

# 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 que les marchés financiers existent, ceux-ci ont connu des périodes plus fastes et d'autres plus moroses. Les trois derniers trimestres de l'an 2000 et plus particulièrement, l'année 2001, feront partie de cette seconde catégorie. Malgré ce climat boursier peu optimiste, Leleux Associated Brokers a tenu à cœur d'améliorer la qualité du service qui vous est rendu. Aussi, durant ce mois de novembre 2001, plusieurs modifications, que vous avez peut-être déjà remarquées, ont été apportées à notre structure.

Tout d'abord, le relevé de vos avoirs titres et espèces, que vous recevez mensuellement, trimestriellement, annuellement ou à la demande, a été entièrement remodelé. Plus clair, il mentionne désormais le prix moyen d'achat des positions qui sont dans votre portefeuille. De même, ce relevé estime, sur base des derniers cours dont nous disposons, la valorisation de la position et son importance au sein de votre portefeuille. Finalement, vous aurez également remarqué l'apparition de quatre graphiques, symbolisant la répartition de votre portefeuille par type d'actifs financiers, par secteur économique, par devise et par pays. Si vous deviez éprouver le moindre problème de compréhension à la lecture de ce relevé, n'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel, dont le nom et le numéro de téléphone sont imprimés à l'entête de votre document. De même, si vous souhaitez modifier le cours moyen d'une des valeurs de votre portefeuille, votre chargé de clientèle dispose des outils techniques pour le faire en temps réel. Dès la semaine prochaine, nos différentes agences disposeront également de ce nouveau programme. Vous pourrez dès lors demander, lors de vos visites en agence, une situation de votre compte en temps réel, sous ce nouveau format.

Outre la qualité du reporting que nous effectuons, nous avons également estimé qu'il était important de renforcer la qualité de notre information. Depuis le début du mois de novembre, les clients de Leleux Associated Brokers, utilisant le service internet Leleux On Line, disposent de tous les articles de notre cellule de Gestion de Fortune, venant ainsi s'ajouter au flux d'informations PR Line qui alimentait notre site Internet. En souscrivant aux services entièrement gratuits Leleux Stock News, vous pouvez même recevoir directement par e-mail et en temps réel les informations qui concernent les valeurs dont vous disposez en portefeuille. Si vous êtes déjà connecté à notre système on line, il vous suffit de vous inscrire à ce service dans la rubrique "Services e-mail".

Ces deux exemples témoignent de la volonté qu'a Leleux Associated Brokers de vous apporter un service toujours meilleur. Toute notre équipe reste à l'affût des améliorations qualitatives de nos services qui vous permettront d'opérer dans les meilleures conditions sur les marchés boursiers.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel qui se fera un plaisir de vous expliquer plus en détail ces différents sujets. En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, nous vous souhaitons une lecture enrichissante 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	23/11/01	29/12/00	Différence au 29/12/00	Différence au 26/10/01	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX (Pays-Bas)	506,61	641,13	(20,98%)	7,15%	(27,79%)
BEL 20 (Belgique)	2 672,61	2 974,27	(10,14%)	0,97%	(27,41%)
CAC 40 (France)	4 573,82	5 833,38	(21,59%)	2,13%	(33,93%)
DAX (Allemagne)	5 150,97	6 522,87	(21,03%)	6,86%	(36,13%)
FTSE 100 (G-B)	5 293,00	6 170,30	(14,22%)	2,01%	(23,62%)
NASDAQ (EUR)	239,90	747,73	(67,92%)	(0,75%)	(90,55%)
HEX (Finlande)	8 551,33	13 033,74	(34,39%)	10,99%	(44,47%)
OMX (Suède)	841,05	1 056,11	(20,36%)	8,22%	(34,44%)
SMI (Suisse)	6 458,80	8 135,40	(20,61%)	3,23%	(21,52%)
DJ Stoxx 50	3 689,25	4 508,16	(18,17%)	2,94%	(28,82%)
DJII (USA)	9 959,71	10 525,38	(5,37%)	4,34%	(15,04%)
NASDAQ (USA)	1 903,20	2 626,39	(27,54%)	7,59%	(62,31%)
TS 300 (CAD)	7 432,40	8 933,70	(16,80%)	6,10%	(31,12%)
NIKKEI (Japon)	10 696,82	13 584,45	(21,26%)	(0,91%)	(52,81%)
TWSE (Taiwan)	4 519,08	4 743,94	(4,74%)	11,76%	(33,94%)
STI (Singapour)	1 458,20	1 926,83	(24,32%)	3,33%	(29,54%)
MSCI World	998,825	1221,253	(18,21%)	2,99%	(31,27%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	3,375%	5,730%	(41,10%)	(5,70%)	(34,24%)
Taux USD 3 mois	1,92%	5,207%	(63,13%)	(8,57%)	(69,93%)
Taux EUR 10 ans	4,607%	4,821%	(4,44%)	1,16%	(13,09%)
Taux JPY 10 ans	1,360%	1,530%	(11,11%)	2,26%	(28,68%)
Taux USD 10 ans	4,999%	5,244%	(4,67%)	10,28%	(15,40%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	0,8785	0,942	(6,74%)	(1,54%)	(25,90%)
EURO en GBP	0,6228	0,6368	(2,20%)	0,14%	(6,98%)
USD en JPY	124,38	118,85	4,65%	1,14%	(22,09%)
Or (once en USD)	272,9	263,65	3,51%	(1,64%)	(17,11%)
\$/baril	19,48	25,96	(24,96%)	(4,09%)	(47,62%)

# Devises

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

## ■ Le Système Européen de Banques Centrales (SEBC)

Depuis le 1er janvier 1999, la Banque nationale fait partie du Système européen de banques centrales, qui se compose de la Banque centrale européenne dont le siège est à Francfort, et des banques centrales nationales des 15 Etats membres de l'Union européenne. Douze de ces pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, France, Finlande, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal) ont décidé d'adopter la même monnaie, l'euro. Ils forment ce que l'on appelle la zone " euro ".

L'Eurosystème est l'ensemble constitué par la BCE et les 12 banques centrales nationales de la zone euro. Il est chargé de mener la politique monétaire unique.

Les organes de décision de la Banque centrale européenne sont:

### **Le Conseil des Gouverneurs**

Le Conseil des gouverneurs est composé des membres du Directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'euro.

### **Le Directoire**

Le Directoire comprend le président et le vice-président de la BCE ainsi que quatre autres membres nommés par les chefs d'Etat ou de gouvernement des Etats membres qui ont adopté l'euro.

### **Le Conseil Général**

Le Conseil général réunit le président et le vice-président de la BCE ainsi que les gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres de l'Union Européenne.

## ■ L'Eurosystème

L'Eurosystème est dirigé par le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne. Composé des 6 membres du Directoire de la BCE et des 12 gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro, ce Conseil prend les décisions de politique monétaire (changer le taux d'intérêt, par exemple). Chacun des membres de ce Conseil (dont le gouverneur de la Banque Nationale de Belgique) dispose d'une voix dans la prise de décisions.

Comme ses consœurs de la zone euro, la Banque Nationale de Belgique est impliquée dans la préparation des réunions du Conseil et participe à l'exécution de ses décisions.

Les missions fondamentales de l'Eurosystème consistent à:

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro;
- conduire des opérations de change et détenir et gérer les réserves officielles de change de la zone euro;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

## ■ La politique monétaire

Toute banque centrale veille à maintenir la valeur de la monnaie, c'est-à-dire à éviter une hausse des prix (inflation) ou une baisse des prix (déflation). Le Traité de Maastricht assigne à l'Eurosystème le mandat de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Les Etats signataires partagent la conviction qu'une politique monétaire préservant la valeur interne de la

monnaie apporte la meilleure contribution à l'amélioration des perspectives économiques et à l'élévation du niveau de vie. La stabilité des prix contribue en effet à la croissance durable de l'activité économique et à la création d'emplois. Quand le niveau général des prix varie exagérément, les entreprises ont peine à planifier leur avenir et elles investissent moins. La confiance des consommateurs est ébranlée; moins d'emplois sont créés. C'est par la mise en œuvre de la politique monétaire que la banque centrale cherche à atteindre l'objectif de stabilité des prix. Dans la zone euro, cet objectif correspond à une hausse des prix inférieure à 2 % par an.

La banque centrale n'exerce pas une influence directe sur les prix, mais plutôt sur les taux d'intérêt (le "loyer de l'argent"). En effet, pour faire face notamment à la demande de billets du public et de crédits des entreprises, les banques commerciales doivent emprunter à la banque centrale. En modifiant les taux d'intérêt qu'elle leur applique, la banque centrale amène les banques commerciales à répercuter ces conditions auprès de leurs propres clients.

## ■ La zone euro

Belgique, Allemagne, Grèce, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-bas, Autriche, Finlande, Portugal.

Le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni sont membres de l'Union européenne mais ne participent pas actuellement à la monnaie unique. Le Danemark est membre du mécanisme de taux de change européen (MCE II), ce qui signifie que la couronne danoise est liée à l'euro, bien que son taux de change ne soit pas fixe.

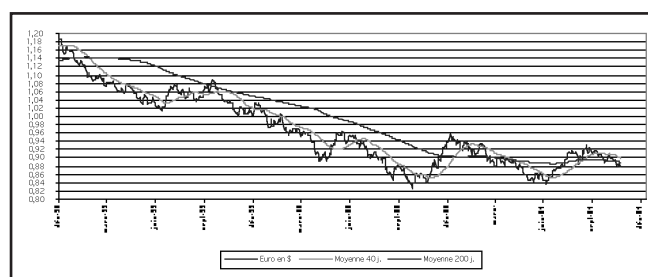
## ■ Les taux d'intérêt

S'il existe une menace d'inflation, la banque centrale relèvera les taux d'intérêt: cela freinera la progression des crédits, devenus plus coûteux, de la masse monétaire et de la demande de biens et services et, en fin de compte, la hausse des prix.

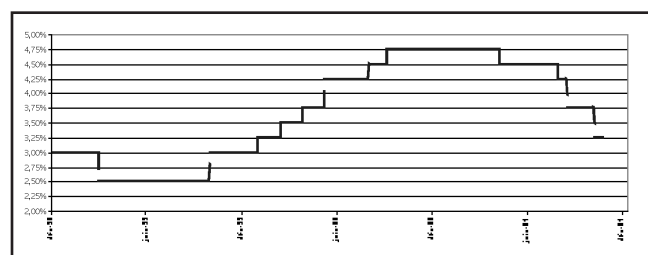
Si, au contraire, des risques de déflation apparaissent, la banque centrale agira en sens opposé.

Pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix, la banque centrale peut se baser sur la progression de la masse monétaire et sur d'autres indicateurs (cours de change, salaires, etc.) qui donnent des informations sur l'évolution future des prix.

### Euro en \$ depuis décembre 1999



### Taux BCE depuis janvier 1999



# Economies

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

## ■ EUROPE

### ■ Les symptômes d'un fort retournement conjoncturel

#### 1. Un retournement des composantes de la demande:

##### *Les indices de confiance des consommateurs:*

Le ralentissement de l'activité économique, qui avait commencé aux Etats-Unis dès l'automne 2000, s'est propagé dans la zone euro 6 mois plus tard.

Comme depuis le début des années 1990, la confiance des consommateurs a reflété ce retard en se dégradant à partir du mois d'avril 2001. L'indice a reculé, au mois d'octobre, à son plus bas depuis novembre 1997. Cette baisse est la plus forte en 6 mois depuis la création de l'indice, en 1985.

Cette baisse de la confiance est due à l'arrêt de l'amélioration du marché de l'emploi (voir ci-dessous) et aux fortes hausses des prix au cours du printemps (liée à la hausse des cours de l'énergie), qui ont affecté le pouvoir d'achat des ménages.

Le léger rebond enregistré dans les indices de confiance allemands, français et italiens au mois d'octobre relève, quant à lui, plus d'un sursaut ou d'un ajustement après la forte baisse du mois de septembre que d'un signe de retournement conjoncturel, bien au contraire.

##### *L'emploi:*

Après avoir connu une tendance haussière au début des années 1990 puis une stabilisation, le taux de chômage dans la zone euro a fortement baissé à partir du 2ème semestre 1997. Il a reculé de 11.6 % à 8.3 % en 4 ans, ce qui a soutenu la

confiance des consommateurs et la consommation. Or on assiste, depuis la fin 2000 en Allemagne et depuis la mi-2001 en France, à une reprise des destructions d'emplois et à un rebond du taux de chômage. Ce rebond ne se traduit pas encore dans les statistiques européennes dans la mesure où certains pays, dont l'Italie, connaissent toujours une baisse de leur taux de chômage, le ralentissement les affectant pour le moment de moindre manière du fait de leur structure de production. L'Italie a également vu la baisse de son taux de chômage commencer fin 1998, soit un an plus tard que la France et l'Allemagne.

##### *La consommation:*

Les dépenses des ménages sont la composante essentielle de la croissance, puisqu'elles représentent respectivement 56.8 %, 53.9 % et 59.8 % des PIB allemand, français et italien. Si elles progressent toujours au 3ème trimestre 2001 (3T01), elles sont tout de même inférieures aux niveaux atteints à la fin des années 1990. En Italie, la consommation réelle progresse de 0.2 % au cours du 3T01 après 0.0 % au 2T01. En Allemagne, elle recule de 0.2 % au 3T01 (+1.29 % en un an) après +0.8 % au 2T01. En France, cependant, la consommation est le principal moteur de la croissance enregistrée au 3ème trimestre, puisqu'elle progresse de 1.2 % (+3.1 % en un an), après +0.3 % au 2T01. Ce ralentissement de la consommation devrait se poursuivre, ou commencer en France, du fait de la remontée probable des taux de chômage conjointement à la baisse des indices de confiance des consommateurs.

## 2. Un retournement des composantes de l'offre:

### *Les indices de confiance des industriels:*

La confiance des industriels a fortement chuté depuis le mois de septembre 2000. Après la forte phase de croissance au cours de l'année 1999 et la première moitié de 2000, les industriels se sont rendus compte qu'ils avaient augmenté trop fortement leurs capacités de production et qu'ils étaient en situation de sur-capacités. A cette situation de sur-production s'est ajoutée un ralentissement de la demande, qui a rendu cet excès de capacités de production encore plus flagrant. En conséquence, le sentiment des industriels sur leur situation actuelle s'est détérioré avec, de plus, des niveaux de stocks trop élevés, ce qui a, dans le même temps, affecté les perspectives de reprise de l'activité. De plus, le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, puis l'entrée en récession à la suite des attentats, a annulé les espoirs d'une reprise rapide tirée par la croissance. Les indices de confiance des industriels sont donc, aujourd'hui, à leur plus bas depuis 1996. L'indice IFO, qui mesure la confiance des industriels allemands, est même à son plus bas depuis le mois de novembre 1993.

### *La production industrielle:*

L'industrie est le secteur le plus touché par le ralentissement qui affecte l'économie mondiale depuis la mi-2000. L'industrie de la zone euro, si elle recule en glissement annuel de 0.6 % au mois de septembre, est cependant nettement moins touchée que l'industrie US. Elle ralentit malgré tout fortement depuis le mois de décembre 2000. Le pays le plus touché par ce ralentissement est l'Allemagne, dont l'industrie est la plus importante d'Europe. Elle exporte une part importante de sa production vers les Etats-Unis et a donc été affectée, plus que les autres pays de la zone euro, par le ralentissement de la demande outre-atlantique. En glissement annuel, la production industrielle allemande recule de 2.4 % au mois de septembre. L'Italie a également connu un recul en glissement annuel de sa production industrielle au cours de l'été, mais celle-ci progresse de 0.5 % au mois de septembre. La France est, quant à elle, moins affectée. Si la production enregistre, en glissement annuel, un

ralentissement depuis le mois de mars 2000, elle a toujours été positive et progresse de 0.8 % au mois de septembre 2001.

### *L'investissement:*

La conséquence de la période de forte croissance a été un sur-investissement qui a débouché sur les sur-capacités évoquées plus haut. Avec le ralentissement de la demande, des perspectives de production et de la production elle-même, l'investissement a fortement ralenti, pour finalement reculer en Allemagne au 3T01 de 1.8 %, soit -6.3 % en glissement annuel. En Italie, l'investissement a reculé de 0.3 % au 2ème trimestre 2001. En glissement annuel, il continuait cependant de progresser de 1.3 %. En France, l'investissement des entreprises recule de 0.2 % au 3ème trimestre après +0.1 % au 2T01. En glissement annuel, il progresse toujours de 2.6 %. Ce recul de l'investissement en Europe pèse sur la croissance et devrait durer jusqu'à ce que les perspectives de production s'améliorent. Le ralentissement de l'investissement est tout de même nettement moins marqué qu'aux Etats-Unis, où celui-ci a chuté de plus de 10 % au cours des trois premiers trimestres 2001.

### *Sensibilité au commerce extérieur:*

Si la zone euro est peu sensible au commerce avec les USA (les exports vers ce pays ne représentent que 2.2 % du PIB), le ralentissement du commerce mondial l'affecte, malgré tout, directement. En effet, bien que la zone euro (première zone monétaire mondiale par la population, 304 millions d'habitants contre 276 millions d'habitants aux USA) réalise 60 % de ses échanges en interne, il est bon de souligner qu'elle est largement le premier centre d'échanges du monde. Les exportations de la France et de l'Allemagne sont, certes, dirigées en majorité vers les autres pays de la zone. Cependant, elles représentent, à elles seules, plus que les exportations des Etats-Unis ou du Japon. En conséquence, ces pays sont très sensibles aux variations du commerce mondial. Or le commerce mondial, sous le coup du ralentissement généralisé à l'ensemble de la planète, devrait fortement ralentir en 2001, puisque l'Organisation Mondiale du Commerce anticipe une progression de seulement 2 % en 2001 après

+12 % en 2000. Les échanges des pays de la zone euro devraient, pour leur part, dépasser légèrement 2 %, mais cela constitue tout de même un ralentissement très violent pour les économies européennes. Elles sont donc, en conséquence, touchées fortement par ce ralentissement, en particulier l'Allemagne, ce qui explique en partie sa faible croissance cette année. Cette exposition a cependant un effet positif dans la mesure où le Royaume-Uni, qui est la première destination des exportations européennes, continue de croître de manière importante (+0.5 % au 3T01, +2.1 % en un an).

### ■ **Décalage conjoncturel entre les USA et l'Europe**

Enfin, il existe, historiquement, un décalage conjoncturel entre l'Europe et les Etats-Unis, d'environ 6 mois. Si on compare l'évolution de l'indice du NAPM et de l'indice IFO, qui sont les indices de confiance qui permettent d'évaluer le mieux la conjoncture dans les deux zones et sont (en tout cas) les plus suivis, on s'aperçoit que ces deux indices suivent la même évolution, mais avec 6 mois de décalage en ce qui concerne l'IFO, au moins depuis 1995, période qui a été marquée par une augmentation croissante des relations commerciales et financières entre les deux zones. Cela signifie que le ralentissement des Etats-Unis en termes de croissance au 1er trimestre 2001 se fait sentir réellement en Europe au 3T01, ce que confirment les chiffres de croissance de l'Allemagne et de l'Italie, alors que les consommateurs permettent à l'économie française de continuer à croître. Cela semble confirmer le fait que l'Europe devrait connaître un ralentissement marqué au cours des deux prochains trimestres.

### ■ **De plus, la BCE n'a pas toujours aidé...**

La Banque Centrale Européenne a adopté, depuis le début de l'année 2001 (le point de départ du ralentissement) et depuis sa création, en 1999, plus globalement, une politique qui a complètement ignoré la croissance. Pourtant, la règle de Taylor, reconnue comme étant le modèle qui régit les décisions des banques centrales,

énonce que le différentiel de croissance entre la production potentielle et la production effective, autrement dit un ralentissement de la croissance, doit influencer la fixation des taux d'intérêt directeurs, d'une manière plus ou moins importante selon l'objectif fixé. La BCE, du fait de sa jeunesse et de sa volonté de montrer son attachement à ses objectifs, s'en est strictement tenu aux deux piliers de sa politique monétaire que sont la progression de M3 (objectif de progression de 4.5 % en un an) et la progression de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH, objectif de progression de 2 % par an). Or ces deux piliers ont subi des distorsions de différentes natures depuis le début de l'année. La BCE, en observant ces indicateurs bruts, n'a baissé ses taux que deux fois, de 0.25%, avant les attentats du 11/09, alors que la Fed les avait baissés de 3% en sept fois. Cependant, il semble aujourd'hui que la BCE, à la suite des attaques terroristes du 11/09, ait intégré, sous la pression internationale, la croissance de la zone euro dans ses décisions, même si elle s'en défend. La baisse de 0.50% du 17 septembre n'était en aucun cas motivée par une chute des risques inflationnistes, mais bien par une nécessaire injection de liquidités dans le système afin que l'économie puisse continuer à fonctionner normalement. Une raison annexe à l'immobilisme de la BCE au cours de l'année a été la pression politique constante qui a entouré ses réunions depuis le début de l'année.

### ■ **...mais les perspectives sont bonnes**

La BCE, comme évoqué plus haut, est en train, sans le reconnaître, d'intégrer la croissance dans ses préoccupations, ce qui devrait soutenir une reprise de l'économie. La prétendue faiblesse de l'euro n'est pas un handicap pour l'euroland dans la fourchette 0.85/0.95 \$ pour un €. La BCE, toujours sans le reconnaître publiquement, a montré au cours des derniers mois qu'elle était prête à soutenir la devise européenne en dessous de cette fourchette. Le niveau de 0.85 \$ pour un € procure un avantage compétitif et ne présente pas de réel danger d'inflation importée. En dessous de 0.95 \$ pour un €, il n'y a pas non plus de risque pour les exportations européennes.

# Bourses

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

## ■ Envolée de la masse monétaire en termes réels

Aussi loin que remontent les statistiques, jamais on n'a observé une telle expansion de la masse monétaire que ce soit la définition limitée M2 ou plus large M3. En termes réels, la masse monétaire évolue en ce moment au rythme de 6% par an selon M2 et 8% par an selon M3. La progression était négative tout le long de l'année 2000 pour M2 et à peine positive pour M3. On retrouve une situation approchante lors de la précédente crise asiatique où Greenspan avait ouvert les vannes pour sauver le système bancaire. Mais on observera le parfait parallélisme avec les taux de la Fed et la brutalité du renversement avec les taux de base qui sont passés de 6.5% en début d'année à 2% aujourd'hui.

Compte tenu des liquidités énormes en attente d'investissement, et du taux de rendement ridiculement bas sur les placements court terme, les investisseurs n'ont pas tardé à comprendre que les niveaux des marchés assez bas justifiaient une prise de risque, sachant que le rendement du dividende à 1.9% pour le SP500 était proche du rendement monétaire. Malheureusement, cette distribution d'argent gratuit par la Fed ne peut durer éternellement, et il y a fort à craindre que le cycle de baisse des taux est terminé.

En effet, depuis le 6 novembre date de la dernière baisse des taux d'un demi point de la Fed, la courbe des taux est redevenue parfaitement normale et pentue, signe que le marché attend la reprise économique et la fin de la baisse des taux, et même mieux, une hausse quelque part début 2002. En effet, le taux des fonds fédéraux à un an s'établit à 2.62%, ce qui induit une anticipation de hausse des taux de la Fed et même les taux à 3 mois sont supérieurs aux 2%. Mais malheureusement, ce n'est pas uniquement les

taux courts qui se sont tendus, mais aussi les taux longs qui eux impactent beaucoup plus le marché "actions". Le taux à 10 ans a bondi de 4.19% le 7 novembre, son point bas, à 5.07% (annualisé) vendredi dernier.

Là aussi, cela montre le mouvement violent de report des investisseurs des obligations où ils s'étaient réfugiés durant la crise vers les actions qui commençaient à paraître attractives. Ainsi, l'action de la Fed semble produire ses effets, au moins sur la bourse avec 9 mois de décalage par rapport au début du cycle de baisse. Par ailleurs, quelques signes positifs parviennent de l'économie réelle avec la forte progression des ventes de détail (due à l'automobile), un reflux des nouveaux demandeurs d'emploi sur leur niveau record des précédentes semaines et un recul du spread entre les obligations du secteur privée et de la Fed. Le secteur industriel reste par contre obstinément déprimé, même si on assiste à un début de reflux des stocks qui laisse espérer une reprise par le besoin de les reconstituer.

## ■ EUROPE

### ■ KBC

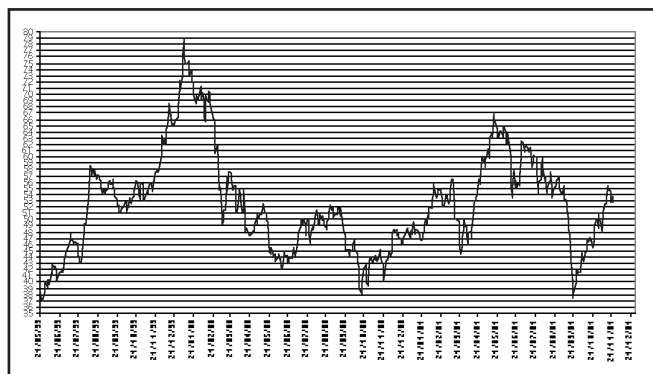
KBC Bancassurance a annoncé une baisse de 14,4% de son Revenu Net part du groupe (RNpg) au 3ème trimestre 2001 (3T01), à € 158,8 millions soit, en dépit du profit warning lancé il y a quelques semaines, une performance encore moins bonne que ce qu'attendait le consensus, qui tablait sur un recul de 7,6%. KBC a en outre confirmé que ses résultats de l'exercice annuel seraient en baisse par rapport à ceux de l'an dernier, laissant même entendre que la baisse



allait s'accélérer. Quant à l'excédent brut d'exploitation, il s'est contracté de 9,3%, à € 1,36Md, pénalisé en particulier par la détérioration des résultats de la branche bancaire. Les activités bancaires, à l'origine de l'essentiel des déboires du groupe, ont contribué pour € 72.9 millions au bénéfice du groupe, ce qui représente une baisse de 38% par rapport au 3T01. La division assurances a pour sa part contribué aux bénéfices pour € 87.7 millions, soit une hausse de 9,6%. KBC Bancassurance a fait état de quelque € 78.8 millions de provisions pour dépréciations d'actifs du fait des conditions internationales difficiles depuis septembre, avec en premier lieu la faillite de la Sabena il y a deux semaines, mais aussi pour la société Lernout and Hauspie, spécialisée dans les technologies de reconnaissance vocale, également en faillite après avoir défrayé la chronique l'an dernier, et pour plusieurs autres PME belges. KBC a également dit avoir enregistré un manque à gagner de € 92.3 millions au 3T01 en raison des attentats du 11 septembre et de leur impact sur les marchés financiers. Le marché a par ailleurs réagi positivement à l'annonce d'un plan d'économies qui prévoit la fermeture de 15 agences (pour mémoire, le groupe dispose d'un réseau de 1202 agences particuliers, 21 agences entreprises et 21 agences banque privée) et l'abaissement du coefficient d'exploitation de 69.3% à 55% en 2004.

Il est encore trop tôt pour se repositionner sur cette valeur, surtout compte tenu des perspectives incertaines que laisse entrevoir le groupe. Sa stratégie domestique est suicidaire à long terme et des déconvenues ne sont pas exclues dans son développement à l'Est.

## ■ PECHINEY



Pechiney publie un Revenu Net part du groupe (RNpg) de 56 MEUR au 3T01. Le redémarrage limité des capacités US en 2002 entraînera un rebond marqué du cours de l'aluminium au S202. Le résultat opérationnel s'établit à 137 MEUR, affichant une érosion limitée de 5 MEUR par rapport au 2eme trimestre (contre une anticipation de -22 MEUR). Cette excellente performance résulte essentiellement de la hausse de 15 MEUR du résultat opérationnel de la branche Aluminium Primaire (29% du CA industriel) sur la période (à 115 MEUR, contre 90 MEUR anticipés), attribuable à la progression des ventes de techniques, dans un contexte de recul moyen de 7% du cours de l'aluminium (à 1407 \$/t), avec un impact négatif en Euro estimé à 22 MEUR. La branche Transformation (37% du CA industriel) affiche en revanche une division par 5 de son résultat opérationnel (4 MEUR, contre 19 MEUR au T2), imputable 1) à la détérioration de l'environnement en Europe (avec un revenu opérationnel de 15 MEUR, contre 27 MEUR au T2, situation similaire à celle observée chez Alcan) et 2) à l'amplification des pertes chez Ravenswood, affecté par la mise sous " chapter 11 " de son client McCook (-11 MEUR, contre -8 MEUR au 2T01 et -17 MEUR au 1T01). D'où un ajustement à la hausse du bénéfice net par action (BNPA) 2001, à 3.83 EUR (+6.3%). Des perspectives favorables pour le marché de l'aluminium en 2002. Nous estimons que l'offre ne devrait croître que de 3% dans le monde occidental en 2002, du fait d'un redémarrage marginal des capacités arrêtées dans le nord-ouest des Etats-Unis.

Le redémarrage progressif de l'économie américaine (31% de la demande mondiale), attendu au S202, devrait se traduire par un rebond marqué de la demande mondiale au 2eme semestre 2002 (2S02) (+8%), après une baisse de 2% au 1S02. Dans ce contexte, après un excédent de 474 Kt au S102, nous attendons un déficit de l'offre de 442 Kt au S202, justifiant une forte remontée du prix de l'aluminium. Notre scénario de prix sur 2001-02-03 s'établit à respectivement 1450 \$/tonne (soit 1320 \$/tonne en moyenne sur le 4T01), 1600 \$/tonne et 1630 \$/tonne. Nous réitérons notre opinion positive sur Pechiney, compte tenu 1) des perspectives favorables du marché de l'aluminium et 2) d'une appréciation limitée de la parité EUR/\$ attendue en 2002 (+5.3%, à 0.95 EUR/\$). Notre objectif de cours s'établit à 57 EUR.

## ■ Secteur Assurances

Logique consolidation, après 3 semaines consécutives de forte reprise qui avait totalement effacé les effets des attentats du WTC. Le DJ Europe Stoxx Insurance perd -1.4% sur la semaine. Du côté des hausses, la Scor a continué à rattraper le terrain perdu, les opérateurs se focalisant désormais sur les impressionnantes hausses de tarifs prévues en 2002. Mediolanum profite de la publication d'excellents indicateurs pour le 3T01, ainsi que des propos rassurants tenus par son président concernant les perspectives de fin d'année. En sens inverse, ING et Mapfré, qui ont émis un profit warning cette semaine, sont lourdement sanctionnés. ING, qui est probablement le dernier opérateur à réévaluer la facture des attentats, entraîne dans son sillage Aegon et Fortis. L'amalgame nous semble largement injustifié.

**Attentats US :** le coût des attentats US pour la profession en France est estimé à plus de € 1 milliard. Le gouvernement français, emboîtant le pas de son homologue américain, a pris trois mesures (deux fiscales et une prudentielle) pour aider les compagnies d'assurances françaises. Ainsi, les compagnies pourront, (1) en franchise d'impôt, constituer des provisions d'égalisation destinées à couvrir les risques futurs liés aux guerres, aux attentats et au transport aérien. D'autre part, (2) la franchise sur la taxe de 9% attachée au boni de liquidation, actuellement de 3%, sera relevée. Enfin, (3) la Commission de Contrôle des Assurances étudiera au cas par cas la possibilité pour les assureurs d'étaler dans le temps les provisions pour risque d'exigibilité, en cas de moins-value latente sur leurs portefeuilles.

**France :** suite aux attentats du 11 septembre dernier et dans la perspective de la coupe du monde de football en 2002, Axa, intervenant au titre d'assureur principal, a demandé à la FIFA la renégociation du contrat d'assurance relatif à la phase finale de cette coupe (contrat estimé à \$ 852 millions). Le président de la FIFA a déclaré qu'Axa, qui n'est plus prête à assurer le risque "terrorisme", lui avait donné un mois pour renégocier le contrat, faute de quoi il sera déclaré

caduc à compter du 11 novembre. D'autre part, lors d'un débat, le président d'Axa Corporate Solutions a annoncé des hausses de tarifs de l'ordre de 80% en dommages et de l'ordre de 35% en responsabilité civile, les trois quarts de ces augmentations devant couvrir la hausse du coût de la réassurance. Il a en outre appelé à une redéfinition du périmètre des risques transférables aux assureurs.

Le président de la Scor a déclaré dans le journal "Investir" que sa compagnie, en dépit des attentats US, atteindrait probablement l'équilibre en 2001, et maintiendrait le principe d'un dividende en 2001 (€ 1.7/action en 2000). Pour mémoire, l'impact dans les comptes de la Scor des attentats du 11 septembre dernier devrait être compris entre € 150 et € 200 millions, soit € 3 à € 4 par action, soit encore 13% des fonds propres. M. Blondeau a par ailleurs déclaré que le redressement de la rentabilité devrait être plus rapide que prévu en 2002, compte tenu d'une augmentation des primes (20% minimum en réassurance classique; très supérieure à 20% en réassurance des grands risques industriels).

**Pays-Bas :** la détérioration des conditions économiques et le doublement de la facture relative aux attentats du 11/09 ont amené ING à lancer un profit warning, la prévision de croissance en 2001 du résultat net opérationnel par action étant révisée à 5% contre 17% auparavant. A \$ 100 millions après impôt, ING a doublé son estimation initiale de l'impact des attentats US, ce qui représente 3% du résultat opérationnel avant impôt réalisé en 2000. Pour l'essentiel, l'ajustement provient de contrats d'assurance collectifs souscrits par des entreprises localisées dans le WTC et qui n'avaient pas été identifiées dans un premier temps dans le portefeuille de ReliaStar, la filiale d'assurance américaine acquise l'an dernier.

**Italie :** la RAS, filiale d'Allianz, est à la recherche d'un acquéreur pour tout ou pour la majeure partie de son entité spécialisée dans l'immobilier, Proprieta Immobiliari, dont la book value est estimée à \$ 531 millions. La finalisation de cette

opération de spin off, conforme au plan stratégique à 3 ans, est prévue au 1T03. Les fonds récupérés seront réinvestis dans l'assurance.

**Espagne :** pour les 9 premiers mois de 2001 et, le résultat net de Corporation Mapfre est en baisse de 7.4%, à € 71.3 millions. De plus, à la suite des attentats US, dont le coût pour Mapfre est estimé à € 12 millions, l'assureur a revu à la baisse sa prévision de résultat pour 2001, désormais prévu en ligne avec celui de 2000, soit environ € 90 millions.

**Suisse :** S&P a retiré de sa liste de surveillance Converium, la filiale de ZFS spécialisée en réassurance et dont l'introduction en bourse est prévue dans les prochains mois, tout en maintenant le rating actuel du groupe (A+).

**Royaume-Uni :** pour les 9 premiers mois de 2001, le chiffre d'affaires de Prudential est en hausse de 54% en base APE (équivalent primes annuelles), à £ 2 milliards. Sur la période, les souscriptions de nouveaux contrats sont restées soutenues, en dépit des conditions de marché, et le chiffre d'affaires pour l'assurance et l'investissement atteint d'ailleurs le record de £ 15.1 milliards ; les ventes au Royaume-Uni sont en hausse de 12%, à £ 627 millions, et les ventes à l'international représentent 68% du chiffre d'affaires total, contre 53% l'an dernier. En termes de perspectives, si les attentats US ont un impact très limité sur la compagnie, le management a indiqué que la croissance pourrait ralentir en Asie tandis que, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, le mouvement de compensation du déclin de la collecte des contrats en unité de compte par la collecte de contrats à taux garantis devrait se poursuivre au 4T01.

Les bénéficiaires par action (BPA) des réassureurs et sur la plupart des assureurs ont été revus à la baisse pour tenir compte à la fois des coûts directs relatifs aux attentats du WTC et à l'effondrement des marchés boursiers, qui ont un impact sur la marge de solvabilité des compagnies, qui ont

perdu en moins d'un mois l'essentiel de leurs plus-values latentes actions.

La confirmation des ratings des compagnies par les principales agences de notation devrait rassurer au même titre que les relèvements de tarifs.

Les cours actuels, qui valorisent toujours certaines valeurs au niveau de leur actif net réévalués (ANR), sans tenir compte du moindre fonds de commerce, devraient rapidement amener à une nouvelle vague de concentration avec paiement en cash.

La publication des résultats semestriels confirme la capacité défensive des grands du secteur; ces derniers profitent à la fois de la remontée des tarifs en assurance dommages, de leur forte exposition au secteur obligataire (entre 60 et 70%) et de leur importante diversification géographique et industrielle.

La BCE a de nouveau baissé ses taux directeurs d'un demi point et le niveau d'inflation actuel laisse encore 25 ou 50 bp de marge. La FED a d'ailleurs poursuivi son mouvement de baisse.

Les difficultés structurelles rencontrées par certains (Swiss Life, ZFS, RSA, Prudential,...) peuvent, sur les niveaux de valorisation actuels, favoriser une ultime étape de concentration du secteur en Europe. Cette remarque est particulièrement valable pour les plus petits du monde la réassurance. Parmi les 3 grands assureurs européens, nous privilégions Allianz (objectif : € 285), qui va profiter de la réforme sur le financement des retraites en Allemagne.

Les résultats affichés par Aegon au 1S01, les choix stratégiques opérés par le groupe depuis 2 ans et les perspectives affichées par le management nous confortent dans notre recommandation d'achat. Sur le plan quantitatif, la valeur est également très attrayante et le groupe a indiqué ne pas être exposé directement au risque WTC.

## ■ ETATS-UNIS

### ■ ELI LILLY

Le Xigris, produit contre la septicémie, vient d'obtenir son autorisation de mise sur le marché. Mais plus que cette approbation, c'est la nouvelle simultanée de l'échec du produit concurrent (Chiron/Pharmacia) dans une étude clinique de phase III (pas d'efficacité), qui a provoqué l'embellie sur le titre Lilly. En effet, le " labelling " obtenu sur le Xigris est pourtant restreint aux patients à septicémie aïgue et à haut risque de décès (insuffisance organique due à une ou plusieurs défaillances d'organes), une population particulièrement délicate à diagnostiquer. Chez les patients septicémiques à risque faible de décès, le Xigris n'a pas apporté la preuve de son efficacité lors de ses essais cliniques. Dans ces conditions, il est difficile d'estimer le peak sales que pourrait atteindre le Xigris et nous pensons que les estimations des analystes vont montrer une forte disparité. Pour notre part, nous ne pensons pas que Xigris pourra atteindre le milliard de dollars rapidement, comme la plupart des intervenants l'estimaient précédemment. Rappelons que le 1502 sera particulièrement difficile pour Lilly avec le plein impact générique sur Prozac.

### ■ LUCENT

Lucent vient de publier les pertes trimestrielles les plus importantes de son histoire. Le PDG Henry Schacht continue un travail de restructuration qui porte indubitablement ses fruits en termes de réduction des coûts. Reste que le marché américain traverse une phase de contraction extrêmement sévère qui a contraint Lucent à revoir une nouvelle fois à la baisse ses perspectives pour l'exercice 2002. Après les folies de l'ère McGinn, Schacht est contraint au démantèlement d'un des fleurons de l'industrie américaine qui, à nos yeux, laissera le groupe exsangue au moment de la reprise. Nous ne pensons pas que Lucent voit aujourd'hui la "fin du tunnel".

L'ex-leader mondial du secteur a publié une nouvelle fois des résultats en net recul. Les ventes reculent de 12 % par rapport au trimestre précédent, tandis que la perte totale sur le trimestre monte à \$8.8 milliards, conséquence de charges de restructurations d'environ \$8 Mds. Si la perte par action hors éléments exceptionnels se contracte sur une base séquentielle, elle est supérieure aux attentes du consensus qui tablait sur (\$0.23). Malgré les efforts de réduction des coûts, le cash flow d'exploitation se détériore par rapport à 3T01 et reste dans le rouge, à (\$486) millions. La marge brute est, elle aussi, en recul, à 12.5%. Une fois dégrevée des provisions pour dépréciation de stocks, la marge brute passe à 21%. Au chapitre des bonnes surprises, à noter toutefois la bonne performance des activités *Wireless*, qui progressent de 26% séquentiellement, et des ventes à l'international qui arrivent à se maintenir aux niveaux du trimestre précédent, sur fond de chute de 18 % des ventes US.

Les premières mesures de restructuration, qui faisaient partie de la phase 1 de la réorganisation/démantèlement du groupe ont permis de réduire les OPEX de \$2 Mds sur une base annuelle. La Phase 2 a pour objectif de réduire ces coûts de \$2Mds supplémentaires. Avec 77 000 employés à fin septembre, le groupe travaille sur un effectif réduit de 27 % par rapport à décembre 2000, compte non-tenu d'Agere Systems, l'ex-filiale-composants toujours détenue à 54 % mais qui n'est plus consolidée. Lucent table sur un effectif de 57.000 à 62.000 personnes d'ici à la fin mars de l'année prochaine, soit un effectif réduit de 41 à 46 %. Le fond de roulement, déjà réduit de \$3 Mds suite à la mise en place de la Phase 1, devra être réduit d'un milliard supplémentaire à l'issue de la Phase 2. Le groupe a d'autre part réduit ses investissements dans l'outil de production.

Lucent continue à brûler du cash, malgré une réduction des dépenses de \$2.4 Mds par rapport au 1T01. A fin septembre, la trésorerie du groupe s'établit à \$2.4 Mds. Sur des facilités de caisse portant sur un total de \$4 Mds, \$1 Md a déjà été

tiré. La vente des activités fibres optiques à Furukawa et CommScope doit rapporter \$2.7 Mds de cash supplémentaires, mais la transaction a été suspendue après les attentats du 11 septembre. Le CFO a annoncé que les "*conditions et les termes*" de la vente faisaient toujours l'objet de discussions. La révision à la baisse du prix de cession n'est, dès lors, pas à exclure, compte tenu du retournement violent de la conjoncture sur ce secteur. En tout état de cause, le groupe est à même de financer la Phase 2 de son plan de restructurations, avec une visibilité en termes de trésorerie qui l'amène jusqu'au 3<sup>ème</sup> trimestre de son exercice 2002, mais guère plus si l'activité ne s'améliore pas.

La direction table désormais sur un marché en recul de 15 à 20 % l'année prochaine, tout en estimant que compte tenu de son positionnement, le recul de l'activité de Lucent devrait être limité aux environs des 10 %, "*voire plus*". Il y a encore deux mois, Henry Schacht attendait un exercice 2002 "*flat*" par rapport à 2001. Avec une forte exposition au marché US, où Lucent a réalisé près de 61 % de ses ventes du 4T01, le groupe envisage même sur la poursuite de la contraction de l'activité sur le trimestre en cours. La reprise de la croissance séquentielle des ventes est dès lors reportée au second trimestre 2002 qui débute en janvier. Le PDG mise toujours sur retour à la profitabilité, ou du moins et pour reprendre ses termes, "*croit*" à un retour aux profits et à un cash flow positif sur l'exercice 2002. L'objectif de marge brute est de 35 % à l'horizon 2003.

## ■ PHARMACIA

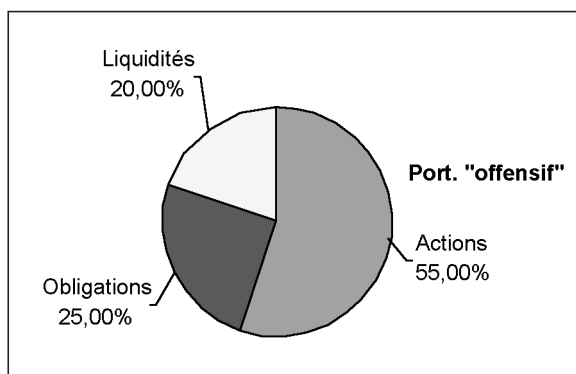
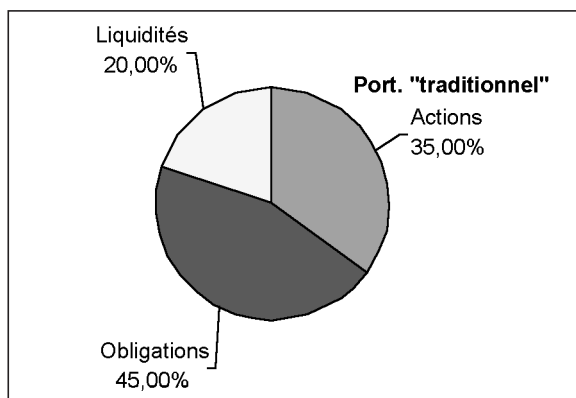
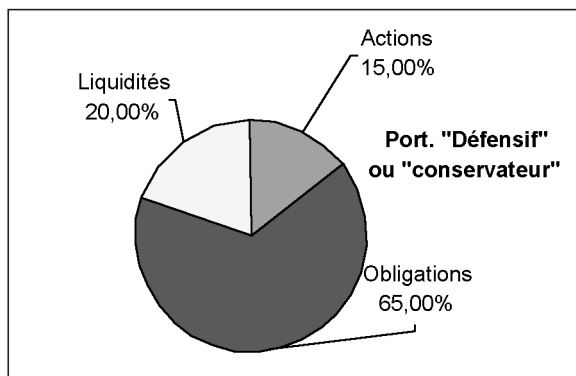
Pharmacia a reçu l'approbation de la FDA pour un nouvel inhibiteur Cox-2 (même famille que Celebrex), Bextra (valdecoxib), en début de semaine avec plusieurs mois d'avance sur les anticipations des analystes (au 2T02 attendu précédemment). Ce nouveau traitement de

l'arthrose, de l'arthrite rhumatoïde devrait bénéficier de l'expertise des forces de ventes de Pharmacia et de Pfizer (produit co-promu, comme le Celebrex) pour monter en puissance rapidement, même si nous ne nous attendons pas à la même performance – l'exception dans l'industrie – que celle de Celebrex (plus d'un milliard de US\$ de CA pour sa première année de lancement !). Ce produit devrait atteindre le statut de blockbuster (CA au moins de 1Md\$) en peak sales, d'ici 4-5 ans (délai court pour atteindre le peak sales en raison de l'expertise acquise dans ce domaine des inhibiteurs COX-2).

# Gestion de Fortune

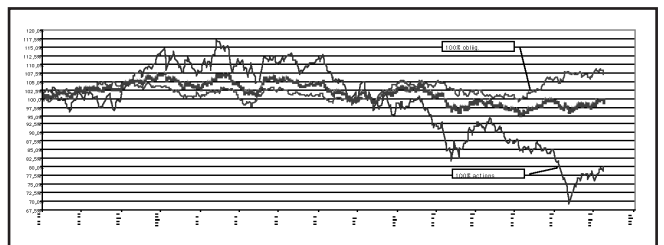
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

Durant ce mois de novembre 2001, nous n'avons pas procédé à une modification des allocations des types d'actifs dans les portefeuilles en gestion. Nous vous présentons donc ci-dessous des répartitions entre actions, obligations et liquidités, identiques à celles du mois d'octobre 2001.



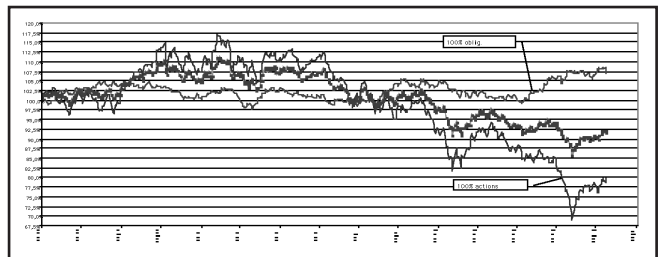
Nous vous présentons ci-après les évolutions – depuis juillet 1999 - des trois types de portefeuilles "Défensif", "Traditionnel" et "Offensif", chaque fois comparé à un portefeuille constitué uniquement d'actions " 100% actions " et un portefeuille constitué uniquement d'obligations " 100% obligations ".

## Portefeuille "défensif"



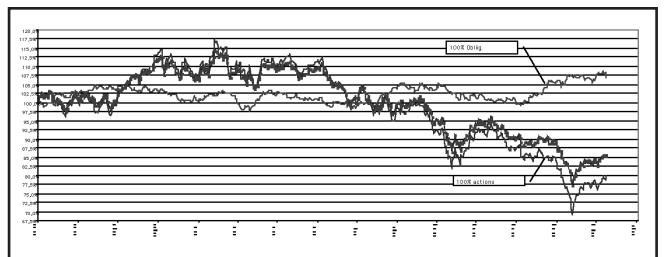
Il s'agit d'un portefeuille "théorique" constitué de 75% d'obligations et 25% d'actions.

## Portefeuille "traditionnel"



Il s'agit d'un portefeuille "théorique" constitué de 50% d'obligations et 50% d'actions.

## Portefeuille "offensif"



Il s'agit d'un portefeuille "théorique" constitué de 25% d'obligations et 75% d'actions.

# 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
Bayerische Ldsbk	6,5%	14/12/01-14/01/04	AAA	101,745%	5,582%
Nordic Investment Bk	6%	12/12/01-12/12/06	AAA	101,928%	5,548%

## EUR

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
GMAC	5,75%	14/02/01-06	A2	102,5%	5,069%
FORTIS	5,375%	28/02/01-08	AA3	104,5%	4,527%

## USD

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
COMMERZBANK	5,375%	18/02/99-04	A1	104%	3,464%
GENERAL ELECTRIC	5,75%	06/04/98-04	AAA	105,3%	3,359%

# 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 Vanderborgh.**

Date de rédaction:

**le 30 novembre 2001.**