systématique des performances opérationnelles et haut degré de standardisation et d'industrialisation du Groupe;
- Financement : une politique de financement équilibrée et un profil d'échéances avec de faibles coûts de financement;
- Gestion de portefeuille : acquisitions tactiques et cessions non stratégiques associées à des développements proactifs;
- Activité à valeur ajoutée : offre de services supplémentaires ou internalisation d'activités avec une gestion maximale des processus et un contrôle des coûts.
- Activité à valeur ajoutée : offre de services supplémentaires ou internalisation d'activités avec une gestion maximale des processus et un contrôle des coûts.

Le 18 décembre 2017, le Groupe Vonovia a annoncé qu'il proposait une offre en numéraire de 5,3 milliards d'euros sur toutes les actions et obligations convertibles en circulation de BUWOG. Vonovia offre 29,05 EUR en numéraire par action BUWOG, ce qui représente une prime de 18,1% par rapport au cours de clôture du vendredi 15 décembre 2017. Cette offre est à la fois soutenue par le comité de direction et d'administration.

Grâce à l'acquisition de BUWOG, le portefeuille résidentiel de Vonovia augmentera d'environ 4,6 milliards d'euros ce qui rajoutera environ 49.000 unités résidentielles. Vonovia deviendra également l'un des plus importants acteurs résidentiels sur le marché autrichien avec un portefeuille de 2,8 milliards d'euros (contre 0,6 milliard d'euros auparavant). La fusion va apporter 10.000 unités résidentielles supplémentaires.

Le Groupe Vonovia s'attend à près de 30 millions d'euros d'économies de coûts annuelles d'ici la fin de 2019. Suite à l'opération (si acceptation à 100%), il y aura une contribution positive de 5 à 7% sur le flux de trésorerie opérationnelle (soit 1 EUR par action) et la valeur intrinsèque augmentera entre 0,3 à 0,5 EUR par action.

L'offre débute le 6 février 2018 et se termine le 12 mars 2018.

Structure financière

Vonovia finance l'offre sur BUWOG avec 3,7 milliards de nouvelles dettes et par 1,6 milliard d'euros de prêts BUWOG en cours. Le ratio pro forma loan to value se situera entre 44% (acceptation de 51%) et 51% (acceptation de 100%) après la clôture de l'offre. La note BBB + attribuée par S & P à Vonovia ne changera pas.

Conseil

Vonovia est un des premiers noms dans le secteur du logement en Allemagne et en Autriche (après l'offre), et le titre fait partie d'indices importants tels que le DAX 30 et l'EPRA. L'objectif de cours du consensus est de 43,5 EUR par action. Nous sommes à "Conserver".

Derniers résultats

Vonovia a vu ses loyers nets augmenter de 8,1% à 1,3 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année 2017, en raison d'éléments liés au marché et de l'expansion du portefeuille. Le cash-flow opérationnel libre a augmenté de 20,8%, à 0,7 milliard d'euros. Le bénéfice net a été nettement supérieur à 1,2 milliard d'euros, grâce à une réévaluation du portefeuille de 1,2 milliard d'euros.

Des investissements de plus de 1 milliard d'euros ont été réalisés, qui, combinés aux réévaluations et à l'acquisition de Conwert (clôture en janvier 2017), ont permis d'atteindre une valeur totale du portefeuille de 30,9 milliards d'euros et de 350.134 propriétés. 63.569 appartements supplémentaires sont gérés pour le compte de tiers. Le taux d'inoccupation du portefeuille propre n'a été que de 2,9%.

Perspectives

Vonovia s'attend à ce que la tendance positive des résultats des neuf premiers mois de 2017 se poursuive au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, le free cash flow opérationnel se situera entre 910 et 920 millions d'euros, avec un dividende brut attendu de 1,32 EUR par action.

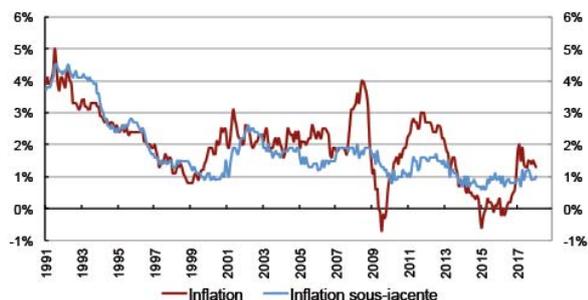


■ Environnement

L'année 2018 a démarré en fanfare. Les actifs risqués ont globalement poursuivi leur marche haussière dans un contexte de bonne visibilité sur les perspectives économiques. Le FMI a annoncé une révision à la hausse de ses perspectives économiques pour 2018 et 2019. Au cours du mois de janvier, les marchés mondiaux d'actions ont affiché des gains, les marchés du crédit 'high yield' ont progressé et la plupart des devises se sont raffermies par rapport au dollar américain. Pendant ce temps, les taux d'intérêt dans le monde développé ont augmenté.

Les fondamentaux ont continué à soutenir la thématique de la reprise de la croissance mondiale. Les statistiques économiques en provenance des Etats-Unis ont indiqué que l'activité y est vigoureuse même si quelques indicateurs étaient en-dessous des attentes. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente a augmenté, soulignant l'amélioration de l'activité économique.

Inflation zone euro



Les actions ont poursuivies leur hausse en janvier, les fondamentaux solides renforçant l'appétit des investisseurs pour le risque. Dans les pays avancés, les cours des actions ont continué de monter, portés par un état d'esprit généralement favorable en ce qui concerne les perspectives de revenus, les anticipations d'une normalisation très progressive de la politique monétaire sur fond de basse inflation et la faible volatilité attendue des paramètres économiques fondamentaux. Dans les pays émergents, les indices boursiers ont encore progressé, grâce à l'amélioration des perspectives à court terme dans les pays exportateurs de produits de base.

Les rendements obligataires ont également augmenté en réponse à la décélération des mesures de relance des banques centrales, aux perspectives d'une inflation plus élevée et à la relance budgétaire accrue aux Etats-Unis. La normalisation de la politique monétaire est en cours. Les rendements à court terme commencent à s'ajuster.

A la fin du mois de janvier, le rendement sur une obligation de l'Etat américain offre plus de 2%. Cette hausse des rendements peut entraîner d'éventuels changements dans le comportement des investisseurs américains. Par exemple, à mesure que les rendements obligataires augmentent, les actions pourraient devenir moins attrayantes.

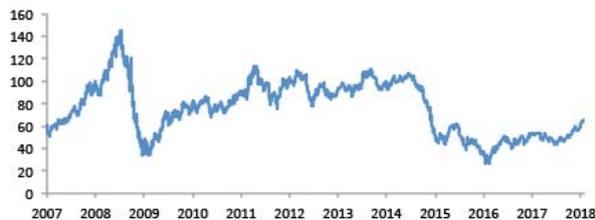
Les rendements sur les obligations d'Etat américain à 10 ans ont augmenté de près de 30 points de base au cours du mois de janvier. Les courbes de rendement se sont accentuées à l'échelle mondiale. Suite au communiqué de la Fed, les attentes des marchés en ce qui concerne l'évolution des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine ont été relevées. Le communiqué a mentionné que "plus" d'augmentations des taux d'intérêt directeurs étaient justifiées étant donné que la Fed se sentait plus confiante dans ses prévisions sur l'inflation. Les marchés continuent d'intégrer une augmentation graduelle en 2018 et 2019.

La Banque Centrale Européenne a réduit ses achats nets d'actifs à compter de janvier. Cependant, la BCE a l'intention de maintenir ses taux directeurs au niveau historiquement bas actuel jusqu'à ce que l'assouplissement quantitatif prenne fin et, si l'inflation était inférieure aux prévisions, d'accroître les montants et la durée de son programme d'achats d'actifs.

Parmi les raisons motivant le repli du dollar américain, figurent les intentions ambiguës de l'administration Trump. En effet, ce gouvernement, prenant acte de la permanence d'un déficit commercial important, souhaite tirer un meilleur parti du commerce mondial afin de restaurer les comptes extérieurs. Ainsi, quelques mesures protectionnistes (via des taxes à l'importation sur les panneaux solaires et les machines à laver) ont été prises récemment. Mais l'administration américaine peut éventuellement chercher à faire baisser le dollar. Cela a semblé manifeste lorsque le secrétaire au Trésor américain, Steven Mnuchin, a déclaré que ces mouvements sur les changes amélioreraient à court terme la situation américaine. Ces commentaires ont contribué à un nouvel affaiblissement du dollar américain. Toutefois, le président, Donald Trump, a ensuite déclaré qu'il était en faveur d'un dollar fort et que les propos de Mnuchin avaient été révélés en dehors de leur contexte. En janvier, le yen s'est déprécié en raison de l'élargissement des écarts de taux d'intérêt, tandis que la livre sterling s'est appréciée car les espoirs d'un accord sur le Brexit a augmenté. En ce qui concerne les monnaies des pays émergents, le renminbi est resté stable. L'impression d'une baisse de l'incertitude politique a permis au rand sud-africain de s'apprécier. Par contre, la lire turque s'est dépréciée du fait d'une montée de l'inflation. Les flux de capitaux vers les pays émergents sont restés résilients.

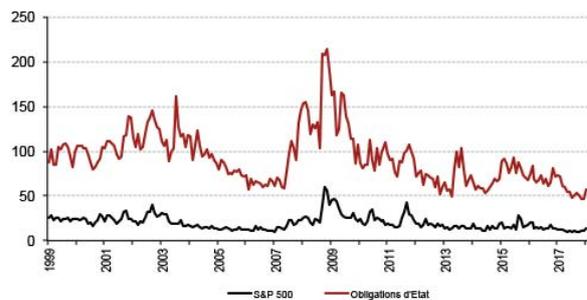
Les meilleures perspectives de la croissance mondiale, des événements climatiques aux Etats-Unis, la prolongation de l'accord de l'OPEP visant à limiter la production de pétrole et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont orientés à la hausse les prix du pétrole brut. Ces derniers se sont établis au-dessus de 60 dollars le baril. Les marchés s'attendent à ce que les prix baissent progressivement au cours des cinq prochaines années; les cotations à moyen terme avoisinaient les 54 dollars le baril. L'augmentation des prix des carburants a fait monter l'inflation globale dans les pays avancés, mais la hausse des salaires et l'inflation hors alimentation et énergie demeurent faibles. Dans les pays émergents, l'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie sont montées légèrement ces derniers mois après avoir baissé plus tôt en 2017.

Prix du pétrole (USD)



Après un début timide, la volatilité s'est redressée vers la fin du mois de janvier, l'indice VIX atteignant son plus haut niveau depuis juillet 2017.

Volatilité Actions Américaines et Obligations d'Etat



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

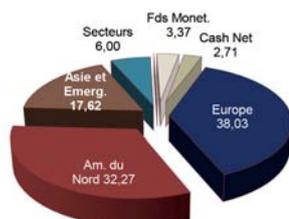
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements 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 31 janvier 2018	15,54€
VNI plus haut (22 janvier 2018) :	15,82€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	8,37%
3 ans rend. actuariel :	4,80%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,16%

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

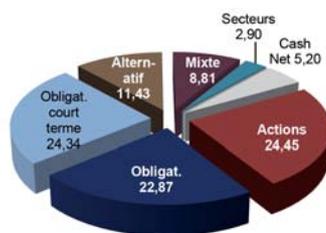
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

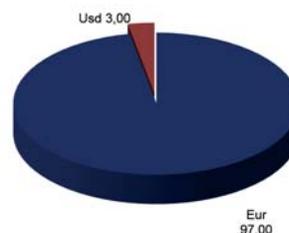
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la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



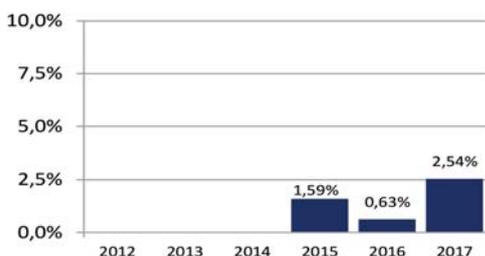
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 janvier 2018	10,31€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	2,35%
3 ans rend. actuariel :	0,72%
Depuis lancement rend. actuariel :	1,34%

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.

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

Internet: <http://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

26 janvier 2018