

Edito

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

Cher Client,

En ce début d'année, les perspectives économiques à court terme restent relativement floues. De nombreuses nouvelles contradictoires nous parviennent chaque jour, certaines pessimistes, d'autres optimistes, ce qui rend la prise de décision en matière d'investissements boursiers plus compliquée en ce début d'année. Chez Leleux Associated Brokers, nous restons convaincus qu'un redressement de l'économie pourrait avoir lieu en milieu d'année ou au plus tard en début 2003. Tenant compte de cette perspective, plusieurs stratégies très concrètes peuvent être mises en place par l'investisseur que vous êtes.

Tout d'abord, lors de vos investissements en bourse, n'hésitez pas à utiliser la technique des ordres stop loss. Ces ordres un peu particuliers sont désormais disponibles sur toutes les valeurs cotées sur Euronext, que ce soit à Paris, à Bruxelles ou à Amsterdam. L'introduction d'un ordre Stop Loss ainsi que sa modification est gratuite, comme pour l'ordre traditionnel. Il vous permet ainsi de limiter les dégâts engendrés par un retournement du marché ou du cours de la valeur dans laquelle vous venez d'investir. Très prochainement, ces ordres seront également disponibles sur les marchés américains. Grâce à cette technique, il vous sera possible de limiter vos pertes au moment même de votre investissement. Ensuite, si vous constatez que le cours de l'action dans laquelle vous avez placé votre confiance commence à monter, n'hésitez pas à modifier la hauteur de votre stop. Une fois encore, cette modification est tout à fait gratuite et vous permet, une fois que le stop a franchi votre cours d'achat, d'assurer votre gain par rapport à un retournement du marché.

Une autre technique de couverture consiste en l'achat de droit de vente des titres que vous avez achetés. Ce droit de vente est un produit dérivé, appelé plus communément une option Put. Une fois la prime payée, vous avez le droit de vendre vos titres

à un prix déterminé à l'avance, durant une certaine période et à votre entière discrétion. Il s'agit bien d'une forme d'assurance sur la valeur de vos actions. Finalement, si vous désirez patienter et ne pas investir pour le moment dans le marché, n'oubliez pas que le marché obligataire, que ce soit sur le marché primaire (le marché des émetteurs) ou sur le marché secondaire, offre des opportunités qui peuvent être intéressantes. Une échéance proche (endéans les cinq ans) vous permet ainsi de placer une partie de votre capital dans un rendement certes plus faible mais sûr, avec un remboursement dans une période boursière qui sera probablement moins chahutée qu'actuellement.

Ces trois stratégies doivent bien évidemment s'apprécier et se décider en fonction de la composition de votre portefeuille. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel auprès de Leleux Associated Brokers pour en discuter avec lui. Notre rôle est plus que jamais de vous assister dans la gestion de votre patrimoine.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez chaque jour envers notre Maison, nous vous souhaitons une excellente lecture de notre revue mensuelle.

Au nom du 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	25/01/02	31/12/01	Différence au 31/12/01	Différence au 21/12/01	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX (Pays-Bas)	503,36	506,78	(0,67%)	1,52%	(28,25%)
BEL 20 (Belgique)	2 790,42	2 782,01	0,30%	4,88%	(24,21%)
CAC 40 (France)	4 484,31	4 624,58	(3,03%)	(0,33%)	(35,22%)
DAX (Allemagne)	5 156,63	5 160,10	(0,07%)	2,74%	(36,06%)
FTSE 100 (G-B)	5 193,00	5 217,40	(0,47%)	(0,47%)	(25,07%)
NASDAQ (EUR)	209,56	223,58	(6,27%)	(4,22%)	(91,75%)
HEX (Finlande)	8 395,59	8 805,01	(4,65%)	(1,11%)	(45,48%)
OMX (Suède)	789,55	846,49	(6,73%)	(4,25%)	(38,45%)
SMI (Suisse)	6 372,10	6 417,80	(0,71%)	0,12%	(22,57%)
DJ Stoxx 50	3 609,50	3 706,93	(2,63%)	(0,20%)	(30,36%)
DJII (USA)	9 840,08	10 136,99	(2,93%)	(1,95%)	(16,06%)
NASDAQ (USA)	1 937,68	1 987,17	(2,49%)	(0,42%)	(61,62%)
TS 300 (CAD)	7 659,30	7 675,00	(0,20%)	1,74%	(29,02%)
NIKKEI (Japon)	10 144,14	10 542,62	(3,78%)	(1,85%)	(55,25%)
TWSE (Taiwan)	5 950,64	5 551,24	7,19%	16,47%	(13,01%)
STI (Singapour)	1 730,83	1 625,98	6,45%	9,75%	(16,36%)
MSCI World	982,123	1007,97	(2,56%)	(0,76%)	(32,42%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	3,378%	3,294%	2,55%	1,17%	(34,18%)
Taux USD 3 mois	1,69%	1,680%	0,60%	2,42%	(73,53%)
Taux EUR 10 ans	4,973%	4,934%	0,79%	2,51%	(6,19%)
Taux JPY 10 ans	1,473%	1,368%	7,68%	11,59%	(22,76%)
Taux USD 10 ans	5,098%	5,101%	(0,06%)	0,47%	(13,72%)
DEVISES					
EURO en USD	0,8656	0,8828	(1,95%)	(2,36%)	(26,98%)
EURO en GBP	0,614	0,6095	0,74%	(0,34%)	(8,29%)
USD en JPY	134,57	131,26	2,52%	3,95%	(15,71%)
Or (once en USD)	279,45	276,45	1,09%	0,49%	(15,13%)
\$/baril	19,44	20,31	(4,28%)	4,01%	(47,73%)

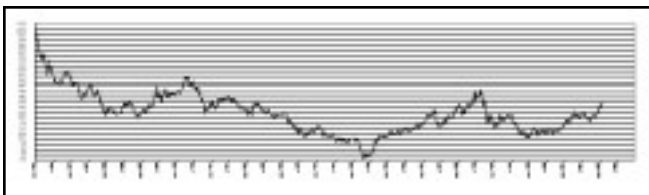
Devises

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

■ Yen

Un facteur qui pourrait permettre d'améliorer la situation économique au Japon, de manière temporaire et artificielle, serait un affaiblissement du yen, aux alentours de 150 JPY par dollar. Une telle baisse permettrait tout d'abord de soutenir les entreprises exportatrices, nombreuses au Japon. Cela permettrait également, de manière temporaire, d'injecter de l'inflation dans l'économie. Pour ce faire, la Bank of Japan (BoJ) a émis la possibilité d'acheter massivement des obligations d'état américaines (Treasuries), ce qui provoquerait de fortes ventes de yens. Une autre solution, quasiment similaire, consisterait pour la BoJ à racheter des obligations d'état japonaises, ce qui consisterait à monétiser la dette publique. Cette dernière mesure est cependant relativement impopulaire puisqu'elle renvoie à la période d'hyper-inflation d'après guerre, qui a traumatisé les Japonais.

Dollar en yen (depuis janvier 1986)



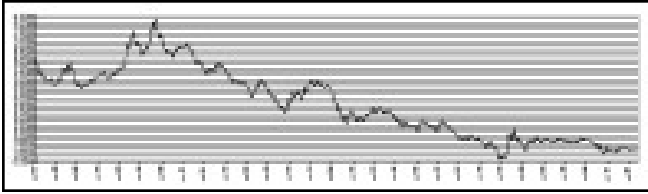
Une baisse du yen poserait cependant des problèmes, à la fois avec les Etats-Unis, qui, en période de récession, ne verraient pas d'un bon oeil une hausse du prix des importations en provenance du Japon, le 5ème importateur avec 10.7 % des importations, après le Canada, le Mexique, l'Union Européenne et la Chine. Une baisse de la monnaie nippone serait également très mal perçue par les autres pays de l'Asie du Sud-Est et en particulier la Chine, dont le Japon

est le deuxième partenaire après les Etats-Unis (hors Hong Kong), avec 22.9 % des exportations (hors Hong Kong).

Un affaiblissement de la devise nippone ne constitue, de toute façon, qu'une mesure palliative et temporaire, qui ne résoudrait pas le vrai problème du Japon, qui réside dans une profonde rigidité structurelle et bloque toutes les tentatives de réformes. Or les secteurs de la construction, de l'agriculture, de l'immobilier et de la finance ont profondément besoin d'un assainissement, à l'échelle de l'ensemble de l'économie. En effet, les lobbies agricoles et du secteur de la construction en particulier sont très puissants auprès du PLD, parti qui dirige le pays, sans réelle opposition, depuis la fin de la 2ème Guerre Mondiale. Ils en financent les membres, autant à l'échelon national qu'à l'échelon local, ce qui a pour effet de voir des entreprises improductives survivre, malgré des bilans catastrophiques. Certaines entreprises accumulent donc des dettes pharamineuses.

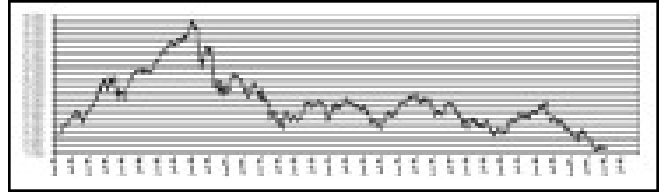
Un autre phénomène affecte, à l'inverse, les entreprises saines. Celles-ci s'étaient endettées très lourdement au cours des années 1980 alors que le crédit était extrêmement bon marché, surinvestissant parfois. La remontée des taux, au début des années 1990, a provoqué un alourdissement important de leur dette, qui a annihilé la rentabilité de certains investissements.

Taux 10 ans en yen (depuis décembre 1987)



La combinaison de ces deux facteurs place le système bancaire, catalyseur de tous ces problèmes, dans une situation dramatique. En effet, il ne reçoit plus de demande de crédit de la part des " bons " emprunteurs, ce qui l'empêche d'engranger des bénéfices. Il voit même la dette de ces derniers diminuer, puisque ceux-ci la remboursent. Par contre, il reçoit des demandes d'emprunteurs qui sont obligés de s'endetter pour rembourser leurs dettes existantes. Ce type d'opération ne dégage, au final, pas de bénéfice pour les banques puisque les dettes ne sont, en règle générale, jamais remboursées. Le système bancaire se retrouve donc dans une situation où une grande partie, croissante, de ses créances a peu de chances d'être remboursée (" bad loans " ou créances douteuses). A cela s'ajoute le fait que l'explosion de la bulle financière au début des années 1990 a provoqué une chute de la valeur nominale des titres détenus en réserve par les banques, ce qui a conduit à une autre forme de dépréciation des actifs détenus par les banques.

Indice Nikkei 225 (depuis janvier 1986)



En conséquence, l'ensemble du système économique est gangrené par l'existence d'entreprises qui devraient disparaître (1/3 dans le secteur de la construction...) et malgré tout, soutenues par le milieu politique. La solution pour le Japon, à long terme, est donc la mise en place d'importantes réformes, politiques tout d'abord, puis économiques, qui seront douloureuses. Cependant, si elles ne sont pas mises en place, l'économie japonaise pourrait souffrir davantage. Si des réformes sont menées, il y a, par contre, de bonnes raisons de se montrer optimiste quant à la puissance à long terme de l'économie japonaise, qui dispose d'un secteur technologique encore performant et d'une position qui en fait un relais commercial entre les Etats-Unis et l'Asie.

Economies

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

■ ARGENTINE

Pour Moody's, la messe est dite! Moody's estime que la dévaluation du peso et le chaos financier dans lequel est plongé l'Argentine ont rendu insolubles les banques du pays. L'agence de notation estime que la solution la plus simple serait que le gouvernement déclare officiellement les banques insolubles, qu'il les nationalise pour pouvoir les recapitaliser et qu'il les revende ultérieurement. Selon Moody's, l'absence d'une politique monétaire et financière cohérente - l'agence évoque par exemple les restrictions récemment imposées sur les retraits bancaires pour éviter une ruée sur les comptes et autres dépôts - a empêché les banques argentines de remplir leurs obligations financières. Tous les emprunteurs, qu'ils soient du secteur public ou du secteur privé, ont déjà fait défaut ou sont sur le point de le faire. Le système financier de l'Argentine pourrait faire faillite à très court terme en raison de la paralysie qui prévaut sur le marché, face à l'impossibilité de prédire la politique monétaire et en raison des contrôles bancaires. La dévaluation du peso argentin le 7 janvier 2002, à la suite des contrôles bancaires entrés en vigueur le 3 décembre 2001, laisse présager des pertes sur prêts très élevées pour toutes les banques et pose la question de savoir si tous les actionnaires seront bien là pour couvrir ces pertes. Nous nous attendons à une détérioration rapide de la qualité des actifs qui, si les conditions actuelles du marché persistent, pourrait mener à un triplement ou même à un quadruplement des niveaux de prêts non performants qui effaceraient les résultats et le capital plusieurs fois. Toute la question pour les banques étrangères est de savoir si elles vont rester dans le pays ou acter leurs pertes et fuir. L'incertitude, notamment pour Santander et Bilbao Viscaya, interdit pour l'heure d'être positif sur ce dossier.

■ JAPON

■ Situation politique

Le blocage politique persiste. Le Premier ministre Koizumi conserve une popularité enviée (plus de 70% d'opinions positives) grâce à un discours radical et volontariste, mais la réalité est plus sombre. En effet, l'absence d'opposition crédible fait que le PLD, au pouvoir depuis plus de 50 ans, subit un blocage interne dû à des factions en opposition avec la ligne du Premier ministre. Nombre de conservateurs influents craignent une éviction du pouvoir par la mise au jour des arrangements passés. De plus, la volonté de réforme de M. Koizumi lui aliène un parti allié, le Komeito, essentiel à la cohésion de sa majorité. Cependant il ne semble dans l'intérêt de personne de provoquer des élections anticipées en 2002. Sur le plan international, le Japon n'exerce que peu d'influence. Ses liens avec les USA sont toujours solides, mais ses voisins asiatiques ressentent sa domination économique. La Chine notamment, dont la puissance augmente, est tentée de durcir le ton, tant dans le domaine diplomatique que commercial.

■ Un programme de réformes inappliqué

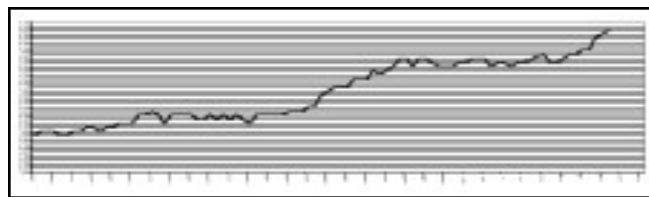
Face à un déficit budgétaire en constante augmentation, il a été décidé de plafonner son financement par obligations à 30 trillions de yens (\$ 22 Milliards). Ce point pivot des réformes envisagées est cependant contesté car il prive le gouvernement de moyens d'action futurs, mais il semble que le Premier ministre soit plus ouvert maintenant à un dépassement en cas de difficulté grave. L'annonce d'une privatisation partielle ou totale de La Poste japonaise, qui collecte l'essentiel de la colossale épargne locale, génère une levée de boucliers de toutes parts et les conditions boursières n'incitent pas à une application urgente de cette réforme. Toujours

dans le domaine financier, le gouvernement souhaite forcer le secteur bancaire à effacer ses créances douteuses en 3 ans au maximum. Le manque de réalisme d'un tel programme a rigidifié un peu plus les oppositions et n'a pas concouru à une avancée vers une solution économique-politique du dossier. Des réformes devant toucher la structure même de l'économie japonaise ont également été annoncées, avec la certitude de mise en faillite de nombreuses entreprises et la hausse du chômage en résultant. Mais la récession dans laquelle s'enfoncé le pays ne permettra que des mesures cosmétiques, et l'on atteint là le nœud du problème : un cercle vicieux est en place, constitué de récession, d'une dette des administrations très lourde, de rentrées fiscales amoindries, de déflation, le tout couronné par une démographie unique en temps de paix : une baisse absolue de la population qui vieillit et ne consomme pas.

■ Récession et déflation

Une fois encore le PIB 2001 se contractera de 1%. Le même chiffre est attendu pour 2002 et seulement en 2003 peut-on espérer un rebond d'environ 1%. Ces chiffres sont la contrepartie d'une demande mondiale en ralentissement, particulièrement aux USA qui absorbent un tiers des exportations japonaises. Le ralentissement américain impacte également les autres pays de la zone asiatique. Ceux-ci, à leur tour, avec des revenus plus faibles, réduisent la demande adressée au Japon. Les prix à la consommation poursuivent leur effritement (moins 1.2% en 2001) et 2002 semble devoir être la quatrième année consécutive de baisse. Les médiocres perspectives économiques n'incitent pas les entreprises à investir. De leur côté, les ménages inquiets de la hausse du chômage, et des retraites mal ou pas provisionnées, préfèrent épargner que consommer.

Chômage au Japon



Cette épargne finance d'ailleurs la dette de l'Etat soit directement, soit par l'intermédiaire des établissements financiers, et cela explique le peu de réactivité du pays aux baisses de notation par les agences internationales. Dans ce contexte, et en prenant en compte un bas prix du pétrole, on ne peut attendre que la remontée de l'inflation (souhaitée par les autorités financières), même si le yen continue de reculer face à toutes les devises. Le niveau actuel de 135 yens pour un \$ a été atteint durant les dernières semaines de 2001 et commence déjà à irriter les pays voisins qui n'entendent pas laisser le Japon exporter sa crise par le biais d'un change dévalué. Les autorités japonaises ne seraient pas fâchées de laisser glisser à terme le yen vers 150/USD, du moins tant que les USA laisseront faire sans réagir.

■ Les points noirs

La dette de l'Etat est d'ores et déjà supérieure à 135% du PIB et il est vraisemblable qu'elle s'accroîtra s'il est nécessaire d'aider des secteurs sinistrés de l'économie. Le déficit budgétaire avoisine 6% du PIB. Le manque de réalisme des hommes politiques au sujet de la vigueur de l'économie et des rentrées fiscales fera augmenter le financement par obligations. Le chômage s'inscrit, depuis novembre, à 5,5%, et ne pourra que croître en 2002 avec ou sans restructurations. Le tissu économique japonais est composé à 70% de PME qui sont en grande difficulté, sous-capitalisées et dont la rentabilité est confisquée par les grands donneurs d'ordres. On constate dès lors une accélération des mises en faillite. Cela, à son tour, se répercute au niveau bancaire par le gonflement des créances non recouvrables. Selon certaines sources, leur montant pourrait dépasser \$ 170 milliards, malgré des passations de provisions significatives depuis deux ans. Les structures bilantaires sont également déséquilibrées par une absence de crédits

accordés aux entreprises, alors que les portefeuilles sont garnis d'obligations d'Etat à rendement faible. Cela ne manquera pas de poser problème en cas de reprise économique et de remontée des taux. Les ajustements nécessaires ont été repoussés depuis trop longtemps et, hors intervention de l'Etat, les établissements les plus faibles seront soit regroupés pour gagner du temps, soit menacés de liquidation. L'impact psychologique sur les clients des banques serait alors suffisamment négatif pour nécessiter une intervention de l'Etat : nationalisation du secteur ouverte ou déguisée. Une importante recapitalisation est de toute façon indispensable, seule son échéance est discutable. Les baisses de taux sont inefficaces quand on avoisine le niveau zéro, et la trappe à liquidité fonctionne à plein comme le montre le taux d'épargne des ménages. La relance budgétaire n'est pas non plus une solution puisque ses effets sur la dette induisent un comportement équivalent d'épargne des agents économiques qui anticipent les impôts ultérieurs. La corruption, présente à divers niveaux lors de la réalisation des budgets précédents, a permis le maintien au pouvoir des mêmes caciques, ainsi que la survie artificielle de beaucoup d'entreprises dans le secteur du bâtiment. Une opération vérité surviendra lors de la réduction voire la suppression de la manne budgétaire, et l'on peut s'attendre à des faillites retentissantes.

■ **Eléments d'optimisme**

Les " spreads " payés par les entreprises japonaises nécessiteront tôt ou tard une reconnaissance de la situation bancaire et son ajustement. La dette à long terme ne sera pas un problème si la confiance revient dans les capacités de l'économie à générer des profits, et sera plus saine que l'artifice de grands travaux dispendieux. Le ralentissement international accroît les problèmes de l'archipel, et par-là même obligera les gouvernants à appliquer des solutions préconisées par ses partenaires et les agences de surveillance internationales.

■ **Quels pourraient être les éléments catalyseurs d'une reprise ?**

On voit bien où se situe le problème : au cœur du système bancaire. L'absence de création monétaire par le crédit aux entreprises (faute de demande solvable) est le symptôme de la crise japonaise. En cas de faillite d'un ou plusieurs établissements - *Daiwa bank* et *Asahi bank* sont candidats – et pour éviter une crise de liquidité, les autorités pourraient établir un cordon sanitaire autour du secteur. On peut envisager une nationalisation, déguisée ou directe qui rassurerait les clients et surtout pourrait transférer la dette bancaire dans les comptes de l'Etat. Une solution de recapitalisation à long terme serait dès lors envisageable. Une injection de fonds trop limitée sera bien sûr utile à court terme, mais manifestement les investisseurs, les Japonais eux-même et les responsables étrangers attendent une solution d'ampleur qui ne fasse plus peser de risque sur le pays ni, par extension, sur la communauté internationale. On peut envisager la possibilité de laisser passer certains établissements sous contrôle étranger. Ce scénario peut prendre corps si les Etats-Unis refusent la dévaluation du yen et accentuent la pression sur les politiques pour imposer des solutions de long terme à la crise.

Bourses

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

■ LES MARCHÉS ACTIONS ET LE PROFIL EN " V "

Le National Bureau of Economic Research a officiellement daté la récession US du mois de mars 2001. Selon nous, le retournement conjoncturel américain date du 4e trimestre 2000 : à l'époque, la conjonction de la crise énergétique (doublement du prix de l'essence en un an), du feuilleton électoral et de conditions climatiques historiquement mauvaises avaient provoqué un retournement marqué du climat de confiance des ménages. Le mois de janvier a montré des statistiques économiques plus mauvaises que celles enregistrées fin septembre. Alors que les indicateurs conjoncturels s'étaient redressés progressivement depuis fin janvier, les événements du 11 septembre 2001 ont cassé la lente reprise des indices de confiance. Mais très rapidement, les opérations de promotions se sont succédées, en particulier par le biais de crédit à taux zéro dans le secteur automobile, amenant les ventes au détail globales à un niveau historique au mois d'octobre. Le consensus pour un scénario en " V " de la croissance économique s'est fait de plus en plus large. Dès le 29 septembre, cette anticipation d'une reprise rapide de l'économie a propulsé les marchés financiers à la hausse. L'assouplissement de la politique monétaire, la relance budgétaire (l'excédent devrait se transformer en déficit de \$ 100 milliards en 2002) et l'adaptation rapide des entreprises (baisse des effectifs, des stocks, des investissements) ont contribué à ces anticipations positives. Mais la question principale est celle concernant la répercussion des effets du profil en " V " sur les profits des entreprises : les profits et les marges des entreprises se sont fortement contractés, de près de 6.5 % au 3eme trimestre 2000 à 3.1 % au 3eme trimestre 2001. Les gains de productivité évoqués par la Federal Reserve, n'étaient en fait que la croissance de l'emploi et l'inflation des salaires qui ont " boosté " la

demande, alors que la concurrence interne et externe laminait les marges. La forte remontée des marchés financiers depuis le 29 septembre intègre certainement le fait que les entreprises ne vont pas réembaucher massivement, comme elles l'ont fait par le passé, qu'elles vont être plus vigilantes sur les coûts de logistique et que, finalement, c'est maintenant qu'elles vont commencer à gagner en productivité. Il est clair que l'explosion des liquidités et la baisse des taux courts a un lien direct avec les profits anticipés. Une progression attendue de 100 bp du taux objectif des Fed Funds conduirait à une hausse des profits de 8 à 12 %. De même, la forte baisse du taux d'utilisation des capacités productives et celle de l'emploi (taux d'utilisation des ressources) sont directement corrélées au recul des profits, tous secteurs confondus.

■ Canada

■ Nortel

Les chiffres publiés sont en ligne avec les prévisions du 21 décembre dernier : le bénéfice par action (BPA) pro forma ressort à \$ 0.16 (soit une perte nette de \$ 506 millions), en net retrait par rapport au \$ 0.68 enregistré le trimestre précédent. Les ventes ont été de \$ 3.46 milliards sur le trimestre (Nortel avait annoncé un chiffre de \$ 3.4 milliards le mois dernier), soit un recul de 58 % du chiffre d'affaires sur un an et de 6 % sur le 3eme trimestre. La perte par action publiée, \$ 0.57, est inférieure aux prévisions du groupe qui tablait sur \$ 0.63 au mois de décembre dernier, soit une perte nette de \$1.83 milliards. La situation de la trésorerie du groupe s'améliore, à \$ 3.5 milliards. Pour le prochain trimestre, Nortel table sur un recul de l'activité de 10 %, soit une tendance en ligne

avec le creux que constitue le 1er trimestre de l'année civile dans les investissements des opérateurs américains et européens. L'activité devrait repartir " graduellement " à compter du second trimestre, tandis que la rentabilité du groupe devrait s'améliorer par rapport au 4eme trimestre 2001. Nortel table sur un retour aux profits au 4eme trimestre 2002. Ces résultats sont loin d'être brillants. Les marchés retiendront qu'ils

sont en ligne avec les objectifs du groupe, voire supérieurs aux attentes du consensus. En dépit d'un recul généralisé de Nortel sur l'ensemble de ces métiers, le titre semble être en ordre de marche pour tirer les meilleurs profits d'une éventuelle reprise de la demande. Le nouveau PDG a fait son travail en termes de réduction des coûts. Il lui reste désormais à ramener le groupe sur le chemin de la rentabilité.

■ EUROPE

■ Allemagne

■ Deutsche Telekom (DTE)

L'opérateur allemand vient de publier le nombre de ses abonnés. Ces derniers reflètent une forte croissance de sa filiale VoiceStream aux Etats-Unis où 668.000 nouveaux clients ont été enregistrés lors du 4eme trimestre 2001. Le poids plume des Big 6 américains du secteur est donc en train de " tailler des croupières " à la concurrence, avec un chiffre de nouveaux abonnés qui n'est pas très loin de ceux déjà publiés par PCS et Verizon Wireless. Sur le marché allemand du mobile, les 526.000 nouveaux abonnés de DTE sont en ligne avec les attentes du marché et viennent confirmer que T-Mobil est le seul acteur allemand du mobile à pouvoir encore prétendre à une croissance organique. Au total, le nombre d'abonnés de T-Mobil sur l'ensemble de ses marchés a augmenté de 20 millions sur les douze derniers mois. Ce chiffre est à comparer aux maigres 2.3 points de croissance du nombre d'abonnés du segment du fixe (56.9 millions de lignes d'accès contre 55.6 millions l'année dernière). Les chiffres de T-Online sont, pour leur part, tout à fait satisfaisant, avec une croissance de 35 % du nombre de clients sur l'année, soit 900.000 nouveaux abonnés sur le seul dernier trimestre. Pas de surprise du côté du DSL, avec un chiffre de 2.2 millions déjà annoncé, il y a deux semaines. L'énorme croissance de DTE sur le marché de l'accès large bande va lui permettre de compenser les pertes de part de marché et la décroissance de ses tarifs sur la téléphonie fixe. Les bons chiffres publiés par l'opérateur allemand, conjugués aux nuages qui s'amoncellent sur l'actualité court terme de son ex-partenaire France Télécom (NTL en UK, Mobilcom en Allemagne,

Argentine), justifient tout à fait des arbitrages de court terme favorables à Deutsche Telekom. On attendra de connaître plus en détail le prix payé par VoiceStream pour croître sur le marché américain, pour revenir sur le titre.

■ Amélioration chez Siemens

Le PDG du groupe allemand a confirmé que la situation s'améliorait dans cinq divisions du groupe, notamment dans les activités Terminaux Mobiles (où l'objectif de ventes de 9 millions d'unités semble avoir été tenu), les services informatiques et chez VDO (équipementier automobile). Ces cinq unités devraient afficher un retour à la rentabilité opérationnelle ou, tout au moins, s'en rapprocher. Le résultat d'exploitation du groupe devrait donc afficher de nets progrès par rapport à celui du 4eme trimestre, ce d'autant plus que la division en charge des centrales électriques affiche une activité soutenue. Le niveau des commandes est d'autre part supérieur à celui du 1er trimestre de l'exercice précédent (clôture des comptes fin septembre). Le niveau de l'activité a lui aussi augmenté, mais dans de moindres proportions. H. Von Pierrer s'est toutefois fait l'écho de la persistance des difficultés dans la division en charge des réseaux fixes de télécommunications (ICN), où les pertes se maintiennent à des niveaux identiques à ceux du trimestre précédent, sur fond d'absence de perspectives de relance de l'activité. Si les résultats du 1er trimestre de l'exercice 2001/2002 sont supérieurs aux prévisions du marché mais inférieurs à ceux du 1er trimestre 2000/2001, Siemens a toutefois maintenu une très grande prudence sur l'évolution probable du climat des affaires sur le reste de l'année.

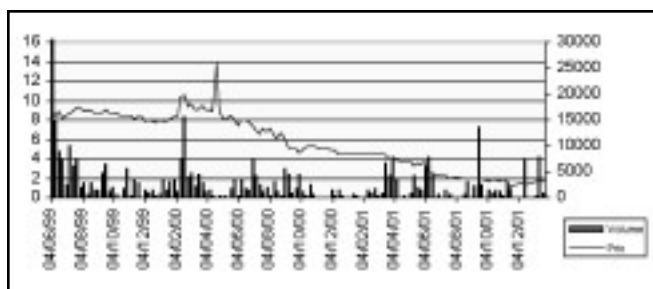
■ Belgique



Prix actuel : 1.8 €

Profil:

Fidelity Net Marketing est une société belge, cotée sur Euronext Bruxelles, active en tant que fournisseur de services on-line et off-line dans le secteur du marketing direct. Créée en 1991, la Compagnie a été introduite en Bourse en juin 1999. Les fonds provenant de l'IPO ont été partiellement utilisés pour racheter Mail Partners, une compagnie active dans le marketing direct off-line. Fidelity Net Marketing a comme clients des grandes sociétés telles que Proximus, Toyota Europe, Yamaha Europe, Siemens, Euronext, Novartis, Fortis Bank, Ericsson, BMW, Citibank.



Parcours :

Fidelity Net Marketing était initialement active dans le développement et le licensing de softwares de gestion de bases de données utilisés dans le marketing direct. Depuis le rachat de Mail Partners, la Société a mis fin à ses activités de licensing et a intégré son software dans la partie opérationnelle du groupe nouvellement constituée. La société utilise son savoir-faire en gestion de bases de données pour jouer un rôle actif dans l'industrie d'outsourcing qu'est le marketing direct.

Potentiel de croissance:

L'industrie du marketing direct connaît en Belgique un taux de croissance de 14% par an et représente un marché potentiel de 3 milliards de francs belges.

Actionnariat

Free Float:	45%
Membres du management:	55%

Evolution du prix :

Depuis l'IPO le cours de bourse a souffert de la dévaluation de sociétés liées à l'Internet, ainsi que des pertes dues en partie à des charges non récurrentes.

Evaluation Peer group:

Comparée à la moyenne des P/ventes et P/valeur comptable des sociétés comparables, Fidelity Net Marketing affiche une décote de 53%.

Conclusion:

A cause de sa petite taille dans un marché en voie de dérégulation, Fidelity Net Marketing est une proie de rachat. Comme anticipé dans notre dernière analyse, les réductions des coûts ainsi que les efforts fait en marketing commencent à porter leurs fruits. Avec un EBITDA à nouveau positif et un EBIT positif attendu pour le dernier trimestre 2001, **le cours actuel peut représenter une opportunité d'achat pour un investisseur spéculatif. Sur le long terme**, la compétition accrue, le manque de liquidité boursière et l'impact incertain du ralentissement économique sur les ventes **représentent toujours un risque pour l'investisseur.**

Recommandation: Accumuler court terme

Niveau de risque (1-5): 5

Target price: 3 €

Une analyse en anglais de 12 pages est à votre disposition sur simple demande : ale@lelux.be

■ France

■ Arcelor

Arcelor (Aceralia, Arbed et Usinor) envisage des hausses de prix sur le HRC dès le 2ème trimestre 2002. Cette décision semble crédible dans le contexte

1. de pertes enregistrées par les producteurs d'aciers plats aux 4ème trimestre 2001 et 1er trimestre 2002 ;
2. de prix très bas (HRC à 242 EUR/t en janvier soit un retour au niveau d'octobre 1999) et
3. de baisse modeste de la consommation réelle en Europe par rapport à la situation aux Etats-Unis.

En revanche, le groupe indique clairement qu'il sera difficile d'augmenter les prix du CRC et du HDG avant le 3ème trimestre 2002. Cette annonce suit celle de Thyssen (+20-40 EUR/t sur l'ensemble des produits plats) et est en ligne avec le scénario qui ne prévoit aucun rebond significatif des prix avant le 3ème trimestre 2002 (+9% par rapport au 2ème).

Une issue négociée du cas " 201 " est de plus en plus probable, compte tenu :

1. des hausses de prix annoncées aux Etats-Unis par Nucor, soit +10\$/t pour le HRC en janvier (+5%) et +20 \$/t pour le CRC et le HDG en février (+6%);
2. des carnets de commandes des 5 principaux producteurs, pleins jusqu'à fin avril ;
3. de la décision de l'OMC de déclarer illégales les aides à l'exportation aux sociétés américaines, qui renforce le poids de l'UE dans les négociations en cours.

Ces éléments devraient faciliter la décision du président Bush (attendue le 4 mars) de refuser de taxer les importations d'acier dans le cadre du cas 201 (cf. hausse de +8 à 40% préconisée par l'ITC). Rappelons que, dans le cadre du projet de consolidation de l'industrie outre-Atlantique, US Steel a récemment rappelé la nécessité d'une prise en charge, par l'administration fédérale, des frais liés au financement des retraites et de la couverture sociale (estimés à plus de \$ 10 milliards). Ce financement passerait par une hausse de 20% des tarifs douaniers.

■ Pays-Bas

■ Première perte annuelle depuis 1992 pour ASM Lithography

Le spécialiste des systèmes de photogravure destinés à l'industrie des micro-processeurs, ASM Lithography, a annoncé une perte nette de € 479 millions sur l'ensemble de l'année 2001, comparée à un bénéfice net de € 378 millions réalisé en 2000. Par action, la perte nette d'ASML est de 1,03 €. Le chiffre d'affaires 2001 du groupe est de € 1,84 milliards, contre € 3,1 milliards sur l'ensemble de l'année 2000, soit un recul de 40 %. La baisse de ces résultats est la conséquence d'un recul des livraisons de systèmes sans précédent dans le secteur des semi-conducteurs, même si cette baisse a été partiellement compensée par une moyenne plus élevée des prix de vente au sein de la division " Lithographie ". Le prix de vente moyen est en effet en hausse de 18 % sur les nouveaux systèmes permettant le passage à des " wafers " de 300 mm. Pour l'année 2002, le groupe ne prévoit pas de rétablissement du marché avant le deuxième semestre, et, effectivement, la décision d'Intel de réduire ses CAPEX de 25 % est venue confirmer ces mauvaises perspectives. Les CAPEX cumulés des 25 premiers fabricants de semi-conducteurs devraient atteindre \$ 25 milliards en 2002, soit une réduction de 26 % par rapport à 2001 et de 50 % par rapport à 2000, l'année euphorique (\$ 50 milliards dépensés en équipement). Pour réduire également ses dépenses, ASM Lithography a passé une charge de restructuration de € 466 millions et a procédé au licenciement de 13 % de ses effectifs. Le groupe néerlandais compte 7.070 employés au 31 décembre 2001.

■ ETATS-UNIS

■ Citigroup ou la réussite du modèle de supermarché financier

Contrairement à son confrère JP Morgan Chase, dont les résultats trimestriels ont profondément déçu, le géant américain Citigroup vient de faire part d'une forte hausse de ses résultats au 4eme trimestre 2001. Sur la période considérée, la banque a enregistré une hausse de 16% (+36% hors charges liées à l'acquisition d'Associates) de son bénéfice net à \$ 3,86 milliards, contre \$ 3,33 milliards à pareille époque l'an dernier; son bénéfice par action (BPA) ressort ainsi à 74 cents, au-dessus des 73 cents sur lesquels les analystes interrogés par l'agence spécialisée First Call tablaient en moyenne. L'année dernière sur cette période, le BPA de Citigroup s'était élevé à 65 cents (55 cents hors charges). Sur l'ensemble de l'exercice, le groupe affiche une croissance de 4% de son revenu net part du groupe (RNpg), à \$ 14.1 milliard, pour une croissance de 6% de son produit net bancaire (PNB), à \$ 80.1 milliards.

Dans son communiqué, la banque met notamment l'accent sur la bonne tenue de sa branche " consommation ", laquelle a progressé de 20% à \$ 2,03 milliards au 4eme trimestre 2001, et de 23% à \$ 7,4 milliards sur l'ensemble de l'exercice. Cette branche, qui inclut notamment les cartes de crédit et les crédits immobiliers, a profité des onze baisses des taux consenties tout au long de l'année dernière par la Federal Reserve (FED) afin de stimuler la croissance. Autre point positif, la branche " banque d'investissement ", qui inclut SSB, a dégagé un résultat en hausse de 17% à \$ 701 millions. SSB est la seule société américaine à avoir affiché une progression de ses activités au 4eme trimestre 2001, la filiale du groupe se classant N°1 dans les émissions d'emprunts obligataires et 8eme sur les " Mergers & Acquisitions ".

Enfin, si le groupe n'a pas indiqué quand serait assuré la succession de son PDG Sandy Weill, 68 ans, il a en revanche confirmé la mise en bourse de 20% de Travelers Property & Casualty, sa filiale

d'assurances dommages. L'opération pourrait rapporter jusqu'à \$ 6 milliards au géant américain qui compte utiliser les fonds récupérés à des investissements sur les marchés émergents. L'établissement financier chiffre à \$ 1,8 milliard les répercussions des attentats du 11 septembre, de la faillite du courtier en énergie Enron et de la crise financière en Argentine sur l'ensemble de l'exercice 2001. Sur le seul 4eme trimestre 2001, les difficultés d'Enron et le problème argentin lui auront coûté \$ 698 millions, se décomposant en une provision de \$ 228 millions liée à Enron, et une deuxième de \$ 470 millions liée aux pertes sur prêts bancaires et obligataires suite à la dévaluation du peso.

■ IBM

Le fabricant américain a annoncé pour son 4eme trimestre 2001 un chiffre d'affaires de \$ 22.8 milliards en recul de 11.6% par rapport au trimestre correspondant de 2000. Ce chiffre est inférieur au consensus (\$ 23.8 milliards) en raison d'une performance moyenne des services (+4.4%) qui comptent pour près de 40% du chiffre d'affaires (CA) total. Toutefois, les divisions " hardware " (+16.5%) et " software " (+18.2%) enregistrent de fortes progressions par rapport au 3eme trimestre. Le résultat net est de \$ 2.33 milliards soit \$ 1.33 par action (BPA) alors que le consensus tablait sur un BPA de \$1.32. Concernant l'année 2002, IBM reste prudent et attend un début d'année difficile. Tout comme Compaq, le groupe prévoit une reprise de l'activité en cours d'année.

■ IBM Global Services : chiffre d'affaires (CA) inférieur aux prévisions

La division services informatiques d'IBM a été pour la première fois de l'année le mauvais élève de la classe en annonçant des résultats inférieurs aux prévisions pour le 4eme trimestre 2001. Le CA ressort en baisse de 1% au 4eme trimestre 2001 à \$ 9.1 milliards (+1% à taux de change constant - tcc) contre \$ 9.5 milliards attendu. Hors maintenance, l'effritement des ventes est encore plus prononcé avec un recul de 2% (+1% à tcc).

La division "Outsourcing" progresse de 6% (contre + 13% au 3eme trimestre.), la division "Integrated Technologie Services" de + 6% (contre + 16%) et les activités de " Business Innovation Services " sont en recul de 6% (contre + 6%). Si le 4eme trimestre 2001 a été marqué par une faiblesse de l'activité, liée notamment à des signatures de contrats tardives, l'année 2001 reste une excellente année avec une progression de 5.6% du CA (+10% à tcc). Pour 2002, la société reste confiante, grâce notamment à un carnet d'ordre très solide (\$ 102 milliards), et anticipe un rebond de ses activités " ingénierie " dans le sillage de l'économie américaine. IBM Global Services a réussi à enregistrer une nouvelle amélioration de sa marge d'exploitation malgré le recul de son CA au cours du 4eme trimestre 2001. La marge brute passe de 27% à 28.2% au 4eme trimestre 2001 confirmant la qualité de la gestion du groupe.

■ Microsoft

Le géant américain a publié des résultats du 2eme trimestre supérieurs aux attentes mais a abaissé ses prévisions pour l'exercice en raison d'inquiétudes sur la santé de l'économie mondiale. Le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 18% à \$ 7.741 milliards grâce aux ventes soutenues du système d'exploitation XP et de la console X-Box (Microsoft perdrait 100 \$ par unité vendue). Cependant, le résultat net s'est affiché en recul de 13% en glissement annuel à \$ 2.283 milliards suite à une charge de \$ 660 millions relative au procès intenté par les consommateurs. Le bénéfice net par action (BNPA) s'affiche ainsi à 0.49 \$ (frais juridiques de 0.08 \$ non compris) alors que le consensus anticipait 0.43 \$ hors charges juridiques. Pour le 3eme trimestre, l'éditeur américain table sur un CA de \$ 7.3-7.4 milliards et un BNPA de 0.5-0.51 \$ supérieur au consensus (0.47 \$). Par contre, sur l'ensemble de l'exercice, Microsoft prévoit un CA de \$ 28.8-29.1 milliards et un BNPA de 1.57-1.6 \$ (contre 1.61-1.66 \$ en octobre dernier) fortement inférieur au consensus (1.83 \$). Cette révision en baisse traduit la prudence de Microsoft sur ses

perspectives du 4eme trimestre 2002 (baisse du marché des PC et des dépenses informatiques). Au cours des prochains mois, l'éditeur devra s'attacher à résoudre les problèmes de sécurité affectant son produit phare Windows XP.

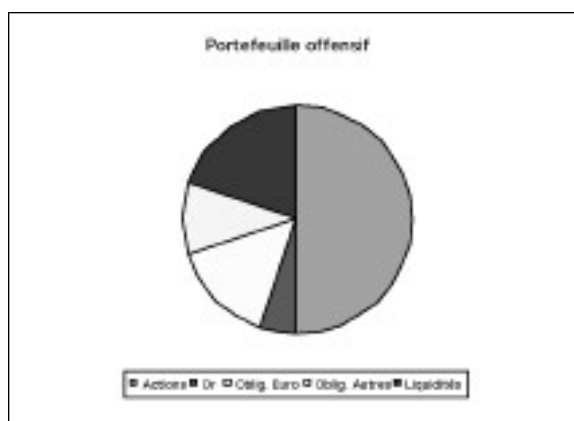
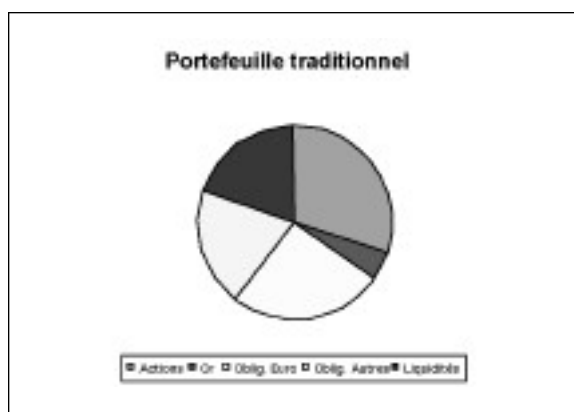
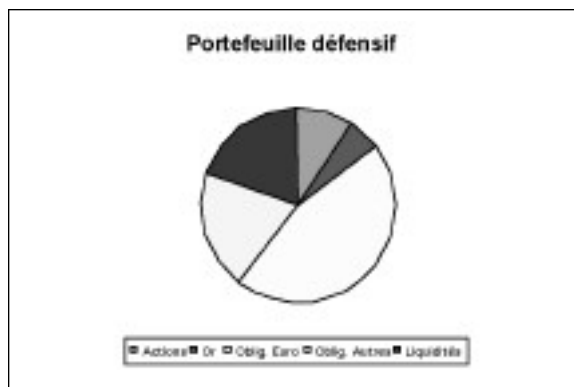
Gestion de Fortune

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

Il nous semble que l'once d'or est à un cours proche d'un retournement. Les opérations qui ont maintenu le cours à la baisse depuis 1995 sont à la veille de devoir être couvertes. Les quelques remontées importantes de cours ressemblent trop à du "short covering".

Nous proposons donc d'introduire cette matière première dans les portefeuilles. Non pas en tant que telle mais au moyen d'actions de "mines d'or" ou de holdings spécialisés.

Cette modification donne les structures suivantes pour nos portefeuilles "type" : une légère réduction de la position en actions, de manière à détenir quelque 5% en "mines d'or".



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.

NOK

Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Exsportfinans	7%	08/03/02-04	AAA	101,973%	5,925%
Statkraft	6,5%	22/02/02-06	AAA	102,043%	5,912%
NIB CAP.	6,5%	22/02/02-07	AA3	101,638%	6,11%
Dexia Funding	6,5%	22/02/02-08	AA2	101,95%	6,102%

EUR

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
BMW	5,25%	01/09/01-06	A1	102,3%	4,673%
ING Groep	5,5%	11/05/00-05	AA2	103,85%	4,205%

DKK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Ford	6,25%	21/11/01-06	A3	100,5%	6,119%
BNG	5,875%	30/07/97-04	AAA	103,55%	4,326%

NOK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
EIB	6,25%	15/11/01-07	AAA	101,2%	5,991%

USD

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Bayerische Landesbk	5,25%	16/08/01-05	AAA	103,5%	4,156%
GMAC	6,5%	28/12/01-06	A2	103,2%	5,728%

Avertissement

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

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:
Denis Vanderborcht.
Date de rédaction:
le 28 janvier 2002.