

Edito

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Cher Client,

Une incertitude majeure est désormais levée : il y aura bien une seconde guerre du Golfe. C'était la volonté du Président des Etats-Unis, George W. Bush, volonté qu'il a mis en pratique envers et contre tout, au risque d'isoler son pays au niveau international faute de disposer d'un consensus au conseil de sécurité des Nations Unies. Les marchés ont dans un premier temps bien accueilli la nouvelle, non pas qu'ils sont favorables à une intervention armée, mais simplement que la situation politique devenait plus simple. Dans un second temps, les ardeurs se sont calmées. A la vue des premiers morts de la coalition anglo-américaine, beaucoup ont compris qu'il s'agissait bien d'une guerre et non d'un jeu, et que celle-ci risquait de durer beaucoup plus longtemps que prévue. Les marchés sont dès lors à nouveau rentrés dans une phase de morosité en attendant qu'une nouvelle incertitude soit levée : la durée du conflit.

Cette période de morosité continue à se traduire par une volatilité importante au niveau des marchés. Nous ne pouvons que recommander trois types de comportements à notre clientèle dans cette période.

- Premièrement, il est indispensable que l'investisseur limite son choix de valeurs à des poids lourds boursiers (actions faisant partie des indices), particulièrement dans des secteurs dits traditionnels, offrant ainsi liquidité et sécurité.
- En second lieu, l'investisseur ne doit pas hésiter à recourir à des outils particulièrement efficaces dans le climat actuel, outils tels que l'analyse technique. L'analyse technique vous permettra par exemple de détecter très facilement les inversions de tendances des actions que vous surveillez.
- Troisièmement, nous sommes d'avis que l'investisseur qui décide de prendre une nouvelle position dans son portefeuille doit directement placer un ordre de vente limité entre 8 et 20 % au dessus de son cours d'achat, afin de profiter d'un éventuel rebond des marchés, et doit également directement placer un ordre stop loss

entre 10 et 15% de son cours d'achat, afin d'éviter d'être entraîné dans un mouvement baissier trop important. Dans le cas de l'exécution d'un stop loss, l'investisseur pourra racheter sa position à un cours plus bas et évitera ainsi d'accompagner le marché dans sa descente éventuelle.

Sur le front des marchés, Leleux Associated Brokers a été fier en mars 2003 d'avoir pu vous proposer, en avant première et en exclusivité, le nouveau marché des produits dérivés de la place de Bruxelles, baptisé Euronext Liffe Brussels. Ce nouveau marché, utilisant une plateforme informatique révolutionnaire, vous permettra ainsi de suivre plus facilement et plus rapidement les cours de bourse de ces produits. Plus de 1200 produits dérivés sont désormais à votre disposition, tant dans notre application Internet Leleux On Line que dans notre réseau d'agences.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations tant sur notre stratégie boursière que sur nos nouveaux produits. Vous trouverez auprès de nos collaborateurs de nombreux conseils utiles en ces périodes troublées.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison et en vous assurant de notre volonté de vous accompagner en ces moments incertains, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Pour le Conseil
d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

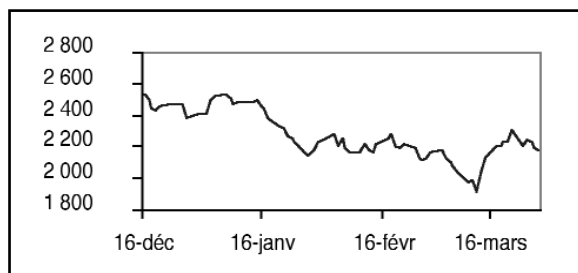
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	28/03/03	28/02/03	Différence sur un mois	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX 25 (Pays-Bas)	262,12	266,21	(1,54%)	(18,78%)	(62,64%)
BEL 20 (Belgique)	1.681,16	1.671,96	0,55%	(16,98%)	(47,44%)
CAC 40 (France)	2.733,00	2.754,07	(0,77%)	(10,80%)	(60,52%)
DAX (Allemagne)	2.520,84	2.547,05	(1,03%)	(12,85%)	(66,64%)
FTSE 100 (G-B)	3.708,50	3.655,60	1,45%	(5,89%)	(45,45%)
NASDAQ (EUR)	2.387,57	2.363,34	1,03%	(6,13%)	(70,79%)
HEX (Finlande)	5.157,28	5.001,52	3,11%	(10,70%)	(66,51%)
OMX (Suède)	475,39	469,97	1,15%	(3,61%)	(62,94%)
SMI (Suisse)	4.207,60	4.148,20	1,43%	(9,14%)	(48,87%)
DJ Stoxx 50	2.181,87	2.165,44	0,76%	(9,39%)	(57,90%)
DJII (USA)	8.145,77	7.891,08	3,23%	(2,35%)	(28,15%)
NASDAQ (USA)	1.369,52	1.337,54	2,39%	2,55%	(67,96%)
TS 300 (CAD)	6.379,48	6.555,12	(2,68%)	(3,55%)	(40,88%)
NIKKEI (Japon)	8.280,16	8.363,04	(0,99%)	(3,48%)	(55,10%)
TWSE (Taiwan)	4.477,01	4.432,46	1,01%	0,55%	(34,55%)
STI (Singapour)	1.318,43	1.273,85	3,50%	(1,69%)	(36,29%)
MSCI World (J-2)	766,6	752,86	1,83%	(2,89%)	(47,25%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	2,529%	2,503%	1,04%	(11,73%)	(54,10%)
Taux USD 3 mois	1,118%	1,176%	(4,95%)	(6,85%)	(82,53%)
Taux EUR 10 ans	4,132%	3,888%	6,28%	(1,71%)	(25,43%)
Taux JPY 10 ans	0,755%	0,790%	(4,43%)	(16,94%)	(61,68%)
Taux USD 10 ans	3,899%	3,673%	6,15%	3,01%	(36,62%)
DEVISES					
EURO en USD	1,0777	1,0782	(0,05%)	2,78%	(2,51%)
EURO en GBP	0,6849	0,6877	(0,41%)	5,09%	(0,84%)
USD en JPY	119,75	117,93	1,54%	0,86%	(11,14%)
Or (once en USD)	331,85	346,85	(4,32%)	(4,65%)	(12,08%)
\$/baril	27,32	33,91	(19,43%)	(8,90%)	(26,54%)

Marchés

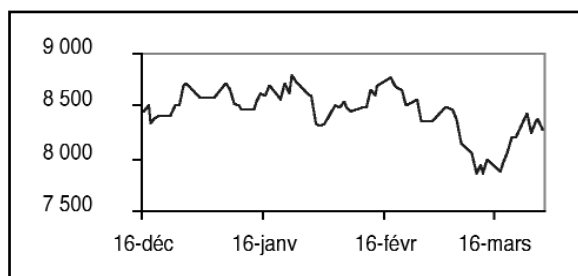
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ DJ Stoxx 50



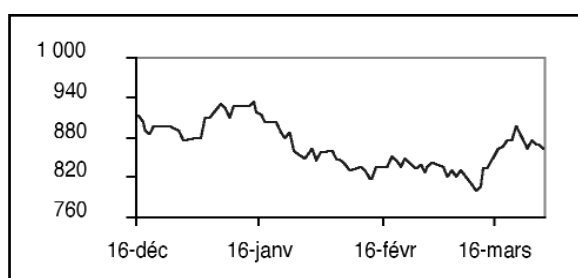
Si les éléments significatifs du mois passé étaient économiques, ce mois-ci, ils sont plutôt militaires. Les bourses européennes, à la suite de leurs consœurs américaines, ont progressé dans l'euphorie de la fin des incertitudes et dans l'espoir d'une guerre courte. Malheureusement, il a fallu déchanter : la guerre sera plus longue. D'où le repli de ces derniers jours.

■ Nikkei 225



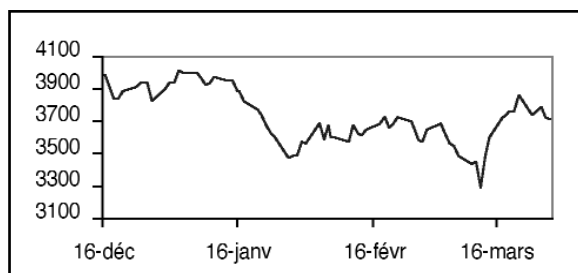
On pourrait dire que le marché nippon ne sait plus où donner de la cotation. Si la tendance fondamentale semble être à la résistance, les données économiques ne donnent pas encore de signes de reprise. Les difficultés du commerce extérieur pèsent sur le marché ainsi que la poursuite de la politique de la Banque du Japon de racheter des actions aux banques.

■ S & P 500



A l'instar des bourses européennes, le marché a pris l'espoir d'une guerre courte pour argent comptant. Et après quelques jours, quelques photos et quelques résistances, il a réalisé que cette guerre serait plus longue et coûterait plus cher que prévu. Et quand la guerre sera finie, il devra encore faire face à une situation économique qui n'est pas brillante.

■ FT 100

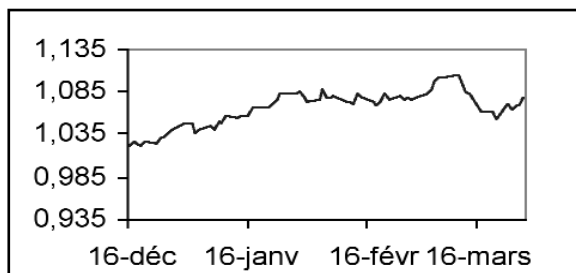


Il en va du marché londonien comme des autres marchés occidentaux : espoir suivi d'une déception. C'est comme si les marchés anglais réalisaient soudainement qu'il ne peut y avoir que des guerres « sales » et coûteuses, contrairement à ce que leur annonçaient leurs dirigeants politiques.

Devises

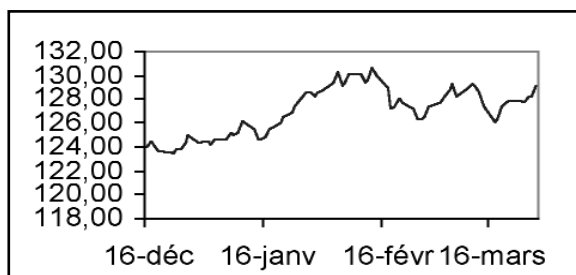
EUROSTOXX 50 +1.99 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

■ Euro vs Dollar



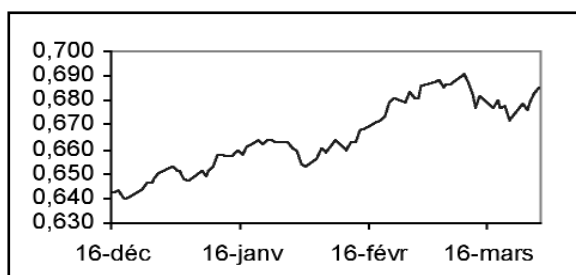
Le mois passé, nous avons attiré votre attention sur le financement des déficits américains (intérieur, c'est-à-dire budgétaire et extérieur, c'est-à-dire commercial). Depuis une semaine, la deuxième guerre du Golfe est venue perturber la donne. D'abord, on a parlé d'une guerre « courte » ce qui a fait remonter le dollar. Ensuite, comme il semble que la guerre sera plus longue que prévu, le dollar a repris son chemin à la baisse. Mais quelle que soit l'issue de cette guerre, l'économie américaine devrait « souffrir » pour assurer le financement de ces déficits croissants.

■ Euro vs Yen



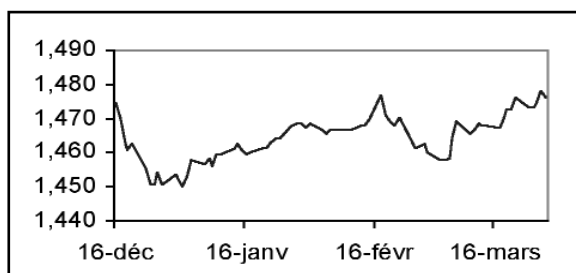
L'Euro semble s'imposer de plus en plus face au yen. Ceci est très bon pour le commerce extérieur nippon qui a largement besoin de la faiblesse de sa devise pour soutenir ses exportations. Cette fermeté de l'Euro face au yen est quasiment ininterrompue depuis septembre 2002 (115 yens pour un euro). On se situe au niveau de 129 yens pour un euro actuellement.

■ Euro vs Livre Sterling



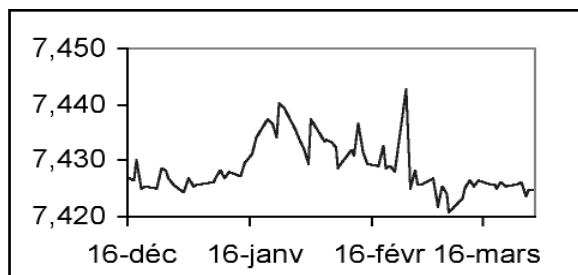
La livre sterling s'échange à des plus bas depuis février 1999 par rapport à l'euro, en raison de la rébellion que la crise irakienne suscite dans les rangs du gouvernement de Tony Blair. L'opposition à une guerre en Irak suscite des inquiétudes politiques, même au sein du gouvernement Blair. La fermeté de la devise européenne est ici aussi continue depuis octobre 2002.

■ Euro vs Franc Suisse



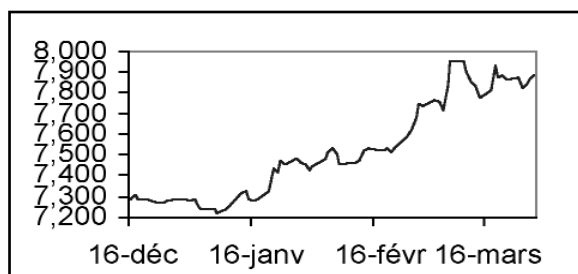
Après un accès de faiblesse durant le mois de décembre 2002, l'euro a poursuivi sa remontée face au franc suisse. La fermeté de la devise européenne a été soutenue par la baisse de taux décidée par la Banque National Suisse. Depuis décembre 2002, l'euro est passé par un creux à 1.45 CHF pour revenir, actuellement, à son niveau de fin 2002.

■ Euro vs Couronne Danoise



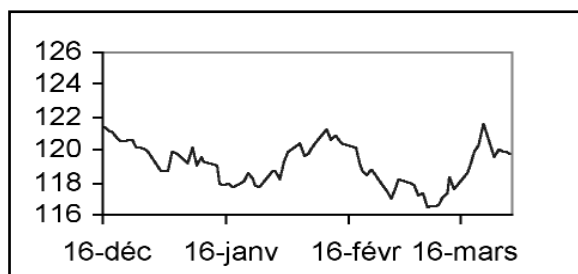
Le calme est revu dans le marché de la couronne danoise. Il faut reconnaître qu'il a d'autres chats à fouetter avec la guerre en Irak qui pourrait venir quelque peu perturber le calendrier européen. Si on regarde le marché depuis janvier 2002, on observe un lent effritement de l'Euro face à la couronne danoise (DKK), puisque d'un niveau de 7,44 DKK début 2002, on cote actuellement, 7,42 DKK pour un Euro.

■ Euro vs Couronne Norvégienne



La fermeté de l'euro se confirme face à la couronne norvégienne (NOK). Même vis-à-vis des pays qui ne sont pas concernés par le système monétaire européen, la devise commune s'impose de plus en plus. On notera cependant qu'après un sommet à 7.95 NOK, l'Euro s'est affaibli jusqu'à 7.23 NOK pour remonter ensuite vers 7.86 NOK (cours actuel).

■ Dollar vs Yen



Le redressement du dollar (ou la faiblesse du yen) depuis le début du mois de février devrait améliorer la compétitivité de l'économie japonaise sur les marchés mondiaux, s'il se maintenait. Mais on connaît la situation de l'économie américaine et de ses déficits. Sur plus longue période, on constate un net recul du dollar qui passe de 132 yens en janvier 2002 à 120 yens actuellement.

Economies

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

■ La Federal Reserve (Fed) se cache derrière la situation géopolitique pour ne pas divulguer ses perspectives économiques...

Lors de la réunion du Federal Open Market Committee du 18 mars 2003, la Fed a laissé ses taux directeurs inchangés (objectif des Fed Funds à 1,25 %). Rappelons que le taux des Fed Funds est fixé à 1,25 % depuis le 6 novembre 2002, date à laquelle il avait été abaissé de 50 points de base.

La Fed a opté pour le statu quo pour quatre raisons principales :

- Rien n'indique que l'objectif de 3 à 3,25 % de croissance du PIB américain ne sera pas atteint en 2003 dans le cadre du rééquilibrage de la croissance (moins d'impact de la consommation, plus d'impact du restockage et de l'investissement) ;
- Le niveau des liquidités est historiquement élevé et les taux réels courts sont également historiquement négatifs (135 bp (points de base) si l'on prend en compte un CPI à 2.6 %) ;
- Le climat géopolitique actuel n'est pas propice à un assouplissement de la politique monétaire dans la mesure où le conflit avec l'Irak joue sur la confiance des agents économiques. Abaisser les taux aujourd'hui reviendrait à amplifier des craintes déflationnistes qui n'ont selon nous pas de raison d'être.
- La Fed est réticente à assouplir sa politique au moment où le déficit budgétaire se creuse de manière abyssale. Le président américain George W. Bush vient de demander une rallonge budgétaire de 90 milliards d'USD au Congrès alors même que le plan Bush n'est pas encore voté.

Mais l'événement historique est le fait que la Fed n'a pas donné ses perspectives économiques pour l'avenir, c'est-à-dire sa mesure des risques inflationnistes par rapport à ceux pesant potentiellement sur la croissance. Elle reconnaît que les données économiques sont mitigées depuis le début de l'année, mais que la situation du marché du travail se dégrade. De fait, si les restructurations semblent presque terminées dans les grands groupes industriels et de services, le Beige Book et d'autres indicateurs tel le Philadelphia Fed Index viennent nous rappeler que le tissu industriel local poursuit des

mesures importantes de restructuration et que les perspectives de l'emploi sont moroses

La Fed considère que la consolidation hésitante de l'expansion économique est due à la hausse des prix de l'énergie et surtout aux incertitudes géopolitiques (A noter que le conflit en Irak n'était pas encore déclenché au moment de sa décision). Si elle répète, une nouvelle fois, que le caractère exceptionnellement souple de la politique monétaire et la hausse de la productivité vont apporter un soutien à la croissance, elle constate que les incertitudes géopolitiques et leur impact négatif sur les agents économiques l'empêchent de se prononcer sur la balance des risques (inflation/croissance) dans le cadre du respect de ses objectifs de stabilité des prix et de croissance soutenue.

La Fed n'a donc pas suivi ceux qui anticipaient la poursuite de l'assouplissement monétaire (Fed Funds à 1 %) car il semble que toute baisse ultérieure des taux directeurs (après 525 bp (points de base) de baisse depuis janvier 2001) rende la politique monétaire contre-productive, l'excès de liquidités dans l'économie risquant de se traduire par des risques inflationnistes (en cas de redémarrage de l'activité) ou par ceux de « trappe à liquidités » (si la déflation intervenait). Ainsi, en 1992-1993, la Fed n'a pas cru au rebond haussier de la croissance. En comparant la production industrielle (plus cyclique que le PIB) et les taux courts réels, on s'aperçoit que la Banque centrale est restée « behind the curve » trop longtemps et qu'elle a été obligée de remonter ses taux directeurs violemment en 1994, provoquant un krach obligataire. A l'époque, elle avait rendu les taux courts réels négatifs, situation historiquement rare aux États-Unis. Or la configuration actuelle du graphique est la même qu'entre 1992 et 1994 : la production industrielle reste soutenue et les perspectives de croissance de la Fed sont un retour vers la tendance de long terme. Or, la politique monétaire est historiquement accommodante (le marché attend des Fed Funds à 1 %) et les taux courts réels sont négatifs...

La Fed a toujours privilégié la politique monétaire par rapport à la politique budgétaire pour le réglage de l'économie. Si la Fed s'attendait à un dérapage budgétaire important en raison des projets fiscaux de

la nouvelle administration Bush (voir notamment les altercations entre Alan Greenspan et Paul O'Neil, ex-secrétaire au Trésor, dès janvier 2001), la réalité a dépassé ses pires craintes... Depuis l'arrivée de George W. Bush au pouvoir, la croissance de la dette fédérale est repartie fortement et le débat autour du plafond de la dette fait rage tous les ans. Depuis le 20 février 2003, le plafond de la dette est à nouveau atteint. Les projections du CBO sont, de toute façon, éloquents et montrent que la dette pourrait augmenter de plus de 3 000 milliards d'USD dans les 10 ans à venir... Le déclenchement du conflit avec l'Irak a correspondu à la demande au Congrès par la Maison Blanche d'une rallonge budgétaire de 90 milliards d'USD, alors même que le plan Bush n'est pas voté. Au total, le déficit budgétaire pourrait dépasser de 410 à 420 milliards d'USD à la fin de l'exercice fiscal, le 31 septembre. Dans ces conditions, la Fed considère que l'équilibre budgétaire ne pourra pas être retrouvé avant 10 ans, même si la croissance revient durablement sur sa tendance de long terme (De 3 à 3,5 % de croissance par an). Elle ne peut donc pas prendre le risque de générer, en plus, des risques inflationnistes en allant trop loin dans l'assouplissement monétaire.

■ Le problème des taux longs

Nous avons déjà mis en avant le niveau trop bas des taux d'intérêt à long terme par rapport aux anticipations de croissance (3 % attendus en 2003) et le risque que représente une remontée trop brutale des taux longs. En baissant ses taux directeurs outre-mesure, la Fed prendrait le risque de susciter des anticipations de déflations qui pourraient peser sur la partie longue de la courbe et faire baisser encore les taux longs. Car, dans le même temps, la Fed achète massivement des Treasuries sur la partie longue de la courbe (30 % des émissions nettes en 2002) pour limiter le risque de remontée des rendements longs. Mais cette mécanique, bien connue de la banque du Japon, est excessivement dangereuse dans la mesure où elle consiste à monétiser le déficit budgétaire. Il est symptomatique de voir que la Fed ne veut pas prendre ce risque : elle n'a pas suivi la BCE et la Bank of Japan qui ont, elles, fait des déclarations publiques hier pour affirmer qu'elles approvisionneraient le marché en liquidités en cas de besoin (comprendre en cas d'effet négatif du conflit irakien). Cela traduit, sur le fond, une situation totalement opposée en matière de taux courts réels (« trop » négatifs aux États-Unis, « trop » positifs en Europe et au Japon). Ainsi, la Fed, au-delà du fait qu'elle est la Banque centrale du principal protagoniste du conflit et qu'elle se trouve contrainte à un devoir de réserve malgré son indépendance, montre qu'elle n'a plus de marge de manœuvre.

La Fed, pour la première fois, n'a pas divulgué ses perspectives économiques ... Le but de la politique monétaire est d'influencer l'offre et la demande de monnaie et de crédit afin de fournir assez de liquidités à l'économie pour alimenter la croissance sans créer d'inflation. La pondération entre inflation et croissance est donc le déterminant de la politique monétaire. Mais au-delà de la décision d'influer sur les taux directeurs, une banque centrale doit pouvoir communiquer ses perspectives sur l'économie. Alan Greenspan restera dans l'histoire pour avoir, entre autre, développé un système de communication codifié à l'attention des agents économiques, visant à une transparence totale dans les réflexions du comité de politique monétaire, à une meilleure compréhension du jugement qu'il porte sur la situation de l'économie, et ce afin de rendre la politique monétaire encore plus compréhensible par les marchés financiers.

À la fin de l'année 1998, lors du comité de politique monétaire du 22 décembre, la Fed prend la décision de publier, à partir du 18 mai 1999, un communiqué à la fin des réunions du FOMC dans lequel il donne son évaluation de la balance des risques économiques, ce afin de donner des signaux sur les évolutions futures de la politique monétaire sous forme de « biais » (neutral, weakness, inflation) et d'indications de direction (none, easing, tightening). Un an après, le 21 décembre 1999, compte tenu des spéculations qu'engendraient de tels communiqués, le FOMC décide de publier seulement un communiqué (« economic assesment ») faisant état de la balance des risques pris en compte par la Fed. En revanche, le « biais » est supprimé. Cette méthode est aujourd'hui adoptée par la majorité des grandes banques centrales.

Si, pour la première fois, la Fed a pris le risque de mettre en péril sa crédibilité chèrement acquise en ne communiquant pas son « assesment », ce n'est pas pour laisser le marché anticiper une baisse ultérieure des taux. C'est plutôt qu'elle ne peut s'insurger ouvertement contre la politique budgétaire de l'administration alors que le pays entre en guerre et qu'elle participa au financement d'un déficit qu'elle condamne. En ne reprenant pas ses prévisions économiques antérieures, et surtout en ne les actualisant pas, elle montre que la politique actuelle de l'administration Bush est excessivement dangereuse en termes de croissance économique. Autrement dit, la Fed laisse au scénario déflationniste, un pourcentage de chance infime en raison du conflit irakien...

Bourses

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ Le secteur aérien menacé d'un séisme

Moins de deux ans après les attentats du 11 septembre qui l'avaient plongé dans une crise historique, le secteur du transport aérien et de l'aéronautique s'apprête à entrer dans une nouvelle zone de fortes turbulences. La guerre en Irak est de fait considérée par les compagnies aériennes comme l'un «des plus grands risques» auxquels elles auront à faire face. Cette crainte se propage à tous les niveaux, jusqu'à celui des agences de notation financières. Ainsi Standard & Poor's envisagerait de dégrader les notes de quatorze compagnies et avionneurs. D'ores et déjà, le spectre de nouvelles faillites – en particulier celle d'American Airlines, le numéro un mondial – se profile alors que des menaces pèsent sur l'emploi. Avant même que les hostilités aient été déclarées, les compagnies ont pris de plein fouet l'impact d'une probable guerre en Irak qui s'est traduit par une envolée de leurs coûts et une baisse de leurs réservations. Ces dernières ont reculé de 20% sur les liaisons internationales depuis février. L'augmentation du prix du pétrole a déjà multiplié par deux leur facture de kérosène et pèse sur les frais d'exploitation. Continental, Northwest, Air Canada, KLM, Lufthansa et Air France notamment ont déjà réajusté leurs tarifs à la hausse tout en ayant conscience du cercle vicieux qui les guette : ces augmentations tarifaires interviennent en effet en plein marasme économique qui conduit touristes et entreprises à resserrer leurs budgets. Ensuite, la «peur de l'avion» a ressurgi non seulement dans les régions concernées par le conflit mais aussi un peu partout sur le globe en raison d'un risque terroriste généralisé. Ces facteurs s'accumulent alors qu'approche la saison d'été, synonyme de surcroît d'activité. Face à ces menaces, les touristes internationaux, Américains en tête, risquent de désertier les aéroports. Les compagnies, de leur côté, redoutent d'avoir à supporter une nouvelle envolée de leurs frais de sécurité et des primes d'assurance déjà multipliées par quatre depuis l'automne 2001. Et de demander aux gouvernements de prendre en charge les surcoûts liés à la sécurité.

Cette guerre «arrive au plus mauvais moment, cela ne fait aucun doute alors que toutes les compagnies commençaient à redresser la tête», résume l'Association internationale du transport aérien (IATA). Après le 11 septembre, le secteur avait réduit de 20% en moyenne ses capacités et supprimé 150 000 emplois dont 20 000 en Europe. Les compagnies les plus fragiles avaient dû atterrir en urgence sans espoir de redécoller. Cela a été le

cas de Sabena et de Swissair en Europe tandis que le ciel américain a perdu Midway dès le 12 septembre et que US Airways et United Airlines se plaçaient peu après sous la protection de la loi contre les faillites (Chapter 11). Certes, personne ne se risque encore à évaluer l'impact précis d'un conflit en Irak. «Il va dépendre de sa durée et de son expansion géographique. On a des prévisions de recul du trafic qui oscillent entre -5% et -20%, mais pendant combien de temps?», s'interroge l'IATA. «Si le conflit ne dure que quinze jours ou trois semaines, une récupération serait possible pour le trafic affaires. En revanche, si le conflit dure plus longtemps, la saison touristique estivale serait compromise», souligne-t-elle. De son côté, la Federal Aviation Administration (FAA), l'autorité de régulation américaine, tire la sonnette d'alarme. La guerre remet en question ses prévisions de reprise du trafic aux Etats-Unis qui évoquaient une augmentation de 2,3% en 2003 et de 4% en 2004. Selon la FAA, il faudra désormais attendre 2006 pour retrouver le niveau de trafic d'avant le 11 septembre 2001. Pour l'Association des compagnies américaines, la guerre – si elle dure trois mois – se traduirait par une perte de 10,7 milliards de dollars en 2003 après un déficit de 10,5 milliards l'an dernier. Un conflit conduirait inévitablement à de nouvelles faillites et entraînerait la perte de 70 000 emplois. Ce sont les acteurs américains qui sont les plus exposés à ces turbulences. En plus de la conjoncture, ils sont aux prises avec des problèmes structurels (équipages surpayés par rapport à la moyenne internationale, flottes encore surdimensionnées, concurrence des low-cost...). En revanche, les compagnies européennes semblent mieux armées. Globalement mieux gérées, elles se sont aussi restructurées. Les experts estiment cependant que KLM, Alitalia et British Airways demeurent très exposées. Alitalia a d'ailleurs annoncé un plan de rigueur et décidé d'annuler cinquante vols par jour sur un programme de 700. Air France, Lufthansa et Iberia auraient les reins plus solides. En amont de la filière, la guerre aura d'autres répercussions. Confrontés à des faillites, annulations ou reports de commandes de leurs clients, Boeing et Airbus pourraient subir une chute de 35 à 60% de leurs livraisons dès 2003 selon les chiffres du cabinet Arthur D. Little. Cette dernière hypothèse s'inscrit dans le cadre d'un impact comparable à celui de la guerre du Golfe de 1991. Du coup, la sortie de crise espérée pour 2004 n'interviendrait pas avant 2006-2007. A ce jour, Airbus et Boeing n'ont pas revu à la baisse leur plan de livraisons 2003 qui, avec 600 à 680 avions, s'inscrit déjà en recul de 12% par rapport à 2002.

■ KINROSS (KGC – NYSE) - Mines d'or - 5,80 USD

■ Profil

Kinross est active dans l'exploration, le développement et la production d'or dans le monde entier. Ses zones principales d'activité sont situées aux Etats-Unis, Canada, en Amérique Centrale, en Amérique du Sud, Afrique, Australie et à l'extrême est de la Russie. Elle a de nombreux projets à travers le monde. Les Etats-Unis et le Canada représentent à eux seuls : 65% de la production et 50% des réserves exploitables. C'est assez dire la sécurité de la prospection. Les fusions avec Amax Gold effective depuis juin 1998 et avec TVX effective depuis juin 2002 ont placé Kinross au quatrième rang des sociétés nord-américaines productrices d'or, avec une capacité de plus d'un million d'onces d'or par an.

La combinaison de la capacité de production de Kinross et TVX Gold avec le bilan très positif d'Amax Gold a concrétisé le statut de « senior gold producer » de la société. Les coûts « en cash » sont dans le quart inférieur de l'ensemble des producteurs nord américains. Cet ensemble constitue une plateforme élevée à partir de laquelle Kinross pourra mener une stratégie agressive. On notera qu'au 31 décembre 2002, la société disposait d'une trésorerie de USD 170 millions. Le bilan de la société est très bon avec très peu de dette et une position « cash » qui lui permet de financer les explorations et les investissements de manière continue.

■ Perspective

Pour 2003, on estime que la société pourra produire 1,7 millions d'onces d'or, pour un coût d'environ USD 210 par once. La politique prudente menée par le management au cours des années de bas prix de l'once d'or sur le marché, a positionné la société pour qu'elle puisse tirer entier bénéfice d'un environnement meilleur au niveau des prix.

Les projets immédiats de la société sont la réactivation des opérations à Refugio et, si elle en reçoit l'approbation, la réactivation du site de Kettle River. Elle prévoit également le développement de Birkachan, un site proche de son exploitation de Kubaka dans l'extrême est russe. Tout ceci devrait

être accompli sur fonds propres, c'est à dire sans augmentation des dettes à long terme.

En décembre de l'année passée, le cours de l'once d'or a « cassé » la résistance de USD 325/once suivi d'une poussée jusqu'à USD 380/once. La correction actuelle laisse le cours dans son canal haussier qui a démarré en avril 2001. La situation géopolitique actuelle devrait engendrer un redressement du cours. On notera que, si la production annuelle globale s'élève à 2.500 millions d'onces, la consommation – elle – atteint 4.500 millions d'onces. Il y a bien le recyclage et les réserves des banques centrale, mais à moyen terme, cet écart se marquera dans le cours.

■ Notre opinion

Une position dans cette valeur pourra être constituée progressivement, tout en ne négligeant pas les possibilités de trading qui amortiront le prix de revient.

■ SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (SGN – Euronext Paris) – Banque – 49,37 EUR

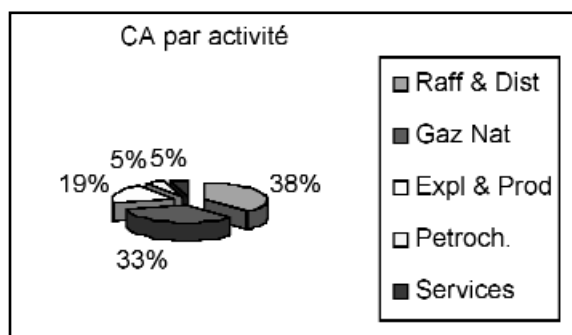
■ Profil

ENI est un des géants mondiaux de l'énergie. Romaine, ENI est une des plus grandes entreprises italiennes et a su s'imposer à l'international, opérant dans plus de 70 pays avec près de 70 000 collaborateurs. Sites d'extraction de gaz, de pétrole, centrales électriques, raffineries, usines pétrochimiques, stations services, ENI est présent dans tous les domaines touchant aux hydrocarbures. Position encore renforcée par l'acquisition en novembre 2002, de la filiale norvégienne du finlandais Fortum. Une opération qui confirme la volonté du groupe italien de développer son cœur de métier, et qui lui permet un positionnement de premier plan dans la zone stratégique que représente la mer du Nord. Un chiffre éloquent, le groupe produit plus d'un million de barils de pétrole (un baril contient 159 litres) par jour, et vise 1,5 millions en 2003. Classé comme une des premières industries pétrochimiques au monde, le groupe ENI occupe les rangs de second européen en volume de vente de gaz (production en Algérie et Russie essentiellement), de cinquième européen en terme de raffinage, de sixième mondial en ce qui concerne les réserves et de septième mondial en terme de production. Sans compter son pôle expertise et ingénierie (conception d'infrastructures, onshore, offshore) reconnu dans le monde entier. A noter que le groupe italien a pris, en juin 2002, en collaboration avec le groupe allemand EnBW, le contrôle de l'opérateur gazier GVS, Gasversorgung Süddeutschland GmbH. La campagne d'acquisitions du groupe s'accélère encore avec l'OPA initiée sur Italgas pour le contrôle de la totalité du capital restant, opération conclue en janvier 2003 et l'acquisition non moins récente de 50% de la filiale gazière de l'espagnol Union Fenosa.

Le résultat net est passé de EUR 2.328 millions en 1998 à 4.582 millions en 2002. Son actionariat se compose de l'Etat Italien (30.33%), San Paolo-IMI (2.32%), Goldman Sachs (2.23%) et la « Fondazione Monte dei Paschi di Siena » (2.14%). Le bénéfice par action est de 1,98 EUR en 2002 contre 0,58 EUR en 1998.

■ Perspective

Les actifs d'Edison dans le gaz égyptien intéressent sept candidats, a déclaré une source proche des discussions. "Sept sociétés ont dit qu'elles soumettraient des offres contraignantes aux conseillers d'ici le délai limite de la fin du mois d'avril", a ajouté la source, précisant que ces sociétés étaient aussi bien étrangères qu'italiennes. ENI le premier groupe pétrolier et gazier italien, passe pour être l'un des candidats mais il est lui aussi resté muet. Pourtant, son administrateur délégué Vittorio Mincato a dit en février que son groupe était moins intéressé par cette opération après avoir convenu de racheter la moitié des actifs gaziers de la société espagnole de services collectifs Union Fenosa. On voit ainsi combien cette société reste active dans le domaine des acquisitions. Il n'est donc pas irréaliste de penser que la nouvelle répartition des champs pétrolifères d'Irak pourrait l'intéresser.



■ Notre opinion

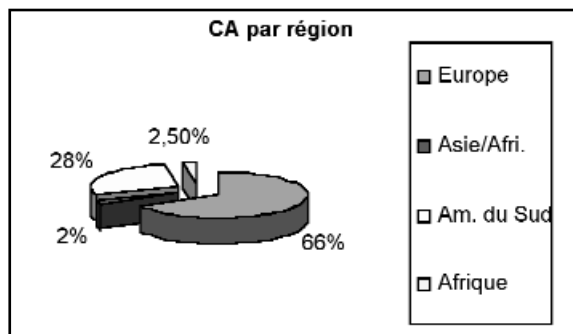
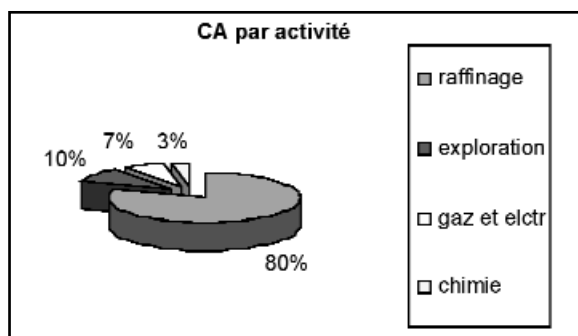
Cette valeur de qualité ne pourrait que bénéficier d'une crise énergétique faisant suite au conflit en Irak. Le développement de son exploitation de gaz naturel la met en excellente position face au marché qui cherche encore et toujours des sources énergétiques de substitution. Un achat aux environs de 11-12 EUR avec un objectif à 16 EUR nous paraît réaliste.

■ REPSOL YPF (REPSM – Madrid) – Pétrolière – 13,55 EUR

■ Profil

Repsol occupe aujourd'hui une position enviable dans la cour des grands, depuis l'acquisition du numéro un argentin du même secteur, YPF. Présent dans 27 pays, le groupe possède d'immenses réserves de pétrole et de gaz en Amérique du Sud (avec notamment plus de 40% des ressources en Argentine) et en Afrique du Nord. Repsol YPF est présent sur l'ensemble de la chaîne de production, de l'exploitation à la distribution et au marketing en passant par la production. Au travers de ses cinq raffineries en Espagne, et sous des marques telles que Campsa, Petronor ou Repsol, il fabrique de nombreux produits chimiques, plastiques et polymères, utilisés dans divers secteurs de l'industrie : construction, électroménager, et transports, entre autres. Parmi ses produits, citons des liants pour le béton des routes, des gaz pour moteurs à explosion, ou des cires qui protègent les pneus des véhicules. En outre, n'oublions pas l'importance de son réseau de distribution d'essence : au total, le groupe gère plus de 3 400 stations-services en Espagne, et près de 3 900 en Amérique Latine.

La société emploie 35.400 personnes. Son résultat net est passé de 875 millions d'euro en 1998 à 1.952 millions d'euro en 2002. Son bénéfice par action est en croissance régulière (0,97 EUR en 1998 à 1,60 EUR en 2002)



■ Perspective

Les réserves de ce groupe pétrolier sont principalement situées en Amérique latine et en Afrique du Nord avec 5 raffineries en Espagne, 3 en Argentine et 1 au Pérou. Repsol a fort souffert de ses positions en Argentine (l'Amérique Latine représente 28% de son chiffre d'affaires).

Depuis le début 2002, le groupe démontre sa volonté à développer ses activités gazières en partageant les rôles avec sa filiale Gas Natural. Cette restructuration va ainsi lui permettre de proposer une offre globale dans le domaine du gaz. Elle s'est opposée au projet de Gaz Natural d'offre à 17 euro/action sur Iberdrola estimant que cette opération alourdirait l'endettement du groupe.

Elle est peu présente au Moyen Orient, ce qui ne veut pas dire qu'elle ne s'y intéresse pas.

■ Notre opinion

Etant donné la participation de l'Espagne auprès des Américains à la seconde guerre du Golfe, nous pensons que Repsol pourrait être une des participantes au partage qu'effectueront les vainqueurs. Les résultats antérieurs croissants ainsi que cette nouvelle participation au pétrole irakien, nous incitent à recommander des achats sur repli en considérant qu'un niveau de 12 EUR peut être envisagé.

Analyse technique

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Dans notre nouvelle rubrique analyse technique, nous traiterons ce mois-ci des MACD (Moving Average Convergence Divergence). Comment les analyser, quels sont les types de MACD, quels MACD choisir ? Autant de questions qui trouveront leurs réponses dans les pages qui suivent. Tous les instruments de l'analyse technique (graphiques, indicateurs, stratégies de filtrage) sont disponibles sur notre site transactionnel Leleux On Line. N'hésitez pas à demander l'activation gratuite de ce service auprès de votre chargé de clientèle habituel.

■ Qu'est-ce qu'un MACD ?

Le MACD est un indicateur qui découle directement de la théorie des moyennes mobiles. Comme son nom l'indique, l'indicateur analyse la convergence ou la divergence entre deux moyennes mobiles de longueurs différentes. Pour le dire en termes simples, on calcule tous les jours l'écart qui existe entre deux moyennes mobiles des cours (une moyenne courte et une longue), et on reporte ces données sur un graphique. Au final, l'indicateur compare donc les écarts entre deux consensus d'anticipations. Il renseigne dès lors le premier sur les changements dans les anticipations des investisseurs. Il apporte une information sur la tendance et les dernières modifications d'opinions. Vous pouvez dès lors vous positionner en conséquence. Les MACD réduisent très fortement le risque de l'investissement, en vous maintenant du bon côté du marché.

■ Quel MACD employer ?

Ce qui différencie un MACD d'un autre, c'est avant tout la période de temps retenue pour les deux moyennes de référence (13 jours, 24 jours, 50 jours, 150 jours, etc.). Dans la littérature, on retrouve de nombreuses pratiques, mais on emploie couramment les MACD suivants :

Tendance	Moyenne à employer
Très court terme	Moyennes à 3 et 6 jours
Court terme	MACD 13/24
Moyen terme	MACD 24/50
Long terme	MACD 50/150
Très long terme	MACD 150/200

■ Comment interpréter le MACD ?

a) La tendance

Lorsque le **MACD est haussier**, la moyenne courte monte de plus en plus vite par rapport à la moyenne longue. Le phénomène bullish (haussier) prend de plus en plus de force, comme en témoigne la figure 1.

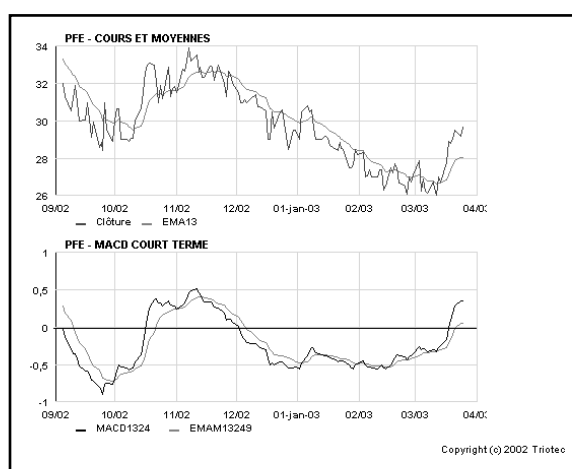


Figure 1 : MACD bullish

Lorsque le **MACD est baissier**, la moyenne courte baisse de plus en plus vite par rapport à la moyenne longue. Le phénomène bearish (baissier) prend de plus en plus de force, comme sur la figure 2.

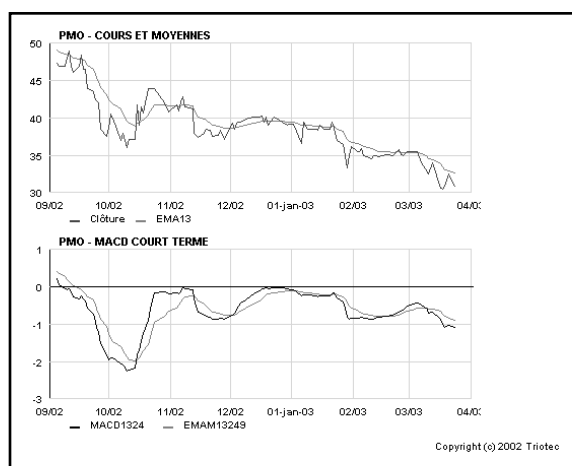


Figure 2 : MACD bearish

b) Le niveau du MACD

Lorsque le MACD a **une valeur positive** (c'est-à-dire lorsqu'il se trouve au-dessus de la barre zéro),

cela signifie simplement que la moyenne courte se situe au-dessus de la moyenne longue.

C'est un phénomène purement *bullish* (haussier) Les investisseurs sont plus enthousiastes à court terme. Lorsque le MACD a une **valeur négative** (c'est-à-dire lorsqu'il se trouve en dessous de la barre zéro), cela signifie simplement que la moyenne courte se situe en dessous de la moyenne longue. C'est un phénomène purement bearish (baissier) Les investisseurs sont moins enthousiastes à court terme.

c) Les **inflexions** (à la hausse, à la baisse)

Elles signalent tout simplement une inversion de tendance à venir.

d) Le **croisement de la barre zéro (Golden Cross)**

Signaux de hausse : le MACD **croise à la hausse la barre zéro**. Cela signifie qu'il y a croisement vers le haut de la moyenne mobile courte à travers la moyenne mobile longue. Les opinions s'améliorent

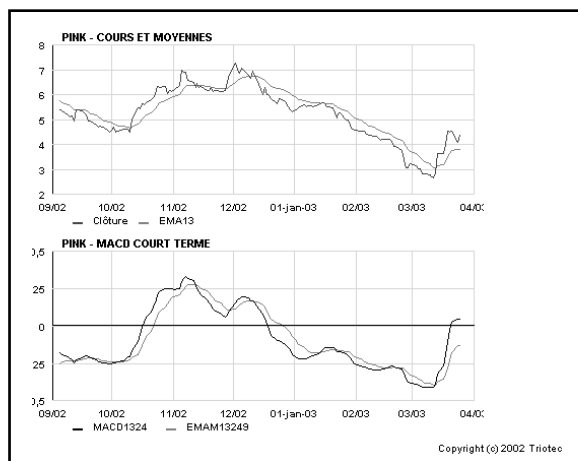


Figure 3 : MACD croise la barre zéro à la hausse

Signaux de baisse : le MACD **croise à la baisse la barre zéro**. Cela signifie qu'il y a croisement vers le bas de la moyenne mobile courte à travers la moyenne mobile longue. Les opinions se détériorent.

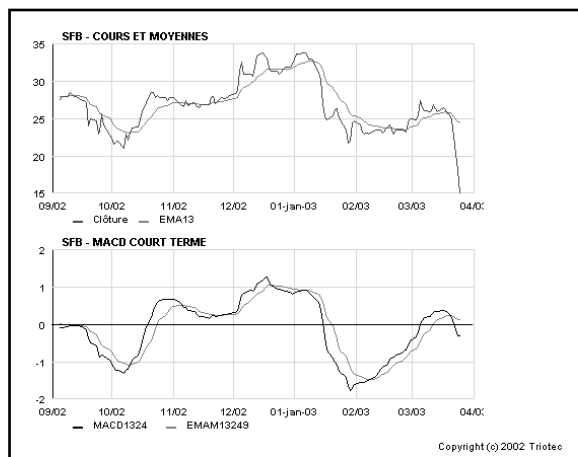


Figure 4 : MACD croise la barre zéro à la baisse

e) Le **croisement de la Ligne de signal (Silver Cross)**

Une technique assez répandue consiste à tracer une ligne de signal sur le MACD. Cette ligne de signal est en réalité une moyenne mobile très courte du MACD lui-même. Elle permet de lisser les variations, et surtout d'anticiper plus rapidement les convergences et les divergences. Signaux de hausse: le MACD **traverse la ligne de signal à la hausse**, comme sur la figure 5.

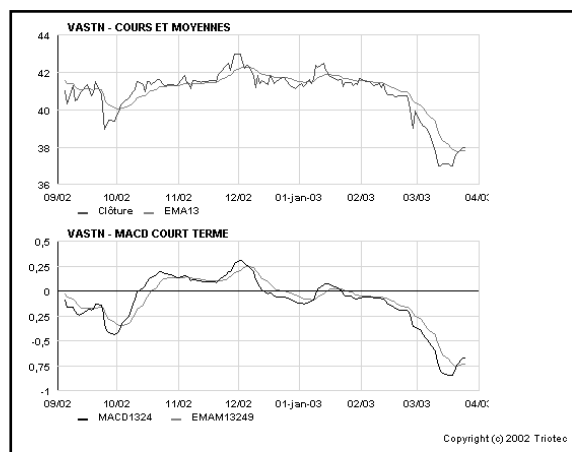


Figure 5 : MACD croise sa ligne de signal à la hausse

Signaux de baisse: le MACD **traverse la ligne de signal à la baisse**. Voir figure 6.

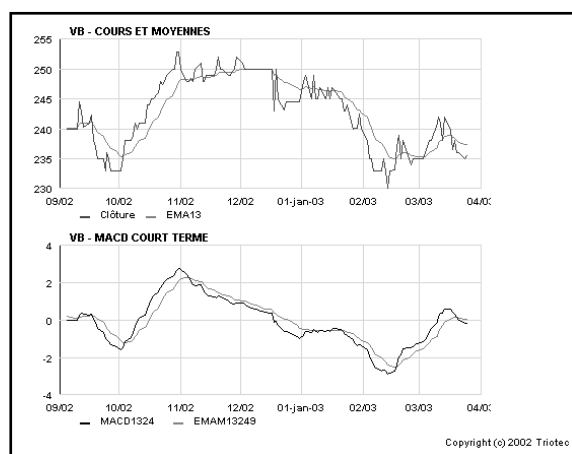


Figure 6 : MACD croise sa ligne de signal à la baisse

■ CONCLUSIONS

Le MACD découle directement de la théorie des moyennes mobiles. Il renseigne le premier sur les changements dans les anticipations des Investisseurs. Il réduit très fortement le risque de l'investissement, en vous maintenant du bon côté du marché.

Gestion de Fortune

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

La cellule de gestion de fortune de la société de bourse a maintenu durant le mois de mars les pourcentages de répartition des trois grandes catégories d'actifs (Obligations, Actions à long terme, Actions à court terme) dans les portefeuilles. Cette répartition se présente comme suit :

- Gestion défensive :
 - 75 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 5 % en actions à court terme

- Gestion neutre :
 - 65 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme

- Gestion offensive :
 - 55 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme

- Gestion agressive :
 - 50 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 20 % en actions à court terme

Il est à noter que la partie «Actions à long terme» est gérée en privilégiant une philosophie de gestion collective, en opposition à une approche de Stock Picking. Ainsi, cette partie sera constituée par des fonds communs de placement sélectionnés et surveillés par nos gestionnaires, et ce afin d'optimiser la diversification du risque. Dans l'attente d'un signe clair de redressement des marchés, les gestionnaires de la cellule conservent la partie « actions à long terme » en liquidités, et ce afin d'attendre sereinement le point bas des marchés boursiers.

Durant le mois de mars 2003, la cellule de gestion de fortune a maintenu sa politique de retenue face à la morosité des marchés et au climat international tendu. Néanmoins, nous avons profité d'une opportunité de trading sur le titre bancaire belge Dexia, acheté le 6 mars 2003 à 8,60 EUR et revendu le 24 mars à 9,25 EUR, soit une plus-value de 7,50 % en 12 jours. Deux positions de trading restent en portefeuille, en Fortis à un cours moyen de 16,20 EUR et en Pechiney à un cours moyen de 25,71 EUR.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations sur notre service de gestion de fortune.

Euro-Obligations

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

A présent que la guerre contre l'Iraq bat son plein, les investisseurs sont plus que jamais à la recherche de placements sécuritaires en obligations, ce qui a pour effet une pression sur les rendements, rendements qui s'amenuisent de jour en jour. Il est vrai que la confiance des consommateurs est également au plus bas depuis le 11 septembre 2001. De plus, afin de donner de l'oxygène à leurs économies, les banques centrales américaines et européennes maintiennent les taux bas et sous pression. Autant de raisons pour rechercher des alternatives dans d'autres compartiments...

■ Première alternative : les monnaies scandinaves fortement corrélées à l'Euro (profil défensif)

Notre préférence pour la NOK reste d'actualité, au vu des rendements offerts supérieurs. Du fait de la guerre, la notion de réserves pétrolières propres trouve ici toute son importance. Pour rappel, l'économie norvégienne est axée sur le pétrole et le gaz. En Suède, le déclenchement des hostilités de guerre a pour conséquence un resserrement des liens avec le bloc européen et l'Euro. Nous nous attendons à une plus-value sur la SEK lors de son entrée dans le club de l'Euro, entrée qui se fait de plus en plus probable comme l'indiquent les sondages.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
NOK	European Invest. Bank	6.000 %	07-02-05	101.85	4.920 %	AAA
NOK	Kommunalbanken	5.000 %	07-04-06	99.620	5.140 %	AAA
NOK	Nestlé Holding	5.250 %	27-03-07	100.31	5.160 %	AAA
DKK	City of Copenhagen	4.500 %	22-12-09	103.11	3.960 %	N.A.
SEK	Dekabank	4.000 %	06-02-07	99.400	4.170 %	AA

■ Deuxième alternative : les pays à matières premières (risque faible à moyen)

Les pays dotés de réserves importantes en matières premières voient leurs monnaies s'apprécier contre Euro. Les rendements affichés sur les obligations en CAD, AUD et NZD restent supérieurs, et constituent une excellente diversification dans les portefeuilles obligataires.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
AUD	Swedish Export Credit	5.250 %	19-09-07	100.26	5.170 %	AA+
AUD	Council of Europe	5.500 %	18-01-12	101.09	5.340 %	AAA
NZD	Dexia Municipal Agency	5.750 %	07-04-09	97.930	6.170 %	AAA
NZD	S.N.C.F.	5.500 %	09-04-08	97.520	6.090 %	AAA
CAD	Toyota Credit Canada	4.750 %	30-12-08	99.040	4.940 %	AAA
CAD	Province of Manitoba	4.250 %	29-06-07	99.290	4.430 %	AA-
ZAR	European Invest. Bank	11.00 %	28-12-06	100.24	10.64 %	AAA

■ Les emprunts en EUR :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Fortis Finance	4.250 %	27-03-13	97.800	4.530 %	A+
EUR	Bayer	5.375 %	10-04-07	101.80	4.870 %	A+

De nombreuses alternatives existent donc aux faibles rendements offerts en EUR. Ces alternatives devraient contenter tous les profils de risque, des plus défensifs aux plus actifs. N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations. De même, votre chargé de clientèle habituel se fera un plaisir de vous présenter les dernières offres des marchés et vous fournira de plus amples informations sur les émissions qui vous intéressent. Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les informations et données reprises dans le tableau ont été recueillies à partir de sources que nous jugeons fiables. Toutefois, nous ne garantissons pas leur exactitude, ni leur exhaustivité. Finalement, la sélection d'euro-obligations présentée ci-dessus a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

Agenda

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ Mardi 8 avril 2003 à 19 heures : Conférence

Thème: Présentation du site Internet
Leleux On Line
Orateur: Olivier Leleux – Administrateur délégué
Lieu: Liège - AEI
Langue: Français
Inscription: Vincent et Françoise Thoreau –
Agence de Liège –
Tel: 04/221.23.44

■ Mercredi 9 avril 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème: Introduction générale à l'analyse
technique
Orateur: Dirk Hermans – Chargé de clientèle
Lieu: Bruxelles
Langue: Néerlandais
Inscription: Tom Verlinde – Tel: 02/250.12.84

■ Lundi 14 avril 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème: Présentation du site Internet
Leleux On Line
Orateur: Dirk Hermans – Chargé de clientèle
Lieu: Melsele
Langue: Néerlandais
Inscription: Paul Melis – Agence de Melsele –
Tel: 03/775.61.25

■ Mercredi 16 avril 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème: Introduction générale à l'analyse
technique
Orateur: Olivier Leleux – Administrateur délégué
Lieu: Bruxelles
Langue: Français
Inscription: Charles Monteyne – Tel: 02/250.12.87

■ Mardi 22 avril 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème: Introduction générale à l'analyse
technique
Orateur: Dirk Hermans – Chargé de clientèle
Lieu: Melsele
Langue: Néerlandais
Inscription: Paul Melis – Agence de Melsele –
Tel: 03/775.61.25

■ Mardi 29 avril 2003 à 19 heures : Conférence

Thème: Introduction générale à l'analyse
technique
Orateur: Olivier Leleux – Administrateur délégué
Lieu: Mons-Casteau
Langue: Français
Inscription: Roseline Bisoux – Agence de Mons-
Bertaimont – Tel: 065/84.00.00
Sarah Astierperet – Agence de
Mons-Havré – Tel: 065/31.13.76
Pierre Cauchie – Agence de Ath –
Tel: 068/28.36.20

Avertissement

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:

le 28 mars 2003.

