

## Edito

Le Président de la République française, Emmanuel Macron, n'aura pas perdu de temps. Moins d'un an après son élection, une réforme d'envergure s'apprête à entrer en vigueur, une réforme qui fera le bonheur de nombreux investisseurs belges et étrangers.

Alors que les dividendes que percevaient les contribuables français étaient jusqu'à présent intégrés à leurs revenus globaux et faisaient l'objet d'une imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu, le Président Macron a décidé de réformer ce système et a prévu depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 un prélèvement forfaitaire unique (PFU) de 30,00% sur les dividendes, dont 17,20% au titre des cotisations sociales et 12,80% au titre des contributions fiscales.

Cette évolution implique que le contribuable étranger ne devra plus s'acquitter prochainement que d'un taux de 12,80% au lieu du taux actuel de précompte français de 30,00%. La base du montant net frontière, sur lequel doit encore être prélevé le précompte mobilier belge de 30,00%, progresse donc de 70,00% à 87,20%, ce qui représente pour l'investisseur belge un montant net toutes taxes comprises de 61,04% du dividende brut payé par l'entreprise au lieu de 49,00% actuellement. Cette bonne nouvelle, qui sera prochainement d'application dès que l'Etat français aura publié les nouvelles procédures de retenue du précompte de 12,80%, réjouira assurément les investisseurs belges qui ont vu durant ces 20 dernières années un grand nombre de nos fleurons nationaux passés sous pavillon étranger et plus particulièrement sous pavillon bleu-blanc-rouge.

Chez Leleux Associated Brokers, nous mettrons tout en œuvre pour que nos clients puissent bénéficier de ce nouvel avantage fiscal le plus rapidement possible, c'est-à-dire dès la publication par l'Etat français des nouvelles procédures.

En d'autres mots, vous pourrez jouir automatiquement de ce précompte réduit sans aucune autre formalité. Corolaire de cette nouvelle donne, les anciennes procédures de récupération de précompte et de réduction de la taxation à la source (DTA) disparaîtront étant donné que le nouveau taux de précompte (12,80 %) sera plus bas que le taux maximum de 15,00 % prévu par les accords visant à prévenir la double taxation d'un revenu mobilier.

Il est cynique de constater, à la lumière de ce qui précède, que les différentes coalitions politiques qui se sont succédées au niveau fédéral en Belgique ont effectué exactement le trajet inverse depuis 10 ans. Les gouvernements Di Rupo et Michel ont ainsi remonté le précompte mobilier belge de 15,00% à 21,00% en 2012, puis à 25,00% en 2013, puis à 27,00% en 2015 et à 30,00% en 2016. Au même moment, c'est une logique radicalement inverse qui est observée à l'extérieur de chacune de nos frontières. En France, le Président Macron diminue le précompte français de 30,00% à 12,80%. Aux Pays-Bas, le nouveau gouvernement néerlandais prévoit dès 2019 l'abolition pure et simple du précompte mobilier de 15,00% sur les dividendes. Un régime similaire à celui de la Grande Bretagne qui a aboli le précompte mobilier sur dividendes il y a de nombreuses années. Au Grand-Duché de Luxembourg, un taux de 15,00% est d'application. Il ne restera bientôt plus que la Suède (30,00%), la Finlande (30,00%), le Portugal (28,00%), l'Allemagne (26,375%) ou l'Italie (26,00 %) pour nous tenir compagnie dans le triste peloton de tête de la fiscalité la plus prohibitive sur les revenus du capital au sein de l'Union européenne.

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

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

Olivier Leleux  
Président du Comité  
de Direction



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

535,58 -4,4%<sup>(1)</sup> ↘  
-1,7%<sup>(2)</sup> ↘

### BEL 20 (Belgique)

3.994,45 -2,9%<sup>(1)</sup> ↘  
+0,4%<sup>(2)</sup> ↗

### CAC 40 (France)

5.320,49 -2,9%<sup>(1)</sup> ↘  
+0,1%<sup>(2)</sup> ↗

### DAX (Allemagne)

12.435,85 -5,7%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,7%<sup>(2)</sup> ↘

### FTSE (G-B)

7.231,91 -4,0%<sup>(1)</sup> ↘  
-5,9%<sup>(2)</sup> ↘

### SMI (Suisse)

8.906,38 -4,6%<sup>(1)</sup> ↘  
-5,1%<sup>(2)</sup> ↘

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.038,11 -5,4%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,4%<sup>(2)</sup> ↘

### DJIA (USA)

25.029,20 -4,3%<sup>(1)</sup> ↘  
+1,3%<sup>(2)</sup> ↗

### NASDAQ (USA)

7.273,01 -1,9%<sup>(1)</sup> ↘  
+5,4%<sup>(2)</sup> ↗

### TS 300 (Canada)

15.442,68 -3,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,7%<sup>(2)</sup> ↘

### NIKKEI (Japon)

22.068,24 -4,5%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,1%<sup>(2)</sup> ↘

### MSCI World

2.117,99 -4,3%<sup>(1)</sup> ↘  
+0,7%<sup>(2)</sup> ↗

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



Dans une étude récente, le FMI constate que l'architecture qui sous-tend l'Union Monétaire de l'Europe demeure inachevée et laisse la région exposée à de futures crises financières. Il est vrai que des progrès ont été faits pour régler certains problèmes, notamment des mécanismes de prêts conditionnels et les premiers jalons d'une union bancaire, la zone euro doit se doter d'une politique budgétaire commune, y compris des mécanismes de partage du risque budgétaire, afin de préserver l'intégration et la stabilité financière et économique. Sans union budgétaire, la région continuera d'être confrontée à des risques existentiels que les dirigeants ne peuvent se permettre d'ignorer. Le sujet n'est pas nouveau, mais compte tenu de la bonne conjoncture économique, le moment est peut-être venu de relancer la question et de saisir l'occasion de renforcer la zone euro.

Si l'Union Economique et Monétaire (UEM) de l'Europe était constitué comme les autres zones monétaires, ses Etats membres feraient face ensemble aux chocs économiques ou financiers. Ils auraient doté une administration centrale ou des institutions gérées conjointement des compétences nécessaires pour venir en aide aux organisations financières en difficulté, garantir les dépôts bancaires et apporter une aide budgétaire aux Etats frappés par une profonde récession.

Mais l'UEM n'est pas une union politique et ses États membres ne peuvent compter en grande partie que sur eux-mêmes. Cette structure les laisse exposés à des chocs de grande ampleur, d'autant plus que leur niveau d'endettement est élevé et que les administrations nationales ne disposent que d'une faible marge de manœuvre pour prendre des mesures budgétaires face à ces chocs. Pire encore, les banques de la zone euro détiennent d'importantes créances sur la dette souveraine intérieure, ce qui ouvre la porte à un cercle vicieux où les problèmes de la dette souveraine et des finances publiques se renforcent mutuellement. Comme on l'a vu lors de la crise financière, cette dynamique peut entraîner de dramatiques effets de contagion au sein de l'UEM.

Étant donné le risque que posent les liens entre banques et États, l'UEM devrait commencer par achever son union bancaire dans les meilleurs délais. La crise de la dette, entre 2010 et 2012, a donné lieu à des progrès rapides, de la création du mécanisme européen de stabilité à l'établissement d'institutions centrales chargées de la surveillance financière et de la restructuration des banques. Le programme d'achats d'actifs lancé par la Banque centrale européenne a contribué à régler de fortes distorsions sur les marchés de la dette souveraine.

Mais la zone euro ne s'est toujours pas dotée d'une législation unifiée assurant la garantie des dépôts dans toute la zone, ni d'un dispositif de garantie commun pour le fonds de résolution bancaire unique. Comblé ces lacunes permettrait d'éviter qu'une crise bancaire mette en péril la stabilité budgétaire d'un pays et son appartenance à la zone euro.

Il faudrait encore y ajouter d'autres mesures, notamment pour réguler les créances bancaires sur la dette souveraine, afin d'éviter que les soubresauts des marchés obligataires d'un État membre sapent la confiance dans les banques locales. Cela renforcerait la crédibilité de la disposition du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne qui interdit aux États de payer la dette d'un autre État (clause dite de "no bailout"), car les dettes souveraines pourraient être restructurées sans risque pour les systèmes bancaires locaux.

Mais, une union bancaire ne suffira pas. L'UEM a également besoin d'une union budgétaire pour atténuer les chocs macroéconomiques affectant des pays donnés. Les unions monétaires bien établies, telles que celles mises en place dans des grands pays comportant plusieurs gouvernements régionaux, comportent des mécanismes de partage automatique des risques, le moyen le plus efficace de se prémunir contre les risques conjoncturels. Les marchés privés n'offrent pas de protection suffisante contre les diminutions de la consommation lors de crises économiques. Le financement de dépenses publiques par le déficit constitue une alternative, mais il se traduit ultérieurement par une hausse des impôts ou une réduction des dépenses, et n'est pas envisageable si le niveau de la dette publique est déjà très élevé. La solution idéale est d'instaurer un système permettant aux États membres de s'assurer mutuellement en mettant en commun les risques budgétaires. La mutualisation partielle des risques budgétaires pourrait avoir comme avantage de renforcer la discipline budgétaire. Cela peut sembler contradictoire, car comme dans tout autre mécanisme d'assurance, la mise en commun du risque budgétaire ouvre la porte à l'aléa moral, c'est-à-dire à la tentation de prendre des décisions plus risquées, puisqu'il existe un mécanisme d'assurance. Les États pourraient ainsi faire moins d'efforts pour respecter les objectifs budgétaires.

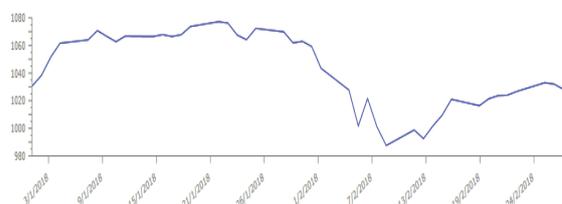
Une mutualisation des risques pourrait renforcer la crédibilité de la clause de « no bailout » de la zone euro et rendre les marchés financiers plus attentifs aux imprudences budgétaires. La faillite d'un État pouvant entraîner d'immenses répercussions économiques et financières négatives, son sauvetage constitue un moindre mal pour le reste des membres de l'UEM. Le danger est particulièrement grand lorsque les liens entre États et banques demeurent très étroits, notamment quand les banques détiennent d'importantes créances sur la dette souveraine de leur pays. Une plus grande mutualisation des risques budgétaires, qui commencerait pas une véritable union bancaire dotée de mécanismes de garantie bien financés, atténuerait les effets de contagion d'une faillite souveraine et réduirait la probabilité d'un sauvetage. Et les marchés financiers auraient donc intérêt à appliquer des taux d'intérêt plus élevés aux pays prenant des décisions budgétaires imprudentes.



## Europe

A l'heure d'écrire cette revue mensuelle, près de 80% des entreprises constituant l'indice Euro Stoxx 50 ont publié leur résultat de l'exercice 2017. En moyenne, le chiffre d'affaires est ressorti 2,5% au-dessus des attentes et en croissance de 4% sur un an. Tout comme aux Etats-Unis, c'est le secteur pétrolier qui se distingue grâce à la forte diminution des dépréciations d'actifs. Au niveau des bénéfices, l'on constate qu'en moyenne ils ont progressé de 20% et que 65% des résultats publiés ont battu le consensus.

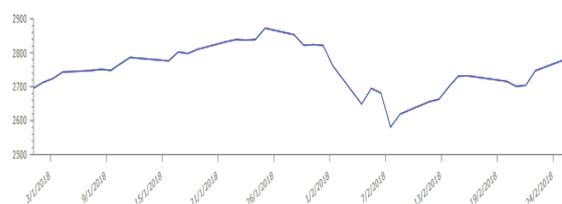
EURO STOXX 50



## États-Unis

L'histoire du protectionnisme est indissociable de celle du commerce mondial. Alors que l'Amérique est "Le" pays capitaliste par excellence dans notre inconscient collectif, il ne faut pas oublier qu'il a été dans l'histoire l'un des pays les plus protectionnistes (exemples avec les tarifs douaniers sur les produits industriels atteignant 50% en 1829, ou encore la célèbre loi Hawley-Smoot Tariff Act de 1930 qui avait imposé une taxe très lourde sur plus de 20.000 types de produits importés). Bien que le nouveau président américain ait promis une politique protectionniste, sa volonté d'imposer une taxe de 25% sur les importations d'aciers et de 10% sur l'aluminium fait de nombreux remous. Si cette mesure devait être appliquée, les principaux pays touchés seraient le Canada (17% des importations d'aciers), le Brésil (13%), la Corée du Sud et le Mexique (10% chacun). Mais à l'heure actuelle, les indices boursiers américains semblent faire fi de cette nouvelle.

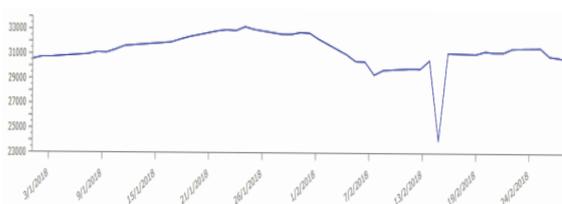
S&P 500



## Pays émergents

Sur le mois de février, les indices boursiers des pays émergents ont connu une très forte volatilité. L'indice PMI en Chine (qui mesure la confiance des directeurs d'achats) est tombé à son plus bas niveau en dix-neuf mois. Ce recul s'explique en grande partie par une réglementation plus contraignante sur les industries polluantes et par le Nouvel An chinois.

HANG SENG



### Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,00%	14/03
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	72,0	72,0	15/03
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	16/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,75%	1,50%	21/03
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	1,90	22/03
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	105,4	22/03
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,30%	23/03
EMU	Confiance économique	-	114,1	27/03
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-1,80%	29/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	60,8	02/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	59,0	59,5	04/04

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,86%</b>	+16 <sup>(1)</sup> +46 <sup>(2)</sup>
<b>EUR</b>	
<b>0,66%</b>	-4 <sup>(1)</sup> +23 <sup>(2)</sup>
<b>Allemagne</b>	
<b>0,66%</b>	-4 <sup>(1)</sup> +23 <sup>(2)</sup>
<b>Autriche</b>	
<b>0,88%</b>	+7 <sup>(1)</sup> +30 <sup>(2)</sup>
<b>Belgique</b>	
<b>0,94%</b>	-4 <sup>(1)</sup> +31 <sup>(2)</sup>
<b>Espagne</b>	
<b>1,54%</b>	+11 <sup>(1)</sup> -3 <sup>(2)</sup>
<b>Finlande</b>	
<b>0,78%</b>	-4 <sup>(1)</sup> +18 <sup>(2)</sup>
<b>France</b>	
<b>0,92%</b>	-5 <sup>(1)</sup> +13 <sup>(2)</sup>
<b>Grèce</b>	
<b>4,41%</b>	+67 <sup>(1)</sup> +30 <sup>(2)</sup>
<b>Irlande</b>	
<b>1,08%</b>	-6 <sup>(1)</sup> +41 <sup>(2)</sup>
<b>Italie</b>	
<b>1,97%</b>	-5 <sup>(1)</sup> -4 <sup>(2)</sup>
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,70%</b>	-4 <sup>(1)</sup> +17 <sup>(2)</sup>
<b>Portugal</b>	
<b>1,99%</b>	+3 <sup>(1)</sup> +5 <sup>(2)</sup>

(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)

Les États-Unis et l'Allemagne enregistrent une croissance continue depuis 2009. En 2017, la croissance de la zone euro a même atteint son plus haut niveau en 10 ans. Pourtant, la pression inflationniste est presque nulle dans la plupart des pays. On peut dès lors se demander si l'idée d'un "objectif d'inflation" n'est pas dépassée. La Nouvelle-Zélande a été le premier pays à appliquer cette pratique en 1989. Durant les années 90, la plupart des pays développés ont repris l'idée de maintenir la hausse générale des prix sous contrôle. En effet, une telle hausse pèse sur l'épargne et l'investissement, freine la croissance, et peut même déclencher des troubles sociaux et politiques ou un exode des capitaux. Bien que chaque pays puisse adopter des approches différentes, le principe fondamental reste identique : chaque banque centrale a un objectif d'inflation explicite, communiqué à l'avance, et utilise ses ressources monétaires pour l'atteindre. Il est basé sur l'hypothèse selon laquelle les acteurs économiques auront ainsi confiance dans une évolution stable du niveau des prix, ce qui favorisera à son tour la stabilité économique. Au début, cette approche a rencontré un grand succès : les niveaux d'inflation et les attentes inflationnistes ont baissé dans le monde entier. Mais il y a aussi plusieurs raisons d'être critique. Au début, le principe était entièrement fondé sur la conviction que la stabilité des prix était la meilleure manière de garantir la stabilité économique et financière. On estimait cependant qu'il était trop difficile d'identifier les bulles, raison pour laquelle on n'accordait aucune attention aux prix des actifs (immobilier, obligations et actions). Pendant de nombreuses années, cette hypothèse s'est avérée correcte. La crise financière de 2008 a cependant mis à nu quelques imperfections. Bien qu'une inflation faible et stable ait protégé l'économie des effets néfastes d'une inflation élevée, les taux d'intérêt avaient à ce point baissé que l'on n'était plus à même de rétablir la stabilité financière. Les banques centrales ont ensuite été obligées de faire appel à des moyens non conventionnels. Un autre problème a placé plusieurs banques centrales devant une énigme : l'inflation devient de plus en plus difficile à prévoir et à

contrôler. En raison de l'aplatissement de la "courbe de Phillips", l'inflation réagit moins aux évolutions de l'activité économique intérieure, ce qui peut en partie s'expliquer par la globalisation. En d'autres termes, les banques centrales se sont fixé un objectif sur lequel elles ont de moins en moins prise. Aujourd'hui, le principe de l'inflation cible a déjà évolué. Par exemple, les banques centrales ont la possibilité d'accepter temporairement une inflation plus élevée ou plus basse. Il est ainsi possible de surmonter des chocs inflationnistes temporaires. Après la crise, de nouveaux instruments macroprudentiels ont été créés pour détecter les risques financiers et les endiguer à temps. Ces moyens de contrôle ont cependant déjà été contournés à plusieurs reprises. Et certains risques ne sont toujours pas pris en compte. Dans cette optique, l'utilisation des taux d'intérêt est plus efficace parce qu'ils peuvent atteindre tous les acteurs du système financier. Il faut donc trouver une manière d'utiliser les taux d'intérêt pour garantir à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière. Certains prétendent dès lors adapter le cadre des objectifs inflationnistes. Un objectif d'inflation plus élevé résoudrait le problème des taux d'intérêt extrêmement bas. Il pourrait cependant provoquer une hausse non souhaitable des prix d'autres actifs. De même, les banques centrales éprouvent déjà des difficultés à atteindre leurs objectifs inflationnistes. Un objectif d'inflation plus bas serait en revanche plus adapté à certains phénomènes comme la globalisation, mais créerait le risque de voir les taux d'intérêt retomber à zéro, et pourrait rouvrir la porte à des scénarios déflationnistes. D'autres préconisent de retirer le processus décisionnel des mains des banques centrales. L'heure est loin d'être au consensus. Un changement radical semble dès lors invraisemblable. Cependant, si les banques centrales continuent à éprouver autant de difficultés à atteindre leurs objectifs en matière d'inflation et si les instruments macroprudentiels ne parviennent pas à endiguer les risques financiers, une révision des objectifs d'inflation pourrait être à l'ordre du jour.

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Comme les marchés d'actions, les marchés obligataires américains ont baissé en février suite au retour de la volatilité par crainte de la poursuite de la hausse des taux d'intérêt directeurs. Les obligations souveraines et d'entreprises 'Investment grade' ont enregistré les déclinés les plus prononcés car elles sont plus sensibles à la hausse des taux que les obligations d'entreprises "high yield". Le mois de février a débuté par des statistiques de l'emploi et de l'inflation solide. Les investisseurs ont interprété ces chiffres comme un signal que la Fed devait poursuivre plus agressivement sa politique de hausse des taux. Les marchés ont connu des pics de volatilité, exacerbés par la clôture de positions vendeuses sur le VIX. Les investisseurs sont restés focalisés sur l'évolution des taux, les banques centrales et les développements politiques à Washington.

Les fondamentaux du marché du crédit restent sains. Le taux de défaut anticipé des entreprises reste faible comme l'indique le niveau bas des spreads de crédit des entreprises par rapport aux obligations souveraines. L'évolution sur le marché des nouvelles émissions est un autre indicateur de la bonne santé du marché du crédit obligataire. Le montant des nouvelles émissions reste limité. Ceci indique que les compagnies veillent à ne pas augmenter significativement leur niveau d'endettement. En février, les marchés du crédit européen se sont comportés comme leurs homologues américains. A la fin février, le rendement offert par une obligation d'entreprise "Investment Grade" est de 1,15%.

Par rapport aux Etats-Unis, l'évolution de l'inflation en Europe est moins problématique. Celle-ci a diminué pour le troisième mois consécutivement et a atteint son niveau le plus faible depuis 12 mois. Malgré que l'inflation dans la zone euro s'éloigne de l'objectif de 2% fixé par la Banque centrale européenne, les investisseurs sont focalisés sur le moindre signal en provenance de la BCE qui permettrait d'anticiper l'évolution du programme d'achat d'actifs obligataires par la BCE. In fine, la courbe des rendements obligataires des taux souverains dans la zone euro a peu évolué au cours du mois de février.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Février 2018	total 2018
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	0,2%	-0,9%
Etats-Unis (\$)	-0,9%	-2,3%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	0,0%	-0,3%
Etats-Unis (\$)	-1,5%	-2,4%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	-0,6%	-0,4%
Etats-Unis (\$)	-1,1%	-0,7%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 28/02/18	Variation depuis 31/12/17
<b>Investment Grade</b>	1,15%	12
AAA	1,18%	17
AA	0,71%	8
A	1,03%	13
BBB	1,32%	11
<b>High Yield</b>	2,72%	18

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 28/02/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,33%	0
OLO 2 ans	-0,51%	-1
OLO 5 ans	0,23%	37
OLO 7 ans	0,52%	30
OLO 10 ans	0,94%	31
OLO 30 ans	1,68%	-1

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CAD	Mondelez Intl	3,250%	07.03.2025	99,45%	3,39%	I	CA609207AK15	1.000
EUR	European Union	1,250%	04.04.2033	99,85%	1,26%	I+++	EU000A19XC51	1.000
TRY	EIB	9,250%	03.10.2024	90,00%	11,16%	I+++	XS1115184753	1.000
USD	Chevron Phillips	3,700%	01.06.2028	99,75%	3,73%	I+	USU16708AM81	1.000
USD	CVS Health	3,350%	09.03.2021	99,95%	3,37%	I	US126650DC17	1.000
USD	Starbucks	3,100%	01.03.2023	99,82%	3,14%	I+	US855244AN97	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)

**0,82** +1,8%<sup>(1)</sup>   
-1,5%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,13** -1,3%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

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

**0,77** +4,2%<sup>(1)</sup>   
+4,0%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10** -0,6%<sup>(1)</sup>   
+2,3%<sup>(2)</sup>

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

**13,43** -0,1%<sup>(1)</sup>   
+0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,87** +0,4%<sup>(1)</sup>   
+1,6%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,64** -1,9%<sup>(1)</sup>   
-2,2%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,64** -2,3%<sup>(1)</sup>   
-3,6%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,94** -0,5%<sup>(1)</sup>   
+0,5%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,24** -0,6%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

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

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

## SEK/EUR (Suède)

**0,10** -3,2%<sup>(1)</sup>   
-2,8%<sup>(2)</sup>

(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

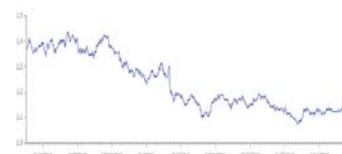
## USD/EUR

Après que la devise euro se soit fortement appréciée, le mois de février a été marqué par une moindre volatilité. D'un point de vue économique, le léger repli de l'euro s'explique par des chiffres de l'inflation plus faibles et qui s'éloignent ainsi un peu plus de l'horizon des 2% souhaité par la Banque centrale européenne.



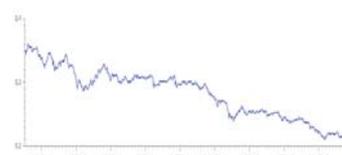
## GBP/EUR

Depuis maintenant un semestre, 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.



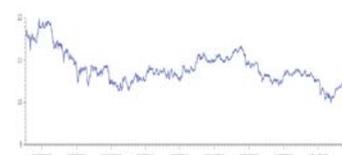
## TRY/EUR

La volatilité de la devise reste très importante. Après les escarmouches diplomatiques, place aux frictions militaires entre l'Égypte et la Turquie. Les tensions géopolitiques continuent de créer des incertitudes économiques.



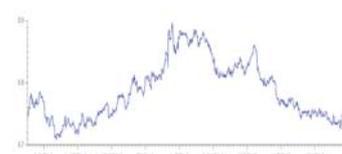
## NOK/EUR

La Norvège vient d'abaisser leur cible d'inflation après que les décideurs aient lutté pour atteindre cet objectif. L'objectif a été ramené à 2% contre 2,5%, ce qui le rapproche de celui des autres banques centrales. Ce changement pourrait ouvrir la voie à des taux d'intérêt potentiellement plus élevés.



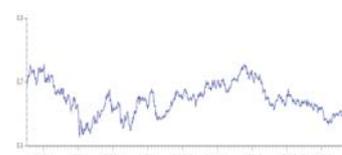
## JPY/EUR

Le gouverneur de la Banque du Japon, qui a récemment indiqué que la banque centrale envisagerait une sortie de sa politique monétaire accommodante si son objectif d'inflation était atteint durant l'année fiscale 2019. Dans cet environnement, le yen progresse.



## AUD/EUR

L'Aussie a été mis sous pression après que les dernières données économiques aient montré que les dépenses d'investissement privé de l'Australie aient diminué.





## Performance boursière

Le taux à 10 ans a reculé de 3 points de base au mois de février, passant de 0,97% fin janvier à 0,94% fin février. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a lui aussi légèrement reculé de 2 points de base à 1,45%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

En moyenne, les cours des SIR ont perdu 1,9 % en février. Les plus fortes baisses ont concerné Home Invest Belgium (-4,7%) et Warehouses Estates Belgium (-6,2%). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de Wereldhave Belgium (+2,4%) et Ascencio (+0,7%).

## Information financière

WDP a rapporté un bénéfice net de 235,2 millions EUR sur 2017 ou 10,84 EUR par action. Le résultat courant a progressé de 30,1% à 126,9 millions EUR, soit 5,85 EUR par action. La valeur du portefeuille immobilier a grossi de 21,2% à 2,67 milliards EUR, pour un taux d'occupation de 97,4%. Comme WDP est en avance sur son plan de croissance pour la période 2016-2020, les objectifs ont été revus à la hausse. Les lignes de force sont désormais : 1/ Accroissement du portefeuille de 1,25 milliard EUR à > 3,25 milliards EUR ; 2/ Croissance (cumulée) de l'EPS de 40% à 7,00 EUR en 2020 ; 3/ Augmentation du dividende brut à 5,75 EUR en 2020.

Intervest Offices & Warehouses a vu ses revenus locatifs nets baisser de 3,9 % en 2017. La baisse s'explique principalement par la réorientation du portefeuille de bureaux, avec la vente de cinq immeubles à la mi-2016. Celle-ci n'a été compensée qu'en partie par les nouveaux

investissements et les indexations. Le résultat courant a reculé de 1,8% à 27,1 millions EUR. L'EPS EPRA s'élevait à 19,62 EUR par action. La valeur du portefeuille a gagné 8,4% à 663 millions EUR. Le dividende brut s'élève à 1,40 EUR par action.

Befimmo a vu ses revenus locatifs nets progresser de 3,9 % en 2017 grâce à l'adjonction au portefeuille du bâtiment Gateway, en partie neutralisée par le transfert par bail emphytéotique du complexe Brederode. La valeur du portefeuille est restée presque inchangée à 2,5 milliards EUR. Le résultat EPRA a progressé de 9,6% à 95,7 millions EUR, soit 3,74 EUR par action. La VNI EPRA s'élevait à 57,03 EUR par action. Befimmo versera un dividende annuel brut de 3,45 EUR par action, dont 2,59 EUR ont déjà été versés sous la forme d'un dividende intérimaire.

Le budget triennal de Befimmo révèle que l'EPS EPRA retombera sous le niveau du dividende actuel à partir de 2019. Nous n'excluons cependant pas que Befimmo utilise une partie des bénéfices passés mis en réserve pour stabiliser son dividende au niveau actuel.

Cofinimmo a publié des revenus locatifs nets stables en 2017. Les investissements en Allemagne et aux Pays-Bas et les nouvelles locations de bureaux ont compensé le manque à gagner provoqué par les départs d'IBM du bâtiment Bourget 42 fin 2016 et d'AXA Belgium du site (Forest 23-25) d'Auderghem en août 2017. Le résultat net courant (y compris résultats financiers et réévaluation des instruments de couverture) atteignait 125,7 millions EUR. La VNI EPRA s'élevait à 93,26 EUR par action. La valeur du portefeuille a gagné 4,3% à 3,5 milliards EUR. Le dividende brut est resté inchangé à 5,50 EUR par action.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/01/18	31/12/17	28/02/17		
Aedifica	75,00	-3,2%	-4,7%	10,4%	23,2	3,4%
Care Property Invest	18,10	-1,6%	-2,4%	-1,5%	28,7	3,8%
XIOR	37,50	-2,8%	-3,8%	11,0%	26,8	3,2%
Home Invest Belgium	84,60	-4,7%	-4,6%	-7,9%	26,0	5,5%
QRF	24,00	-0,4%	-1,6%	-3,2%	14,5	5,8%
Retail Estates	70,90	-4,1%	-3,9%	0,4%	14,2	4,9%
Vastned Retail Belgium	56,00	-0,4%	24,4%	12,7%	23,0	4,4%
Ascencio	52,20	0,7%	-1,1%	-6,4%	12,2	6,6%
Wereldhave Belgium	93,20	2,4%	-2,2%	-6,5%	15,2	5,7%
Warehouses Estates Belgium	53,00	-6,2%	-6,5%	-8,9%	13,5	6,6%
Leasinvest Real Estate	96,80	-0,6%	0,8%	-4,6%	16,8	5,2%
Befimmo	53,70	-1,3%	0,3%	9,9%	14,5	6,1%
Cofinimmo	103,40	-4,6%	-5,8%	3,6%	15,6	5,4%
Montea	43,20	0,5%	0,6%	1,9%	15,8	5,3%
WDP	97,80	-1,9%	4,7%	16,8%	16,6	4,8%
Intervest Offices & Warehouses	22,65	-1,9%	0,7%	1,9%	12,5	6,2%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ AEGON NV (ISIN NL0000303709 - 5,53 EUR)

### ■ Profil

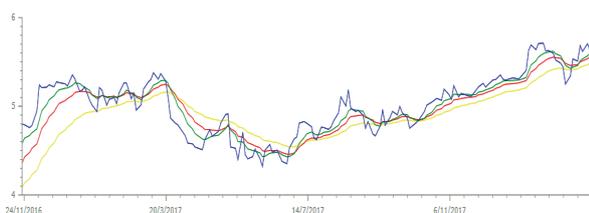
Aegon figure parmi les principaux groupes d'assurance vie mondiaux. Les primes émises brutes par activité se répartissent comme suit :

- assurance vie (87%) ;
- assurance accident et santé (11,1%) ;
- autres (1,9%) : assurances automobile, incendie, etc.

Le groupe développe parallèlement des activités bancaires. La répartition géographique des primes émises brutes est la suivante : Pays Bas (10,3%), Royaume Uni (41,1%), Espagne et Portugal (1,5%), Europe (2,4%), Amériques (39,6%) et Asie (5,1%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,50x  
Cours/Actif Net : 0,55x  
Rendement : 4,95%



### ■ Notre opinion

Aegon est un groupe actif dans l'assurance-vie, les pensions et la gestion d'actifs. Le groupe est présent dans plus de 20 pays (Amérique, Europe, Asie). Aux Etats-Unis (principal marché pour Aegon, 61% des revenus) avec la marque "Transamerica". Au Pays-Bas, Aegon est le leader en assurance groupe, et dans le top-5 dans l'assurance-vie et individuelle. Aux Etats-Unis, le groupe se situe dans le top 10. Le groupe emploie près de 28.000 salariés.

Le 13 janvier 2016, Aegon a organisé une "Journée des Investisseurs" où le Groupe a fixé un certain nombre d'objectifs financiers pour la période 2016-2018. Le tableau ci-dessous donne un état des lieux. L'objectif d'économies de coûts a été porté de 200 à 350 millions d'euros.

Commitment	Year-end 2018 target	Full year 2017 results
Strong sales growth	CAGR of 10%	23%
Reduce operating expenses	EUR 350 million	EUR 280 million
Increase RoE	10,0%	8,2%
Excess capital at Holding	EUR 1.0 - 1.5 billion	EUR 1.4 billion
Return capital to shareholders	EUR 2.1 billion	EUR 1.5 billion

Les ratios de solvabilité d'Aegon à la fin de 2017 étaient très solides et dépassaient même l'objectif cible de 150-200% au niveau du Groupe. Au niveau du Groupe, il était de 201% (Solvabilité II), de 472% aux États-Unis (ratio RBC), de 199% aux Pays-Bas (S-II) et de 176% au Royaume-Uni (S-II).

La réforme fiscale américaine a eu un effet positif ponctuel sur les résultats de 2017 (effet positif sur les impôts de 554 millions de dollars) et générera des résultats récurrents supplémentaires dans l'avenir d'environ 140 millions de dollars/an. En revanche, en 2018, le ratio de solvabilité aura un effet négatif de 15 points de pourcentage sur la solvabilité américaine et de 5 points de pourcentage sur le Groupe.

Le 20 décembre 2017, Moody's a confirmé la notation à long terme "A3" d'Aegon et a changé la perspective de "négative" à "stable".

En 2017, la solvabilité était "the name of the game" (voir analyse du 10 août 2017). En 2018, la croissance des bénéfices deviendra le "the name of the game". Les perspectives sont prometteuses, grâce à la réforme fiscale américaine, et Aegon est confiant dans sa capacité à réaliser tous les objectifs financiers du plan stratégique 2016-2018.

Sur le plan de la valorisation, les ratios sont encore assez bas: le ratio cours sur bénéfice est de 7,5x pour 2018 et le ratio cours/valeur comptable pointé à 0,55x (hors réserves de réévaluation). Les modèles d'évaluation indiquent une valeur intrinsèque de 6,00 EUR.

### ■ Derniers résultats

AEGON a vu ses ventes augmenter de 35,7%, à 16,2 milliards d'euros en 2017. Le bénéfice brut sous-jacent a augmenté de 9,9%, à 2,1 milliards d'euros sur une base annuelle, mais a diminué de 5,2%, à 525 millions d'euros au quatrième trimestre. Ces chiffres étaient dans le haut de la fourchette du consensus des analystes. Grâce à un avantage unique (554 millions de dollars) dû à la réforme fiscale aux États-Unis, le bénéfice net a doublé au quatrième trimestre et le bénéfice net annualisé multiplié par quatre, à 2,4 milliards d'euros en raison de la comparaison favorable à 2016 lorsqu'une perte de 628 millions d'euros avait été enregistrée sur une vente au Royaume-Uni.

L'excédent de capital de la Holding est resté stable à 1,4 milliard d'euros, mais le taux d'endettement brut a encore baissé à 28,6%.

Aegon versera un dividende annuel de 0,27 EUR. Après déduction de l'acompte sur dividende de 0,13 EUR, il reste un dividende final de 0,14 EUR, éventuellement payable en numéraire ou en actions. Les actions sont cotées ex-coupon le 22 mai 2018 avec date de paiement 22 juin 2018.

### ■ Perspectives

En 2018, Aegon s'attend à une augmentation significative des résultats d'exploitation. La réforme fiscale aux États-Unis se traduira par une augmentation annuelle de 140 millions de dollars des résultats sous-jacents. Le ratio de solvabilité aura un impact négatif de 5%.



## DANONE (ISIN FR0000120644 - 64,47 EUR)

### Profil

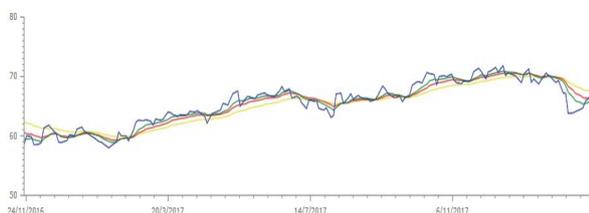
Danone figure parmi les 1ers groupes agroalimentaires mondiaux. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- produits laitiers frais (48,9% ; n° 1 mondial) : yaourts et desserts (marques Danone, Activia, Actimel, Danette, Gervais, etc.) ;
- aliments infantiles (22,9% ; n° 1 mondial) : marques Blédina, Wow&Gate, Nutricia et Milupa ;
- eaux conditionnées (20,8%) : eaux naturelles, aromatisées ou enrichies en vitamines (marques Evian, Volvic, Badoit, Aqua, etc.) ;
- produits de nutrition médicale (7,4%).

A fin 2016, le groupe dispose de 197 sites de production dans le monde. La répartition géographique du CA est la suivante : France (10%), Etats-Unis (11%), Chine (7%), Russie (7%), Indonésie (6%), Royaume Uni (6%), Argentine (6%), Espagne (5%), Mexique (5%), Allemagne (4%) et autres (33%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	18,80x
Cours/Actif Net :	2,90x
Rendement :	2,80%



### Notre opinion

#### Croissance à deux chiffres du BPA pour 2018

Danone est une multinationale française active dans plus de 130 pays. En 2017, le chiffre d'affaires total s'est élevé à 24,7 milliards d'euros. Le Groupe dispose de quatre divisions opérationnelles : produits laitiers frais, nutrition infantile, eau conditionnée et nutrition médicale. Les marques les plus importantes sont : Activa, Actimel, Danimals, Yocrunch, Evian, Volvic, Aptamil, Badoit, Damavand et Nutricia.

#### Stratégie à horizon 2020

En 2016, le Groupe Danone a présenté ses objectifs pour la période 2016-2020 par famille de produits :

- Segment Eaux (21% CA, 19% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;
- Segment Nutrition Infantile (23% CA, 33% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;
- Segment Nutrition Médicale (7% CA, 10% de l'EBIT) : entre +6% et +8% ;
- Segment produits laitiers frais (49% CA, 38% de l'EBIT) : entre +3 et +5%.

De plus, la marge opérationnelle devrait au cours de cette période (référence 2015) s'améliorer de 200 points de base. Lors de la publication des résultats annuels de 2016, le Groupe avait également annoncé un programme de réduction des coûts de 1 milliard d'euros.

#### L'acquisition de WhiteWave contribue déjà positivement

Le 5 avril 2017, Danone a reçu le feu vert pour l'acquisition de WhiteWave pour un montant de 12,5 milliards de dollars. Danone prévoit de réaliser des synergies de l'ordre de 300 millions de dollars et une croissance supplémentaire du chiffre d'affaires comprise entre 0,5% et 1%. En conséquence, la marge opérationnelle courante devrait être relative à partir de 2018, alors que le BPA courant a déjà eu un effet positif (+9,1%) en 2017.

WhiteWave est consolidée dans les chiffres Danone depuis le 1<sup>er</sup> avril 2017. Cela a eu un impact positif de 12,7% sur les chiffres de croissance du chiffre d'affaires du Groupe. Cependant, l'impact sur la marge opérationnelle est négatif (-33 points de base). Sur les 300 millions d'économies ciblées, 50 millions de dollars ont déjà été réalisés en 2017.

#### Vente des actions Yakult

Le 24 février 2018, Danone a annoncé qu'il réduirait sa participation dans la société Yakult Honsha pour 24 millions d'actions, soit un montant total de près de 1,8 milliard de dollars. L'année dernière, le prix des actions Yakult a augmenté de près de 20% (en prenant en compte la baisse de prix suite à l'annonce de la vente prévue). Après la vente, la participation de Danone dans Yakult passera de 21,29% à 7%. Le japonais Yakult achètera lui-même 4,69 millions d'actions.

#### Conseil

L'exercice de valorisation pointe un objectif de cours à 76,50 EUR par action. Sur cette base, nous sommes à "Renforcer". Outre les critères d'évaluation, nous tenons à rappeler que l'action appartient à la catégorie "Dividend Aristocrats" (le dividende a été maintenu au cours des 10 dernières années, voire a progressé). Le titre Danone est donc une valeur "Core" dans un portefeuille.

### Derniers résultats

Danone a vu son chiffre d'affaires progresser de 12,5%, à 24,7 milliards d'euros en 2017, grâce à l'acquisition de WhiteWave en avril 2017. La croissance organique (à périmètre constant) est de 2,4%, mais a accélérée au second semestre 2017 (+4,2%). La marge opérationnelle s'est améliorée de 70 points de base (autonome) à 14,36%, ce qui a permis au résultat d'exploitation net de progresser de 14,6%, à 2 190 millions d'euros. Le bénéfice net fait un bond de 42,6%, à 2,5 milliards d'euros. Le cash-flow libre a également montré une forte amélioration (+18,4%).

La dette financière nette a fortement augmenté en raison des acquisitions de WhiteWave et s'élevait à 15,4 milliards d'euros à la fin de 2017. Le dividende brut optionnel pour 2017 augmente de 11,8%, à 1,90 EUR par action, ex-coupon le 4 mai 2018 et payable le 31 mai 2018.



## ROYAL DUTCH (ISIN GB00B03MLX29 - 25,80 EUR)

### Profil

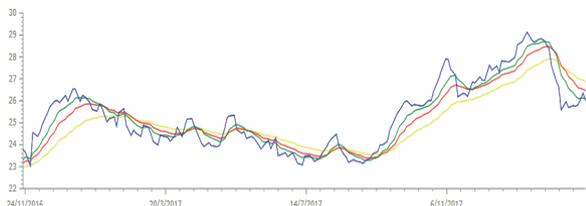
Royal Dutch Shell est spécialisé dans la production et la distribution de pétrole et de gaz naturel. Le CA par activité se répartit comme suit :

- raffinage et distribution (86,4%) : détention, à fin 2016, de 22 raffineries et d'un réseau de près de 43.000 stations-services dans le monde. En outre, le groupe développe des activités de fabrication de produits pétrochimiques (oléfines, produits aromatiques, solvants, éthylènes, propylènes, phénols, additifs, etc.), et de production d'énergie solaire ;
- exploration et production de pétrole brut et de gaz naturel (13,6%). Par ailleurs, Royal Dutch Shell développe des activités de production d'énergie éolienne et de sables pétrolifères.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (34,9%), Asie-Océanie-Afrique (35,6%), Etats-Unis (21%) et Amérique (8,5%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11x  
Cours/Actif Net : 1,08x  
Rendement : 7,3%



### Notre opinion

#### Bénéfice multiplié par deux...

Récemment, les uns des journaux financiers ont rapporté que les dividendes distribués à l'échelle mondiale ont progressé de près de 8% en 2017, pour atteindre un record de 1.250 milliards de dollar. Une fois encore, c'est le Groupe Royal Dutch Shell qui a versé le montant le plus élevé de dividendes au monde, suivi par le chinois China Mobile. Au-delà du fait que le "communisme" en Chine semble se satisfaire des juteux dividendes distribués par l'opérateur de téléphonie, ces chiffres rappellent une fois de plus que Royal Dutch Shell reste une machine à dividendes !

#### Synthèse de l'exercice 2017

Sur l'année 2017, le groupe pétrolier a généré un résultat net part ajusté de 15,8 milliards de dollars, contre 7,2 milliards fin 2016 (soit +120% sur 1 an), dépassant légèrement le consensus Bloomberg (15,6 mds USD). Par division on soulignera :

- Le résultat de la division Integrated Gas ressort à 5,3 milliards de dollars contre 3,1 milliards fin 2016. Cette division a profité de la hausse des prix du pétrole, du gaz et de l'augmentation des prix et des volumes dans le LNG, permettant de compenser ainsi une plus faible contribution de la partie trading.
- La division Upstream a affiché un résultat de 3,1 milliards de dollars contre une perte de près de 3 milliards en 2016. Ce segment a lui aussi profité de la hausse du prix des hydrocarbures ainsi que d'une baisse des amortissements.
- L'activité Downstream a enregistré un bénéfice de 9,1 milliards de dollars, en croissance de 25% grâce à de meilleures conditions dans le raffinage et la chimie.

#### Structure financière

Le groupe a dégagé près de 28 milliards de dollars de Free Cash-Flow en 2017 (contre -10 milliards en 2016), dont près de 7 milliards rien que sur le dernier trimestre.

La dette nette s'élève à 65 milliards de dollars à fin 2017, en recul par rapport à fin septembre 2017 (68 milliards) et à fin 2016 (73 milliards). Le gearing (dette nette sur les capitaux propres) s'améliore et ressort à 24,8%, contre 28,% fin 2016.

#### Perspectives

Pour le premier trimestre 2018, Royal Dutch Shell anticipe une hausse des volumes dans le segment Integrated Gas (+210 kbbbl/j, baril équivalent de pétrole). Dans l'Upstream, les résultats seront affectés par une diminution des volumes d'environ -270 kbbbl/j liée aux dernières cessions d'actifs et de +40 kbbbl/j en raison du redémarrage des activités au Nigéria. Enfin, dans le Downstream, les disponibilités dans la raffinerie et la chimie vont diminuer en raison d'une hausse des activités de maintenance.

#### Saudi Aramco se prépare à son IPO

C'est le joyau "le plus cher et le plus rare de la couronne saoudienne", selon un expert installé à Riyad (Le Monde du 05/02/2018), que le régime saoudien se prépare à introduire partiellement en Bourse (5%) au courant du 2ème semestre. Sans rentrer dans les détails de l'opération, la valorisation de ce géant pétrolier, assis sur les plus vastes réserves mondiales de pétrole, dépendra du cours du pétrole. Ainsi, il ne serait pas hasardeux d'avancer que l'Arabie Saoudite fera son possible pour éviter que le cours de l'or noir ne s'effondre, ce qui devrait soutenir le secteur pétrolier.

#### Valorisation

L'exercice de valorisation conclut que le titre RDSA est très bon marché. La sous-évaluation actuelle de 16% offre un potentiel de hausse, en direction de la valeur intrinsèque (proche de 30 EUR). Par après, le titre devrait évoluer de concert avec les anticipations de croissance bénéficiaire et avec les cours du pétrole. Sur cette base, nous achèterions vers les 25/27 EUR afin d'obtenir une marge de sécurité.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ TOTAL SA (ISIN FR0000120271 - 45,55 EUR)

### ■ Profil

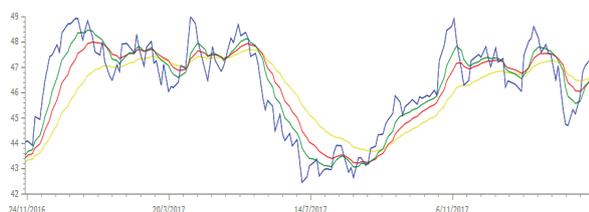
Total figure parmi les 1ers groupes pétroliers mondiaux. Le CA par activité se répartit comme suit :

- distribution de produits pétroliers (46%) ;
- raffinage et chimie (44%) ;
- exploitation et production d'hydrocarbures (10%).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (22%), Europe (47%), Afrique (10%), Amérique du Nord (10%) et autres (10%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 12x  
Cours/Actif Net : 1,20x  
Rendement : 5,45%



### ■ Notre opinion

#### 2017 = 10 milliards de dollars de bénéfices !

La forte chute du cours du pétrole entre 2014 et 2016 avait mis à mal la génération de flux de trésorerie pour l'ensemble du secteur pétrolier, ce qui par voie de conséquence avait entraîné de vives inquiétudes concernant la politique de distribution de dividendes. Pour pouvoir ainsi honorer leur politique actionnariale, les compagnies pétrolières avaient donc activé plusieurs leviers : 1/ cession d'actifs non stratégiques et/ou non rentables ; 2/ diminution des Opex (dépenses d'exploitation) et Capex (dépenses d'investissement) ; et 3/ Utilisation du scrip dividend (préférence à vouloir utiliser le paiement du dividende en titre plutôt qu'en cash).

Aujourd'hui, après à la discipline financière, certains acteurs comme Total donnent de la visibilité sur leur politique d'allocation du cash-flow et de retour à l'actionnaire pour les prochaines années.

Acteur mondial de l'énergie, le Groupe Total vient de réaliser la bagatelle de 10 milliards de dollars de bénéfice au titre de l'exercice 2017. Parmi l'ensemble des données économiques et financières qui viennent d'être publiés, nous retiendrons que les bons résultats proviennent essentiellement de la croissance de la production d'hydrocarbure (+5% en 2017), liée au démarrage et à la montée en puissance des nouveaux projets.

Autres éléments à retenir, le Groupe a confirmé un programme d'investissement de 15-17 milliards de dollars

par an, a fixé un objectif de maintien du ratio d'endettement (dette nette sur capital) inférieur à 20% et un maintien du rating Investment Grade. Le Groupe Total a également proposé les mesures suivantes :

1. Augmentation du dividende de 10% sur les 3 prochaines années (L'objectif de dividende au titre de l'exercice 2020 serait de 2,72 EUR/action, contre 2,48 EUR actuellement).
2. Rachat des actions émises dans le cadre de l'option du dividende (Maintien de l'option du dividende en action et Rachat des actions nouvellement émises en vue d'annulation).
3. Jusqu'à 5 milliards de dollars de rachats d'actions sur la période 2018-20.

D'une manière générale, la baisse du prix des hydrocarbures a un effet négatif sur les résultats du Groupe du fait de la diminution des revenus générés par la production pétrolière et gazière. Par activité on notera que : 1/ sur la partie "Amont", le Groupe estime qu'une hausse de 10 USD le baril entraîne une hausse de 2,8 milliards de dollars sur les flux de trésorerie d'exploitation (contre 2,5 milliards en 2017). Sur la partie "Aval" (raffinage), une variation de 10 USD le baril entraîne une baisse/hausse de 0,6 milliard de dollars sur les flux de trésorerie d'exploitation (idem par rapport à 2017). Au final, nous retiendrons que la sensibilité cash du Groupe au prix du pétrole a légèrement progressé.

Sur base du cours actuel, les multiples de valorisation (P/E, EV/EBITDA, P/B) se situent sur leur moyenne historique à 5 ans. Le ratio Free Cash-Flow yield ressortait à un peu plus de 4% sur les 12 derniers mois, il est attendu à plus de 5% pour 2018 (soit un niveau en ligne avec Royal Dutch Shell). Le rendement brut du titre pointe à 5,44% et l'objectif de cours à 53 EUR.

### ■ Analyse technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. FP 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 montrent également des signes avant-coureurs de détérioration. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.

### ■ Valorisation

L'exercice de valorisation conclut que FP est très bon marché. Sur base hebdomadaire, cette valeur intrinsèque est restée stable. La sous-évaluation actuelle de 27,04% offre un potentiel de hausse assez substantiel, en direction de la valeur intrinsèque. Par après, le titre devrait évoluer de concert avec les anticipations de croissance bénéficiaire.



## ■ Environnement

Poursuivant le mouvement qui s'était amorcé à la mi-2016, l'activité a continué de se renforcer en 2017. A 3,7%, la croissance mondiale du PIB a atteint son niveau le plus élevé depuis 2011. Son assise géographique s'est par ailleurs élargie, au sein tant des économies avancées que des économies émergentes. Dans les premières, la vigueur de l'activité a été soutenue par des politiques monétaires toujours accommodantes, l'orientation des politiques budgétaires demeurant globalement neutre, et par un regain de confiance des ménages et des chefs d'entreprises. Elle a reposé très nettement sur le dynamisme de la demande intérieure - notamment sur le rebond des investissements - et de l'emploi. Dans les secondes, l'accélération de la croissance a été moins marquée, mais les divergences entre les pays se sont atténuées de manière plus prononcée. L'embellie du climat économique général s'est accompagnée d'une reprise du commerce mondial.

L'annonce par le président Donald Trump d'augmenter les droits de douane sur les importations américaines d'acier et d'aluminium ne pose pas dans l'immédiat de menace par rapport aux perspectives d'une croissance économique mondiale robuste. En effet, le poids de ces deux secteurs est très faible au niveau du commerce mondial. De plus, nous anticipons que les mesures de représailles par les partenaires commerciaux des Etats-Unis restent mesurées, et ce afin d'éviter le risque d'une escalade. Il est donc raisonnable de continuer d'anticiper que le commerce mondial continue de se redresser. La dernière enquête d'activité suggère qu'une nouvelle longue période d'incertitude politique en Italie ne devrait pas pénaliser sa reprise économique. L'image globale reste donc que la reprise économique au niveau mondial continue d'être robuste. Le corollaire est qu'il y a des signes de pressions inflationnistes qui encourageront les banques centrales à réduire leur politique de soutien monétaire.

Le taux de la croissance mondiale a diminué à 3,2% au quatrième trimestre de l'année 2017. Il est légèrement plus bas que le taux de quasi 4% réalisé par l'économie mondiale au trimestre précédent. Les pays émergents ont continué d'enregistrer une croissance supérieure à celle des pays développés. Néanmoins, leur taux de croissance a diminué ces derniers mois suite au ralentissement de l'économie chinoise. Au niveau des pays développés, le taux de croissance du PIB japonais a été à peine de 0,1% durant le quatrième trimestre 2017 alors que la croissance de la zone euro a été supérieure à celle des Etats-Unis. Les statistiques sur la production industrielle ont été décevantes. Les Etats-Unis ont enregistré une baisse de la production industrielle de 0,1% en janvier par rapport au mois précédent. Au Japon, elle a plongé de 6% en base mensuelle et suggère que le PIB japonais devrait se

contracter au premier trimestre de cette année après huit trimestres successifs de croissance positive.

Au niveau de l'indice PMI Composite de l'activité globale, il est en progression en février : la hausse observée aux Etats-Unis a compensé le léger repli dans la zone euro. Le niveau de l'indice PMI Composite de l'activité globale est compatible avec une hausse du PIB mondial de 4% en rythme annualisé pour le premier trimestre de 2018. Il s'agit du meilleur début d'année du secteur industriel depuis 2011. La baisse de l'indice dans la zone euro résulte de repli de l'indice dans la majorité des grandes économies de la région et pourrait indiquer que le niveau de l'activité a atteint son pic au cours du premier trimestre de cette année. En février, l'indice PMI Composite de la Chine a fortement diminué. Il s'agit d'un indicateur supplémentaire du ralentissement en cours de l'économie chinoise. Le commerce mondial reste solide. Il a progressé de 0,3% en volume en décembre, après avoir enregistré sa plus forte progression en novembre depuis 2009. Les statistiques liées au fret international ont également connu de belles progressions au cours des derniers mois.

Le taux de croissance annuel de la consommation des ménages dans les économies avancées est de 2,5% au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2017. Les dépenses des ménages semblent avoir ralenti en ce début d'année : les ventes au détail de janvier ont diminué de 0,5% par rapport au mois précédent. Néanmoins, les ventes de détail du premier trimestre de cette année devraient progresser à un niveau décent de 2%. Les enquêtes de confiance sont très encourageantes. La confiance des consommateurs des pays développés a atteint son niveau le plus élevé depuis les années 2000, et ce malgré le retour de la volatilité sur les marchés financiers. En fait, on observe que depuis la crise de 2008, la relation entre la confiance des consommateurs et l'évolution de la bourse est très faible. Cependant, les enquêtes de confiance ont tendance à surestimer les dépenses de consommation. Parmi les économies de la zone euro, la confiance des consommateurs reste élevée tant en Allemagne qu'en Italie malgré les incertitudes politiques. Par contre, elle a diminué en France.

Les conditions sur le marché du travail continuent de s'améliorer dans les pays développés. Aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon et au Royaume-Uni, le niveau de chômage diminue étant donné que le nombre de nouvelles personnes employées est supérieure à la croissance de la population active. Il y a cependant une différence entre les Etats-Unis et la zone euro. Aux Etats-Unis, le taux de croissance de l'emploi diminue car l'économie est proche du plein-emploi. Par contre, il accélère dans la zone euro car il y a plus de réserves de main-d'œuvre inutilisées. Malgré l'expansion de l'activité, il y a encore peu de signes de fortes pressions à la hausse des salaires. Elle est de l'ordre

de 2,5% aux Etats-Unis et inférieure à 2% dans la zone euro. Ceci dit, les enquêtes d'activité suggèrent une poursuite de la progression des salaires aux Etats-Unis.

La progression de la masse monétaire est de l'ordre de 5% dans les pays développés. Les dernières statistiques sur le crédit octroyé par les banques sont encourageantes : le taux de croissance est de 3% dans la zone euro et les banques continuent d'assouplir leurs normes pour octroyer des crédits. En Chine, la croissance du crédit est dans une tendance baissière depuis plus de deux ans. Cette évolution suggère que l'économie chinoise devrait perdre de son "momentum" dans les prochains mois.

Au niveau des pays de l'OCDE, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ont légèrement diminué en janvier, mais elles sont restées proche de la cible de 2%. Les indicateurs des enquêtes d'activité suggèrent que l'inflation devrait rester à ces niveaux dans les prochains mois. Aux Etats-Unis, le taux annuel de l'inflation sous-jacente a augmenté à 2,9% en janvier, soit sa plus forte augmentation depuis 6 ans. Dans la zone euro et au Japon, le taux annuel de l'inflation sous-jacente est proche de respectivement 1% et 0%. Les marchés anticipent que le taux annuel d'inflation dans 5 ans reste inférieur au niveau cible de 2% dans ces deux régions. Au niveau des marchés émergents, l'inflation est restée relativement stable en Chine. Elle est à des niveaux bas en Russie et au Brésil alors qu'elle progresse en Inde.

En février, les prix des matières premières ont récupéré quelque peu du terrain perdu lors de la correction des actifs risqués qui a eu lieu au début du mois. Le souhait des Etats-Unis d'imposer des droits de douanes sur les importations d'acier et d'aluminium devrait provoquer un nouvel accès de faiblesse au niveau des prix des matières premières. Il y a une exception notable, il s'agit du prix de l'acier américain.

Celui-ci a fortement augmenté en anticipation de l'instauration des droits de douanes. D'habitude, le prix de l'or progresse lors des périodes de correction sur les marchés d'actifs risqués car certains investisseurs se réfugient dans l'or physique qu'ils considèrent comme une "valeur-refuge". En février, le prix de l'or a continué de baisser suite à la progression du dollar américain.

Les prix du pétrole ont baissé en février suite à l'appréciation du dollar américain et à la hausse de l'offre de pétrole. D'une part, l'OPEP a continué à produire au-dessus de ses quotas de production. D'autre part, la production de pétrole en provenance des Etats-Unis a fortement augmenté. Les Etats-Unis sont dorénavant le deuxième producteur de pétrole au niveau mondial.

Les marchés financiers ont corrigé à partir de la fin du mois de janvier car les investisseurs ont revu à la hausse leurs anticipations sur l'inflation américaine et sur le nombre de hausse des taux d'intérêt directeurs par la Fed. La volatilité sur les actions et les obligations a fortement augmenté. La baisse du prix des actions a été globale. Par rapport à leur sommet du 26 janvier 2018, les indices des marchés d'actions sont 6,5% plus bas à la fin du mois de février. Comme les marchés ont réagi en anticipation de politique monétaire des banques centrales moins accommodantes, les actions de secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt (immobiliers, producteurs d'électricité et télécommunications) ont plus corrigé à la baisse que les actions de secteurs plus cycliques (technologies ou industrielles).

## 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

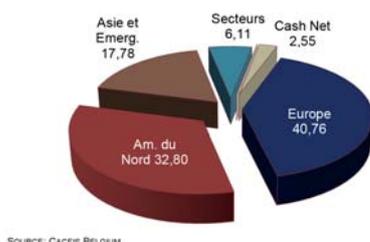
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

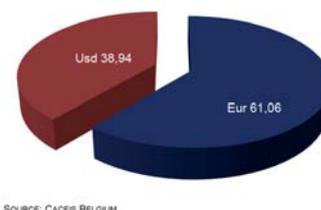
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

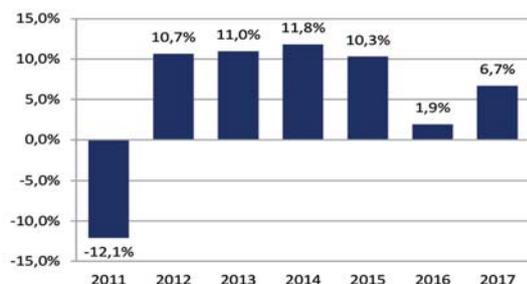
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 28 février 2018	15,21€
VNI plus haut (22 janvier 2018) :	15,82€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	1,94%
3 ans rend. actuariel :	2,00%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,79%

### 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](http://www.leleuxinvest.be). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : [info@leleuxinvest.be](mailto:info@leleuxinvest.be). Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : [Ombudsman@OmbFin.be](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). (\*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

# Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Distribution

### Objectif et stratégie d'investissement

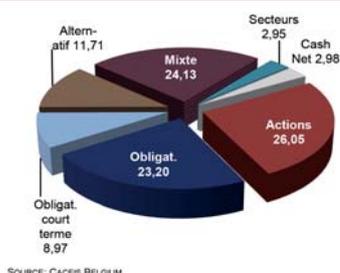
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

### Profil de risque - SRRI

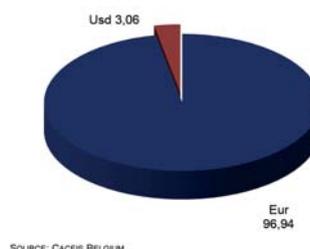
Risque plus faible			Risque plus élevé			
Rendement généralement plus faible			Rendement généralement plus élevé			
1	2	3	4	5	6	7

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

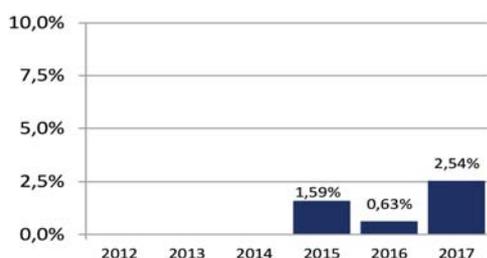
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 28 février 2018	10,09€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	-1,40%
3 ans rend. actuariel :	-0,70%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,67%

### 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](http://www.leleuxinvest.be). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : [info@leleuxinvest.be](mailto:info@leleuxinvest.be). Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfijn : [Ombudsman@OmbFin.be](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). (\*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

## ■ Jeudi 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

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

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

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

**23 février 2018**