

Edito

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

Cher Client,

L'arrivée d'une année nouvelle est souvent le moment propice pour établir le bilan de l'année qui s'éteint. 2001 sera ainsi résolument à marquer d'une pierre noire, tant au niveau politique qu'au niveau économique et financier. La chute des marchés, qui avait débuté par l'effondrement des valeurs de la nouvelle technologie en mars 2000, a continué sa folle descente durant toute l'année 2001. La morosité a ainsi lentement gagné tous les investisseurs. Relayée par des médias aussi catastrophistes en 2001 qu'ils étaient euphoriques en 1999 et en 2000, la lente érosion des marchés a rendu méfiant de nombreux épargnants.

Nous aurions pu arrêter ce résumé de l'année boursière 2001 ici, s'il n'y avait pas eu les terribles événements du 11 septembre 2001. Plus de 6000 morts, des symboles profondément ancrés dans l'inconscient des gens détruits, des entreprises dévastées, la confiance ébranlée, et des dégâts dits « collatéraux » touchant de nombreux secteurs économiques, tels les assurances, le transport aéronautique, ... Les marchés boursiers ont accusé le coup. Et en quelques semaines, certains indices boursiers ont reculé de plusieurs dizaines de pourcents. Ensuite, un surprenant rally boursier ramène les marchés au-delà de leur situation d'avant les attentats du 11 septembre. Le Dow Jones a ainsi refranchi les 10.000 points, suivi par la plupart des indices américains et européens. La masse importante de liquidités injectées par les autorités monétaires américaines et européennes, conjuguée aux nombreuses baisses des taux d'intérêts de la Federal Reserve Bank et de la Banque Centrale Européenne, sont les facteurs explicatifs les plus déterminants de cette hausse hivernale. Le mois de décembre termine cette course avec son traditionnel phénomène saisonnier de « Window Dressing ».

Que faut-il donc retenir de cette année 2001 ? Un des éléments marquants sera sans aucun doute la résistance qu'ont eu les marchés boursiers. En effet, malgré le coup de poignard qu'étaient les attentats du

11 septembre, en plein cœur d'un grand malade en pleine crise, les marchés ont réussi non seulement à se stabiliser, mais aussi à nous offrir en fin d'année un redressement inattendu, et ce, malgré des attentats meurtriers de grande échelle, des licenciements annoncés à répétition, des secteurs entiers en désarroi, avec à la clef des faillites de toutes tailles (le géant américain Enron, Sabena, Lernout & Hauspie), des Etats en difficultés (pensons au drame financier de l'Argentine et dans une moindre mesure, du Japon), et des économies qui entrent progressivement en récession. Les marchés n'ont pas perdu la raison, simplement ils anticipent. Ils anticipent à un an, voire même à un an et demi, une reprise qui viendra selon certains fin 2002, selon d'autres début 2003.

Nous voilà donc au départ de cette nouvelle année, qui sera marquée par l'arrivée matérielle de l'Euro et la mort de notre franc belge, où nous connaissons probablement encore une correction en début d'année, mais où les perspectives économiques seront meilleures qu'en 2001. Sur ces derniers points, notre équipe de chargés de clientèle se tient à votre entière disposition, que ce soit pour vous aider dans ce passage historique vers la monnaie unique, ou pour discuter avec vous des stratégies de placement à adopter pour votre portefeuille. Dès lors, n'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel.

En vous remerciant de la confiance que vous avez témoignée envers notre Maison en 2001, nous vous présentons nos meilleurs vœux de prospérité et de santé pour l'An Neuf.

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	21/12/01	29/12/00	Différence au 29/12/00	Différence au 23/11/01	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX (Pays-Bas)	495,84	641,13	(22,66%)	(2,13%)	(29,32%)
BEL 20 (Belgique)	2 660,61	2 974,27	(10,55%)	(0,45%)	(27,74%)
CAC 40 (France)	4 499,34	5 833,38	(22,87%)	(1,63%)	(35,00%)
DAX (Allemagne)	5 019,01	6 522,87	(23,06%)	(2,56%)	(37,77%)
FTSE 100 (G-B)	5 159,20	6 170,30	(16,39%)	(2,53%)	(25,55%)
NASDAQ (EUR)	218,80	747,73	(70,74%)	(8,80%)	(91,38%)
HEX (Finlande)	8 490,10	13 033,74	(34,86%)	(0,72%)	(44,87%)
OMX (Suède)	824,57	1 056,11	(21,92%)	(1,96%)	(35,72%)
SMI (Suisse)	6 364,60	8 135,40	(21,77%)	(1,46%)	(22,66%)
DJ Stoxx 50	3 616,80	4 508,16	(19,77%)	(1,96%)	(30,22%)
DJII (USA)	10 035,34	10 525,38	(4,66%)	0,76%	(14,40%)
NASDAQ (USA)	1 945,81	2 626,39	(25,91%)	2,24%	(61,46%)
TS 300 (CAD)	7 528,30	8 933,70	(15,73%)	1,29%	(30,23%)
NIKKEI (Japon)	10 335,45	13 584,45	(23,92%)	(3,38%)	(54,40%)
TWSE (Taiwan)	5 109,24	4 743,94	7,70%	13,06%	(25,31%)
STI (Singapour)	1 577,07	1 926,83	(18,15%)	8,15%	(23,79%)
MSCI World	989,628	1221,253	(18,97%)	(0,92%)	(31,91%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	3,339%	5,730%	(41,73%)	(1,07%)	(34,94%)
Taux USD 3 mois	1,65%	5,207%	(68,31%)	(14,06%)	(74,16%)
Taux EUR 10 ans	4,851%	4,821%	0,62%	5,30%	(8,49%)
Taux JPY 10 ans	1,320%	1,530%	(13,73%)	(2,94%)	(30,78%)
Taux USD 10 ans	5,074%	5,244%	(3,24%)	1,50%	(14,13%)
DEVISES					
EURO en USD	0,8865	0,942	(5,89%)	(0,64%)	(25,22%)
EURO en GBP	0,6161	0,6368	(3,25%)	(0,93%)	(7,98%)
USD en JPY	129,46	118,85	8,93%	5,27%	(18,91%)
Or (once en USD)	278,1	263,65	5,48%	0,23%	(15,54%)
\$/baril	18,69	25,96	(28,00%)	(7,98%)	(49,74%)

Devises

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

■ L'euro

Le processus d'unification monétaire de la zone euro touchera à sa fin, le 1er janvier, avec l'introduction de l'euro fiduciaire dans les douze pays qui constituent cette union. Si cette devise a, en effet, cours depuis le 1er janvier 1999, la mise en circulation des billets et des pièces donnera à l'euro sa légitimité auprès de l'ensemble des agents économiques européens et, par extension, du reste du monde. La fin de ce processus ouvre de nouvelles perspectives de développement à cette monnaie, perspectives qui pourraient donner à l'euro, à terme, le statut de prochaine grande monnaie mondiale.

Poids économique de la zone euro

Tout d'abord, l'euro va permettre aux pays qui l'ont adopté de faire partie d'une des deux plus grandes zones d'échange du monde. Par la population, la zone euro est, en effet, la plus importante zone monétaire, avec 303 millions d'habitants. En termes de PIB, elle est le deuxième producteur mondial, avec 6.553 milliards d'euros, derrière les Etats-Unis, mais devant le Japon. L'euro est donc, par nature, une monnaie forte dans la mesure où il représente une vraie puissance économique, qui devrait, de plus, se développer dans les années à venir (à l'inverse du Japon, qui mettra plusieurs années avant de retrouver des bases saines et une croissance durable). L'euro est donc appelé à devenir une monnaie de référence dans les échanges internationaux, au même titre que l'est le dollar aujourd'hui.

Poids financier de la zone euro

Si le lancement de l'euro a déjà permis un renforcement des marchés financiers européens, le passage à l'euro physique va être un facteur de soutien supplémentaire, qui va permettre à l'Europe de constituer une puissance financière qui pourrait, à terme, rivaliser avec celle des Etats-Unis. Les premiers bénéficiaires de l'union monétaire ont été les marchés monétaires et obligataire. En effet,

l'élimination du risque de change pour les investissements intra-zone a permis de favoriser les transferts de capitaux entre pays membres de l'union monétaire. Plus important encore, la centralisation de la politique monétaire au sein de la Banque Centrale Européenne et la mise en place du Pacte de Stabilité (critères de convergence des déficits publics) ont fortement soutenu les titres émis par des pays dont la monnaie était, auparavant, soumise à des fluctuations violentes et dont les politiques budgétaires poussaient les taux d'intérêt vers le haut.

Ce phénomène est illustré par la convergence des taux courts comme des taux longs de titres nationaux qui avaient des caractéristiques très différentes avant le lancement. L'Italie, par exemple, était, avant l'euro, obligée de servir des taux d'intérêts élevés sur ses obligations d'état en raison d'une dette publique importante et d'une faiblesse structurelle de la Lire, monnaie qui avait connu de nombreuses dévaluations. Cette faiblesse de la Lire pesait également sur les titres monétaires et l'écart entre les taux italiens, courts comme longs, et leurs équivalents allemands était donc important avant le lancement de l'euro. L'union monétaire a permis une convergence des taux entre les pays de la zone euro, qui a été bénéfique pour les marchés monétaires et obligataires européens dans leur ensemble. Ce mouvement devrait encore s'accroître lorsque l'euro sera une monnaie à part entière, avec la légitimation qui résultera de son existence physique.

A ce titre, il est également intéressant de noter que les taux longs britanniques ont également convergé, en anticipation d'une probable entrée de la Grande-Bretagne dans la zone euro, à moyen terme. Par contre, les taux courts n'ont pas suivi ce mouvement, la date d'entrée de ce pays n'étant pas encore connue. Les marchés européens des actions ont également profité de la mise en place de la monnaie unique européenne. Cette tendance se vérifie par la hausse des émissions libellées en euros

depuis sa mise en place. A la fin de l'année 1998, celles-ci représentaient 19 % du total des émissions. A la fin 2000, elles représentaient 26 % et même 34 % en prenant en compte les émissions libellées en monnaie nationale de pays appartenant à la zone euro. La mise en place de l'euro a donc permis une hausse substantielle des émissions sur les marchés européens, hausse qui devrait se poursuivre avec le passage à l'euro physique, par le gain de légitimité qui en résultera. Cette hausse des émissions renforcera l'importance des marchés actions européens.

Enfin, en ce qui concerne les réserves en devise des banques centrales, l'euro a déjà, depuis sa création, pris une place honorable. L'euro représentait déjà, à la fin de l'année 1999, 12.5 % des réserves, loin derrière le dollar (66.2 %) mais devant le yen (5.1 %). Ces chiffres sont très certainement encore plus favorables à la monnaie européenne aujourd'hui, même si le dollar reste la devise de référence dans ce domaine. La progression de l'euro dans les réserves devrait cependant continuer. La Banque Centrale de Chine a, par exemple, officiellement annoncé qu'elle allait prochainement augmenter la part de ses réserves en euro et l'entrée officielle de la Chine dans l'Organisation Mondiale du Commerce, qui pourrait être suivie d'une réorientation du commerce de cette grande puissance vers la zone euro, ne devrait que renforcer le poids de la devise européenne.

Perspectives de développement de la zone euro et de sa monnaie

Le développement des marchés financiers européens, aussi bien monétaires et obligataires que les marchés actions et l'importance croissante de la zone euro dans les échanges internationaux sont des facteurs qui soutiendront, à terme, la devise européenne. En effet, la convergence des taux courts et longs aura comme conséquence, à moyen terme (5 à 10 ans peut-être), la mise en place d'un grand marché monétaire et obligataire européen, avec des émissions de titres supra-nationales. Ce type d'émission ne devrait, toutefois, pas survenir avant une plus grande intégration politique des états de la zone euro, les titres monétaires et obligataires devant être garantis par une entité politique, qui n'existe pas encore aujourd'hui. Par ailleurs, le grand nombre de postulants à l'entrée dans l'Union Européenne devrait apporter, à long terme, un poids économique supplémentaire à la zone et donc à l'euro. Certains pays d'Europe centrale et de l'est

ont, d'ores et déjà, déclaré qu'ils souhaitent lier le taux de change de leur monnaie à l'euro, monnaie de leur principal partenaire d'échange (suivant l'exemple de certains pays d'Amérique latine avec le dollar).

Dans cette région, il existe un autre phénomène qui pourrait soutenir l'euro contre le dollar à court terme. Il réside dans le fait qu'un grand nombre d'agents utilisaient comme monnaie de réserve le Deutsche Mark (les personnes fortunées comme les acteurs de l'économie souterraine...). A l'approche de l'euro et pour ne pas avoir à changer des sommes importantes de DM en euros, ils ont donc acheté d'autres actifs considérés comme surs, tels que du dollar ou de l'or. Ce phénomène, s'il ne joue qu'à la marge par rapport aux flux financiers, est tout de même suffisamment important pour avoir un impact positif sur l'euro une fois que sa mise en place physique sera effective. En effet, l'euro deviendra la monnaie de référence pour une population qui a la majorité de ses activités en Europe.

Enfin, il existe une grande probabilité que la Grande-Bretagne, la deuxième économie d'Europe après l'Allemagne, intègre la zone monétaire unifiée à moyen terme. En effet, le Royaume-Uni est la principale destination des exportations des pays de la zone euro, qui est également le principale partenaire commerciale de la Grande-Bretagne. L'adoption d'une même monnaie faciliterait donc largement les échanges, bénéficierait aux deux parties et augmenterait considérablement le poids de la zone euro, autant en termes démographiques qu'en termes d'échanges. Cette intégration de la Grande-Bretagne semble en tout cas anticipée par les marchés, si l'on s'en réfère à l'évolution des taux longs.

En conclusion, le développement des marchés financiers, le renforcement du poids commercial et les perspectives d'ouverture de la zone euro sur un certain nombre de pays plus ou moins importants sont autant de facteurs de soutien à l'euro et, dans le même temps, profiteront de la devise européenne. Il semble donc qu'avec le lancement de la monnaie unique et en particulier son implémentation physique, l'Europe se soit dotée d'un outil qui va lui permettre d'accroître considérablement son poids économique et financier à moyen et long terme. Cet accroissement renforcera de manière importante le poids de l'euro, qui pourrait, d'ici à une dizaine d'années, devenir la monnaie de référence sur la scène internationale.

Economies

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

■ ETATS-UNIS

Le timing de la reprise aux US pourrait être : un point bas dans l'industrie probablement au tout début de l'année prochaine et un point bas pour l'ensemble de l'économie au début du deuxième trimestre 2002. Mais la vigueur de la reprise et la durée du cycle à venir pose question. Les chiffres du PIB du quatrième trimestre 2001 seront probablement meilleurs qu'anticipés par les investisseurs et conforteront le scénario actuel optimiste évalué par le marché.

En effet, tous les ingrédients sont réunis pour une reprise effective de l'économie américaine en 2002, mais celle-ci sera de faible ampleur. La FED a tout fait pour éviter que la purge ne se réalise, aussi la reprise s'engagera-t-elle dans un contexte de grand déséquilibre : déficit courant représentant 4% du PIB, taux d'épargne des ménages historiquement faible et besoin de financement des entreprises supérieur à 3% du PIB.

La plupart des pays abordent la fin de l'année 2001 dans une situation de récession ou de quasi-récession. Pour la première fois en trente ans, la croissance mondiale devrait se contracter au second trimestre 2001, croître de + 0.9% en moyenne annuelle pour l'ensemble de l'exercice 2001 et ne pas dépasser + 0.8% en 2002. Alors que de nombreux intervenants financiers attendaient une reprise pour l'année prochaine, il apparaît de plus en plus probable que celle-ci n'interviendra franchement qu'à partir de 2003. La poursuite de la baisse des taux directeurs par la FED démontre les difficultés auxquelles doit faire face l'économie américaine et mondiale qui, pour la première fois, est confrontée à un ralentissement synchrone de tous les pays.

Le Japon, deuxième économie mondiale, s'enfonce dans la récession. Dans les pays

émergents, la situation est le plus souvent très critique. L'Asie, prise en étau entre les Etats Unis et le Japon, vit une crise d'une ampleur similaire à celle de 1998. L'Amérique Latine est touchée de plein fouet par les conséquences de la crise qui sévit depuis plus de 4 ans en Argentine. La démultiplication de ces chocs régionaux, liée à l'intégration commerciale de plus en plus importante de toutes les économies entre elles, explique en partie le côté atypique de cette récession.

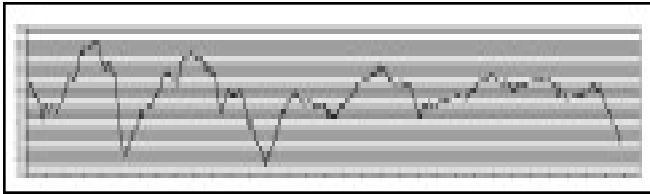
Les marchés financiers ont surestimé les effets de la politique monétaire sur le profil du cycle économique. Il semble cependant que depuis quelques jours, ils reviennent à des considérations plus réalistes. Après plus d'une décennie de croissance ininterrompue et une faible volatilité du PIB américain, les consommateurs comme les investisseurs ont beaucoup de mal à intégrer la nature et la forme de la reprise qui se profile aux Etats Unis pour 2002. De plus, le rallye, nourri par l'abondance des liquidités et par les niveaux atteints, hors de proportion, des fonds monétaires, a pu faire croire un moment que le marché anticipait une reprise prochaine de l'économie US.

Une forte dose de spéculation et de trading ont aussi soutenu la hausse. En effet, la nature des intervenants sur les marchés a changé au cours de cette période de crise ou de forte incertitude. Les investisseurs institutionnels ont déserté les marchés financiers. Les fonds spéculatifs et les arbitragistes les ont remplacés, la forte variabilité leur donnant la possibilité de réaliser des profits rapides. De plus en plus d'intervenants ont donc oublié une grande partie des données fondamentales qui font, malgré tout, la tendance à moyen terme des marchés.

Pour comprendre la nature de la reprise, nous avons confronté les données fondamentales de l'économie américaine aux deux précédentes récessions de 1980/81 et 1990/91.

L'effondrement du taux d'utilisation des capacités de production aux US qui s'établit à 74.7% en octobre, au plus bas depuis mai 1983 (74.5%) et très en dessous de celui atteint pendant la récession de 1990/91, reflète la contraction de l'investissement dans l'ensemble des secteurs d'activité. La reprise de l'investissement ne sera effective qu'en 2003, compte tenu de la poursuite de la dégradation de la rentabilité financière des firmes américaines.

Effondrement du taux d'utilisation des capacités de production aux Etats Unis



Conséquence : la production industrielle américaine est en recul depuis plus de 14 mois. La production industrielle a diminué de 0.3% en novembre après un recul de 0.9% en octobre. Le secteur automobile a atténué le recul de la production après le fort déstockage du mois précédent en raison de la politique commerciale de crédit à taux zéro menée par les constructeurs automobiles.

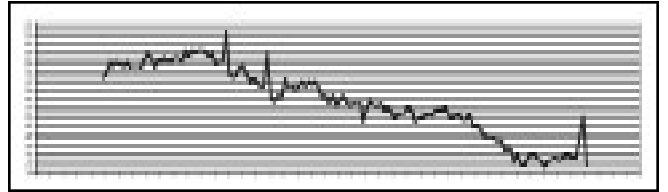
Le profil de la production industrielle n'est pas en phase avec la précédente récession de 1990/91. En 1990/91, la baisse de la production industrielle avait été de courte durée en baissant seulement pendant 9 mois avant de rebondir, ce qui est loin d'être le cas aujourd'hui.

Le déstockage est violent depuis la fin de l'année dernière. Les stocks des entreprises aux Etats Unis ont connu une baisse record de 1.4% après une baisse de 0.6% en septembre. Il s'agit de la baisse la plus forte des stocks sur les dix dernières années. Nous ne sommes probablement plus très loin d'un point bas dans l'industrie après tous ces ajustements massifs. Le seul ralentissement du

déstockage soutiendra techniquement la croissance.

Le taux d'épargne devrait poursuivre sa remontée en 2002. Le taux d'épargne n'a pas arrêté de baisser tout au long des années 90. Il est passé de 8% à près de 0% aujourd'hui. La désinflation d'abord et la hausse des actifs financiers ensuite explique en partie cette dégradation.

Le taux d'épargne des ménages américains



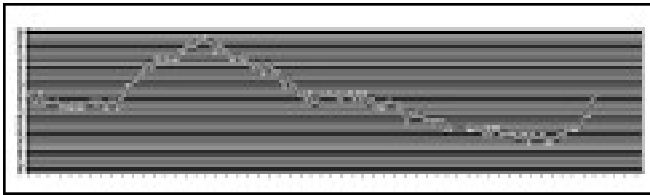
La baisse des dépenses publiques a aussi fortement influencé le comportement des ménages qui ont baissé leur taux d'épargne en poussant les ménages à s'endetter. Nous sommes aujourd'hui à 0.2% du revenu disponible en novembre en repli par rapport aux 4% du mois précédent, le surcroît de revenus consécutif aux coupes de la fiscalité ayant été complètement dépensé. La correction des déséquilibres de l'économie américaine passe par une remontée du taux d'épargne. Plus celle-ci sera forte au cours des prochains mois, plus le risque d'une reprise lente sera évité. Le prochain plan de relance budgétaire devrait s'arranger pour que cet ajustement ne soit pas trop douloureux (chèques pour les ménages n'ayant pas bénéficié des « tax rebates » de cet été par exemple).

Malgré tout, la baisse des marchés financiers depuis plus d'un an (effet richesse) et la forte hausse des dépenses publiques à venir devraient pousser les ménages à être plus prudents et à reconstituer leur taux d'épargne à au moins 5%.

L'emploi s'est effondré au cours des 6 derniers mois. Durant cette période, le nombre de chômeurs s'est accru de 1.74 millions soit une hausse très supérieure à la récession de 1990/91 et au-dessus de la récession de 1980/81. La baisse de la rentabilité des entreprises américaines devrait entraîner une poursuite de la hausse du taux de chômage autour de 6.5% mais à un

rythme inférieur à celui enregistré au cours des deux derniers mois.

Taux de chômage américain



Le revenu disponible brut réel des particuliers a évolué de façon très favorable depuis l'entrée en récession de l'économie américaine en mars 2001. Les crédits d'impôts accordés aux ménages durant l'été ont autorisé des gains de pouvoir d'achat malgré la tendance sous-jacente négative des revenus des particuliers pénalisés par la forte baisse de l'emploi. Le repli des cours du pétrole va aussi dans ce sens en redonnant du pouvoir d'achat aux ménages. Le profil du revenu disponible est très différent de celui observé au cours des précédentes récessions. Il permet de comprendre la bonne tenue relative de la consommation des ménages en dépit de la montée du chômage.

Les nouvelles mesures fiscales proposées par l'administration Bush devraient assurer la poursuite de cette tendance en 2002 (de l'ordre de 30 à 35 milliards de dollars pour les ménages, à raison de 20 à 25 milliards de dollars sous forme de crédits d'impôts et de 10 à 15 milliards de dollars sous forme d'aides à l'emploi).

La politique de discount et de rabais sur les prix sur l'ensemble du territoire américain mentionnée par le Beige Book en cette fin d'année permet de comprendre la relative résistance de la consommation. Cette politique qui a été efficace à court terme en provoquant des achats massifs par anticipation, devrait induire des effets en retour négatifs qu'il faudra bien purger au début de l'année prochaine. Cette politique de rabais sur les prix a l'inconvénient de peser sur la rentabilité des entreprises américaines qui devraient continuer à licencier pour rétablir leur rentabilité.

Les ménages américains ont profité à plein des refinancements de prêts immobiliers grâce à la politique agressive de la FED tout au long de

l'année 2001. Cette tendance s'est fortement retournée après la réaction brutale des marchés obligataires au cours des dernières semaines. Au cours de la précédente récession de 1990/91, rien de similaire ne s'était produit. Ce facteur permet d'expliquer la bonne tenue du secteur de l'immobilier et de la construction, et la bonne tenue des prix de l'immobilier qui ont largement compensé l'effet richesse négatif consécutif à la baisse des marchés actions.

Un climat favorable, de bonnes conditions de financement et un phénomène de rattrapage après les événements de septembre, ont propulsé les mises en chantier au mois de novembre de 8.2%. Les permis de construire ne sont pas en reste avec une croissance de 5.3% en novembre après, il est vrai, cinq mois successifs de baisse. Cependant, les tensions récentes sur les rendements hypothécaires devraient inverser la tendance au cours du premier trimestre 2002. Les demandes de prêts hypothécaires (70% de l'ensemble de l'encours des crédits aux ménages) ont atteint leur plus bas niveau de ces 18 derniers mois en dépit de conditions de financement historiquement avantageuses. Malgré la remontée des taux d'intérêts, les taux hypothécaires moyens à trente ans se situent encore nettement en dessous du point haut de mai 2000 à 8.6%.

Bourses

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

■ EUROPE

■ Allemagne

■ SIEMENS

La société abandonne sa position de majoritaire dans Infineon. Le géant allemand de l'électrotechnique, Siemens, a franchi une nouvelle étape dans ses difficiles rapports avec sa filiale de semi-conducteurs Infineon, en annonçant qu'il n'en détenait plus la majorité, ni des titres, ni des droits de vote. Siemens a indiqué, dans un communiqué, avoir réduit "à moins de 50%" sa part dans sa filiale, contre 50,4% jusqu'à présent, via une vente d'actions. Le groupe bavarois n'a jamais fait mystère de son intention de se séparer totalement, à terme, de sa filiale, qui a laissé des traces douloureuses, notamment dans son bilan 2000/2001. Une opération du même type avait déjà été menée au début de l'année, permettant de réduire de 71 à 56% la part de Siemens dans Infineon. La vente de titres boursiers a été opérée récemment et le montant des recettes obtenues sera publié le 23 janvier en même temps que les résultats trimestriels, a précisé un porte-parole de Siemens. Le groupe a, en outre, confié de façon définitive 200 millions de titres dénués de droits de vote à un fond d'investissement, tout en conservant la propriété. Siemens se garde notamment le droit de vendre ces titres à des tiers, a-t-il précisé. Les actionnaires extérieurs d'Infineon détiennent donc la majorité des droits de vote d'Infineon, souligne le communiqué. Ces 200 millions représentent environ 29% du capital du fabricant de semi-conducteurs, selon Siemens. Après ces mesures, Infineon ne sera plus totalement consolidé dans le bilan de Siemens, indique le groupe. La part gérée par le fonds d'investissement apparaîtra à la rubrique "investissements financiers", précise Siemens. La part des résultats d'Infineon revenant à Siemens sera pour sa part incluse dans la division "résultat des participations".

■ France

Les assureurs devraient encore sentir en 2002 les conséquences des attentats du 11 septembre qui, conjuguées aux effets du ralentissement de l'économie mondiale et de la chute des Bourses, ont fait de la première année du 21^{ème} siècle la pire de toutes pour le secteur.

Même si la destruction des tours du World Trade Center et d'une partie du Pentagone n'a pas pour les assureurs, que des conséquences défavorables. D'un côté, le secteur doit faire face à des demandes d'indemnisation de quelque 70 milliards de dollars, mais d'un autre côté, le désastre le plus coûteux jamais enregistré par la profession permet à certains de justifier une forte augmentation des primes et partant, de tabler sur une amélioration de leur produits.

Alors que le renouvellement des contrats approche avec la nouvelle année, les assureurs IARD (chargés d'indemniser les préjudices causés aux biens et aux personnes), notamment américains, sont les plus combatifs, réclamant à leur clients des augmentations des polices tous azimuts, tout en essayant au maximum de transférer la charge des assurances contre le terrorisme sur l'Etat.

"Quand je regarde les propositions de renouvellement envoyées à nos clients, les augmentations de 30%, 40% ou 50% ne sont pas inhabituelles," commente Steven Lawrence, conseiller en gestion du risque chez Ernst & Young. "J'ai constaté des augmentations de plus de 100% pour certains types d'entreprises," ajoute-t-il. C'est notamment le cas des sociétés ayant de l'immobilier en zone urbaine.

Par ailleurs, les ténors du secteur, comme Warren Buffet ou Maurice Greenberg, président du groupe AIG, font du lobbying auprès de Washington pour que le gouvernement mette sur pied des aides aux assurances liées au risque de terrorisme.

"Le seul réassureur valable pour le terrorisme à grande échelle est le gouvernement américain," a déclaré Warren Buffet dans une lettre récente à ses actionnaires, tandis que d'autres grands assureurs du secteur se joignent à son appel.

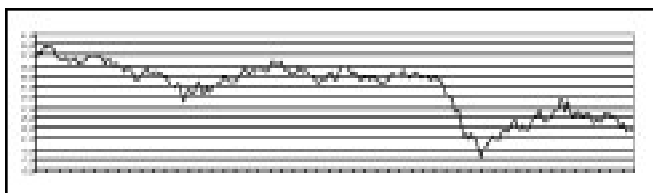
Mais rien n'est gagné en la matière, l'opinion publique américaine semblant peu encline à accepter que l'on aide un secteur qui ne semble pas en trop mauvaise santé.

Le véritable redressement en 2003 ?

Comme le laissent entendre les adversaires de ce projet, les assureurs ont toujours fait payer à leurs clients le risque de terrorisme mais ils l'avaient simplement mal évalué. L'assurance est l'application pratique des statistiques. La plupart des assureurs pensaient qu'il y avait un risque pratiquement zéro d'un événement terroriste du type de celui du 11 septembre, or cet événement a redéfini la notion de risque.

Quoiqu'il en soit, les hausses de tarifs pourraient ne pas être suffisantes pour entraîner un redressement immédiat des résultats des assureurs après dix années marquées par des réductions de primes dans un contexte très concurrentiel.

■ AXA



Axa, l'un des leaders mondiaux de la protection financière, réalise près de 60% de son chiffre d'affaires dans l'assurance vie. L'assurance dommages représente 20% de son activité et le groupe est également présent dans l'assurance internationale (réassurance, grands risques...), la gestion d'actifs et autres services financiers. Les ventes sont réparties entre l'Europe (63%), l'Amérique du Nord (20%), l'Asie-Pacifique (11%) et l'assurance internationale (6%).

L'assureur a procédé au nettoyage de son portefeuille d'actifs, qui devrait entraîner une division par deux du résultat net courant 2001. Cette décision clôturera une année noire pendant laquelle Axa aura subi de plein fouet les effets combinés du ralentissement de l'économie mondiale, la chute des places boursières et les

attentats du 11 septembre aux Etats-Unis, dont le coût pour le groupe est estimé à 400 millions de dollars après impôt. Dans un communiqué, Axa a indiqué que 2002 devrait être "une année de retour à la normale" et table sur une croissance de plus de 20% sur son résultat net courant par action hors impact du World Trade Center et hors plus-values. L'assureur souligne également qu'il bénéficiera en 2002 de hausses tarifaires en dommages et en assurance internationale, ainsi que d'un redressement du marché des produits vie, épargne et retraite et de celui de la gestion d'actifs. Afin de mieux préparer ce rebond, le groupe a décidé d'ajuster son bilan avant la fin de l'année, en passant une provision de dépréciation à caractère durable d'un montant net d'environ 700 millions d'euros et a dû constater un manque à gagner de 200 millions sur les activités d'assurance-vie, pénalisées par un recul des cours des actifs boursiers. Le résultat net courant devrait donc se situer à 1,2 milliard d'euros en 2001 contre 2,54 milliards en 2000, alors que les analystes tablaient sur 2 à 2,2 milliards. Ce résultat met en évidence une perte au deuxième semestre, compte tenu du résultat de 1,5 milliard dégagé sur les six premiers mois de l'année. Axa prévoit toutefois de maintenir son dividende 2001 au même niveau que le dividende 2000, soit 0,55 euro par action.

Axa reste toujours bien positionné sur le secteur structurellement porteur de l'assurance-vie avec une diversification géographique et un mix-produits de qualité qui devraient lui permettre de repartir sur de bonnes bases dès 2002. En assurance-dommages et en réassurance, le groupe devrait profiter du redressement tarifaire attendu.

■ ACCOR

Accor Casinos a lancé une OPA sur Européenne de Casinos pour une valeur d'entreprise de 330 MEUR. Le groupe confirme ainsi ses ambitions dans le domaine des casinos, complémentaire de l'hôtellerie, tout en partageant ses investissements avec l'entrée programmée d'un partenaire financier. Ambitions confirmées dans le domaine des casinos. Accor Casinos, filiale à 100% d'Accor depuis le rachat de 35% au groupe Barrière en novembre 2000, lance une offre publique d'achat amicale sur Européenne de Casinos (EDC), 2ème groupe de casinos français coté à la Bourse de Paris. Ouvert à un rapprochement capitalistique, Européenne de Casinos constitue une proie de choix pour Accor

Casinos. En France, le groupe figure au 2nd rang en nombre de casinos (22 dont 19 en France) et au 4ème en termes de produit brut des jeux (PBJ) avec 9% du marché français, fortement concentré. Le rapprochement des n°3 (Accor) et 4 (EDC) français va permettre de créer un nouveau leader, devant Partouche, qui regroupera 38 casinos et détiendra de solides positions en Europe, notamment en Belgique et en Suisse.

Pour acquérir 100% des actions EDC ainsi que les obligations convertibles (OC) donnant accès au capital, Accor Casinos offre 52 EUR par action, soit une prime de 17% sur le dernier cours coté. Sur la base d'une valeur d'entreprise de 330 MEUR (3.3% de celle d'Accor), le multiple VE/PBJ 2001 (prévu) ressort à 1.45x, proche du multiple moyen des dernières transactions sectorielles avant modification du cadre fiscal (1.50x). En 2002, l'opération devrait améliorer de 2 MEUR le revenu net part du groupe (RNpg) consolidé (+0.5%)

Consécutivement à l'acquisition d'EDC, qui doublera la taille d'Accor dans les casinos, Accor ouvrira le capital de sa filiale de casinos au fonds d'investissement Colony Capital, déjà partenaire du groupe dans des opérations de « sale & lease back » de murs d'hôtel. Ce dernier prendra une participation de 50% dans le nouvel ensemble, sur la base d'une valeur d'entreprise à 100% de 780 MEUR (1.57x le PBJ 2001 (prévu) consolidé). Accor limite ainsi les investissements nécessaires à l'activité de casinos (45- 75 MEUR) pour consacrer la majeure partie des cash flows au développement de l'hôtellerie.

Maintien de notre opinion positive

La double opération clarifie la stratégie d'Accor dans les casinos. En complément de l'hôtellerie, Accor entend compter parmi les acteurs majeurs des casinos en Europe, en s'appuyant sur une position désormais incontournable sur son marché domestique et sur un savoir-faire indéniable pour remporter les grands appels d'offre européens.

■ CANAL +

Canal+ ne veut plus payer seul la facture du cinéma français

Les déclarations de Jean-Marie Messier, PDG de Vivendi Universal, sur la fin de "l'exception culturelle française", qui avaient déclenché une polémique dont, justement, seule la France est capable, étaient-elles destinées à préparer le terrain de Pierre Lescure ? Lors d'une conférence de presse, celui-ci a réclamé

une remise à plat du système de financement du cinéma français à partir de 2004. Le président de Canal+ a, en effet, estimé que la condition de reversement de 20% de son chiffre d'affaires pour le financement du cinéma (dont 9% dans les seuls films français), ne se justifiait plus avec le développement de nouvelles chaînes diffusant du cinéma. Le but est clairement de poursuivre la réforme du modèle économique de la chaîne, après la réorganisation à l'international et la refonte de la grille en clair. Le dernier segment (le crypté et l'un des deux piliers de celui-ci, le cinéma) ne devait pas échapper longtemps aux ciseaux de la rentabilité. De quoi alimenter encore pendant longtemps la polémique, surtout quand on sait le poids colossal que représente la chaîne pour l'équilibre du secteur cinématographique, en France comme en Europe. Ces négociations ne déboucheront pas en tout état de cause sur des modifications concrètes avant 2004, date de l'échéance des contrats actuels avec les représentants du cinéma.

Le cinéma ne tire plus comme par le passé la croissance du nombre d'abonnés de la chaîne. Et, clairement, le groupe, qui a encore développé ses activités de production en reprenant l'intégralité des activités "entertainment" de USA Networks, entend désormais travailler d'abord pour son propre compte. Au vu du succès remporté, contre l'attente de la majorité des observateurs sur l'UMTS, Vivendi Universal (VU) dispose de chances sérieuses de parvenir également à ses fins dans ce dossier. Par ailleurs, si, en France, la chaîne devrait afficher cette année une croissance nette de son nombre d'abonnés comprise entre -1% et +1%, la hausse se maintient en Europe (+620 000 abonnés) et le chiffre d'affaires de Groupe Canal devrait donc afficher une hausse de 13% en 2001. Pierre Lescure a également maintenu sa prévision d'une croissance de 30% de l'EBITDA du groupe en 2002 (soit autour de € 520 millions), malgré la fusion prévue entre Telepiu et Stream. Le nouvel ensemble italien affichera de "lourdes pertes" en 2002 et retrouvera un EBITDA positif à partir de 2004. Nous continuons à penser que la prise de contrôle totale des deux plate-formes de TV par satellite par VU est une bonne opération pour le groupe et que l'équilibre devrait être atteint plus rapidement que si Telepiu avait dû continuer à affronter Stream. Pour autant, le temps gagné sera sans doute moins important que ne le laissaient entendre les dernières déclarations de Jean-Marie Messier dans le FT.

■ PECHINEY

Pechiney présente le programme « Progrès continu » qui devrait lui permettre de réduire ces coûts de 450 MEUR d'ici 2004. Le groupe lance un avertissement sur son résultat du 4ème trimestre 2001. Avec le programme Progrès continu, Pechiney cible 450 MEUR de réduction de coûts d'ici 2004, soit une baisse de 16% nette des coûts de mise en oeuvre (les coûts de production totaux atteignent 2.9 Mds EUR). L'apport de ce programme par rapport à Challenge (baisse de 20% en brut des coûts sur la période 1996-99) réside dans 1) sa formalisation et son déploiement systématique dans toutes les divisions et 2) ses objectifs qualitatifs (sécurité, qualité et service clients, performance des acquisitions). La division Aluminium devrait supporter l'essentiel de l'effort avec 290 MEUR d'économie (soit 64% du total) au travers notamment d'une progression des volumes par dégoulotage (20% du total) ; le solde (160 MEUR) étant réalisé par la branche Emballage. Au final, le programme Progrès continu de Pechiney (qui intègre les 135 MEUR d'économies devant être générées sur la période 2001-03p) représente 46.8% de l'EBITDA 2000 et souffre la comparaison avec les programmes mis en oeuvre chez les deux concurrents américains. Ainsi, les réductions de coûts en cours chez Alcoa (1.0 Md\$ d'économies et 300 M\$ de synergies liées à l'intégration de Reynolds) et Alcan (1.05 Md\$ d'économies et 200 M\$ de synergies liées à l'acquisition d'Algroup) représentent respectivement 31.1% et 83.9% de l'EBITDA 2000 des deux groupes. Le groupe lance un avertissement sur ses résultats 2001, en raison de l'environnement actuel de déstockage et des retards de livraisons consécutifs qui ont affecté la branche Transformation au 4ème trimestre. Le groupe table au final sur un objectif de résultat opérationnel (normes GAP) compris entre 520 MEUR (-7.1%) et 540 MEUR (-3.5%), sensiblement inférieur aux estimations.

Nous maintenons notre opinion « sur-pondérer » sur le titre qui devrait réduire sa décote de 38% par rapport à ses concurrents américains.

■ Italie

■ GENERALI

Gianfranco Guty, président de Generali, a annoncé, dans une interview à La Tribune, que son groupe mise beaucoup sur le développement de la bancassurance. En matière de gestion d'actifs, Generali prévoit de constituer trois pôles majeurs en Europe, en Italie, en France et en Allemagne, qui seront responsables, chacun, d'un groupe de pays. De plus le groupe n'a pas renoncé à une expansion dans la gestion d'actifs où il entend privilégier l'Europe Continentale. Sur le marché de la banque privée, regroupée sous l'enseigne de la banque suisse BSI, Generali entend renforcer sa présence et n'exclut pas des opérations de croissance externe. Mais surtout, l'assureur compte développer, dans la bancassurance, le modèle adopté chez Banca Generali : la filiale du groupe ne détient pas d'agence en propre, mais écoule ses produits financiers, fonds communs de placement et produits pour comptes de tiers via les trois sociétés d'assurances du groupe : Generali, Alleanza et INA. Par ailleurs, Generali entend tisser de nouveaux accords avec d'autres banques. Déjà partenaire de Banca Intesa BCI, elle étudie la possibilité d'élargir sa coopération à la distribution par les guichets de Cariplo. De plus, Cardine pourrait prochainement lui ouvrir le reste de ses guichets (Generali vend déjà des produits via les caisses d'épargne de Venise de Cardine). Enfin, concernant la participation du groupe dans Commerzbank, l'assureur italien a confirmé qu'elle revêt un caractère particulièrement stratégique. Lorsque le groupe italien est passé de 5 à 10% dans le capital de la banque allemande l'année dernière, il a bénéficié en retour d'un renforcement de l'accord commercial qui lui permet de distribuer ses produits d'assurances et prêts hypothécaires à travers le réseau de la banque. M. Guty a cependant exclu tout accroissement de la participation actuelle de son groupe au capital de la banque allemande, qui doit " se sauver par elle-même de la mauvaise passe actuelle ". Histoire de faire monter la pression, M. Guty s'est montré perplexe sur le plan d'économie de son voisin allemand....

■ Pays-Bas

■ ING

ING a annoncé la suppression de 1.600 emplois aux Etats-Unis avec pour objectif une réduction globale de ses dépenses dans ce pays de \$ 250 à 300 millions par an. Ces suppressions d'emplois représentent environ 15% de l'effectif global d'ING aux Etats-Unis, soit 10.700 employés actuellement. L'objectif cible est ramené à 9.100 personnes. Outre les suppressions d'emploi, le plan d'économie d'ING prévoit un renforcement des synergies opérationnelles, une amélioration des approvisionnements, une baisse des dépenses de voyages et de technologie ainsi qu'un moindre recours aux consultants, a indiqué la société dans un communiqué. Ces mesures s'inscrivent dans un objectif de plus grande intégration entre les activités d'assurances d'ING aux Etats-Unis et celles de Aetna et ReliaStar, dont les performances ont été qualifiées de décevante par Cees Maas, le mois dernier, lors de l'émission du profit warning. Leur contribution au bénéfice par action n'a été que de 5 cents sur les 9 premiers mois de l'année alors que le groupe tablait, en début d'année, sur une contribution d'au moins 26 cents, révisée, cet été, à 17 cents. La réduction des dépenses prévues se traduira par une augmentation des bénéfices avant-impôts de \$ 150 à 180 millions par an. Les indemnités de départ coûteront entre \$75 et 100 millions et entrent dans les dépenses normalement prévues. La localisation précise des suppressions d'emplois, qui commenceront début 2002, n'a pas encore été décidée mais les ventes d'OPCVM, de rentes viagère et d'épargne longue seront fortement affectées. Le 21 novembre, quelques semaines après un retentissant profit warning, ING avait annoncé un bénéfice net pour le troisième trimestre 2001 de € 901 millions, tout en ajustant ses prévisions d'une croissance de 5% du bénéfice hors exceptionnel pour 2001. Comparé aux € 5,314 milliards dégagés au 3ème trimestre 2000, le bénéfice net pour la même période de 2001 enregistre une baisse spectaculaire de 83%. Par ailleurs, il y a quelques jours, ING a annoncé une exposition nette de \$195 millions sur le numéro un mondial de courtage en énergie, Enron.

■ ETATS-UNIS

■ ENRON

Les langues se délient peu à peu sur Enron. Alors que certains avaient adopté un mutisme total, la pression du marché a amené la plupart des banques à révéler publiquement le montant de leur exposition. Intesa BCI a chiffré à quelque € 100 millions son exposition à la faillite d'Enron. La banque a, en outre, précisé détenir près de € 230 millions en titres de la holding brésilienne d'Enron. De son côté, Converium (ex Zürich Re) a affirmé être exposé à hauteur de \$ 67 millions. Dexia, de son côté, a indiqué officiellement que son exposition au courtier en énergie se limite à \$ 30 millions, une somme couverte aux deux tiers par des garanties. Cette exposition limitée n'impactera pas les résultats du groupe en 2001. Crédit Agricole SA (CA SA), la future structure cotée du Crédit Agricole, a fait savoir que l'ensemble de ses engagements sur Enron s'élevait à \$ 146,8 millions (€ 164,65 millions). Ces engagements sont essentiellement supportés par sa filiale Crédit Agricole Indosuez. Sur ce montant, \$ 35,2 millions correspondent à des crédits ordinaires sans sûreté. En raison de son caractère non garanti, cette somme ne bénéficie donc pas de couverture de la part des assurances. Selon la direction de la banque, compte tenu des provisions existantes sur cette contrepartie, les provisions supplémentaires à prévoir auront un impact limité sur les résultats de Crédit Agricole SA.

■ HEWLETT-PAKARD - COMPAQ

Deux cabinets américains ont rendu leur avis sur le projet de fusion entre les deux groupes. Malheureusement pour l'ensemble des intervenants (favorables ou non à la fusion) les deux conclusions sont diamétralement opposées. D'un côté Goldman Sachs et McKinsey (travaillant à la demande du management d'HP) a pris l'ensemble des comptes et se dit favorable au rapprochement. Par ailleurs, Friedman Fleischer & Lowe (mandaté par la famille Hewlett) a pris les mêmes chiffres et se dit défavorable à toute union en raison d'une exposition plus importante au marché du PC, de marges opérationnelles inférieures et de risques plus importants (une baisse de \$1 du CA engendrerait, selon le cabinet,

un recul de \$0.25 du résultat avant impôts). Episode important à ne pas rater dans notre feuilleton de l'hiver ! La fondation David et Lucile Packard se sont rassemblés début du mois afin de discuter du projet de fusion HP/Compaq. Les 12 membres ont assisté à une présentation de Booz, Allen & Hamilton, société de consulting engagée, le mois dernier, afin d'aider la fondation à prendre position. Un vote pourrait intervenir, mais il est plus probable que la décision finale ne soit prise que dans quelques semaines. Rappelons que cette fondation détient près de 10% des actions HP et qu'une décision défavorable de sa part pourrait remettre dangereusement en cause le rapprochement entre les deux groupes (plusieurs institutionnels pouvant décider de voter contre).

■ JDS UNIPHASE

Le spécialiste des composants optiques a annoncé la reprise des activités Transceivers d'IBM. L'opération, effectuée pour partie en cash (\$100 millions) et en actions, est valorisée à \$340 millions. Un versement de \$85 millions pourra être effectué à IBM en 2003, fonction des performances financières de cette activité. Ces activités devraient générer un chiffre d'affaires de l'ordre de \$18 à \$19 millions sur le premier trimestre 2002. Selon JDSU, cette division d'IBM (qui emploie 120 personnes) ne génère aujourd'hui que de faibles pertes, et ne devrait pas diluer plus avant les résultats du groupe. Elle lui permet de se positionner au-delà des solutions pour réseaux d'infrastructures télécoms, avec des composants dédiés aux systèmes de stockages de données et aux réseaux locaux d'entreprise utilisant les protocoles Gigabit Ethernet et Fiber Channel. Cette opération fait dès lors sens pour JDS Uniphase, mais l'on peut s'attendre à la poursuite des pressions vendeuses sur le court/moyen terme, avec un marché des composants qui ne redécollera pas avant la mi-2002 au mieux, et une reprise de la croissance externe qui a eu le don de déplaire les marchés dans la courte histoire de JDSU.

■ MORGAN STANLEY

Morgan Stanley a réalisé au 4eme trimestre (clos fin novembre) un revenu net (RN) de \$ 870 millions, en baisse de 28% sur la même période l'année précédente. Sur l'ensemble de l'exercice 2001, le RN atteint \$ 3.61 milliards, en baisse de 34% sur l'exercice 2000. Le " return on equity " (ROE) de l'exercice 2001 ressort ainsi à 19%.

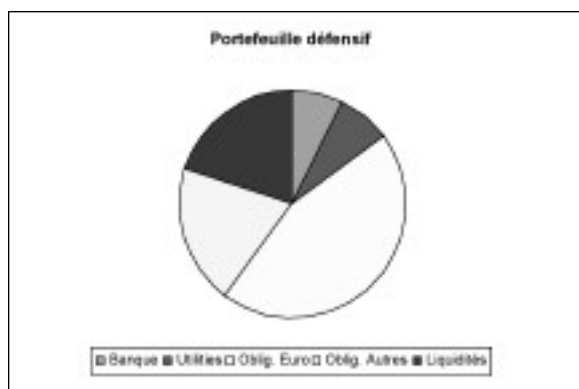
Le bénéfice par action (BPA) du 4eme trimestre ressort à \$ 0.78 contre \$ 1.06 l'an dernier à pareille époque, soit nettement au-dessus du consensus des analystes financiers qui tablaient sur \$ 0.66 seulement. Sur l'ensemble de l'année, le BPA est de \$ 3.19 comparé à \$ 4.73 l'année précédente. Les attentes des analystes étaient de \$ 3.07. Le chiffre d'affaires trimestriel a atteint \$ 4.6 milliards, en baisse de 17%, et, sur l'année, il est de \$ 21.9 milliards, en recul de 16%. Par secteur, les activités titres ont dégagé une contribution de \$ 2.36 milliards sur l'année, en baisse de 42%, avec un recul de 20% du chiffre d'affaires à \$ 15.9 milliards. Sur le seul 4eme trimestre, la tendance est sensiblement la même, le RN reculant de 41% à \$ 530 millions et le chiffre d'affaires reculant de 21% à \$ 3.12 milliards.

Pour les activités de banque d'investissements, la contribution a baissé à \$ 545 millions (-19%) sur l'année, le groupe limitant toutefois les dégâts sur le seul 4eme trimestre à \$ 147 millions (-10%). Pour les activités cartes de crédit (Discover), la contribution est relativement stable d'une année sur l'autre, à \$ 702 millions (-3%), le seul 4T01 ayant permis de rattraper une bonne part du retard enregistré depuis le début de l'année avec une contribution de \$ 193 millions (+31%).

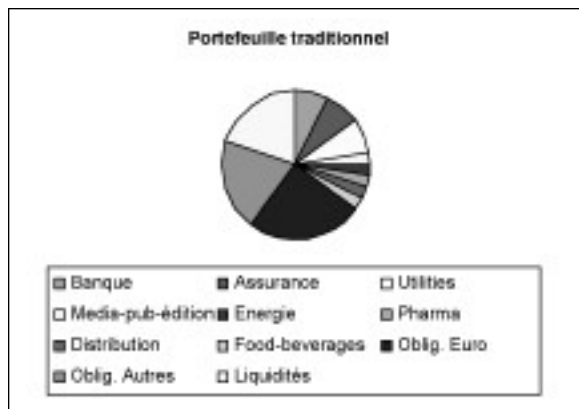
Gestion de Fortune

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

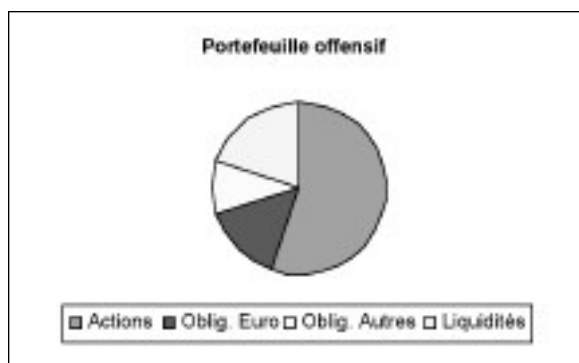
En vue de compléter l'information sur la répartition des avoirs au sein des portefeuilles, nous communiquons ce mois-ci une répartition par type d'actifs financiers.



Le portefeuille "défensif" contiendra dans la partie "actions" des titres du secteur "banques" et "utilities". Quant aux obligations elles seront majoritairement en Euro. Des obligations en USD ou en Couronnes danoises pourront également être sélectionnées.



Le portefeuille "traditionnel" contiendra dans la partie "actions" des titres du secteur "banques" et "utilities" et autres. La position en obligations en Euro sera légèrement supérieure à celle dans les autres devises. Ici également, des obligations en USD ou en Couronnes danoises pourront être sélectionnées.



Le portefeuille "offensif" contiendra dans la partie "actions" des titres de tous les secteurs présentés le mois passé. La position en obligations en Euro sera légèrement supérieure à celle dans les autres devises. Ici également, des obligations en USD ou en Couronnes danoises pourront être sélectionnées. Pour des raisons de lisibilité, il ne nous est pas possible de présenter un schéma avec tous les secteurs.

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
Fortis Finance	6,5%	11/01/01-06	AA3	102,125%	5,888%
Bremer Landesbank	6%	08/01/01-07	AA1	100,945%	5,777%
Landwirtschaft Rentenbk	6,625%	16/01/01-04	AAA	101,995%	5,544%

USD

Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Dexia Mun. Agency	4,875%	11/01/01-07	AAA	100,74%	4,706%

EUR

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
BASF	5,75%	25/07/00-05	AA3	105,5%	4,05%
Daimler Chrysler	6,175%	21/03/01-06	A3	103,2%	5,251%

DKK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Ford	6,25%	21/11/01-06	A2	101,5%	5,883%
Swedish Export Credit	5,375%	15/10/01-09	AA2	101,5%	5,132%

USD

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Bayerische Landesbk	5,25%	16/08/01-05	AAA	102,85%	4,376%
Dexia	5,5%	21/01/99-09	AA2	99,7%	5,55%

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 22 décembre 2001.