

Edito

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

Cher Client,

Plus que jamais, l'évolution des marchés financiers peut vous sembler opaque et évoque l'incertitude et l'hésitation. L'actualité de ces dernières semaines vient perturber une situation boursière qui, déjà avant les terribles événements du 11 septembre, était mal en point. Dans un tel contexte, gérer votre patrimoine semble relever du défi ou du moins, d'une complexité importante. Dans un tel climat, nos équipes d'analystes et de gestionnaires ont observé et analysé les périodes de l'histoire boursière moderne comparables à ce que nous vivons actuellement. Les résultats de cette étude nous permettent de rester optimiste et d'entrevoir une sortie de crise dans un laps de temps raisonnable.

En effet, si nous prenons l'hypothèse d'une croissance des marchés boursiers de 6 % par an, et ce depuis 1900, nous nous rendons compte que cette tendance a été suivie par les indices boursiers jusqu'au milieu des années quatre-vingt. Par la suite, pour que le modèle statistique rejoigne la réalité économique, il a fallu fixer ce taux de croissance moyenne à 12%, puis à 18%, ces deux chiffres expliquant les évolutions successives entre 1985 et 1994, puis de 1994 à mars 2000. Si nous revenons au taux de croissance moyen de 6 % l'an, nous devrions retrouver un niveau de quelque 7250 points au Dow Jones. Nous sommes à l'heure de la rédaction de cette revue mensuelle à plus de 9000 points. Nous pensons donc qu'il reste encore un potentiel de baisse dans les marchés actuels, mais qu'une fois ce seuil atteint, nous pourrions retrouver des marchés boursiers plus réalistes, disposant d'une base solide pour un nouvel envol.

Est-ce à dire que l'investissement en valeurs mobilières n'est pas à l'ordre de jour ? Rien ne serait plus faux. En effet, seule la stratégie de placement doit être revue et non le fait d'investir en bourse lui-même. Ainsi, l'investisseur dit "bon père de famille" gardera une part significative de son portefeuille en liquidités placées à terme, lui permettant ainsi de profiter des occasions d'achat qui se présenteront dans les semaines qui viennent. Il investira également une partie significative de son portefeuille en euro-obligations de

qualité, présentant une échéance pas trop éloignée. A ce titre, vous trouverez en avant-dernière page notre sélection d'euro-obligations. Finalement, l'investisseur se dirigera vers des valeurs dites traditionnelles, où de réelles opportunités de trading existent actuellement. De même, certaines valeurs définies comme défensives offrent des possibilités intéressantes. En terme de rendement, les Sicafi comme Befimmo, ou les services aux collectivités, comme Electrabel, sont à prendre en considération. En terme de potentiel de plus-values, vous trouverez dans les pages qui suivent quelques exemples de valeurs qui méritent selon nous votre attention.

En ces temps difficiles, Leleux Associated Brokers a la prétention d'être votre partenaire non seulement dans la gestion de votre portefeuille, mais également dans vos transactions boursières. Ainsi, durant ce dernier week-end d'octobre, nous avons participé à la migration d'Euronext Amsterdam sur la plateforme de négociation uniformisée d'Euronext. Nous sommes désormais capables de vous proposer la négociation sur toutes les valeurs d'Euronext, indépendamment de leur type ou de leur pays d'origine. A titre d'exemple, ce sont plus de 6500 warrants qui vous sont désormais accessibles en temps réel. De même, la profondeur de marché (cinq limites à l'achat et à la vente) est désormais disponible pour toutes les valeurs d'Euronext. Nous sommes fiers d'être parmi les premiers en Belgique, en France et aux Pays-Bas, à vous offrir ce service.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel qui se fera un plaisir de vous expliquer plus en détail ces différents sujets. En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, nous vous souhaitons une lecture enrichissante de notre revue mensuelle.

Au nom du Conseil
d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

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

INDICES au	26/10/01	29/12/00	Différence au 29/12/00	Différence au 28/09/01	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX (Pays-Bas)	472,81	641,13	(26,25%)	4,17%	(32,61%)
BEL 20 (Belgique)	2 646,98	2 974,27	(11,00%)	0,17%	(28,11%)
CAC 40 (France)	4 478,61	5 833,38	(23,22%)	9,80%	(35,30%)
DAX (Allemagne)	4 820,26	6 522,87	(26,10%)	11,89%	(40,23%)
FTSE 100 (G-B)	5 188,60	6 170,30	(15,91%)	5,82%	(25,13%)
NASDAQ (EUR)	241,72	747,73	(67,67%)	22,95%	(90,48%)
HEX (Finlande)	7 704,33	13 033,74	(40,89%)	25,40%	(49,97%)
OMX (Suède)	777,14	1 056,11	(26,41%)	10,51%	(39,42%)
SMI (Suisse)	6 256,70	8 135,40	(23,09%)	4,03%	(23,97%)
DJ Stoxx 50	3 583,75	4 508,16	(20,51%)	7,30%	(30,86%)
DJII (USA)	9 545,17	10 525,38	(9,31%)	7,89%	(18,58%)
NASDAQ (USA)	1 768,96	2 626,39	(32,65%)	18,04%	(64,96%)
TS 300 (CAD)	7 004,92	8 933,70	(21,59%)	2,43%	(35,08%)
NIKKEI (Japon)	10 795,16	13 584,45	(20,53%)	10,44%	(52,37%)
TWSE (Taiwan)	4 043,57	4 743,94	(14,76%)	11,18%	(40,89%)
STI (Singapour)	1 411,25	1 926,83	(26,76%)	6,95%	(31,81%)
MSCI World	969,856	1221,253	(20,59%)	6,99%	(33,27%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	3,579%	5,730%	(37,54%)	(2,11%)	(30,26%)
Taux USD 3 mois	2,10%	5,207%	(59,67%)	(8,70%)	(67,11%)
Taux EUR 10 ans	4,554%	4,821%	(5,54%)	(4,91%)	(14,09%)
Taux JPY 10 ans	1,330%	1,530%	(13,07%)	(5,61%)	(30,26%)
Taux USD 10 ans	4,533%	5,244%	(13,56%)	(0,53%)	(23,29%)
DEVISES					
EURO en USD	0,8922	0,942	(5,29%)	(1,97%)	(24,74%)
EURO en GBP	0,6219	0,6368	(2,34%)	0,44%	(7,11%)
USD en JPY	122,98	118,85	3,47%	3,20%	(22,97%)
Or (once en USD)	277,45	263,65	5,23%	(5,36%)	(15,73%)
\$/baril	20,31	25,96	(21,76%)	(6,92%)	(45,39%)

Devises

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

■ L'euro va balayer toutes nos habitudes face à l'argent

A J - 63, le scénario du passage à l'euro entre dans sa dernière phase. Le franc n'a plus que quelques semaines à vivre. Le 1er janvier, la monnaie européenne - huit pièces et sept billets que personne n'a encore vus, sauf en reproduction - sera en circulation. Après une si longue attente, le compte à rebours ne parvient pas à donner à l'événement un caractère de réalité. Pourtant une vraie révolution financière nous attend. Modifiant nos habitudes et nos réflexes face à l'argent, de l'achat le plus banal aux opérations les plus sophistiquées de gestion de patrimoine.

"La plus grande opération de changement de monnaie de toute l'histoire", selon Pedro Solbes, commissaire européen aux Affaires économiques et monétaires.

Cash, comptes bancaires, placements, fiscalité, l'euro impose de nouveaux repères. Autant se préparer dès aujourd'hui à ce "big bang".

Premier rappel qui n'est pas inutile, un euro vaut 40.3399 francs, soit un taux de conversion peu commode pour le calcul mental. Pas question pour le consommateur ou l'épargnant de négliger les centimes. L'approximation peut coûter cher, puisque 50 centimes d'euro valent quand même 20.17 francs. Les modalités de conversion et les règles d'arrondi sont strictement définies. Le risque de dérapage des prix existe néanmoins, ce qui a conduit le gouvernement à brandir la menace de sanctions à l'égard de commerçants peu scrupuleux. En toute hypothèse, la vigilance s'impose.

Plus que compter en euros, il va falloir penser en euros. Les investisseurs boursiers le font déjà depuis 1999 sans difficulté majeure. Dans la vie quotidienne, c'est une autre paire de manches. Avez-vous remarqué que le prix de votre journal est de 1.12 euros (L'Echo)?

Pour se donner des repères, mieux vaut payer dès maintenant en euros. A l'exception des

règlements en liquide (pièces et billets), c'est déjà possible.

Quant aux euros sonnants et trébuchants, ils ne pourront être utilisés qu'à partir du 1er janvier. Mais, dès le 14 décembre, nous pourrions nous procurer pour 500 francs un kit " premiers euros " de 40 pièces valant 15,24 euros. Un gros couac dans la fabrication des sachets - 3 millions de kits défectueux ont dû être retirés de la distribution - ne devrait pas affecter l'opération prévue. Bien mieux pour les étrennes que le traditionnel petit chèque qui devra obligatoirement être libellé en euros après le 31 décembre !

Le 1er janvier, vous pourrez vous procurer des euros sans nécessairement vous ruer, à l'heure des baisers sous le gui, sur le distributeur le plus proche. A cette date, 85 % des Distributeurs Automatiques de Billets (DAB) seront convertis à la nouvelle monnaie. Un pourcentage considéré comme suffisant par la profession : "Nous sommes très attentifs à ce que le système des distributeurs soit pleinement opérationnel pour faire face à toutes les demandes au cours de cette journée. Mais il faudrait vraiment que les gens retirent de l'argent toute la journée et toute la nuit pour vider les DAB", explique un professionnel de la distribution de billet

Pas de problème de change pour l'ensemble des comptes et des placements, les banques se chargeront, si ce n'est déjà fait, de la conversion. Pour le cash, il sera possible d'échanger des billets en francs contre des euros gratuitement jusqu'au 28 février, dans n'importe quelle banque et sans susciter d'inquisition fiscale. Entre le 28 février et le 30 juin 2002, les banques continueront d'assurer la gratuité du change mais pour leurs clients seulement. Ensuite, il faudra passer par la Banque Nationale de Belgique (dix ans pour les billets, trois ans pour les pièces). Evidemment,

pour vider sa cagnotte, une des meilleures méthodes consiste à la dépenser. Après le 28 février 2002, le franc n'ayant plus cours légal, aucune transaction ne pourra plus se faire dans cette monnaie, qui n'intéressera au mieux que les numismates.

Les paiements en euros ne devraient pas poser de problèmes. Mais gare aux transactions en liquide et aux mauvais libellés de chèques.

Qu'on se rassure, le passage à l'euro ne coûtera rien au particulier ! En théorie, du moins. L'arrivée de la monnaie unique va d'abord se traduire par un autre rapport à l'argent, avec le maniement de nouveaux titres de paiement. Autant dire qu'il y a de gros risques qu'on y perde son latin et qu'on fasse les frais de conversions erronées chez le boulanger ou le fleuriste. Fin septembre, 14,36 % des paiements de détail se faisaient déjà dans la monnaie unique, en France.

■ Voici les changements à prévoir.

Moyens de paiement : il est déjà possible de régler par carte ses dépenses en euros chez les commerçants équipés du terminal de paiement électronique adapté. Cette possibilité est aujourd'hui utilisée dans moins de 2 % des cas mais, à partir de janvier prochain, elle sera généralisée et exclusive. Ce qui ne changera pas les habitudes des porteurs de carte bancaire. En effet, ils conserveront leur code confidentiel, et les distributeurs automatiques de billets (DAB) resteront inchangés (à la différence des terminaux de paiement des commerçants qui devront, moyennant finances, avoir adapté leurs appareils à la monnaie unique).

De la même façon, on peut aujourd'hui rédiger un chèque en francs ou en euros, selon le compte dont on dispose. En 2002, les chéquiers en francs quitteront définitivement les circuits de paiement. Seuls les chèques en euros seront acceptés. Il faudra alors être vigilant en les libellant et éviter d'accoler la mention " francs " à un montant en euros, sous peine de nullité.

Comptes bancaires ou postaux : depuis juillet, les établissements financiers convertissent les comptes bancaires et postaux en euros. Le basculement est achevé dans la plupart des banques. Ainsi peut-on déjà effectuer des paiements en euros par carte ou chéquier ad hoc. Les relevés de compte sont désormais libellés dans les deux monnaies. En 2002,

tous les comptes seront en euros, sans qu'il y ait à prévoir de frais supplémentaires.

Portefeuille de titres : depuis le 1er janvier 1999, les cours des titres (actions, obligations et sicav) sont exprimés en euros, ce qui permet aux investisseurs d'accéder aux Bourses des douze pays de la zone euro, sans risque de change. L'arrivée de la monnaie unique n'impliquera donc aucun changement.

Crédits : peu de modification pour les détenteurs d'un crédit. Le contrat qui les lie à leur banque reste inchangé. L'établissement prêteur convertit progressivement l'intégralité des sommes prêtées et des mensualités en euros, sans envoyer obligatoirement un nouveau tableau d'amortissement aux souscripteurs. Il n'annule pas, non plus, les garanties attachées au contrat, telles que les hypothèques, dont le montant sera converti en euros. Les professionnels recommandent, cependant, de souscrire dès maintenant les nouveaux crédits en euros.

■ Couronnes norvégiennes

L'inflation en Norvège étant légèrement supérieure à celle de la zone euro, cela justifie une légère surprime d'intérêts. Le chômage y est faible. Une augmentation des dépenses gouvernementales et une contraction fiscale sont des éléments que la banque centrale norvégienne invoque pour justifier son taux d'intérêts. Cette devise peut être utilisée comme diversification dans les placements obligataires.

Economies

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

■ EUROPE

■ Zone "Euro"

Les chiffres européens sont mitigés : d'une part, le ralentissement de la progression annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH), qui est un des deux indices (avec M3) suivis par la Banque Centrale Européenne (BCE) pour déterminer sa politique monétaire, augmente la marge de manœuvre de celle-ci dans l'éventualité d'une baisse des taux, réclamée par les milieux industriels. Par contre, l'accélération de la progression de l'IPCH " core " (hors énergie et alimentation), également appelée inflation sous-jacente, peut être interprétée comme un regain des tensions inflationnistes (provisoire ?) au sein de la zone euro. La BCE va donc probablement prendre en compte ces deux données et baisser ses taux de manière prudente et espacée, d'autant que les dérapages budgétaires risquent de se multiplier.

■ Belgique

La confiance des consommateurs belges s'est nettement repliée en octobre. Cette chute fait évidemment suite aux événements du 11 septembre 2001 à New-York. On ne le répètera jamais assez, ces attentats auront des conséquences à long terme étant donné le climat économique dans lequel ils se sont produits et la crainte pour l'avenir qu'ils ont déclenché.

■ Allemagne

L'indice Ifo, qui mesure la confiance des industriels allemands, est sorti à 85.0 au mois de septembre après 89.5 au mois d'août. Les économistes attendaient un recul à 88.4. La composante évaluant les conditions présentes recule à 79.6 après 83.2 au mois d'août. La composante évaluant les anticipations recule à 90.6 après 95.9 au mois d'août. Ces statistiques atteignent leur plus bas depuis le mois de

novembre 1993. Elles montrent que les industriels allemands ont été plus touchés par les événements du 11 septembre que ce que prévoient les économistes.

Les premiers chiffres du rapport d'automne montrent que les 6 instituts allemands de conjoncture tablent sur une croissance de 0.7 % du PIB en 2001, après +2.1 % dans le rapport de printemps. Pour 2002, ils anticipent une croissance de 1.3 % contre 2.2 % dans le rapport de printemps. Le gouvernement avait revu la semaine dernière ses prévisions à +0.75 % de croissance en 2001 et 1 à 1.5 % de croissance en 2002.

■ France

Laurent Fabius annonce un plan de soutien à l'économie. Après avoir insisté sur la marge de manœuvre dont dispose la BCE, le ministre des finances a annoncé des mesures visant à soutenir les entreprises (amortissement accéléré au cours des 6 prochains mois, remboursement accéléré de dettes de l'Etat aux entreprises) et la consommation des ménages (une demi-part ou une part pleine supplémentaire pour la prime pour l'emploi du mois de janvier, soit 600 millions d'euro). Le déficit budgétaire 2002 passerait de 210 à 218 milliards de francs. D'une manière générale, la situation économique, ni le chômage ne répondant aux attentes du gouvernement Jospin, il faut bien préparer la campagne électorale.

■ Grande-Bretagne

L'indice global des prix au détail progresse de 0.3 % au mois de septembre, après +0.4 % au mois d'août. En un an, la progression de cet indice ralentit à +1.7 % après +2.1 % au mois d'août. L'indice des prix de détail hors versement des intérêts sur les hypothèques, qui est l'indice utilisé par la Bank of England pour fixer sa politique monétaire, est quant à lui en hausse de 0.5 %

après +0.4 % au mois d'août. En un an, cet indice ralentit cependant à +2.3 %, comme attendu, après +2.6 % au mois d'août. Ce chiffre doit satisfaire la Banque d'Angleterre, qui avait vu la progression des prix au mois d'août dépasser son objectif de 2.5 % pour la première fois depuis mars 1999.

Un ralentissement de la progression des ventes au détail est apparue au mois de septembre : + 0.2 %, après + 0.7 % au mois d'août (révisé). En un an, les ventes au détail progressent de 5.9 % au mois de septembre, après + 6.5 % (révisé) au mois d'août. Plus de la moitié de l'enquête a été réalisée après les attentats du 11/09 et ce chiffre montre donc une certaine capacité de résistance de l'économie britannique au choc qui a affecté l'économie mondiale, en tout cas si on la compare à l'économie américaine, où les ventes au détail ont reculé de 2.4 % au mois de septembre. ·

Par contre, l'accélération de la progression de la masse monétaire M4 au mois de septembre de +1.1 % après +1.0 % au mois d'août est patente. Les économistes attendaient +0.7 %. En un an, M4 progresse de 8.0 % au mois de septembre, après +7.0 % au mois d'août (révisé). Cette accélération est due à la forte progression des crédits accordés (+ £ 3.87 milliards).

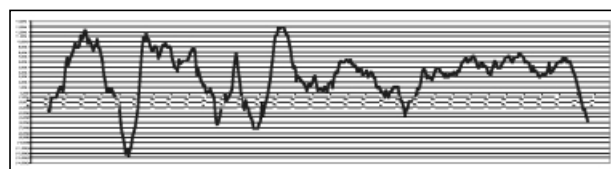
■ AMERIQUE

■ Etats-Unis

Alan Greenspan : des craintes sur la productivité... Devant le "Joint Economic Committee", Alan Greenspan s'est voulu rassurant en soulignant l'efficacité de la politique monétaire et la remontée des dépenses de consommation fin septembre et début octobre. Mais il a mis en avant les risques liés à la baisse de la productivité sur l'évolution des prix : les entreprises vont voir leurs coûts d'assurance (explicites vers les compagnies d'assurance, ou implicite, le " self-insurance ") exploser, celles travaillant en flux tendu vont intégrer l'arrêt potentiel des capacités de transport et financer des stocks plus élevés, et les spreads Treasuries/Corporate¹ vont se tendre, augmentant

les frais financiers. Par ailleurs, l'augmentation future de la production sera plus liée aux investissements dédiés à la protection (comme pendant la guerre froide) qu'à une amélioration réelle du niveau de vie. Un discours très réaliste, peu encourageant pour des marchés déjà sous le coup des craintes liées à l'anthrax. En revanche, la porte reste ouverte à une prochaine baisse du taux des Fed Funds.

La production industrielle et le taux d'utilisation des capacités sont en baisse au mois de septembre. La production industrielle a fortement reculé au mois de septembre : -1.0 %, soit le plus fort recul enregistré depuis le mois de novembre 1990, avec celui du mois de juin 2001, et la 12ème baisse consécutive. Cette baisse est due en partie aux difficultés d'approvisionnement rencontrées à la suite de l'interruption des transports après les attentats du 11/09. En rythme annuel, la production industrielle recule de 5.8 % après - 4.6 % au mois d'août (voir graphique).



Le taux d'utilisation des capacités recule également, à 75.5 % après 76.4 % au mois d'août. C'est la 12ème baisse de ce chiffre, qui était à 82.4 % au mois de septembre 2000. C'est également le plus bas depuis mai 1983.

Le Consumer Price Index (CPI) progresse de 0.4 % au mois de septembre après + 0.1 % au mois d'août. Les économistes attendaient + 0.3 %. En un an, le CPI ralentit à 2.6 % après 2.7 % au mois d'août. L'indice " core " (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) progresse de 0.2 % au mois de septembre, comme au mois d'août et comme attendu. En un an, le CPI " core " ralentit à 2.6 % après 2.7 % au mois d'août, soit le même rythme que l'indice global. Cette hausse des prix, légèrement supérieure aux attentes, ne doit cependant en aucun cas faire craindre l'émergence de tensions inflationnistes aux Etats-Unis. La hausse des prix devrait au contraire ralentir dans les mois à venir, dans un contexte de

¹ Il s'agit de l'écart de taux entre celui que doivent payer les entreprises (corporate) et celui payé par l'Etat (Treasuries).

ralentissement de l'activité et de concurrence accrue. Les prix de l'énergie et de l'essence en particulier devraient baisser en même temps que les cours du brut. Ils ont, en effet, progressé de manière exceptionnelle de 2.6 % au mois de septembre.

Le "Beige Book" de la Federal Reserve décrit une économie américaine affaiblie avant les attentats. Le choc du 11 septembre a provoqué un fort ralentissement de l'activité durant la courte période qui a immédiatement suivi, mais le ralentissement constaté des ventes de détails et de l'activité manufacturière serait probablement survenu sans les attentats. Le mois de septembre et les premières semaines d'octobre ont en effet connu, selon la Federal Reserve, une activité économique " faible ".

■ ASIE

■ Japon

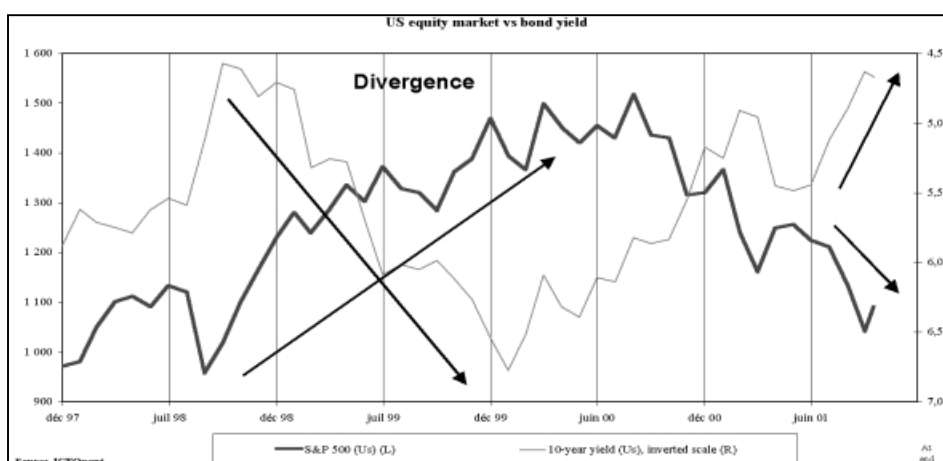
L'indice de l'activité dans l'industrie tertiaire recule au mois d'août de 0.1 %, après un recul de 1.0 % au mois de juillet. Les économistes attendaient une hausse de 0.1 %.

L'indice de confiance des consommateurs chute au 3ème trimestre : 36.9 après 40.9 au 2ème trimestre. C'est le plus bas niveau atteint depuis le 3ème trimestre 1998 et la plus forte baisse en un trimestre depuis le 1er trimestre 1997. La composante " emploi " enregistre le plus fort recul, passant de 30.5 au 2ème trimestre 2001 à 20.1 au 3ème trimestre 2001, à la suite de la hausse du chômage à son plus haut historique (5 % au mois d'août) et de la baisse des salaires (- 2.6 %). Le Japon, déjà en situation de déflation, devrait être très affecté par la baisse de ses exportations qui résulte du ralentissement économique.

Bourses

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

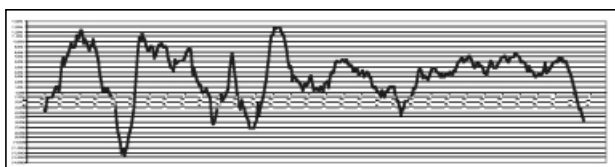
■ Forte divergence entre baisse des taux longs et baisse des marchés actions et inversement



■ L'industrie automobile confrontée aux incertitudes

La déprime du secteur s'est aggravée par les attentats aux Etats-Unis et une crainte plane concernant la reprise de confiance du consommateur et des industriels. Sur les huit premiers mois de l'année (donc avant le 11 septembre), les immatriculations européennes ont baissé de 1 % à 10.297.081 unités. Louis Schweitzer, PDG de Renault, table sur un recul de 2 % sur l'année et Frédérique Saint-Geours, patron de Peugeot, sur une variation de plus ou moins 1 %.

■ Confiance des consommateurs dans la zone euro



■ Renault

Renault fait aujourd'hui partie des six premiers constructeurs mondiaux automobiles depuis son entrée en mars 1999 dans le capital de Nissan à hauteur de 36,8%. En avril 2000, Renault a cédé sa branche Véhicules Industriels à Volvo contre une participation de 20% dans le capital du groupe suédois. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (36.5 %), Europe (46.7 %), Amérique (11.9 %), Asie - Pacifique (3.4 %), Afrique (1.5 %).

Renault, qui a enregistré au troisième trimestre une progression moins forte que prévu de son chiffre d'affaires (il n'a augmenté que de 9,7% à 8,227 milliards d'euros), a prévenu les marchés que sa marge opérationnelle du second semestre pourrait être inférieure à celle du premier semestre. Or cette marge n'était déjà pas très bonne sur les six premiers mois de l'année : elle

n'avait atteint que 1,6%, contre 6% un an auparavant. Sur l'ensemble de l'exercice, le résultat net du constructeur automobile français devrait être du même ordre que celui de 2000, soit 1,08 milliards d'euros.

Ces perspectives peu satisfaisantes ont poussé Renault à réagir. En réponse à ses développements, le plan de réduction des coûts va être intensifié et les investissements non prioritaires vont être sensiblement réduits. Renault, qui a déjà annoncé des réductions temporaires de sa production d'ici à la fin de l'année en France et en Espagne, va poursuivre sur cette voie, en ajustant sa production à la demande pour éviter un surstockage et continuer de maîtriser l'évolution de l'endettement. Il engagera par ailleurs un vigoureux plan de restructuration en Argentine, pays dans lequel il a subi (tout comme en Turquie) une forte baisse de son chiffre d'affaires au troisième trimestre.

Le constructeur réalise des ventes satisfaisantes sur des marchés comme l'Europe centrale, qui n'est pas une région où l'on réalise de bonnes marges. Si le succès des Laguna II et Clio II se confirme, l'évolution de la gamme Mégane est moins favorable. Cela entraîne une hausse sensible des moyens commerciaux, la gamme (moyenne inférieure) Mégane étant le principal modèle de Renault et son plus gros contributeur. La chute de ces ventes ne peut effectivement qu'influer fortement sur les marges. La situation de Renault devient donc délicate.

Renault aurait dû bénéficier des bons résultats annoncés par Nissan, dont il est l'actionnaire de référence avec 36,8% du capital. Le deuxième constructeur japonais derrière Toyota a engrangé un bénéfice opérationnel de 187 milliards de yens (1,71 milliards d'euros) au premier semestre 2001/2002 (avril/septembre), en hausse de 39% sur l'exercice précédent. C'est nettement plus que ce qu'attendaient les analystes (167 milliards de yens selon un consensus Reuters).

Le redressement de Nissan reste fragile. D'abord, le constructeur japonais a bénéficié entre avril et septembre 2001 de la dépréciation du yen contre le dollar. Le taux de change du billet vert s'est situé aux alentours de 122 yens au premier

semestre 2001/2002, contre 107 yens seulement une année auparavant. Cette envolée du dollar, qui a pour effet de doper les bénéficiaires de Nissan en Amérique du Nord, pourrait ne pas se poursuivre dans les prochains mois.

Le marché s'inquiète également du ralentissement brutal des ventes de Nissan aux Etats-Unis, son plus gros marché avec le Japon. Au premier semestre 2001/2001, elles ont baissé de 14% à 349.000 véhicules et le groupe s'attend à un recul de 8,6% pour l'ensemble de l'exercice. Au Japon, les ventes résistent mieux : elles se sont accrues de 2,1% à 342.000 véhicules au premier semestre, mais devraient reculer de 0,5% sur l'année.

Renault et Nissan s'apprêtent à conclure des négociations permettant au constructeur japonais de prendre plus de 10 % du capital du français. Dans le cadre de l'accord signé en 1999, le groupe Renault qui contrôle 36,8 % du capital du deuxième constructeur nippon, avait jusqu'à 2004 pour porter sa participation à 44,4 %, en échange d'une entrée du japonais dans le sien. Mais le redressement rapide de Nissan pousse les groupes à hâter la manœuvre. Selon un scénario à l'étude, Renault qui possède des warrants transformables en actions, pourrait injecter 215 milliards de yens (1,9 milliards d'euros) dans Nissan en exerçant la totalité de son option. L'argent levé par Nissan lors de cette augmentation de capital réservée serait utilisé en partie pour entrer au capital de Renault.

Conclusion

L'estimation du bénéfice par action (BPA) en 2001 passe de 4.3 à 2.6 euro et celle de 2002 est réduite de 29 %, à 2.7 au lieu de 3.8.

Ceci nous semble relativement cher, mais, dans une optique à plus long terme (2003), Renault bénéficiera du lancement de trois nouveaux modèles à partir de la mi-2002.

■ La baisse du prix de la licence UMTS en France: une bouffée d'air frais face au ralentissement de l'UMTS.

Le congrès de l'UMTS tenu à Barcelone s'est concentré sur tous les éléments qui doivent être mis en place pour faire du 3G, un succès. L'atmosphère était prudente et le thème général était qu'il y a encore beaucoup de travail à fournir avant qu'une reconnaissance commerciale soit en vue. Les obstacles à franchir sont nombreux, tel que, le développement des standards, les problèmes de législation, l'amélioration du bilan des sociétés, le développement des portables 3G compatibles, le développement et marketing d'applications attrayantes. Le sentiment général est plus favorable à une implémentation graduelle de l'UMTS, étant donné les risques qui subsistent au niveau de la technologie et du marché.

Les plans de développement du réseau UMTS semblent maintenus, bien que plus lent dans leur première phase de lancement. Telefonica et Orange ont confirmé qu'ils comptent toujours développer leur réseau UMTS dans les mois à venir, avec comme objectif un lancement commercial en juin 2002 pour Telefonica et au début 2003 pour Orange. La date de lancement agressive de Telefonica est due à des obligations réglementaires en Espagne et n'est pas véritablement la date de lancement commercial, car les mobiles ne seront sans doute pas encore disponibles à cette date. Le lancement par Orange en France est prévu initialement pour 12 villes en 2002, 70% de couverture pour 2004, et une couverture nationale pour 2007-2008. D'après des fournisseurs d'infrastructure, il semblerait que les volumes durant la première année sont attendus en deçà de ce qui était prévu il y a quelques mois.

Parallèlement à ce ralentissement de la première phase du déploiement du réseau UMTS les opérateurs semblent relativement sceptiques quant à la mise sur le marché de mobiles 3G compatibles d'ici la fin 2002. Telefonica a admis que les mobiles WCDMA, qu'ils ont en développement, sont encore rudimentaires. Il est estimé qu'il faudra encore deux ou trois générations de mobiles avant qu'ils soient véritablement commercialisables. Il faudra sans

doute attendre 2003 à 2004 avant de voir apparaître sur le marché des mobiles tout à fait débogués, à des prix attractifs, qui permettront une pénétration significative du marché.

Le consensus des opérateurs, fournisseurs et tiers impliqués dans l'UMTS est qu'il ne sera un marché de masse (10% des abonnés) qu'en 2005. Ce retard est dû aux difficultés que l'industrie du 3G doit encore affronter. Difficultés qui sont similaires à celles rencontrées par le marché des GSM en 1991-1992, et qui d'après le consensus prendront relativement beaucoup de temps à résoudre.

Le succès du 3G dépend également du développement d'applications attrayantes. Le marché du transfert de données sans fil est souvent comparé à l'industrie PC des années 1990. Les PC ont acquis une reconnaissance mondiale quand le système d'opération Windows a été adopté comme le standard de référence, et que des communautés de développeurs se sont formées pour créer des applications pour cette plate-forme. Un environnement relativement ouvert, propice à la constitution des communautés de développeurs, est essentiel pour la création d'applications attractives. Le monde des softwares est un environnement Darwinien, où des centaines d'applications potentielles sont développées mais uniquement quelques-unes sont des succès commerciaux.

La combinaison de ces éléments, retardant le lancement commercial du 3G, fait que l'UMTS va sans doute connaître une évolution progressive et non révolutionnaire comme les marchés l'attendaient.

Face à ce retard commercial, synonyme d'un ralentissement du cash flow, les opérateurs estiment que le GPRS va offrir le relais vers un UMTS en formation. Le GPRS est présenté comme la solution offrant un bon potentiel de croissance durant cette période transitoire. Au centre des discussions, le GPRS est soutenu par un optimisme grandissant que la technologie est prête pour être commercialisée et contribuer aux

revenus en 2002. De plus, le développement transitoire du GPRS devrait favoriser le marché des mobiles en favorisant le renouvellement.

Afin de combler le retard de l'UMTS, le gouvernement français a décidé de modifier les conditions d'attribution des licences en France. Le nouveau prix des licences UMTS françaises a été divisé par huit. Le ticket d'entrée est désormais fixé à 619 millions d'euros, la décision s'appliquant rétroactivement à Orange et SFR. Les opérateurs devront payer un montant qui sera calculé en fonction du chiffre d'affaires annuel réalisé. La durée des licences a été rallongée à 20 ans, contre 15 ans prévus initialement. Par ailleurs, Laurent Fabius souhaite que la procédure d'attribution pour les deux licences restantes soit ouverte dans les délais les plus rapides. Bouygues a déjà déclaré son intérêt, alors que Suez a définitivement renoncé. De son côté, Jean Marie Messier a qualifié de pragmatique et réaliste la décision du gouvernement. Il a ajouté qu'il souhaitait amortir les 619 millions d'euros déjà versés sous forme d'une charge dans les comptes 2001 et non pas sur les 20 années de la licence. Cette annonce a provoqué une forte progression des titres Orange, France Télécom et Vivendi Universal, de même que Bouygues en tant que candidat pressenti pour le second tour.

La baisse de la licence amène avec elle trois conséquences positives. La première et la plus évidente repose sur la diminution du coût de la licence UMTS. En dehors du ticket d'entrée, les opérateurs n'auront rien à déboursier avant 2005, date des premières facturations UMTS significatives. Il en résulte sur la période 2001-2004, une réduction des investissements de 2,21 milliards d'euros par rapport à ce qui avait été prévu et des économies de frais financiers nettes d'impôt de l'ordre de 72 millions d'euros en 2002, 79 millions d'euros en 2003 et 86 millions d'euros en 2004. La deuxième conséquence : psychologiquement, les investisseurs sont rassurés par l'indexation du prix de la licence sur le succès commercial de l'UMTS. Le pari de la troisième génération, souffrant d'un ralentissement, devient ainsi moins risqué. Troisième conséquence, les opérateurs ont davantage les moyens financiers pour mener une politique

commerciale ambitieuse, car le retour sur investissement est moins aléatoire. Il en résulte que les opérateurs exerçant en France seront avantagés par rapport aux autres acteurs européens.

Cette volte-face gouvernementale offre une plus grande marge de manœuvre aux opérateurs télécoms français, et a un impact boursier clairement favorable à court terme.

Nous maintenons nos recommandations d'achat sur France Télécom et Vivendi Universal.

■ Le secteur BANCAIRE

La tendance est restée sensiblement lourde dans le secteur bancaire, suivant une trajectoire parallèle aux compagnies d'assurances. Le marché avait besoin de souffler après l'impressionnant rebond des 3 semaines précédentes et l'Indice DJ Banks perd -1.8% durant la semaine dernière. Le marché n'a pas voulu retenir les bonnes nouvelles en provenance de Citigroup ou de Popular, préférant se concentrer sur les difficultés des banques d'affaires américaines (JP Morgan Chase, Merrill Lynch,...), les problèmes structurels des banques allemandes sur le point de recourir à des licenciements massifs, ou l'explosion des encours douteux de Bankinter. La purge n'est probablement pas terminée, les perspectives paraissant de plus en plus sombres. Les profit warnings émis par KBC, Bipop Carire, Banca di Roma ou Commerzbank ne sont sans doute pas les derniers...

En France, à l'instar d'ABN Amro la semaine dernière, la **Société Générale** a annoncé qu'elle limitait ses activités sur valeurs mobilières japonaises, 46 personnes de SG Securities étant officiellement licenciées au Japon (soit plus de 40% de l'effectif total de cette filiale). Les activités de banque de financement et d'investissement, de gestion d'actifs et de banque privée continuent, la division produits actions dérivés étant maintenue tandis que les autres divisions actions ferment.

Le calendrier retenu pour l'introduction en bourse du véhicule coté du **Crédit Agricole** (fin de l'année) est, pour le moment, maintenu, les administrateurs devant se réunir le 5 novembre prochain pour décider in fine du lancement ou non du compte à rebours. Toutes les modalités techniques et juridiques sont complétées et des précisions chiffrées commencent à filtrer : le management de la Caisse Nationale (CNCA) tablerait désormais sur une valorisation de l'ordre de € 16.8 à € 17.5 milliards (contre € 18.3 à € 19.8 milliards à fin juin dernier), soit environ € 19 par action.

Le montage comprendrait 3 phases:

- apport par les caisses régionales à la CNCA, à leur valeur comptable (€ 1.7 milliard), des participations détenues dans les filiales communes (Pacifica, Predica, Sofinco,...), participations estimées à fin juin dernier autour de € 3.8 milliards; rémunération des caisses régionales en titres CNCA émis à cet effet, le capital de la CNCA étant détenu, après cette émission, à 92% par les caisses régionales et à 8% par les salariés ;
- prise de participation à hauteur de 25% par la CNCA dans le capital des caisses régionales, via des CCA, pour € 6.7 milliards, financés grâce à une augmentation de capital de la CNCA réservée aux salariés (€ 244 millions) et l'émission de titres subordonnés (€ 6.4 milliards); à l'issue de cette deuxième phase, les salariés détiendront à nouveau 10% du capital de la CNCA;
- apport des actions CNCA détenues par les caisses régionales à une holding. La période de black-out devrait débuter le 20 novembre prochain pour une IPO prévue mi-décembre.

En Allemagne, le directoire de **Commerzbank**, réuni dernièrement, avec près d'un mois d'avance par rapport à la date initialement prévue, a approuvé l'extension de son projet CB21, orienté à l'origine sur les revenus, vers des mesures de réduction des coûts. La banque a également fait savoir qu'elle s'attendait à des résultats en perte au 3eme trimestre de cette année (€ 120 millions de pertes pour les mois de juillet et août, la perspective étant également négative pour le mois de septembre); la prévision d'un exercice bénéficiaire – et d'un dividende – pour l'ensemble de 2001 est cependant maintenue. Commerzbank a enfin indiqué qu'elle aurait bien du mal à atteindre en 2002 son objectif d'un " return on equity " supérieur à 10%, avec un résultat avant impôt inférieur à € 1 milliard contre € 1.7 à € 1.8 milliard prévu initialement.

HVB a confirmé 2.000 suppressions d'emplois dans la filiale polonaise, BPH-PBK, à ajouter aux précédentes suppressions (2.000 emplois cette année). Le total des réductions d'emplois à mener par le groupe dans les mois à venir s'établit donc désormais à 7.500 et, d'après le Financial Times, le groupe devrait annoncer la semaine prochaine 3.000 suppressions d'emplois supplémentaires, portant à 10.500 le nombre total de suppressions effectives, soit 14% de l'effectif total avant annonces.

D'après la rumeur, aucune nouvelle décision de réduction des effectifs ne devrait ressortir du conseil de surveillance de **Deutsche Bank**, prévu le 30 octobre prochain (le groupe prévoit 2.600 suppressions d'emplois d'ici 2003).

Aux Etats-Unis, le résultat d'exploitation de **JP Morgan Chase** est en baisse de 27% au 3eme trimestre de cette année par rapport au trimestre correspondant de l'année passée, à \$ 1.04 milliard, soit \$ 0.51 par action, supérieur, toutefois, au consensus qui tablait sur \$ 0.5, en moyenne. Sur l'année, le résultat net chute de 68%, à \$ 449 millions, soit \$ 0.22 par action (contre \$ 0.69 il y a un an). Le groupe ne prévoit pas d'amélioration au 4eme trimestre, bien qu'aucune prévision de bénéfice par action n'ait été délivrée.

De son côté, **Citigroup** affiche un résultat net en baisse de 9% au 3eme trimestre 2001 par rapport au trimestre correspondant de 2000, à \$ 3.18 milliards, soit \$ 0.61 par action. Ce résultat comprend une charge de \$ 85 millions liée à l'acquisition du mexicain Banamex-Accival : hors cette charge, le résultat net est en baisse de 6.3%, à \$ 3.26 milliards, soit \$ 0.63 par action, conforme aux attentes des analystes. Les pertes liées aux attentats du 11 septembre dernier ne sont que partiellement prises en compte dans ces chiffres (baisse du volume des transactions et hausse des demandes d'indemnisation), mais elles ont déjà coûté \$ 702 millions au groupe, soit \$ 0.14 par action. Profitant des 9 baisses de taux successives consenties par la Fed depuis le début de l'année, le pôle banque de détail du groupe fait grimper à 26% sa contribution aux résultats

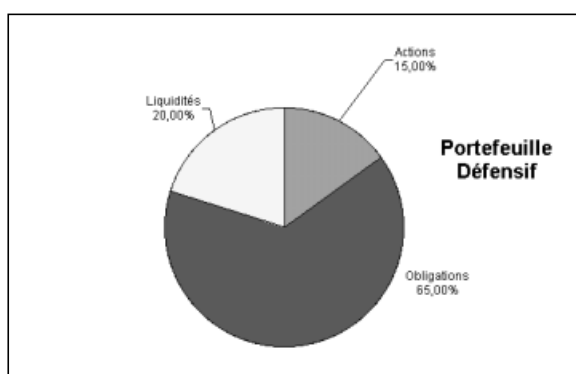
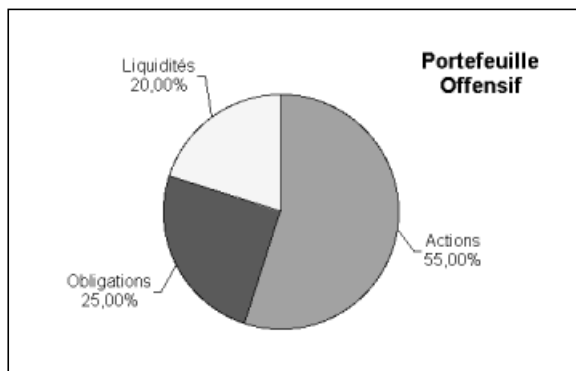
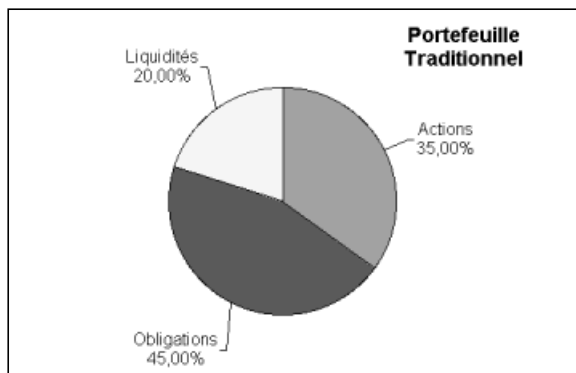
d'ensemble, à \$ 2.2 milliards, tandis que les pôles gestion d'actifs et banque privée ont bien résisté, affichant une hausse de 8%, à \$ 186 millions. En revanche, le pôle Global Corporate (Salomon Smith Barney), pour lequel 4.000 suppressions de postes sont prévues, affiche un bénéfice en chute de 26%, à \$ 1.6 milliard et le pôle banque d'investissement limite les dégâts, avec une perte de \$ 120 millions. L'objectif d'une croissance de 15% des résultats au 4eme trimestre 2001 est maintenu et un nouveau programme de rachat d'actions, portant sur quelques \$ 5.5 milliards (2% de la capitalisation boursière) va être lancé, sachant que \$ 919 millions de titres restaient à racheter sur le précédent programme.

Quant à **Merrill Lynch**, son bénéfice net est en chute de 52% au 3eme trimestre de cette année par rapport au trimestre correspondant de l'année passée, à \$ 422 millions, soit \$ 0.44 par action (3 cents au-dessus du consensus moyen). Le président du groupe, M. Komanski, a indiqué que Merrill Lynch est "surdimensionnée pour l'état actuel des marchés" et que toutes les actions pour améliorer les marges bénéficiaires sont "accélérées". Il s'est toutefois bien gardé de commenter les informations parues dans le Wall Street Journal (WSJ), selon lesquelles le groupe s'apprêterait à supprimer 10.000 d'emplois, alors qu'il est officiellement lancé dans "un examen de toutes les lignes d'activité pour adapter leur taille au marché", que 6.100 emplois ont déjà été supprimés cette année et que 6 des 33 agences japonaises viennent d'être fermées. Le WSJ précise que le plan d'économies envisagé par Merrill Lynch, qui présente une structure de coûts plus élevée que ses pairs, porterait au total sur \$ 1.4 à \$ 1.7 milliard.

Gestion de Fortune

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

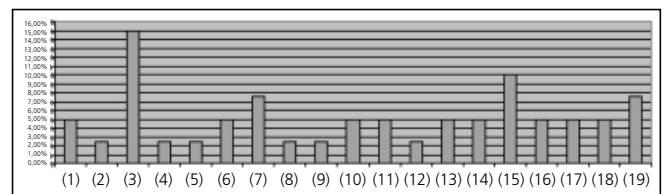
Depuis la présentation du mois passé, nous avons opté pour un renforcement des liquidités disponibles qui sont passées de 15 à 20% au détriment de la part actions.



Ce mois-ci, nous vous proposons la répartition par secteur d'activité des actions, c'est-à-dire le pourcentage de chacun des secteurs retenus dans la partie actions d'un portefeuille équilibré.

L'application pratique de cette répartition dans les portefeuilles présentés ci-contre donne la ventilation suivante pour un portefeuille "traditionnel" où se retrouvent 35% en actions.

Voici sous forme d'un tableau la répartition d'un tel choix sectoriel



(1) Assurance	1,75%
(2) Automobile/transport	0,88%
(3) Banque	5,25%
(4) Chimie	0,88%
(5) Construction	0,88%
(6) Distribution	1,75%
(7) Energie	2,63%
(8) Equipementier télécoms	0,88%
(9) Ferreux - Non-ferreux	0,88%
(10) Food-beverages	1,75%
(11) Hardware	1,75%
(12) Luxe-cosmetique	0,88%
(13) Media-pub-édition	1,75%
(14) Opérateur télécoms	1,75%
(15) Pharma	3,50%
(16) Semi-conducteur	1,75%
(17) Software	1,75%
(18) Tourisme-loisir-sport	1,75%
(19) Utilities	2,63%

Total 35,00%

Ce type de ventilation n'est applicable qu'à des portefeuilles de montant significativement important où toute la ventilation peut être réalisée. Dans le cas contraire, un choix de secteurs devra être effectué au risque de voir le portefeuille déséquilibré.

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.

Les obligations proposées sont des titres livrables. Les cours sont purement indicatifs.

NOK

Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
IBRD	6%	2001-07/02/05	AAA	101,025%	5,65%
EIB	6,25%	2001-15/11/07	AAA	101,785%	5,888%

Secondaire

NIB	5%	19/03/99-04	AAA	99,125%	5,386%
-----	----	-------------	-----	---------	--------

DKK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
ARTESIA	6%	24/11/97-04	AA2	105,5%	4,052%
BBL	7%	22/12/96-04	AA3	108,25%	4,139%

SEK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
GMAC	5,875%	02/09/99-04	A2	102%	5,092%

USD

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
ING ASSURANCES	5,5%	05/09/01-06	AA2	104,5%	4,444%

Agenda

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

■ Vendredi 23 et samedi 24 novembre 2001: Salon "Argent et Placement"

Lieu :	Palais des Congrès – Liège	
Langue :	Français	
Renseignements :	Léonce Rollier - Chargé de Clientèle à Soignies	Tel : 067/28.18.11
	Didier Wesmael - Chargé de Clientèle à Bruxelles	Tel : 02/250.12.88
	Vincent Thoreau, Chargé de Clientèle à Liège	Tel : 04/221.23.44

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:
Denis Vanderborght.
Date de rédaction:
le 30 octobre 2001.