

# Edito

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

Cher Client,

Depuis plusieurs mois, Leleux Associated Brokers vous a recommandé une nouvelle répartition de votre portefeuille, en privilégiant le renforcement de la partie obligataire de celui-ci. Aujourd'hui, malgré des taux d'intérêt et des rendements relativement faibles, nous maintenons cet avis. Des baisses de taux en Europe et aux Etats-Unis ne sont pas à exclure dans un bref délai.

Parallèlement à ce renforcement obligataire, nous vous avons également proposé de mettre en place une stratégie de trading à court terme, alliant analyse technique des valeurs et utilisation d'ordres stop loss et d'outils de couverture de votre portefeuille. Le trading à court terme implique une rigueur importante et un suivi quotidien de la part de l'investisseur particulier. Il nécessite également la limitation des objectifs de bénéfice ainsi que la détermination de niveaux maximum de perte. Le mini rallye boursier que nous connaissons depuis un peu plus d'un mois ne nous a pas convaincu sur la réalité d'une reprise des marchés à court terme. Nous nous attendons plutôt à des marchés relativement faibles au début de l'année 2003. Dès lors, nous maintenons notre opinion quant à l'opportunité de suivre une stratégie de trading à court terme.

Dans cette démarche bidirectionnelle de gestion de votre portefeuille, Leleux Associated Brokers se présente comme votre partenaire privilégié. Pour rencontrer vos attentes, nous avons mis en place la logistique nécessaire à ces nouveaux besoins, et ce tant au point de vue ressources humaines qu'au niveau technique.

Sur le plan des ressources humaines, Leleux Associated Brokers a renforcé son équipe de soixante chargés de clientèle en ouvrant deux nouvelles agences, à Tournai et à Ypres. Ces deux nouvelles agences, opérationnelles dès la mi-décembre de cette année, compléteront ainsi notre présence dans plus de 25 grandes villes de notre pays. Vous y trouverez conseils et assistance pour vos décisions d'investissement.

Sur le plan technique, Leleux Associated Brokers a également appliqué sa stratégie de placement en vous proposant une toute nouvelle version de Leleux On Line. Désormais, outre une liste d'euro-obligations mise à jour en temps réel directement par notre table de trading, le nouveau site vous propose une application unique d'analyse technique, vous permettant de détecter sans aucune difficulté les signaux de hausse et de baisse, à court, moyen et long terme. De nombreuses autres fonctionnalités ont été ajoutées au site, faisant de celui-ci un des plus performants du marché européen. De plus, afin de prévenir les questions que l'utilisateur de Leleux On Line pourraient se poser, Leleux Associated Brokers vous fera parvenir prochainement un manuel complet d'utilisation du nouveau site internet, ainsi qu'un guide d'analyse technique.

Finalement, afin de vous présenter notre stratégie de placement et ses applications pratiques, notamment en termes d'utilisation de l'analyse technique et d'ordres stop loss, Leleux Associated Brokers organise dans de nombreuses agences des séminaires d'informations chaque semaine. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour de plus amples informations à ce propos.

En espérant vous rencontrer prochainement à l'occasion d'une de ces présentations et en vous présentant nos meilleurs vœux pour l'An Neuf, nous vous souhaitons une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Pour le Conseil  
d'Administration  
**Olivier Leleux**  
Administrateur-Délégué



# Indices

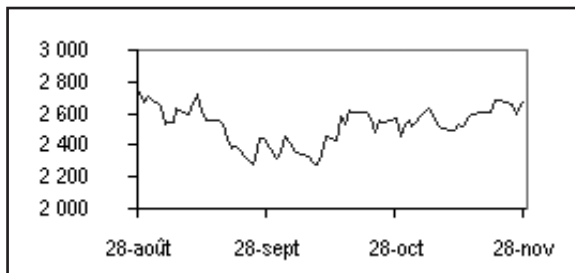
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	28/11/02	31/12/01	Différence au 24/10/02	Différence au 31/12/01	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	360,10	506,78	7,09%	(28,94%)	(48,67%)
BEL 20 (Belgique)	2.080,88	2.782,01	4,44%	(25,20%)	(43,48%)
CAC 40 (France)	3.329,99	4.624,58	8,29%	(27,99%)	(51,89%)
DAX (Allemagne)	3.380,76	5.160,10	9,41%	(34,48%)	(58,08%)
FTSE 100 (G-B)	4.185,40	5.217,40	1,99%	(19,78%)	(39,61%)
NASDAQ (EUR)	2.966,48	7.362,97	5,97%	(59,71%)	(63,71%)
HEX (Finlande)	6.871,64	8.805,01	13,11%	(21,96%)	(55,38%)
OMX (Suède)	584,02	846,49	17,41%	(31,01%)	(54,47%)
SMI (Suisse)	5.149,90	6.417,80	5,17%	(19,76%)	(37,42%)
DJ Stoxx 50	2.675,37	3.706,93	4,56%	(27,83%)	(48,38%)
DJII (USA)	8.931,88	10.136,99	7,39%	(11,89%)	(23,81%)
NASDAQ (USA)	1.488,72	1.987,17	14,63%	(25,08%)	(70,51%)
TS 300 (CAD)	6.629,39	7.675,00	4,64%	(13,62%)	(38,56%)
NIKKEI (Japon)	9.176,78	10.542,62	6,53%	(12,96%)	(59,51%)
TWSE (Taiwan)	4.646,69	5.551,24	1,57%	(16,29%)	(32,07%)
STI (Singapour)	1.391,53	1.625,98	(4,49%)	(14,42%)	(32,76%)
MSCI World (J-2)	835,545	1.007,97	6,52%	(17,11%)	(42,51%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	3,055%	3,294%	(5,71%)	(7,26%)	(40,47%)
Taux USD 3 mois	1,220%	1,680%	(26,02%)	(27,38%)	(80,89%)
Taux EUR 10 ans	4,525%	4,934%	(2,46%)	(8,29%)	(14,64%)
Taux JPY 10 ans	1,010%	1,368%	(6,31%)	(26,17%)	(47,04%)
Taux USD 10 ans	4,250%	5,101%	3,16%	(16,68%)	(28,08%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	0,9943	0,8828	1,63%	12,63%	(16,13%)
EURO en GBP	0,6408	0,6095	1,81%	5,14%	(4,29%)
USD en JPY	122,19	131,26	(1,27%)	(6,91%)	(23,46%)
Or (once en USD)	318,85	276,45	2,21%	15,34%	(3,16%)
\$/baril	25,14	20,31	(5,60%)	23,78%	(32,40%)

# Graphiques

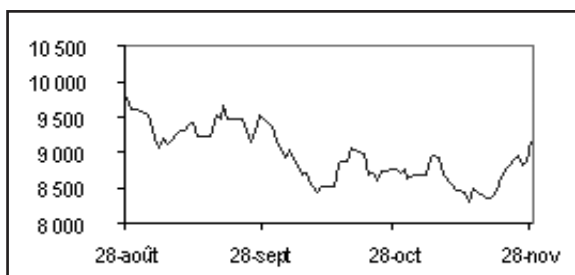
EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ DJ Stoxx 50



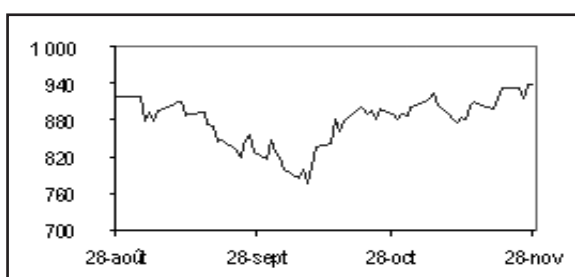
Le ciel boursier semble se dégager au moment où l'horizon économique s'assombrit. L'indice Euro Stoxx 50 a rebondi de 14% depuis son plus bas d'octobre malgré les prises de bénéfices récentes. Au même moment, la Commission européenne a abaissé ses prévisions de hausse du PIB pour la zone euro, les ramenant à 0,8 % seulement pour cette année et à 1,8 % pour l'an prochain.

## ■ Nikkei 225



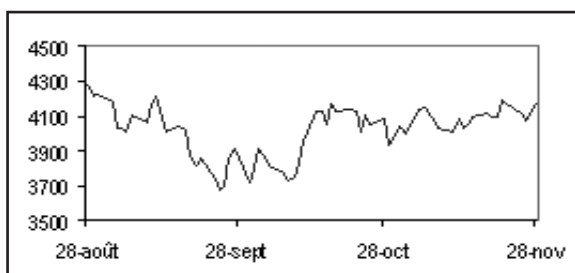
Le marché japonais, malgré les dispositions du gouvernement, a poursuivi son effritement. Ce n'est qu'avec beaucoup de timidité qu'il a connu quelques sursauts qui furent malheureusement sans lendemain.

## ■ S & P 500



Si Wall Street baisse régulièrement depuis le mois de mars, c'est que les marchés redoutent un « double dip » (double plongeon), c'est-à-dire une rechute en récession de l'économie américaine ou, pis encore, une période de déflation à l'image de la grande dépression de 1929. Comment expliquer le rebond de près de 20 % du Dow Jones depuis début octobre, alors que les derniers indicateurs économiques américains ne cessent de se dégrader et que la consommation des ménages a chuté de 4 % en septembre (par rapport à août) ?

## ■ FT 100

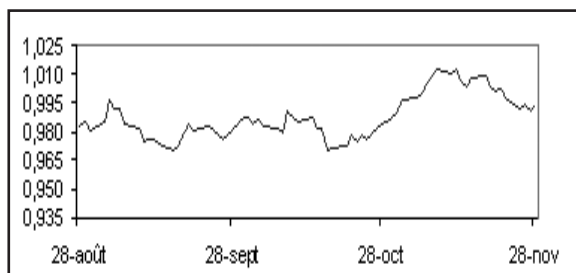


La performance du marché londonien est moins bonne que la performance moyenne des marchés européens. Effet de la livre sterling ou de l'inquiétude liée à un engagement plus certain auprès des Etats-Unis dans leur lutte contre Saddam Hussein ?

# Devises

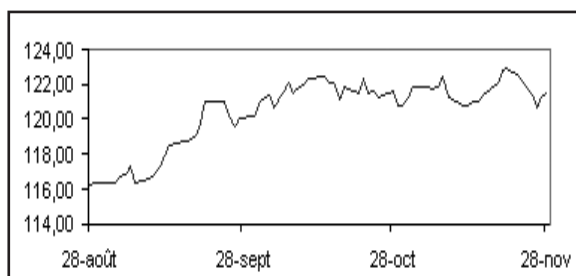
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ Euro vs Dollar



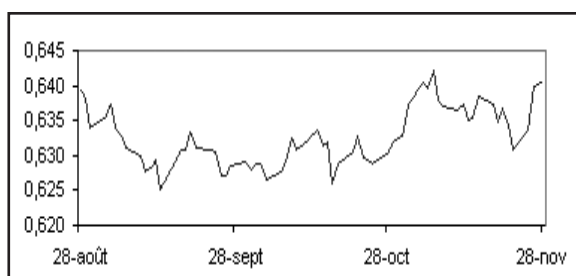
Une observation à long terme confirme bien la faiblesse du dollar qui, sur la période des derniers trois mois écoulés, maintient encore son niveau face à la devise européenne.

## ■ Euro vs Yen



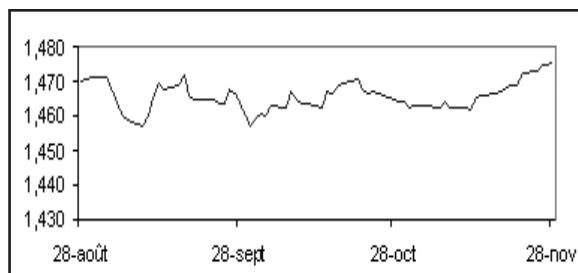
La position du yen face à l'Euro poursuit sa détérioration. L'ambiguïté des décisions des autorités nipponnes peut en être la cause. Mais c'est encore et toujours l'incertitude au niveau des banques qui inquiète.

## ■ Euro vs Livre Sterling



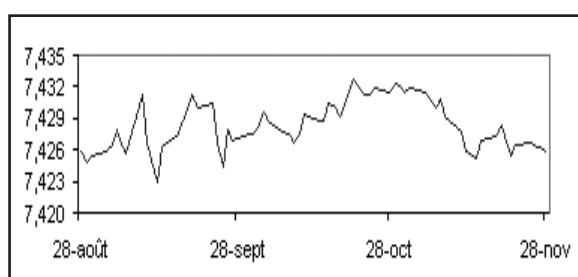
La période sous revue fut hésitante mais en fin de parcours, on se retrouve au niveau de fin août. Toujours l'hésitation quant à la participation de la Grande Bretagne au conflit irakien.

## ■ Euro vs Franc Suisse



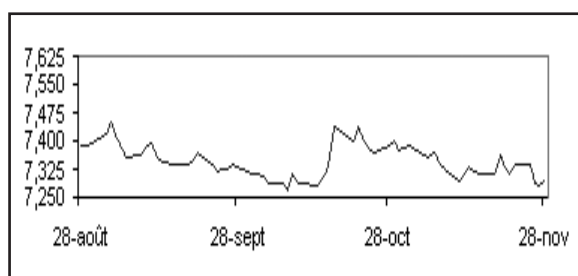
Légère appréciation de l'Euro face à la devise suisse. Les discussions fiscales (dont question dans notre revue d'octobre) se poursuivent.

## ■ Euro vs Couronne Danoise



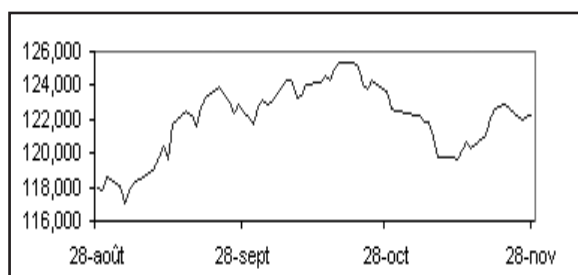
L'hésitation dans les marchés monétaires se confirme encore ici. Avec comme résultat, un léger recul de la devise européenne.

## ■ Euro vs Couronne Norvégienne



Comme face à la couronne danoise, l'Euro s'est quelque peu effrité face à la devise norvégienne. C'est une probable conséquence de l'évolution du cours du baril de pétrole.

## ■ Dollar vs Yen



La fermeté du dollar s'est encore maintenue pendant la période. Les causes de cette faiblesse du yen sont identiques à celles observées face à l'Euro.

# Economies

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

L'économie mondiale montre, certes, des évolutions asynchrones selon les zones considérées mais, hormis au Japon, pris dans une trappe à liquidités, les risques de déflation ou de récession profonde ne sont peut-être plus si évidents à court terme. De même, comme l'a souligné Alan Greenspan, en dépit de l'impact des pertes de 8 000 milliards \$ sur les marchés actions depuis mars 2000, du fort recul de l'investissement productif jusqu'au 1er trimestre 2002 et des conséquences directes et indirectes des attentats du 11 septembre 2001, l'économie US continue de croître « mollement ». Aucune institution financière américaine majeure n'a été conduite à la faillite. Il y a eu sur les deux ou trois dernières décennies, une augmentation marquée de la capacité des économies modernes à absorber les chocs imprévus. Les instruments financiers actuels ont particulièrement contribué au développement d'un système financier bien plus flexible, efficace et résistant que ce qui existait, il y a un quart de siècle, mais avec les « dérives » que l'on connaît.

Des divergences importantes d'évolution économique existent entre les différentes zones sans, pour autant, créer d'écart de performance majeur entre les marchés financiers, principalement américain et européen. Car les marchés sont plus préoccupés par l'évolution globale de l'économie et les risques systémiques ou géopolitiques que par les décalages conjoncturels entre zones. Ils ont peut-être intégré une partie de récession plus importante que ce qui peut être apprécié actuellement. Les niveaux de valorisation paraissent normaux aujourd'hui au regard d'une visibilité économique qui ne s'accroît que faiblement et limitent les espoirs d'une appréciation des actions à court terme.

## ■ ETATS-UNIS

Conjonction, depuis janvier 2001, de politiques monétaire et budgétaire historiquement accommodantes ont permis d'éviter une récession marquée. Les 3 premiers trimestres 2001 ont affiché des évolutions négatives du PIB (-0.6 %, -1.6 %, -0.3 % d'un trimestre à l'autre), l'année se terminant toutefois sur une note positive (+0.3 %) après +3.8 % en 2000, +4.1 % en 1999, +4.3 % en 1998. Une croissance de 3 % en 2002 sera conditionnée, toutefois, par les ventes de Thanksgiving et de Noël

dont les perspectives sont mitigées et dont l'importance est capitale ; moyennes pour Wal Mart, très positives pour Toys R Us, mauvaises pour Home Depot. Le PIB pourrait progresser de 3.5 % en 2003. Car il faut admettre qu'une inflexion dans la croissance s'est produite au cours de l'été, la demande se faisant moins vive et entraînant une baisse de la vitesse de restockage, un tassement de la production et une hausse du chômage. Ce mouvement a été concomitant à celui de la baisse de confiance des consommateurs, liée en particulier aux craintes géopolitiques. De plus, la croissance est actuellement très déséquilibrée, car tirée principalement par la consommation. Pour 3 % de croissance du PIB au 3eme trimestre en rythme annuel, 2.9 % sont dus à la consommation, dont 2/3 via les biens durables, dont les ventes d'automobiles (avec des taux de financement à 0%). La bonne tenue du marché immobilier et de la rénovation ont également contribué à la bonne tenue de la consommation.

Clairement, la consommation des ménages (75 % du PIB), qui a contre-balançé le recul des stocks et de l'investissement jusqu'au 3eme trimestre 2001, constitue le principal moteur de la croissance. Elle a été largement soutenue par des injections de pouvoir d'achat massives via la baisse des taux d'intérêt, les réductions d'impôts et les opérations de « remortgage ». C'est pourquoi le marché craint que la hausse du chômage, fruit des restructurations massives, et la hausse du taux d'épargne ne constituent un frein à la consommation avant que le restockage et l'investissement ne prennent le relais. Les statistiques du PIB du 3eme trimestre 2002 montrent qu'investissement et stockage s'améliorent.

Il n'existe pas de risque déflationniste aux Etats-Unis : les indicateurs avancés d'inflation sont repartis nettement à la hausse. Les PPI et CPI traduisent une remontée des prix, ce qui donne aux entreprises un « pricing power » qui leur manquait jusqu'à présent pour reconstituer leurs marges. D'un autre côté, les risques inflationnistes sont faibles pour l'instant: les cours du pétrole, hormis quelques pics liés à des tensions géopolitiques ponctuelles, pourraient se stabiliser. Malgré un niveau de liquidités élevé dans l'économie, la vitesse de progression de M3 ralentit. La productivité, à savoir la production horaire, progresse sur un « trend » soutenu. C'est logique, puisque la production en valeur progresse (demande

finale soutenue, effet-prix) et que le nombre d'heures travaillées diminue (hausse du chômage, baisse des heures travaillées par employé). C'est également la conséquence de l'intégration des innovations technologiques réalisées à la fin des années 1990 et qui portent aujourd'hui leurs fruits, comme l'a rappelé A. Greenspan dans son discours au Congrès. Mais entre 1996 et 2000, la profitabilité a fortement chuté en raison d'une progression des coûts (emploi, investissement, stockage) nettement supérieure à celle de la productivité. Grâce aux restructurations massives entamées fin 2000 (réductions d'effectifs, déstockage, désinvestissement), la profitabilité est nettement repartie à la hausse. Ce phénomène sera amplifié par la capacité des entreprises à remonter leurs prix.

## ■ EUROPE

La zone euro connaît un environnement économique difficile marqué par des rigidités sociales et des contraintes monétaires, budgétaires et de change telles que la seule variable d'ajustement pour les entreprises est l'emploi. La montée inéluctable du chômage en Europe, bien plus lente que celle enregistrée aux États-Unis en raison d'une réglementation plus forte, a des conséquences beaucoup plus dommageables sur le niveau de la confiance et la consommation. Or les entreprises européennes n'ont pas le choix : elles sont confrontées, jusqu'à présent, à un recul de leur productivité (production horaire) et de leur profitabilité (taux de marge incluant le coût de l'emploi, du stockage et de l'investissement), alors que la productivité US est sur une pente ascendante et que la profitabilité US repart fortement depuis fin 2000, date qui a marqué le début de restructurations massives et brutales.

Les contraintes monétaires résident dans les objectifs de la BCE : au lieu d'utiliser un mix d'indicateurs économiques, elle se focalise, en matière d'inflation, sur un IPCH (voir définition dans notre revue mensuelle d'octobre) peu représentatif de la situation de certains pays. Ainsi un objectif plafond à 2 % interdit un assouplissement monétaire qui serait nécessaire aux principaux pays européens (Allemagne, France, soit largement plus de 50 % du PIB de la zone) qui affichent des taux d'inflation bien inférieurs à 2 %. Car l'IPCH est supérieur à 2 % et va le rester encore quelques mois en raison d'un effet de base lié à la forte chute du pétrole entre septembre et janvier 2001. Il est concevable que la BCE finisse par prendre en compte l'état de l'activité (en particulier en Allemagne), à l'instar de la Fed qui a « capitulé » face à la baisse des marchés-actions, et baisse ses taux directeurs début décembre. Il n'en reste pas moins que le différentiel de taux courts réels

(ils sont positifs de 195 bp en Allemagne et négatifs de 75 bp aux USA) n'est pas tenable.

Les contraintes budgétaires résident dans le Pacte de Stabilité et de Croissance (pour une étude complète sur le sujet voir notre revue mensuelle d'octobre). L'Allemagne, paradoxalement initiatrice du Pacte, digne héritage de la Buba, franchit d'ores et déjà la sacro-sainte ligne jaune de 3 % (déficit/PIB) à 3.8 % cette année. La France en est proche et les procédures pour déficits excessifs sont lancées par la Commission Européenne ! On se trouve donc dans un cas de figure où l'Allemagne, qui pourrait entrer officiellement en récession au 4ème trimestre 2002 et au 1er trimestre 2003, se verrait obligée de réduire ses dépenses publiques et d'augmenter les impôts pour respecter le ratio, et pourrait même encourir des sanctions financières. L'instauration d'une taxation sur les plus-values boursières et immobilières, certes symbolique et sans commune mesure avec l'ampleur du déficit, est un premier pas dans la mauvaise direction !

Les contraintes de change sont de deux ordres : à l'intérieur de la zone, aucun des pays-membres ne peut bénéficier d'un quelconque avantage compétitif par rapport à ses homologues, en raison même de l'existence de l'euro, malgré des divergences de structure de coûts dans le processus de production. Vis-à-vis de l'extérieur, la réappréciation de l'euro contre dollar est un handicap supplémentaire en termes d'exportations, même si la facture énergétique se trouve diminuée. Et cette situation pourrait perdurer en liaison avec le creusement du déficit de la balance des paiements courants US. Là encore, l'Allemagne se trouve être la plus grande perdante sur les deux tableaux.

L'Allemagne constitue pour la zone euro, un point noir: un très mauvais « policy mix » et une baisse rapide de la confiance se traduisent par une croissance qui baisse et un retard conjoncturel par rapport aux Etats-Unis qui s'accroît. En 2002, la croissance du PIB de la zone euro ne sera que de 1 % environ (contre près de 3 % pour les US), avec une consommation en hausse de 0.8 % et un investissement en recul de 2.4 %. En 2003, la croissance devrait atteindre 2 à 2.5 %, soit toujours nettement en deçà de la tendance de long terme. Les statistiques du PIB 3ème trimestre en Allemagne (+0.3 %) et en France (+0.2 %) montrent que l'économie de la zone euro recule : chute de la confiance, montée inéluctable du chômage, recul marqué de l'investissement, dérapage des déficits publics. Le point bas ne devrait être atteint qu'au 2ème ou 3ème trimestre 2003. Il est clair que le retard conjoncturel de l'Europe vis-à-vis des Etats-Unis s'accroît et ne devrait se combler que fin 2003. Les marchés actions européens et américain vont rester corrélés, l'influence de ce dernier devenant de plus en plus évidente.

# Bourses

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

Selon le WSJ, les principaux fournisseurs d'acier seraient en train de revoir les termes des contrats les liant aux constructeurs automobiles américains. Ils se lanceraient actuellement dans une révision en hausse de leurs prix de vente de matières premières. Cette hausse s'établirait entre 5 et 10% et s'affiche comme la première depuis

sept ans. Cette hausse va venir s'ajouter aux nombreux éléments pesant actuellement sur la rentabilité des constructeurs automobiles américains. En effet, ceux-ci sont déjà pénalisés par les nombreuses incentives accordées (ristournes, financement attractif), et ce, dans un marché peu dynamique

## ■ DAIMLERCHRYSLER (DCX – NYSE) – Constructeur Automobiles – 35,5 \$

### ■ Profil

Issu de la fusion en 1998 de Daimler-Benz et de Chrysler Corporation, DaimlerChrysler est le 3e constructeur automobile mondial.

Ses activités s'organisent autour de 3 pôles :

- automobile (87,5% du CA). En 2001, le groupe a vendu plus de 4,5 millions de véhicules. Les ventes se répartissent entre 4 x 4 (62% des unités ; principalement aux Etats-Unis), voitures particulières (27% ; 11,9% de part du marché allemand), véhicules industriels et commerciaux (11% ; n°1 mondial ; poids lourds, camions, bus) ;
- services (9,8%) : financements, assurances, services informatiques, télécommunications, etc.
- autre (2,7%).

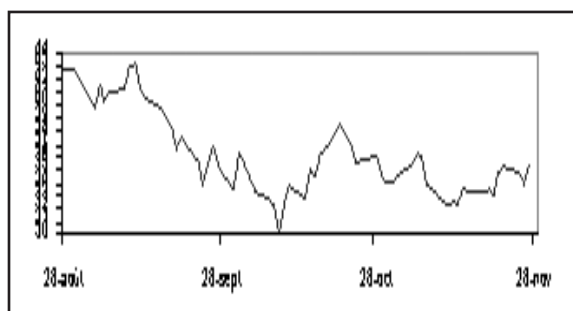
DaimlerChrysler détient des participations dans EADS (30,3%) et Mitsubishi Motors (37,3%). En 2001, le groupe a cédé ses participations dans Adtranz et 60% dans Temic.

Au plan géographique, le CA se répartit de la façon suivante : Allemagne (15%), Europe (15%), Etats-Unis (60%) et autre (10%).

### ■ Perspectives

Une action en justice a été menée contre le groupe germano-américain au nom des fonds de pension des fonctionnaires de Floride et de

Denver ainsi que de la police de Chicago. Il est reproché à Daimler-Benz d'avoir menti aux marchés, il y a quatre ans. Le constructeur allemand aurait eu dès le départ l'intention de racheter Chrysler alors que l'opération avait été présentée comme une fusion entre égaux. Au siège de DaimlerChrysler, on rejette ces allégations comme dénuées de fondement. D'autre part, la société a dû rappeler plus d'un million de véhicules pour revoir l'assemblage du système de fixation des sièges « enfants », à la suite d'une enquête.



### ■ Commentaires

L'action en justice risque de coûter très cher au groupe, même si un accord à l'amiable venait à être trouvé. Pour l'instant ces éléments et l'évolution boursière et économique, ne poussent pas à investir. Aussi restons-nous neutre en cette valeur.



## ■ FORD MOTORS (F – NYSE) – Constructeur Automobiles – 11,03 \$

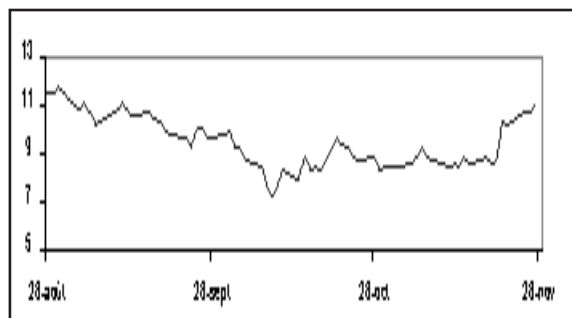
### ■ Profil

Ford Motor Company est un constructeur de voiture et de camions; Ford et l'ensemble des ses filiales sont également actifs dans d'autres secteurs, comprenant le financement, l'équipement et la location de véhicules. L'ensemble est donc divisé en trois secteurs principaux :

- le secteur « véhicules » (Automotive segment): conception, fabrication, ventes et services d'entretien de voitures et de camions ;
- le secteur « finance » (Ford Motor Credit Company): financement et leasing de véhicules;
- le secteur « location » (The Hertz Corporation): location de véhicules et camions ainsi que le renting d'équipements industriels et de construction.

### ■ Perspectives

Le constructeur automobile américain Ford a subi au 3e trimestre 2002 une perte nette après éléments exceptionnels de 326 millions de dollars contre une perte de 692 millions de dollars sur la même période l'année dernière. Ford a également annoncé qu'il prévoyait pour le quatrième trimestre "un léger bénéfice". Sur l'ensemble de l'année, Ford prévoit un bénéfice "d'environ 40 cents par action", ce qui serait inférieur au consensus actuel compilé par First Call (43 cents). Au troisième trimestre, hors éléments exceptionnels, Ford a enregistré un bénéfice net de 220 millions de dollars, contre une perte de 502 millions de dollars au 3e trimestre 2001, ce qui représente un bénéfice de 0,12 dollar par action, quatre fois supérieur aux prévisions des analystes qui tablaient sur 0,03 USD.



### ■ Commentaires

Trois éléments nous incitent à être négatif sur cette valeur : hausse des matières premières, la réduction du chiffre d'affaires quand se sera entièrement estompé l'effet des achats à 0% d'intérêt et la nécessité de recapitaliser le fond de pension. On attendra « meilleure fortune » pour revenir sur cette valeur.

## ■ GENERAL MOTORS (GM- NYSE) – Constructeur Automobiles – 39,99 \$

### ■ Profil

General Motors est le 1er constructeur automobile du monde, avec une part de marché de 15,1%. Le groupe a commercialisé 8 520 000 véhicules en 2001. Les activités du groupe se répartissent en 2 secteurs :

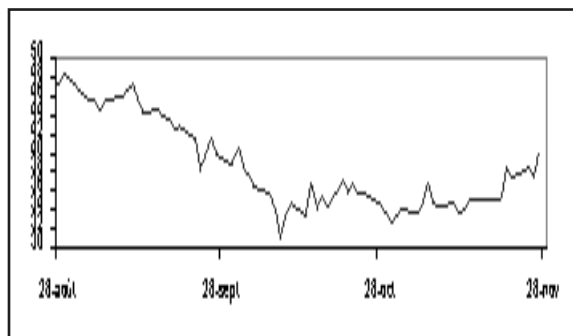
- automobile (85% du chiffre d'affaires - CA) : avec les marques Buick, Chevrolet, Cadillac, GMC, Opel, Pontiac, Saturn et Saab. En outre, GM conçoit, fabrique et commercialise des systèmes électroniques pour le secteur de l'aérospatial et des télécommunications (Hughes Electronics) ainsi que des locomotives et des transmissions de forte puissance (Allison Transmission) ;
- opérations de financement (15%) : assurances, hypothèques.

Géographiquement, le CA se répartit comme suit : Amérique du Nord (81%), Europe (15%), Amérique latine (3%), autre (1%).

### ■ Perspectives

Tel un dinosaure, General Motors court-il à sa perte à cause de son gigantisme ? La difficulté pour la firme de Detroit de s'adapter à un environnement en perpétuel mouvement pourrait le laisser craindre. Depuis vingt-cinq ans, le constructeur américain n'a cessé de perdre des parts sur son marché domestique, au bénéfice des constructeurs japonais. Ses homologues d'outre-Atlantique (Ford et DaimlerChrysler) n'ont guère fait mieux. General Motors affiche aujourd'hui un taux de pénétration sur le marché américain inférieur à 30 %, contre 60 % il y a un quart de siècle ! Depuis quelque temps, le groupe accumule les dossiers épineux : Fiat Auto, dont il détient 20 %, Daewoo Motor, le coréen repris au printemps, Opel, sa filiale européenne en déficit chronique, la problématique cession de sa filiale électronique Hughes et maintenant le trou de son fonds de pension, sous-capitalisé après l'effondrement de la Bourse. Tout cela sur fond de

crise économique larvée aux Etats-Unis et en Europe. Rien d'étonnant à ce que le titre ait perdu près de la moitié de sa valeur depuis mai. Néanmoins sa contre-performance depuis le début de l'année (- 29 %) n'est pas supérieure à celle de l'indice Dow Jones.



### ■ Commentaires

Pour les mêmes raisons que pour Ford Motor nous serions négatifs sur la valeur. Toutefois, la direction de GM, sous l'impulsion de son nouveau président, Rick Wagoner, a décidé de secouer le « cocotier » en lançant le plan Go-Fast pour en faire une entreprise plus réactive. Réduire la bureaucratie et faire tomber les barrières qui empêchent le groupe de prendre des décisions rapidement sont les missions que Rick Wagoner a assignées à ses troupes. Le responsable de Go-Fast, Don Ramelli, explique que le programme a déjà permis d'améliorer considérablement la qualité des produits. Le groupe a par ailleurs débauché des cadres de haut niveau auprès de la concurrence pour faire avancer ses réformes. Bob Lutz, ancien vice-président de Chrysler, s'est trouvé propulsé responsable du design et des nouveaux produits. John Devine, ancien directeur financier de Ford, est chargé de mettre en place une politique drastique de réduction des coûts et d'optimiser les synergies possibles avec les différents partenaires du constructeur. Cette réorganisation nous incite à prendre un position sur cette valeur lors d'un recul significatif.

## ■ VOLKSWAGEN (VOW.GR – Frankfurt) – Constructeur Automobiles – 40,7 €

### ■ Profil

Volkswagen est le 1er constructeur automobile européen et le 4e mondial, avec 5 millions de véhicules commercialisés en 2001.

Par marque, les ventes (en unités) se ventilent comme suit : Volkswagen (67%), Audi (14%), Seat (10%) et Skoda (9%). La part des unités commercialisées sous les marques Rolls-Royce/Bentley et Lamborghini est non significative.

Sur le segment des voitures particulières, le groupe a une part de marché de 12,4% au plan mondial.

Volkswagen détient également le groupe de location de véhicule Europcar International.

Par ailleurs, le groupe propose des solutions de financement à ses clients (prêts, leasing, assurances) et des services au travers d'une banque.

Au plan géographique, le CA se répartit de la façon suivante : Allemagne (27,7%), Europe (40,5%), Amérique du Nord (20,1%), Amérique du Sud (5,2%), Asie-Pacifique (5,3%), Afrique (1,2%).

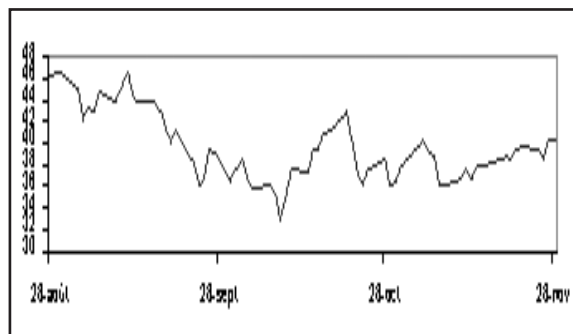
### ■ Perspectives

Grâce à la très bonne performance en Asie, les ventes de voitures du groupe sont restées stable au 3eme trimestre. Mais sur 9 mois, elles régressent de 3,6% en raison notamment de l'état du marché allemand, de l'Amérique du Sud, mais aussi de la vieillesse de la gamme. Sur 9 mois le chiffre d'affaires hors taxes (CAHT) recule de 1,5%, alors qu'il a rebondi de 2,2% au 3eme trimestre.

En raison d'une demande atone, notamment en Europe et aux USA, les profits ont chuté au 3eme trimestre. La marge opérationnelle, affectée par des charges liées au prochain monospace compact Touran, des coûts de lancement plus élevés, des pertes en Amérique du Sud et un effet change défavorable, abandonne 16% à € 1,2 milliards. Sur les 9 premiers le recul reste toutefois limité à -5% à € 3,8 milliards grâce notamment

aux efforts de réduction de coûts qu'avait entrepris le groupe. Le résultat courant avant impôt et le résultat net ont chuté respectivement de 47% et 51% au 3eme trimestre, pénalisés par des provisions et des charges financières élevées. Ces chiffres sont nettement plus décevants que ce que l'on attendait, mais il faut néanmoins les relativiser car avec 5,9% du CAHT à fin septembre, la rentabilité opérationnelle reste à des niveaux très corrects.

L'année 2003 devrait être encore difficile pour Volkswagen : arrivée en fin de vie de la Golf (qui ne sera renouvelée qu'en 2004), pression sur les prix, des coûts de lancement élevés (notamment dans le haut de gamme dont la retour sur investissements est incertain) et une forte exposition à des pays émergents en crise (Argentine, Brésil, Turquie). Le groupe devrait toutefois pouvoir éviter une chute de sa marge opérationnelle l'année prochaine grâce aux fortes réductions de coûts qu'il a entrepris.



### ■ Commentaires

Volkswagen déçoit. La société estime que le 4eme trimestre pourrait connaître une amélioration Mais il est encore tôt pour s'y intéresser même si le titre reste toujours faiblement valorisé Opinion Conserver.

## ■ PEUGEOT (UG – Euronext Paris) – Constructeur Automobiles – 44,76 €

### ■ Profil

Peugeot (PSA) est le 2e constructeur automobile européen avec 3 132 800 véhicules vendus. Son activité s'articule autour de 4 pôles :

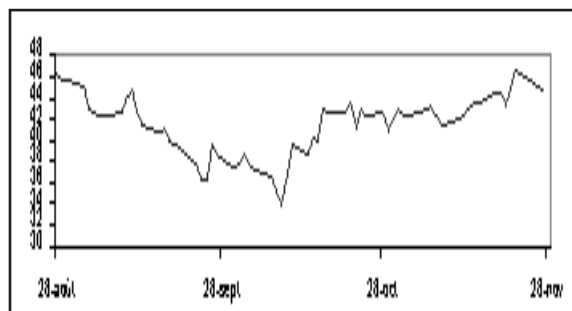
- automobile (82%) : 2e constructeur de voitures particulières (15% de part de marché) et 1er constructeur de véhicules utilitaires légers en Europe ;
- équipement automobile (15%, Faurecia) : leader européen et n°3 mondial du siège d'automobile et des systèmes d'échappement. Le groupe produit également des blocs avant et des modules et composants pour l'intérieur du véhicule ;
- transport (2%, Gefco) : messagerie et transport de lots, logistique, distribution et préparation de voitures ;
- autres (1%) : financement des réseaux automobiles, crédits à la clientèle et production de cycles motorisés, moteurs, véhicules blindés à roues et produits modulaires.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Europe de l'Ouest (86%), autres pays d'Europe (4%), Amérique latine (3%), reste du monde (7%).

### ■ Perspectives

Un bon chiffre d'affaires au 3eme trimestre 2002, mais conforme aux prévisions PSA a publié un chiffre d'affaires sur 9 mois en progression de 5,4% à € 40,2 milliards. Cette performance repose sur une progression des ventes de véhicules de 3,8% à 2,4 millions unités, couplée à une amélioration du mix produit et un effet prix favorable, mais aussi à un bon maintien de l'activité équipement de la filiale Faurecia. On retiendra également que la croissance au 3eme trimestre aura été plus forte qu'au second semestre : le chiffre d'affaires du 3eme trimestre progresse de 7,4% à € 12,8 milliards (+7,9% pour la branche automobile), contre une progression de 4,4% au 1er semestre 2002. Sur le

dernier trimestre, les ventes de voitures ont progressé de 4,6%. Elles sont restées stables en Europe dans un marché en baisse de 1,8%, alors qu'elles ont progressé de 22,5% à l'international. PSA enregistre d'ailleurs une très bonne performance dans des régions stratégiques, telles que le Brésil, l'Europe de l'Est et la Chine, futurs relais de croissance du groupe. Ces résultats confirment la bonne visibilité sur l'activité de la société et que PSA sera en mesure de dépasser une fois de plus ses objectifs, à savoir un volume d'immatriculations de 3.250.000 véhicules en 2002 (+3,7%).



### ■ Commentaires

Les perspectives paraissent excellentes aussi améliorons-nous notre appréciation sur cette valeur en conseillant de renforcer sur recul.

## ■ RENAULT (RNO– Euronext Paris) – Constructeur Automobiles – 48,79 €

### ■ Profil

Renault est un des principaux constructeurs automobiles mondiaux (2,4 millions de véhicules vendus en 2001 et 4,1% de part de marché - pdm). Le chiffre d'affaires (CA) s'articule essentiellement autour de 2 branches :

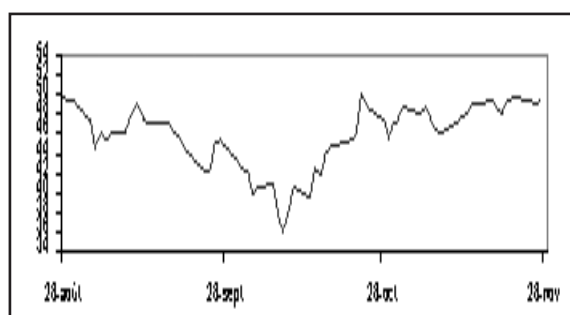
- automobile (93,1%) : n°1 sur le marché des voitures particulières et des véhicules utilitaires en Europe occidentale (14,1% de part de marché). Le groupe produit également des machines agricoles ;
- financière (5%) : financement des ventes de véhicules, activités de holding et gestion de trésorerie.
- le solde du CA (1,9%) concerne les activités de fabrication et de commercialisation des autocars-autobus (Irisbus, n°1 français et n°2 européen), des véhicules militaires et des véhicules spéciaux.

La répartition géographique du CA est la suivante: France (39,2%), Europe (49,9%), Amérique (5%), Asie-Pacifique (4,4%), Afrique (1,5%).

### ■ Perspectives

Un chiffre d'affaires plutôt rassurant pour le 4eme trimestre. Renault a publié un très bon chiffre d'affaires à fin septembre de € 27 milliards, en hausse de 2,5% à méthode comparable, alors que le groupe renouvelait l'Espace et la Mégane en octobre. Sur le seul 3eme trimestre, le chiffre d'affaires a limité son recul à 2,8% à € 7,99 milliards. Il s'agit d'une bonne performance relative qui repose sur une amélioration du mix produit en Europe (augmentation de la part des ventes de berlines, monospaces, et de véhicules diesels), mais sur la croissance des volumes à l'international qui viennent compenser le recul des ventes en Europe. Sur les 9 premiers mois de l'année, les ventes de véhicules du groupe sont restées quasi stables à 1,8 millions d'unités, alors qu'elles diminuaient de 2,6% en Europe occidentale. On devrait assister à un rebond des ventes en Europe grâce aux deux derniers

lancements, ainsi qu'à une poursuite d'une forte croissance à l'international. D'autre part Renault a communiqué, suite aux résultats semestriels de Nissan, que la contribution du groupe japonais s'élèverait pour le second semestre de Renault aux alentours des 900 millions (montant provisoire en attendant les chiffres définitifs). Pour l'année 2002, la contribution totale s'élèverait à près de 1,3 milliards.



### ■ Commentaires

L'évolution du chiffre d'affaires et l'augmentation de la contribution de Nissan, qui ne pourrait que s'améliorer nous laisse espérer un avenir plutôt teinté de rose pour ce constructeur automobile. On renforcera sur recul.

# 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 novembre 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, attendu selon nous à la fin du premier trimestre 2003.

Durant le mois de novembre 2002, la cellule de gestion de fortune a réalisé de nombreuses opérations de trading à court terme dans les portefeuilles des clients en gestion discrétionnaire. En voici quelques exemples :

- Achat d'Interbrew à 21,50 EUR le 4 novembre, revente à 23,24 EUR le 21 novembre, soit une plus-value de 8 % en 14 jours.
- Achat de Delhaize à 17,12 EUR le 28 octobre, revente à 18,50 EUR le 29 novembre, soit une plus-value de 8 % en 21 jours.
- Achat de Michelin à 29,34 EUR le 19 novembre, revente à 32,34 EUR le 22 novembre, soit une plus-value de 10 % en 3 jours.
- Achat d'Hagemeyer à 7,63 EUR le 26 novembre, revente à 8,75 EUR le 29 novembre, soit une plus-value de 15 % en 4 jours.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour de plus amples informations.

# Euro-Obligations

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

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 performances passées ne constituent pas nécessairement une certitude quant aux performances futures du titre. 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. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

## DKK

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
COPENHAGEN	4.5	22/12/09	N/A	102.13%	4.143%

## EUR

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
TRACTEBEL	5%	08/01/10	N/A	102%	4,659%

## NOK

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
NIB	6,125%	03/01/07	AAA	101.86%	5,59%
EKSPORTFINANS	6,75%	03/01/05	AAA	101.89%	5,72%
KBC IFIMA	6.5%	10/01/06	AA3	101.975%	5,764%

## DKK

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
EIB	5%	10/06/02-10	AAA	106%	4,05%

## EUR

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
GENERAL ELECTRIC	5,125%	04/03/02-09	AAA	104.85%	4,21%

## SEK

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
RABOBANK	5,25%	10/07/02-07	AAA	104.6%	4,12%

# Agenda

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

## ■ Mercredi 4 décembre 2002 :

### Conférence « Stratégies boursières » et application sur Leleux On Line

Orateur : Olivier Leleux  
Lieu : Bruxelles  
Heure : 19 heures  
Langue : français  
Renseignements : Monsieur Charles Monteyne - Chargé de Clientèle à Bruxelles Tel : 02/250.12.87

## ■ Mercredi 11 décembre 2002 :

### Conférence « Stratégies boursières » et application sur Leleux On Line

Orateur : Tom Verlinde  
Lieu : Bruxelles  
Heure : 19 heures  
Langue : néerlandais  
Renseignements : Monsieur Tom Verlinde - Chargé de Clientèle à Bruxelles Tel : 02/250.12.84

## ■ Mercredi 18 décembre 2002 : Utilisation du nouveau site Leleux On Line

Orateur : Olivier Leleux  
Lieu : Bruxelles  
Heure : 19 heures  
Langue : français  
Renseignements : Monsieur Charles Monteyne - Chargé de Clientèle à Bruxelles Tel : 02/250.12.87

# 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 30 novembre 2002.**