

Edito

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

Cher Client,

Répétant tristement le scénario du mois de janvier, Février 2003 se sera finalement soldé par un repli moyen des marchés aux alentours de 3 %. Les marchés n'en finissent pas de déprimer par rapport à une situation internationale inquiétante provoquée par les tergiversations autour d'une intervention militaire européenne et un redémarrage économique dont les signaux avant coureurs se font encore attendre.

Faut-il dès lors rester les bras croisés et assister impuissant à la lente diminution des cours de bourse et des taux d'intérêt ? Chez Leleux Associated Brokers, nous ne le pensons pas. En effet, dans l'attente de la reprise forte et définitive des marchés, nous ne pouvons que vous recommander de renforcer vos positions en obligations et de tenter de bénéficier de la volatilité des marchés en appliquant une stratégie de trading très proactive, basée notamment sur les signaux engendrés par l'analyse technique.

Ainsi, nous vous proposons dans notre rubrique « Euro-Obligations » deux stratégies d'investissement en fonction de votre profil de risque. Non exhaustives, ces stratégies peuvent être étudiées en pratique pour votre portefeuille avec votre chargé de clientèle habituel au cours d'un rendez-vous. De même, en ce qui concerne les opportunités de trading sur les marchés, nous vous présenterons désormais dans chaque numéro de votre revue mensuelle un indicateur technique. Nous vous

expliquerons également comment décrypter les signaux engendrés par l'indicateur en question. Dans ce numéro, nous commencerons par la théorie des moyennes mobiles. Ici également, n'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour de plus amples informations sur l'analyse technique ou sur les derniers signaux détectés par nos spécialistes. A noter également que dans notre rubrique économique, nous traiterons ce mois-ci de la situation économique d'une des grandes économies mondiales, à savoir le Japon.

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

Pour le Conseil d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

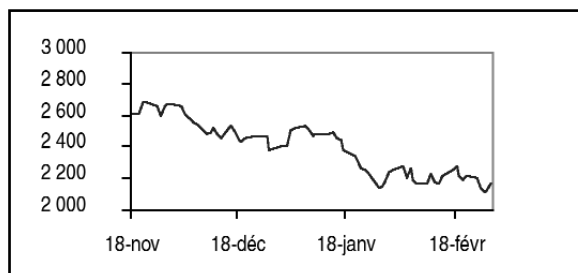
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	28/02/03	31/01/03	Différence au 30/01/03	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX 25 (Pays-Bas)	266,21	294,94	(9,74%)	(17,51%)	(62,05%)
BEL 20 (Belgique)	1 671,96	1 882,53	(11,19%)	(17,44%)	(50,74%)
CAC 40 (France)	2 754,07	2 937,88	(6,26%)	(10,11%)	(60,21%)
DAX (Allemagne)	2 547,05	2 747,83	(7,31%)	(11,95%)	(68,42%)
FTSE 100 (G-B)	3 655,60	3 567,40	2,47%	(7,23%)	(47,25%)
NASDAQ (EUR)	2 363,34	2 294,30	3,01%	(7,09%)	(71,08%)
HEX (Finlande)	5 001,52	5 210,25	(4,01%)	(13,40%)	(67,52%)
OMX (Suède)	469,97	477,80	(1,64%)	(4,71%)	(63,36%)
SMI (Suisse)	4 148,20	4 422,50	(6,20%)	(10,42%)	(49,59%)
DJ Stoxx 50	2 165,44	2 248,77	(3,71%)	(10,07%)	(58,22%)
DJII (USA)	7 891,08	8 053,81	(2,02%)	(5,40%)	(32,69%)
NASDAQ (USA)	1 337,54	1 320,91	1,26%	0,15%	(73,51%)
TS 300 (CAD)	6 555,12	6 569,49	(0,22%)	(0,90%)	(39,25%)
NIKKEI (Japon)	8 363,04	8 339,94	0,28%	(2,52%)	(63,10%)
TWSE (Taiwan)	4 432,46	5 015,16	(11,62%)	(0,45%)	(35,20%)
STI (Singapour)	1 273,85	1 291,44	(1,36%)	(5,01%)	(38,45%)
MSCI World (J-2)	752,86	762,445	(1,26%)	(4,63%)	(48,20%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	2,503%	2,807%	(10,83%)	(12,64%)	(51,23%)
Taux USD 3 mois	1,176%	1,159%	1,47%	(2,00%)	(81,58%)
Taux EUR 10 ans	3,888%	4,046%	(3,91%)	(7,52%)	(26,66%)
Taux JPY 10 ans	0,790%	0,812%	(2,71%)	(13,09%)	(58,57%)
Taux USD 10 ans	3,673%	3,972%	(7,53%)	(2,96%)	(37,84%)
DEVISES					
EURO en USD	1,782	1,0738	65,95%	69,94%	50,32%
EURO en GBP	0,6877	0,6529	5,33%	5,52%	2,72%
USD en JPY	117,93	119,94	(1,68%)	(0,67%)	(26,13%)
Or (once en USD)	346,85	368,45	(5,86%)	(0,34%)	0,38%
\$/baril	33,91	31,46	7,79%	13,07%	(8,82%)

Marchés

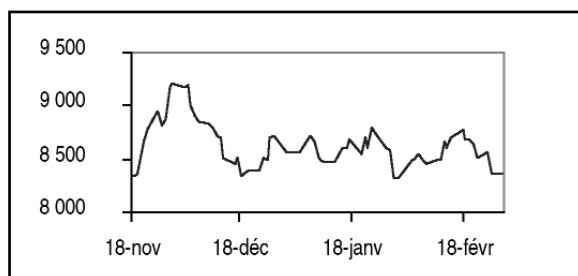
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ DJ Stoxx 50



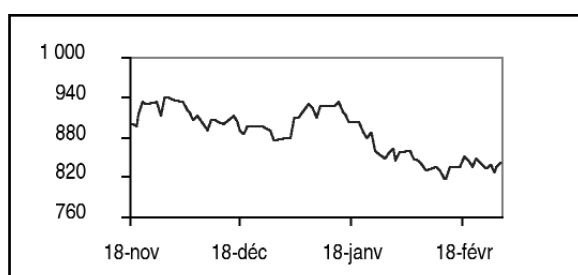
A l'instar des marchés américains, l'Europe boursière subit un lent effritement. Il faut bien admettre que des nouvelles comme celles touchant Ahold (la découverte d'irrégularités comptables de plus de 500 millions de dollars dans une de ses filiales américaines, US Foodservice) ne sont pas faites pour tranquilliser ni les intervenants ni les investisseurs.

■ Nikkei 225



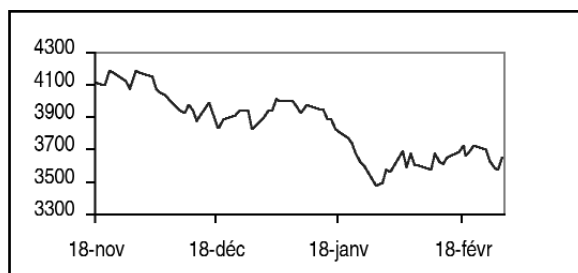
Le nouveau Gouverneur de la Banque du Japon aura beaucoup à faire pour redresser la barre. Le marché japonais poursuit son lent recul et ce n'est pas la fermeté du yen qui va lui apporter un bien-être nouveau. Les créances douteuses pèsent encore sur les banques et l'intervention de la Chine sur les marchés de référence du Japon n'est pas un élément de redressement.

■ S & P 500



Rien à faire, l'insécurité n'est la meilleure alliée des bourses. Il règne actuellement une incertitude sur le financement des « twin déficit », ainsi que sur le surcoût de cette guerre que Georges W. Bush semble vouloir à tout prix et sur la reprise économique qui tarde à montrer ses premiers éléments. Tout ceci constitue trop de facteurs négatifs pour les marchés financiers.

■ FT 100

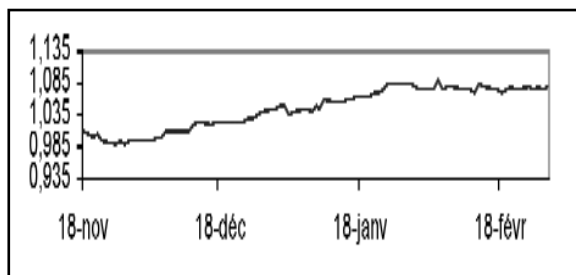


Si les marchés n'aiment pas les incertitudes, ils semblent également ne pas apprécier un Premier ministre dont la popularité décline rapidement. La faiblesse de la livre sterling inquiète (le prestige de la devise du Commonwealth) autant qu'elle rassure (le commerce extérieur s'en trouve amélioré). Cependant, le recul de Londres reste dans les proportions des reculs des autres marchés européens.

Devises

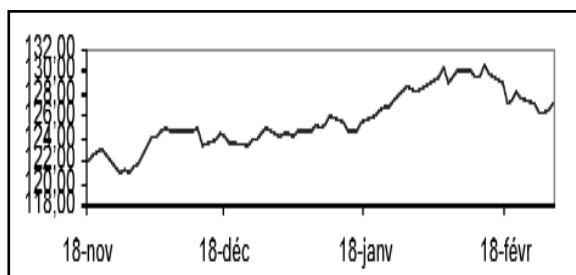
EURSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

■ Euro vs Dollar



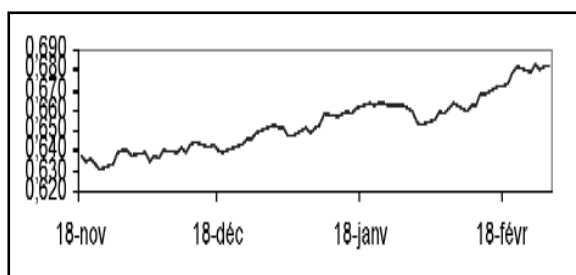
Le financement du déficit extérieur des Etats-Unis pose des problèmes croissants et même Alan Greenspan, le président de la « Federal Reserve » commence à réaliser que ce ne sera pas très facile d'assurer le financement de ces « Twin Deficit ». La devise européenne en est la principale bénéficiaire. Cette fermeté de l'euro complique toutefois le commerce extérieur des pays de la zone euro, tout en rendant la facture pétrolière moins lourde.

■ Euro vs Yen



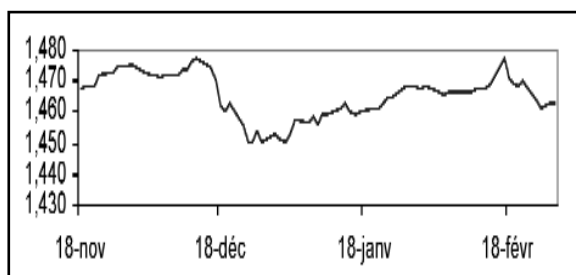
Le yen a connu une lente détérioration face à l'euro jusqu'à la mi-février. Il semble que la nomination de Monsieur Toshihiki Fukui comme gouverneur de la Banque du Japon ait bien été perçue par le marché.

■ Euro vs Livre Sterling



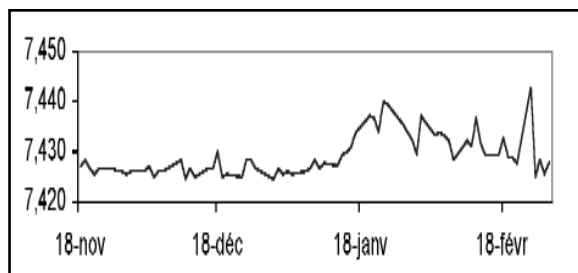
La fermeté de l'euro observée dans notre revue de janvier est entièrement confirmée. Cependant, on observe, en fin de période, on constate un léger affaiblissement de la devise européenne. Cela serait-il dû au léger infléchissement de la politique britannique dans la guerre en Irak ?

■ Euro vs Franc Suisse



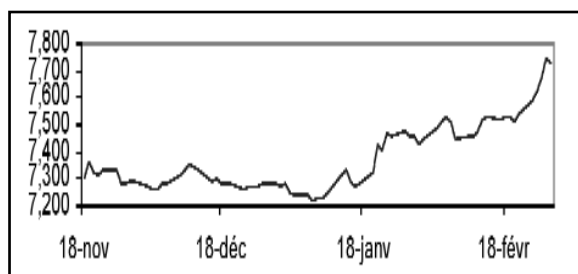
Après un accès de faiblesse durant le mois de décembre 2002, l'euro poursuit sa remontée face au franc suisse. Mais les discussions sans fin sur la fiscalité de l'épargne font toujours sentir leur effets.

■ Euro vs Couronne Danoise



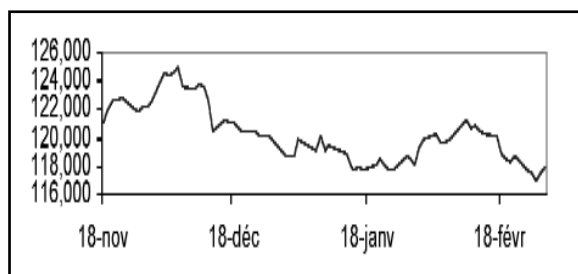
Cette devise « pré-in » a fait preuve de plus de volatilité depuis le début de l'année. Ces soubresauts sont peut être liés à une entrée possible dans le système monétaire européen.

■ Euro vs Couronne Norvégienne



La fermeté de l'euro s'amplifie face à cette devise dont le cours est de plus en plus influencé par le baril de pétrole. L'affaiblissement de la devise norvégienne devrait favoriser le commerce de ce pays scandinave.

■ Dollar vs Yen



Pour l'économie japonaise, il serait préférable d'avoir un yen faible. Malheureusement, pour cette économie qui ne parvient pas à se redresser, la faiblesse du dollar paralise toute tentative de reprise.

Economies

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

■ JAPON

■ La Banque du Japon tente de sortir le pays de la déflation...

Les dernières statistiques économiques japonaises (PIB, taux d'intérêt réels, évolution des liquidités, prêts bancaires...) confirment une situation de déflation préoccupante au Japon, à relativiser par le fait que la zone Asie, Chine incluse, constitue un des moteurs de la croissance mondiale en 2003. Le Premier ministre japonais rencontrant beaucoup de difficultés pour faire passer, au plan politique, les réformes financières nécessaires au redressement de l'économie, la Banque du Japon est désormais acculée à une lutte anti-déflation drastique de dernier recours :

- Tentative de mise en place d'une cible d'inflation (« inflation targeting ») destinée à faire remonter les prix et relancer la consommation et l'investissement ;
- Interventions sur le marché des changes afin de faire baisser le yen et procurer un avantage compétitif à l'économie, alors que les politiques monétaire et budgétaire ont été poussées au maximum.

Ces mesures d'urgence masquent l'incapacité à gérer la crise économique depuis des années, faute de décisions politiques appropriées.

■ Japon : déflation persistante...

L'économie japonaise est, depuis le début des années 1990 et l'explosion des bulles financière et immobilière, dans une situation très difficile qui l'a conduite à entrer dans la déflation à partir de la 2ème moitié des années 1990. Cette déflation se traduit par un recul en valeur du PIB, qui est revenu, en 2002, au niveau de 1995 et un recul des prix depuis 1995, hormis l'épisode de 1997, lorsque le gouvernement avait décidé d'une hausse de la TVA, qui rend la politique monétaire inefficace puisque les taux réels sont positifs de 0.4 % au mois de janvier 2003. Ce recul des prix est à la fois la conséquence et la cause de la faiblesse de la demande interne (consommation des ménages et investissement des entreprises). En effet, la baisse des prix incite largement les agents économiques à épargner et à se

désendetter plutôt que de consommer et d'investir, ce qui amplifie le recul des prix. C'est ce qu'il est convenu d'appeler une spirale déflationniste... De tels comportements ont gravement mis en péril la situation des banques japonaises, qui croulent sous la liquidité disponible, au travers de taux directeurs nuls, mais ne trouvent pas d'emprunteurs sains. En conséquence, la liquidité en circulation au sein de l'économie japonaise progresse à un rythme décroissant depuis le début des années 1990, malgré des taux directeurs nuls et des taux réels négatifs. Les seuls clients des banques sont, de fait, les entreprises sur-endettées qui n'arrivent plus à rembourser leurs prêts, ce qui ne fait que conduire à une hausse des créances douteuses sans améliorer (bien au contraire) la rentabilité des banques. Ce phénomène est illustré par le recul des prêts bancaires, depuis 1997, et la baisse continue du taux moyen des prêts consentis. De plus, la faiblesse de l'économie japonaise a eu comme effet une hausse progressive et importante du chômage, dans une économie où la tradition sociale n'intègre pas les licenciements. Le taux de chômage a, en effet, quasiment triplé en 10 ans, ce qui a un effet supplémentaire sur la consommation des ménages.

■ Monsieur Hayami quittera ses fonctions fin mars...

Avec le départ du gouverneur de la banque du Japon (BoJ) fin mars, la banque centrale, confrontée à une situation de déflation majeure, essaye de mettre en place une politique monétaire « audacieuse et non conventionnelle » qui pourrait se traduire par la mise en place d'une cible d'inflation. Compte tenu de l'importance des taux réels négatifs, et de l'absence de redémarrage de la demande finale et de l'investissement productif, la banque centrale cherche à faire monter le taux inflation, afin d'enrayer le mécanisme de « trappe à liquidités » : en effet, les ménages attendent une baisse ultérieure des prix et font de la rétention d'épargne malgré des taux d'intérêt très bas, en raison d'anticipations négatives sur le marché de l'emploi. La BoJ doit adopter une stratégie opposée à celle de la BCE : la banque centrale européenne a fixé un plafond d'inflation à 2 % afin de contenir les pressions inflationnistes. Une telle approche est inapplicable à

la BoJ. Celle-ci ne peut que fixer une cible-objectif d'inflation : l'anticipation des ménages d'une hausse de l'inflation jusqu'au niveau de la cible ne pourra se développer que si la politique monétaire est suffisamment crédible ; ainsi, les agents économiques seront incités à consommer et investir au lieu d'épargner.

■ Les conditions liées à la fixation d'un objectif d'inflation.

- a) Il y a lieu, tout d'abord, d'avoir un instrument précis de la mesure de l'inflation : or, aujourd'hui, les CPI et WPI japonais sont considérés comme des mesures minorant la baisse des prix. Les ménages ont donc la perception réelle d'une déflation plus forte que celle traduite dans les indices officiels de prix. En réalité, le CPI serait minoré de 0.5 % par an depuis 1995 en raison des délais d'ajustement des indices, des larges opérations de « discount » non prises en comptes par les indices officiels, et le poids des services (50 % du PIB) dont les variations baissières sont mal prises en comptes par les indices.
- b) Il est nécessaire de définir une cible d'inflation réaliste qui fasse que les agents économiques anticipent une hausse des prix et non pas la poursuite de la déflation.
- c) Il faut arriver à mettre en place une politique monétaire crédible, encore plus accommodante qu'actuellement, alors qu'elle est déjà très expansive et que les taux directeurs sont nuls. Cette politique ne sera efficace que si des réformes financières importantes sont engagées, en particulier la recapitalisation des banques et l'élimination des Non Performing Loans.

Le risque principal d'une stratégie très expansionniste réside dans le fait qu'il soit impossible d'enrayer le processus inflationniste compte tenu de l'ampleur des liquidités injectées dans l'économie. Le risque « collatéral » est celui d'une brutale pentification de la courbe des taux et d'une remontée des rendements longs. Si celle-ci peut s'avérer positive pour améliorer les rendements des contrats d'assurance vie/retraite à taux garantis, elle serait dommageable aux importants portefeuilles obligataires investis en JGB et qui verraient fondre leur plus-values latentes, à la reprise de l'investissement et au déficit budgétaire, le coût de la dette, qui représente 140 % du PIB et qui ne peut que s'accroître dans le cadre d'une politique budgétaire de relance accompagnant une politique monétaire expansive. Un krach obligataire rendrait difficile le financement du déficit budgétaire qu'il faudrait, dès lors, monétiser au risque d'amplifier l'inflation et de créer un nouveau cercle vicieux. La remontée des taux risque de faire monter le yen (voir

ci-dessous), voir de provoquer une sortie massive des capitaux japonais investis aux États-Unis : cela ne ferait qu'amplifier la hausse du yen...

■ L'arme du change : faire baisser le yen à tout prix

Les exportations constituent le principal moteur de l'activité au Japon. Les exportations, exprimées en yens, ont battu tous les records au 4T et l'excédent commercial a progressé de 51.3 % en 2002 par rapport à 2001, soit la première hausse depuis 4 ans. L'Asie représente à présent 45 % des exportations nipponnes (40 % en 2001), les États-Unis 35 % et l'Europe 16 %. La baisse du dollar contre yen est un handicap important pour les exportations japonaises, même si la parité du yen contre les principales devises asiatiques, est restée stable dans la période de baisse du dollar. Sachant que les politiques monétaires et budgétaires ont été poussées à leur maximum sans effet sur la reprise de la demande intérieure, la baisse du yen apparaît, pour la BoJ, comme une nécessité. Or, cette baisse de la devise doit être importante pour que l'effet de levier soit efficace en terme de croissance, car les exportations nettes (importations déduites), ne représentent que 10 % en moyenne du PIB. Cela est d'autant plus vrai que le Japon exporte vers l'Asie des produits à faible valeur ajoutée (environ 4 % du PIB) qui sont ensuite assemblés en Chine avant d'être réexportés. Les exportations japonaises restent donc sensibles à la conjoncture mondiale et donc au taux de change. La BoJ est réticente à intervenir sur le marché, car elle considère que le taux de change est le reflet des fondamentaux économiques et craint que la faiblesse du yen traduise une situation de déflation. Elle vient, toutefois, de réaffirmer sa volonté de voir le mouvement de hausse du yen s'arrêter. Fin janvier, elle est intervenue sur le marché des changes (pour environ \$ 6 milliards), alors que le yen s'est apprécié de 5 % contre dollar au cours des 3 derniers mois. Elle a réussi à enrayer la progression du yen à 117.50 USD/JPY. Son objectif implicite semble être de 130/150 USD/JPY. Tout en ayant longtemps défendu la politique du « dollar fort », les États-Unis ont toujours été hostiles à un yen faible afin d'éviter de donner un avantage compétitif au pays qui représentait leur plus fort déficit bilatéral, avant d'être supplanté par la Chine. Actuellement, la baisse du dollar (il a baissé de 25 % contre euro depuis son point haut du 25/10/2000, et de 10 % contre yen dans le même temps) rend difficile la baisse du yen, tout en donnant une petite marge de manœuvre à la BoJ. Mais n'oublions pas que le Japon est le premier créancier du monde et que les flux d'intérêts rapatriés empêcheront une baisse durable du yen...

Bourses

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

■ CRÉDIT LYONNAIS (CL – Euronext Paris) – Banque – 53 EUR

■ Profil

Crédit Lyonnais est le 6e groupe bancaire français en termes de total de bilan. Le produit net bancaire par activité se répartit comme suit :

- banque de réseau en France (47%) : activités de banque de détail, de services financiers spécialisés (crédit à la consommation, assurances, crédit-bail) et de gestion privée. Le groupe dispose d'un réseau de 1 834 agences et compte 6 millions de clients ;
- banque d'investissement et de financement (35,7%) : interventions sur les marchés actions, de taux et de change, opérations sur actions, conseil (notamment en fusions et acquisitions ; Clinvest), financements spécialisés (notamment de projets et d'acquisitions) et activités de banque commerciale ;
- gestion d'actifs (10,6%) : gestion pour compte de tiers, gestion privée à l'international, assurance vie (Union des Assurances Fédérales). Les actifs gérés s'élèvent à 145 MdsEUR.
- Le solde du Produit Net Bancaire (PNB) (1,9%) concerne les activités des filiales de banque de réseau à l'international et de holding du groupe.

Ses actionnaires : BNP (16.346%) Crédit Agricole (10.5%); AGF (10%) Axa : (5.43%) SocGen (4%) Commerzbank (3.95%) BBVA (3.6%) IntesaBCI (3.7%) Salaries (6.5%) Public (41.5%)

■ Perspective

Les bénéfices atteignent au 4eme trimestre 2002 le haut de la fourchette des estimations des analystes, reflétant ainsi la forte contribution des secteurs « corporate actions » et « investment banking ». Les mesures de contrôle des coûts ont réduit ceux-ci de 2,7 points de base à 67,7% du chiffre d'affaires. Malgré un retournement de l'environnement économique, les provisions ont été réduites à € 192 millions au 4eme trimestre 2002, soit à 40% ; ceci en raison de très importantes provisions réalisées

précédemment (par exemple sur Enron au 4eme trimestre 2001). Aux Etats-Unis, où le groupe est particulièrement exposé, les provisions sont restées stationnaires à € 105 millions. Tout ceci pris en compte, le « return on equity » (ROE) s'élève à 10,4% pour l'année 2002. Le groupe se propose de distribuer un dividende de € 0,80 si l'assemblée générale prochaine l'accepte. La position financière du groupe reste saine avec un rapport Tier 1 de 8,2%. L'activité « banque de réseau » est très satisfaisante, comme prévu, avec un profit net de 19,3% au 4eme trimestre et un ROE de 22,55%. Cette activité représente maintenant 47% du profit brut opérationnel. Malgré les difficultés économiques actuelles, les créances douteuses ont été significativement réduites de 35%. L'activité « prêts à la clientèle privée » restent bonne (plus 8,2%) surtout grâce aux prêts à l'accès à la propriété. La marge d'intermédiation s'est accrue de 13 points de base (pb) à 3,31% grâce à l'accroissement du différentiel d'intérêts dans le crédit à la consommation. En plus, le dynamisme du marketing permet à cette activité de gagner des parts de marchés avec un nombre de produits vendu par client en croissance à 7,4 en moyenne. L'activité « banque d'investissement et de financement » donne des résultats meilleurs que prévus. Le profit brut d'exploitation y augmente de 28,4% à € 239 millions grâce à une amélioration significative du rapport coût/revenu à 64%. Le groupe compte poursuivre en 2003 une politique drastique de réduction des coûts, l'anticipation de management se situant au niveau de 20%. L'exposition au risque est en baisse à 45,9% grâce à la réduction de risque aux Etats-Unis.

■ Notre opinion

Le cours de 56€ semble un objectif raisonnable d'autant plus que ce prix semble être celui que paye le Crédit Agricole pour une offre qui devrait débiter dans la première quinzaine de mars. Le titre sera conserver tandis que les portefeuilles plus agressifs pourront tenter un achat sur repli.

■ CEREP (CERP – Euronext Paris) – Pharmacie – 8,47 EUR

■ Profil

Cerep est spécialisé dans la mise au point de nouveaux médicaments via une plate-forme permettant de découvrir plus rapidement et à faible coût des candidats médicaments. Cette plate-forme s'appuie sur les technologies suivantes : chimio-informatique, chimie combinatoire et médicinale, criblage et profil à haut-débit, tests pré-cliniques in vitro et in vivo et Bio-Print (base de données relationnelle établie à partir de composés de référence permettant de déterminer les propriétés pharmacologiques et physico-chimiques des médicaments). Elle permet de réaliser une succession d'opérations très rapidement : identification des cibles, validation des tests pharmacologiques puis sélection des meilleurs candidats, modélisation moléculaire puis synthèse de chimiothèques organiques, criblage à haut débit et passage en développement. Les revenus de Cerep se répartissent entre les services (73%) et l'activité de drug discovery (27%). Au plan géographique, le chiffre d'affaire (CA) se répartit comme suit : France (21%), Amérique du Nord (49%), Europe (19%) et Asie (11%).

■ Perspective

Cerep continue d'impressionner favorablement. Après avoir publié un chiffre d'affaire 2002 record et rassuré les investisseurs sur sa génération de cash opérationnel encore en 2003, Cerep a annoncé la signature d'un accord majeur, à la fois de Services/R&D et sur Bio-Print, avec l'un des groupes pharmaceutiques les plus riches en nouveaux produits, l'américain Eli Lilly, et ce, moins d'un mois après avoir convaincu le leader mondial de l'industrie, Pfizer. Cela ne fait que confirmer que la technologie de Cerep peut attirer même les plus

grands de l'industrie et même ceux qui apparaissent le moins dans l'urgence d'augmenter la productivité de leur Recherche et Développement (R&D). Pour un investisseur, Cerep présente le double attrait de générer une rentabilité positive et de disposer d'un business-model particulièrement intéressant et équilibré, basé sur un auto-financement de la R&D par les résultats, récurrents, générés par l'activité Services, tout en se dotant des moyens de découvrir en interne de nouveaux produits. Les accords de collaboration complètent le dispositif. Ce business-model est ainsi bien moins risqué que celui des Biotechs plus classiques, focalisées sur le développement d'un médicament, ou d'une famille de produits, et qui sont extrêmement sensibles à deux éléments pendant les débuts de leur vie :

- 1/ le financement de leurs activités, puisqu'elles perdent de l'argent année après année, et
- 2/ toute nouvelle négative sur les molécules en développement.

La récente catastrophe boursière de Nicox en est le nième exemple criant.

Au cours des deux dernières années, le cours de Cerep a beaucoup souffert de :

- 1/ cet engouement des investisseurs pour Nicox, apparemment plus « sexy », et
- 2/ d'une communication « corporate » bien plus prudente, mais qui a systématiquement délivré plus qu'elle n'avait annoncé.

■ Notre opinion

Les perspectives semblent s'orienter vers un avenir favorable. On se renforcera lors d'un repli important.

¹ « AstraZeneca (AZN) a annoncé, le 18 février dernier que l'AZD3582 - produit de Nicox licencié à AstraZeneca, qui devait constituer le premier traitement « novateur » d'une nouvelle classe thérapeutique appelée CINOD, soit une famille d'inhibiteurs Cox-2 dotés un groupement d'oxyde nitrique NO – avait démontré, lors d'un essai de phase II, une efficacité dans le traitement de la douleur nociceptive (douleur résultant d'une lésion des tissus périphériques, qui provoque un excès d'influx douloureux transmis par un système nerveux intact), sans pour autant atteindre les critères primaires d'évaluation au niveau de l'incidence d'évènements graves au niveau gastro-intestinal. Ce traitement ne permettrait donc pas d'améliorer le profil d'innocuité par rapport à des traitements de référence, souvent remis en cause pour les conséquences graves au niveau gastro-intestinal (ulcères). AZN maintient cependant son programme de phases II, actuellement en cours, et devrait décider avec Nicox du devenir de ce produit une fois l'intégralité des données récoltées et analysées.

Même si cette nouvelle peut négativement affecter le titre AZN, c'est surtout Nicox, qui devrait très fortement pâtir de cette annonce. En effet, au-delà de la simple « déception » sur ce produit, c'est l'intégralité du concept de Nicox qui pourrait être remis en cause, puisque la technologie de Nicox consiste à associer un complément NO à des molécules déjà commercialisées afin d'améliorer leur profil efficacité / innocuité.

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

■ Profil

Société Générale est le 3e groupe bancaire français en termes de total du bilan. Le produit net bancaire par activité se répartit comme suit :

- banque de détail (56%) : activités de banque de réseau en France (2 600 agences Société Générale et Crédit du Nord ; 7,7 millions de clients) et à l'international (3,9 millions de clients), de services financiers spécialisés (crédit à la consommation, crédit-bail, location longue durée et gestion de flottes automobiles, location de matériel informatique) et d'assurance vie et dommages ;
- banque de financement et d'investissement (BFI) (36%) : financements spécialisés (de projets, d'acquisitions, du commerce extérieur, etc.), interventions sur les marchés actions, de taux, de change et de matières premières, opérations sur actions, conseil (notamment en fusions-acquisitions), capital investissement et activités de banque commerciale ;
- gestion d'actifs (8%) : 298 MdsEUR d'actifs gérés répartis entre gestion mobilière (86,6%) et gestion privée (13,4%).

Le groupe mène également une activité de courtage en ligne (Boursorama – ex-Fimatex ; n° 1 français)

■ Perspective

La Société Générale a accusé une baisse de plus de 35% son Revenu Net part du groupe (RNpg) 2002 par rapport à 2001, à € 1.397 milliards. Le bénéfice net du 4eme trimestre 2002 (4T02) est ressorti toutefois très légèrement supérieur aux attentes, à € 364 millions, alors que le consensus établi par Reuters était de € 359 millions. Le niveau d'activité du 4T02 est comparable à celui d'il y a un an, en baisse de seulement 0.1% à structure et taux de change comparables, à € 3.666 milliards. Les frais de gestions, à € 2.668 mds, sont identiques au 4T01 mais en légère hausse de 1.6% en pro-forma. Le revenu brut d'exploitation (RBE) ressort donc en faible recul de 1.8% à € 998 millions. Sur l'ensemble de l'année,

le bénéfice net est affecté par la hausse du coût du risque qui passe à 70 points de base (pb) contre 57 pb en 2001, les provisions ayant progressé de 21.9%, à € 1.301 milliards. D'autre part, la contribution des éléments hors exploitation a diminué. Le résultat sur actifs immobilisés est devenu négatif de € 299 millions alors qu'il était bénéficiaire de € 474 millions en 2001. Sans surprise, c'est encore la banque de détail qui a permis au groupe de traverser le marasme boursier. Ce pôle d'activité a vu son résultat net progresser de 12.4% tandis que la division gestion d'actifs affiche une baisse de 7.1% de son revenu net et la BFI un recul de plus de 22%. La contribution de la banque de détail représente plus de 91% du RNpg en 2002 ! Même si la rentabilité du groupe a fortement reculé, tombant à 9.4% contre 15.5% en 2001, avec un bénéfice net par action (BNPA) de € 3.41 contre € 35 un an plus tôt, le dividende sera maintenu au même niveau qu'en 2001, à € 2.10.

■ Notre opinion

Comme les autres valeurs bancaires, ce titre sera conserver dans les portefeuilles prudents avec un objectif de 51€.

■ REUTERS (RTR – Londres) – Communication – 116,25 GBP

■ Profil

Reuters est spécialisé dans la diffusion d'informations en temps réel. Le groupe propose ses services aux institutions financières, aux entreprises et aux médias. Le groupe s'organise autour de 4 activités :

- Reuters Information (47% du CA) développe et commercialise des produits d'informations à destination des professionnels de la finance. Le groupe s'est spécialisé sur 4 marchés : actions, obligations, changes et matières premières ;
- Reuters Trading Solutions (22%) : solutions Internet et logiciels de distribution d'informations en temps réel ;
- Instinet (22%) : 1^{re} société de courtage électronique au monde ;
- Reuterspace (7%) : 1^{er} fournisseur mondial d'actualités sous forme de texte, vidéo et photo pour les médias.
- Le solde du CA (2%) correspond aux activités de « Bridge » acquises en octobre 2001. Il s'agit notamment de Bridge Information Systems (produits ciblant les traders et gestionnaires de portefeuilles) et de Bridge Trading (courtier opérant principalement sur le New-York Stock Exchange).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Amérique (39%), Asie-Pacifique (14%) et autres (47%, essentiellement l'Europe).

■ Perspective

Les mauvaises performances dévoilées par la célèbre agence de presse financière Reuters lui ont valu une belle glissade à la bourse de Londres, laquelle pourrait être mise à profit par un concurrent pour s'emparer du contrôle de la société à bas prix. C'était la rumeur qui circule à la City et à l'origine du bond de 7,8% enregistré sur le titre à 219,44 pence. Parmi les prédateurs potentiels, l'américain Bloomberg figurait bien évidemment comme un candidat logique au rachat de son concurrent mais Thomson pouvait également se mettre sur les rangs, fort d'une capitalisation boursière voisine de \$ 18 milliards contre \$ 4,7 milliards pour Reuters (3Mds£). Mais

dans un environnement toujours aussi difficile, Thomson ou Bloomberg n'ont pas osé se lancer dans une acquisition aussi importante. Et à la suite de ces désistements, le cours à « replonger ».

■ Notre opinion

La réduction des coûts par un licenciement prévu de 3.000 personnes (d'ici 2005) ne devraient pas être suffisant pour relancer la machine après cette année « horribilis » 2002. Le bénéfice 2001 de £ 46 millions s'est transformé en une perte de £ 396 millions en 2002. Le groupe s'attend à un recul de 9 % de ses ventes au cours du premier semestre 2003. et elle entend se recentrer sur son métier de base.

Ceci devrait être suffisant pour soulager les positions en cas de reprise mais en tous cas, il doit être exclu de prendre position dans ces sociétés d'information financières avec l'explosion d'information sur Internet.

Analyse technique

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

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

■ Qu'est-ce qu'une moyenne mobile ?

La moyenne mobile est un des outils les plus essentiels de l'analyse technique. Pour rappel, l'analyse technique essaie de prévoir l'évolution future des cours de bourse (voir encadré). Une moyenne mobile constitue tout simplement un lissage des variations turbulentes des cours. La courbe bien nette que l'on obtient renseigne immédiatement et proprement sur la tendance d'une action. Chaque jour, cette moyenne s'adapte en fonction des mouvements qui ont eu lieu sur le cours de bourse. Cette mobilité est nécessaire. Elle rend compte de l'évolution du consensus au jour le jour, et des anticipations des investisseurs pour une action donnée.

■ Les différents types de moyennes mobiles

Il existe plusieurs types de moyennes mobiles: les moyennes mobiles simples, exponentielles et pondérées. La principale différence entre ces moyennes réside dans le poids que l'on attribue aux dernières données et le nombre de données prise en compte. Les moyennes simples donnent un poids égal à toutes les données. Les moyennes exponentielles et pondérées donnent quant à elles plus de poids aux données les plus récentes. Les moyennes mobiles exponentielles sont les plus "travaillées".

■ Quelles moyennes mobiles utiliser ?

Ce qui différencie une moyenne mobile d'une autre, c'est avant tout la période de temps que l'on prend en considération (13 jours, 24 jours, 50 jours, 150 jours, etc.) Dans la littérature, on retrouve de nombreuses pratiques, mais on emploie couramment les moyennes du tableau suivant. Les techniciens emploient fréquemment la moyenne à 150 jours pour illustrer la tendance à long terme (tendance de fonds), et une moyenne à court terme pour rendre compte des derniers événements.

Tendance à déterminer	Moyenne à employer
Très court terme	De 3 à 13 jours
Court terme	De 14 à 25 jours
Moyen terme	De 26 à 50 jours
Long terme	De 51 à 150 jours
Très long terme	De 151 à 200 jours

■ Comment interpréter les moyennes mobiles ?

Mesurer l'ambiance des marchés

a) La **tendance** de la moyenne

Lorsque la moyenne mobile est **ascendante**, le consensus des investisseurs s'améliore sur une période donnée. Les investisseurs haussiers sont aux commandes, l'ambiance est globalement haussière, et le mouvement de fonds est fort (voir figure n°1)

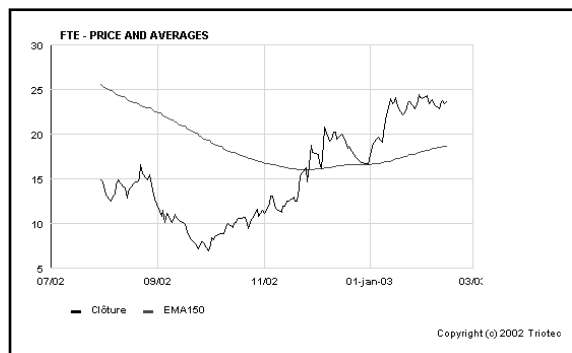


Figure n°1: moyenne mobile exponentielle à 150 jours, marché acheteur à long terme

Inversement, lorsque la moyenne mobile est **descendante**, le consensus des investisseurs se détériore sur une période donnée. Les investisseurs baissiers sont aux commandes, l'ambiance est globalement baissière, et le mouvement de fonds est fort (figure n°2)

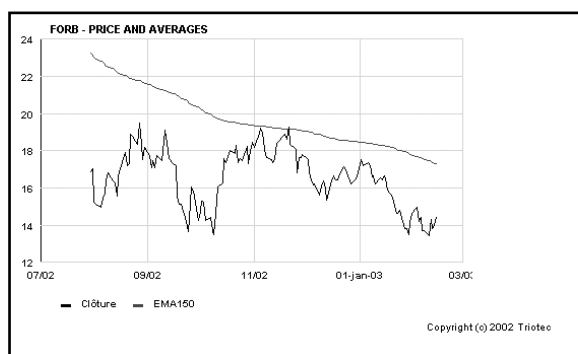


Figure n°2: moyenne mobile exponentielle à 150 jours, marché vendeur à long terme

b) Le cours de l'action par rapport à la moyenne

Lorsque l'action est **au-dessus** de sa moyenne mobile, cela signifie que les investisseurs sont récemment plus enthousiastes pour ce titre qu'ils ne l'étaient auparavant. Lorsque l'action est **en dessous** de sa moyenne mobile, cela signifie que les investisseurs sont récemment moins enthousiastes pour ce titre qu'ils ne l'étaient auparavant.

Anticiper le retournement des marchés

c) Les croisements du cours et de la moyenne... (première alerte)

Lorsque le cours de l'action **croise à la hausse** une moyenne mobile, cela signale une inversion de la tendance. C'est généralement un premier signal de hausse, comme sur la figure n°3.

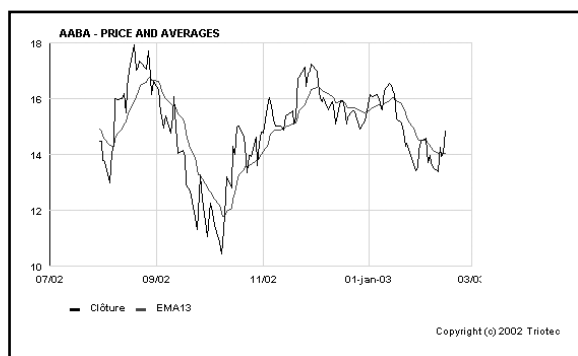


Figure n°3: croisement du cours à la hausse, à travers la moyenne mobile à court terme (13 jours)

Inversement, lorsque le cours de l'action **croise à la baisse** une moyenne mobile, cela signale une inversion de la tendance vers le bas. C'est généralement un premier signal de baisse (figure n°4)

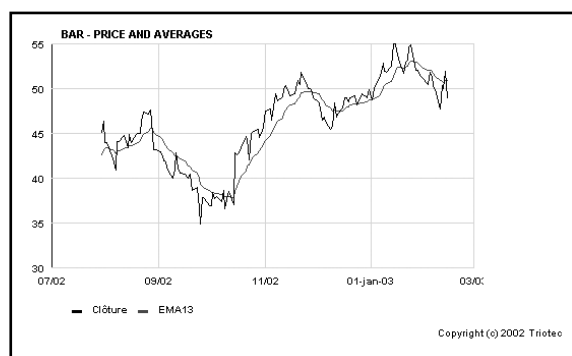


Figure n°4: croisement du cours à la baisse, à travers la moyenne mobile à court terme (13 jours), marché vendeur à court terme

d) Les inflexions de la moyenne (confirmation)

Il s'agit en d'autres termes du changement de sens de la moyenne. Les inflexions confirment tout simplement une inversion de tendance, comme sur la figure n°5.

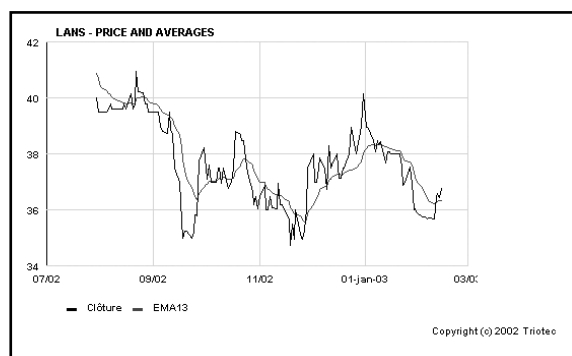


Figure n°5: inflexion à la hausse de la moyenne mobile à court terme. Changement de tendance confirmé

■ CONCLUSIONS

Les cours de bourse ont une propension naturelle à suivre une certaine direction. La tendance des cours n'est finalement que le miroir des attentes et des anticipations des investisseurs. Les moyennes mobiles permettent d'illustrer ces tendances, et d'anticiper les retournements. Grâce aux moyennes mobiles, vous avez en main des atouts pour déterminer les zones d'évolution probables des cours.

Gestion de Fortune

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

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

- Gestion défensive :
 - 75 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 5 % en actions à court terme
- Gestion neutre :
 - 65 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme
- Gestion offensive :
 - 55 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme
- Gestion agressive :
 - 50 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 20 % en actions à court terme

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

Durant le mois de février 2003, la cellule de gestion de fortune a maintenu sa politique de retenue face au climat d'incertitude liée à une intervention militaire éventuelle en Irak. Aussi, tant la catégorie « Actions court terme » que la catégorie « Actions long terme » sont restées quasi entièrement en liquidités. Cette politique a permis d'éviter la perte de valeur du portefeuille. Ainsi, alors que notre indice de référence, le MSCI World, perdait 2,69 % sur la période, les portefeuilles en gestion se sont maintenus, performant entre + 0,5 % et - 0,5 %, soit en moyenne une performance supérieure de 2,5 % à l'indice pour le second mois consécutif.

Une position en Fortis, prise au mois de décembre 2002 à un cours moyen de 16,20 EUR, reste toujours en portefeuille. De même, la cellule de gestion a repris une position de trading court terme en Pechiney à un cours de 25,71 EUR.

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

Euro-Obligations

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

Les taux européens et américains sont historiquement fort bas. De plus, les taux européens pourraient encore fondre. D'une part pour relancer une locomotive allemande très essoufflée, et d'autre part pour compenser la perte de compétitivité de l'Europe face au dollar. Dans cet ordre d'idées, nous sommes à la recherche d'alternatives valables pour dynamiser nos portefeuilles d'obligations :

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

Pour ce qui est de la Suède, nous nous attendons à une plus value sur la monnaie si la couronne suédoise (SEK) rejoignait le club de l'Euro en décembre de cette année. Tout laisse penser que le "oui" l'emportera à l'occasion de ce referendum de décembre. Nous retenons la couronne norvégienne (NOK) également. Les coupons y sont plus élevés qu'en Euro et la monnaie reste forte du fait des ressources fort prisées dont l'économie regorge (pétrole et gaz) Les obligations en couronne danoise (DKK) sont moins attirantes. Le rendement net dépasse à peine celui de l'Euro et les bénéfices potentiels sur la monnaie sont très ténus.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
NOK	Eksportfinans	5,750 %	28-03-07	102,41	5,07 %	AA+
SEK	Ldbk Schleswig H.	4,500 %	10-01-08	101,39	4,17 %	AAA
NOK	Nestlé	5,250 %	27-03-07	100,39	5,14 %	AAA
SEK	Ldbk BadenWuert.	4,000 %	06-02-06	100,65	3,76 %	AAA

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

En dehors de la zone Euro, nous conseillons principalement les obligations des pays à forte teneur en matières premières (Australie, Nouvelle-Zélande, Canada, Afrique du Sud) Le rendement y est appétissant. De plus, ces monnaies devraient profiter du retour de l'amélioration économique mondiale. En effet, les pays asiatiques dont les économies de type industriel sont en forte croissance, devraient tirer la demande de matières premières à la hausse.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
CAD	Swedish Export Credit	5,000 %	28-06-07	102,41	4,36 %	AA+
AUD	Ontario Province	4,750 %	07-03-08	99,62	4,93 %	AA
NZD	Nordic Investment Bank	6,000 %	27-02-08	100,85	5,79 %	AAA
ZAR	European Invest. Bank	8,250 %	12-12-07	91,00	10,73 %	AAA

De nombreuses alternatives existent aux faibles rendements offerts en EUR. Ces alternatives devraient contenter tous les profils de risque, des plus défensifs aux plus actifs. 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. N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations. De même, votre chargé de clientèle habituel se fera un plaisir de vous présenter les dernières offres des marchés et vous fournira de plus amples informations sur les émissions qui vous intéressent.

Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les 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.

Agenda

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

■ Mardi 11 mars 2003 à 19 heures : Conférence

Thème : Introduction générale à l'analyse technique
Orateur : Dirk Hermans – Chargé de clientèle
Lieu : Antwerpen - Linkeroever
Langue : Néerlandais
Inscription : Clara Stroobandt, agence de Linkeroever – Tel : 03/366.43.00

■ Mercredi 12 mars 2003 à 19 heures : Conférence

Thème : Présentation du site Internet Leleux On Line
Orateur : Dirk Hermans – Chargé de clientèle
Lieu : Brussel
Langue : Néerlandais
Inscription : Tom Verlinde – Tel : 02/250.12.84

■ Mercredi 19 mars 2003 à 19 heures : Conférence

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

■ Mercredi 26 mars 2003 à 19 heures : Conférence

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

Avertissement

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier. Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:
le 28 février 2003.

