

# Edito

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

Cher Client,

Durant ce mois de Mai, le dollar a continué son impressionnante dépréciation face à l'Euro, en franchissant même à plusieurs reprises des records historiques. Le dollar a ainsi perdu près de 7 % de sa valeur face à l'euro par rapport au mois précédent et plus de 12 % par rapport au début de l'année. Nous nous attarderons au cours de cette revue mensuelle sur cette évolution et sur la situation de l'économie américaine, entre déflation et prévisions favorables. De même, nous prendrons le pouls de l'économie française dont les finances publiques sont confrontées à des contraintes budgétaires importantes.

L'autre événement du mai 2003 fût la lente progression des marchés, s'accordant des hausses entre 3 et 10 %. Loin d'être linéaires, ces progressions ont été marquées par des fortes volatilités, y compris sur les valeurs les plus fortement capitalisées. Nous étudierons trois valeurs en particulier, actives respectivement dans les secteurs de la distribution et de la télécommunication.

Dans ces marchés fortement volatiles, l'analyse technique s'avère être un outil indispensable à la prise de décision. Notre Maison est ainsi heureuse de pouvoir vous proposer une application révolutionnaire d'analyse technique au sein de son site Internet d'intermédiation boursière, Leleux On Line. Nous vous proposons ce mois-ci d'étudier en profondeur l'indicateur RSI (Relative

Strength Index) au sein de notre rubrique d'Analyse Technique. N'hésitez pas à participer à nos séminaires gratuits d'introduction générale à l'analyse technique, dont vous trouverez les horaires et les adresses dans la rubrique Agenda de votre revue mensuelle.

Finalement, nos 60 chargés de clientèle restent à votre entière disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h pour vous fournir assistance et conseils. N'hésitez pas à les contacter pour analyser ensemble la structure de votre portefeuille et prendre éventuellement les mesures qui s'imposeraient.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Pour le Conseil  
d'Administration  
**Olivier Leleux**  
Administrateur-Délégué



# Indices

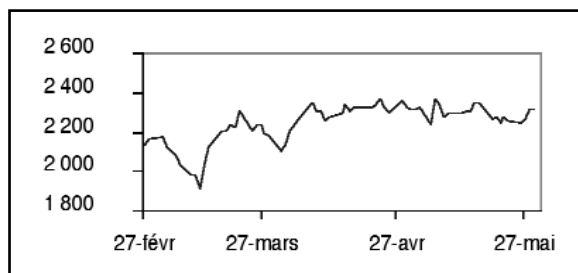
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	30/05/03	25/04/03	Différence sur un mois	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	280,57	278,30	0,82%	(13,06%)	(60,01%)
BEL 20 (Belgique)	1.918,66	1.846,79	3,89%	(5,25%)	(40,02%)
CAC 40 (France)	2.991,75	2.866,74	4,36%	(2,36%)	(56,78%)
DAX (Allemagne)	2.982,68	2.838,23	5,09%	3,11%	(60,53%)
FTSE 100 (G-B)	4.048,10	3.870,20	4,60%	2,73%	(40,45%)
NASDAQ (EUR)	2.824,55	2.654,49	6,41%	11,05%	(65,44%)
HEX (Finlande)	5.602,82	5.430,85	3,17%	(2,99%)	(20,13%)
OMX (Suède)	514,46	475,39	8,22%	4,31%	(25,36%)
SMI (Suisse)	4.630,80	4.475,90	3,46%	0,00%	(29,92%)
DJ Stoxx 50	2.315,49	2.292,02	1,02%	(3,84%)	(55,33%)
DJII (USA)	8.850,26	8.306,35	6,55%	6,10%	(21,94%)
NASDAQ (USA)	1.595,91	1.434,54	11,25%	19,50%	(62,67%)
TS 300 (CAD)	6.859,80	6.521,69	5,18%	3,71%	(10,53%)
NIKKEI (Japon)	8.424,51	7.699,50	9,42%	(1,80%)	(54,31%)
TWSE (Taiwan)	4.555,90	4.233,54	7,61%	2,32%	(33,40%)
STI (Singapour)	1.349,00	1.229,14	9,75%	0,59%	(21,05%)
MSCI World (J-2)	852,526	805,296	5,86%	7,99%	(12,93%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	2,272%	2,543%	(10,66%)	(20,70%)	(58,77%)
Taux USD 3 mois	1,098%	1,128%	(2,66%)	(8,50%)	(82,84%)
Taux EUR 10 ans	3,723%	4,114%	(9,50%)	(11,44%)	(32,81%)
Taux JPY 10 ans	0,540%	0,629%	(14,15%)	(40,59%)	(72,59%)
Taux USD 10 ans	3,355%	3,867%	(13,24%)	(11,36%)	(45,46%)
<b>DEVICES</b>					
EURO en USD	1,1769	1,1037	6,63%	12,24%	(1,18%)
EURO en GBP	0,7196	0,6939	3,70%	10,42%	(0,70%)
USD en JPY	119,36	120,26	(0,75%)	0,53%	(11,43%)
Or (once en USD)	364,45	333,25	9,36%	4,71%	(3,44%)
\$/baril	26,8	24,31	10,24%	(10,64%)	(27,94%)

# Marchés

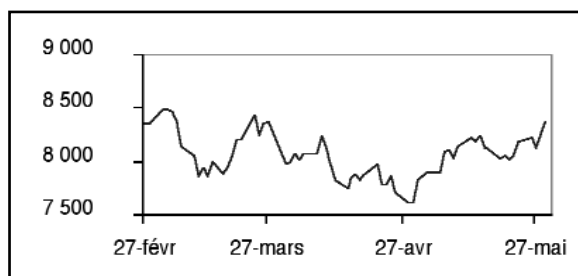
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ DJ Stoxx 50



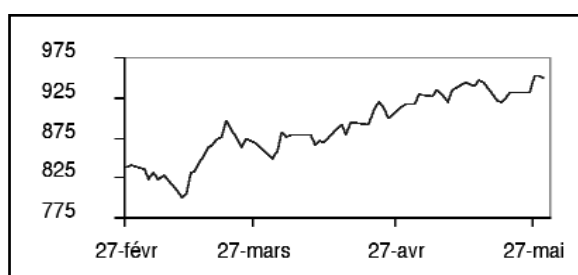
L'Europe semble sur l'expectative : conséquence de la division des gouvernements face à la crise irakienne et au développement potentiel de la récession à partir de l'Allemagne. Malgré la faiblesse des taux courts et longs, les économies marquent le pas. Et ce n'est pas la « Convention Européenne » et ses hésitations qui vont faciliter la reprise économique.

## ■ Nikkei 225



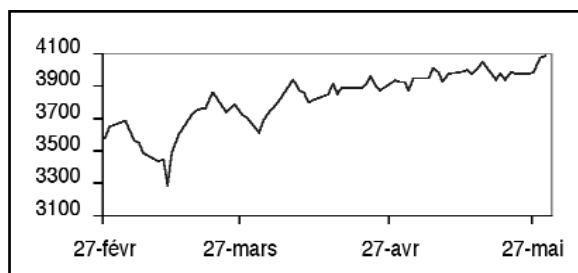
Le marché japonais récupère une faible partie du chemin perdu, mais aucun élément de reprise fondamentale qui donnerait un espoir à long terme, n'a pu être observé. Est-ce que l'indice va « craquer » pour purger ses vieux démons ? Il est vrai que la situation des banques (montant impressionnant de créances douteuses) empêche tout nouveau crédit à la consommation et donc, toute réelle reprise.

## ■ S & P 500



Les marchés américains ont largement profité de la fin de la guerre et de la réduction de la double taxation des dividendes. On est loin d'avoir récupéré le chemin perdu, mais la voie tracée semble bonne, à l'exception des investisseurs européens qui doivent subir l'effet de la fermeté de l'euro ou de la faiblesse du dollar, quand ils veulent rapatrier leurs dividendes ou les produits de leurs ventes.

## ■ FT 100

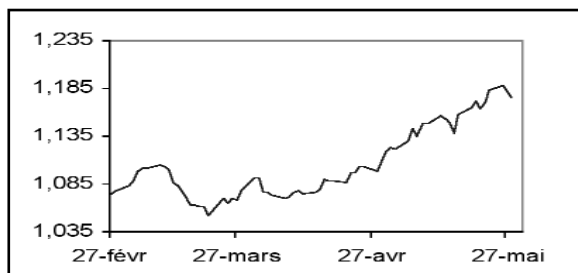


Comme l'ensemble des marchés européens, Londres s'est stabilisé dans le haut du graphique, durant la fin de la période sous revue. Les difficultés politiques de Tony Blair y sont certainement pour une bonne partie. Pourtant la faiblesse de la livre par rapport à l'euro, si elle tempore l'effet du marché pour l'investisseur du Continent, doit améliorer les performances commerciales de la Grande-Bretagne.

# Devises

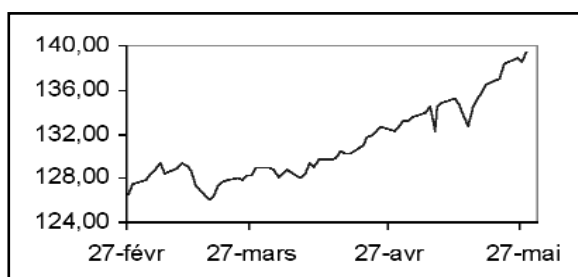
EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ Euro vs Dollar



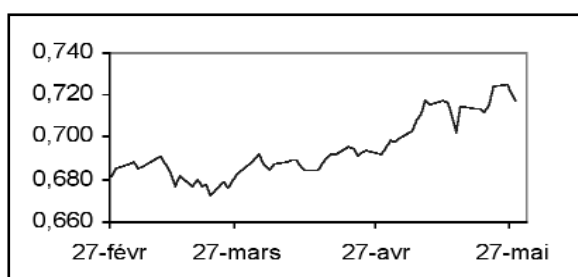
Les déficits américains étant toujours aussi élevés, il y a donc peu de chance de reprise de la devise américaine. Il apparaît de plus en plus qu'une rivalité est en train de naître afin de déterminer quelle économie aura la devise la plus faible ... face à l'euro ! Bien sur, le manque d'entente entre les dirigeants européens ne facilite pas une réaction à cette situation qui pourrait provoquer une détérioration de la position concurrentielle de l'Europe.

## ■ Euro vs Yen



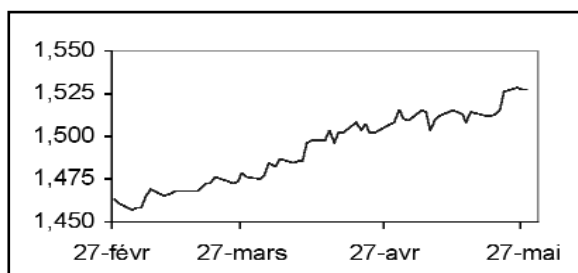
Le yen s'affaiblit face à l'euro, ce qui ne fait pas les « affaires » des exportateurs européens sur le marché japonais. Des grands exportateurs comme LVMH devrait souffrir de cette faiblesse car le Japon reste un important consommateur de ce type de produits. A contrario, les exportateurs japonais doivent largement y trouver leur compte. Mais on verra – peut-être – moins de touristes japonais en Europe !

## ■ Euro vs Livre Sterling



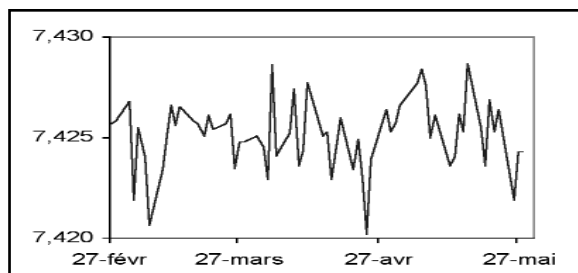
La fermeté de l'euro se marque par rapport à de nombreuses devises, ainsi que l'on pourra l'observer dans cette page. Ceci confirme bien les difficultés devant lesquelles pourrait se trouver l'Europe, si cette situation devait perdurer. Cette faiblesse de la livre britannique est – probablement – la résultante des discussions sans fin entre Britanniques quant à leur entrée dans le système monétaire européen.

## ■ Euro vs Franc Suisse



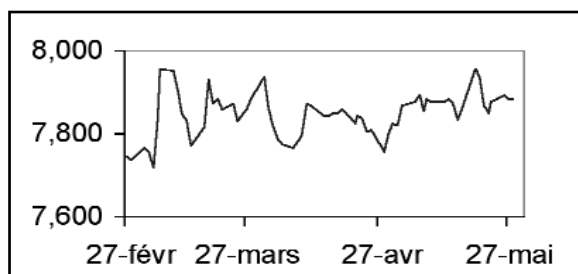
Rien ne semble pouvoir ralentir la faiblesse du franc suisse actuellement. Un jour, un accord sur la fiscalité et/ou sur le secret bancaire sera trouvé et alors la Suisse pourra entrer dans le système européen. En attendant, les « épargnants » qui restent en Suisse et en franc suisse voient leur rentrées quelque peu « écornées ».

## ■ Euro vs Couronne Danoise



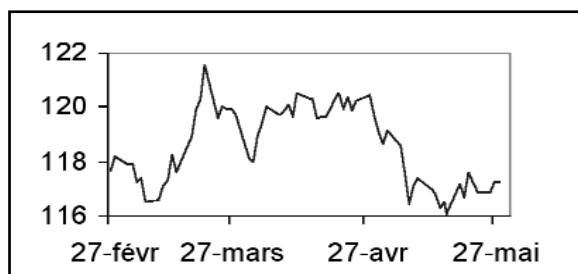
La couronne danoise est de plus en plus hésitante mais elle reste autour du cours de 7.425 DKK pour un euro. Ceci devrait faciliter la recherche de placement dans une devise « pré-in » offrant un rendement légèrement supérieur à celui de l'euro.

## ■ Euro vs Couronne Norvégienne



La fermeté de l'euro observée le mois passé s'est confirmée par une stabilisation du cours de la couronne norvégienne. Elle n'a pas subi le repli du cours du baril de pétrole, ce qui devrait conforter les investisseurs en recherche de diversification.

## ■ Dollar vs Yen



Le repli du dollar s'est amplifié vis à vis du yen dans le courant du mois d'avril. Ceci ne favorise pas le commerce extérieur nippon sur les marchés où les paiements se font en dollars. Mais un autre problème commence à surgir : quid des placements des japonais en dollar. On sait que l'économie nipponne est – de loin – la première apporteuse de fonds à la couverture du « twin deficit ».

# Economies

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

## ■ Etats-Unis : Perspectives favorables ou déflation ?

Les incertitudes de la Federal Reserve (Fed) et son immobilisme suscitent des inquiétudes fortes sur le marché, allant jusqu'à accréditer la thèse de la déflation. Ces inquiétudes, selon nous, ne sont pas fondées, au moins en ce qui concerne les US, la question pouvant se poser pour l'Allemagne. La Fed est certainement allée un peu loin dans l'assouplissement monétaire, en particulier la baisse de 50 bp du mois de novembre dernier. Ce faisant, elle a dirigé un flux important de liquidités vers le marché obligataire et créé les conditions d'une bulle obligataire. S'il n'y a aujourd'hui aucun signe de déflation « économique » aux Etats-Unis, la Fed tente d'accréditer la thèse d'une déflation « financière », afin que le marché ne nourrisse aucune anticipation de remontée des taux. Un krach obligataire serait, aujourd'hui très dommageable...

Lors de son discours devant le Joint Economic Committee, Alan Greenspan a eu l'occasion de développer le sentiment de la Fed sur les perspectives de l'économie américaines. Elle semble aujourd'hui manquer totalement de visibilité et ne parvient pas à intégrer les signaux positifs qui apparaissent au sein de cette économie :

- Frémissement de l'investissement malgré le contexte géopolitique difficile au 1er trimestre ;
- Poursuite de la hausse de la productivité, qui résulte de la hausse du chômage ;
- Léger rebond de la confiance des consommateurs ;
- Rebond des marchés actions (provisoire ?),
- Baisse de la volatilité et resserrement des écarts entre taux des « Treasury » et celui payé par les entreprises ;
- Faiblesse de l'impact du SRAS sur l'activité, jusqu'à présent au moins ;
- Recul des prix du pétrole et de l'essence.

... par rapport aux points d'inquiétude que peuvent constituer le recul de l'inflation « core » (hors énergie et alimentation) à un plus bas historique, la faiblesse du marché de l'emploi et la frilosité des entreprises.

Les principaux points évoqués par Greenspan sont :

- La remarquable poursuite de la hausse de la productivité au 1er trimestre 2003, après une année 2002 record, même si elle induit, au moins en partie, la hausse du chômage. La productivité n'est que la production horaire, soit le rapport entre la production en valeur et le nombre d'heures travaillées. Compte tenu des restructurations en cours, il est logique et « mécanique » que la productivité augmente. Mais, entre 1997 et 2000, la rentabilité a baissé malgré la hausse de la productivité, car les coûts liés à l'investissement, à l'emploi et au stockage ont progressé plus vite. Aujourd'hui, les restructurations font que la productivité et la rentabilité progressent conjointement.
- L'impact positif de la baisse des taux longs sur les entreprises et les consommateurs, par le biais des dépenses entreprises et les consommateurs, par le biais des dépenses de consommation et l'immobilier. La baisse des taux longs entraîne une envolée des opérations de refinancement des dettes hypothécaires. En 2002, l'injection de pouvoir d'achat en résultant a représenté environ 200 milliards (mds) \$. Ajoutés aux 200 mds \$ de réduction d'impôt, 400 mds \$ ont été injectés dans la consommation, sans compter les « incentives » des constructeurs automobiles entre autres.
- Le récent déclin des prix de l'énergie, qui se traduit déjà par une baisse des prix de l'essence, ce qui a un impact favorable sur le pouvoir d'achat des ménages. Les baisses de prix de l'énergie ou dans les secteurs à fort gains de productivité sont normales. La hausse de l'énergie a eu, en plus, un effet d'éviction et provoqué la baisse des autres prix. Il ne faut pas confondre désinflation et déflation...

- Les signaux positifs en provenance des entreprises concernant l'investissement, même si ceux-ci restent encore modérés. Les investissements à cycle court (2/5 ans), en particulier le software, progressent en raison de l'obsolescence rapide de ce type de produits. Les investissements longs ne repartent pas en raison du faible taux d'utilisation des capacités (74%). Mais, il apparaît que la faiblesse structurelle de l'investissement industriel (hors IT) a rendu l'outil productif américain moins performant que son homologue européen, gage d'un rattrapage futur...
- La faiblesse, jusque maintenant, de l'impact du SRAS sur la production américain, impact qui peut toujours être craint.

## ■ France : la croissance reste positive

Avec une croissance de 0,3% au premier trimestre de l'année, l'économie française n'a pas plongé dans la récession comme l'Allemagne. Mais le plus dur est sans doute à venir. Par ces temps si difficiles de conflits sociaux et de conjoncture morose, le gouvernement va pouvoir pousser un "ouf" de soulagement: la France a bien évité de tomber en récession au premier trimestre 2003. Elle a même fait un peu mieux qu'attendu, affichant une croissance de 0,3%, au lieu des 0,2% envisagés ces derniers jours. Sur un an, la croissance a ralenti, passant de 1,5% au quatrième trimestre 2002 à 1,1%. Mais même s'il n'a rien de glorieux, ce résultat est tout de même d'autant plus appréciable qu'il contraste avec celui de certains des voisins: l'Allemagne et les Pays-Bas, en particulier, sont tombés en récession au trimestre dernier. Et l'ensemble de la zone euro a sans doute enregistré une croissance nulle sur la période. Pour la France, il était vital d'obtenir une croissance positive au premier trimestre. Ayant affiché un repli sur les trois derniers mois de 2002, avec -0,1%, l'économie serait entrée techniquement en récession en cas de réédition d'une telle contre-performance: deux trimestres de croissance négative de suite constituent en effet la définition de la récession.

Selon les chiffres publiés par l'Insee, les dépenses de consommation des ménages se sont encore comportées convenablement au premier trimestre,

progressant de 0,6%, soit légèrement plus que durant les trois trimestres précédents (+0,4%). Les perspectives de guerre en Irak et la dégradation de la situation de l'emploi n'ont donc finalement pas trop pesé sur le moral des ménages durant cette période. Au niveau des investissements, une légère reprise a été engagée, avec +0,4% pour l'investissement total, contre -1,1% au dernier trimestre 2002. Cet investissement total a contribué pour 0,1 point à la croissance sur le trimestre. Ce sont les entreprises qui se sont le mieux comportées en la matière, avec une progression de 0,5% de leurs investissements, après un repli de 1,7% au quatrième trimestre 2002. Une autre bonne surprise est à mettre au crédit des entreprises: selon les chiffres publiés par l'Insee, un mouvement de reconstitution des stocks a été engagé au premier trimestre. Sur les trois premiers mois de 2003, les variations de stocks ont contribué pour 0,2 point à la croissance alors qu'en 2002 et 2001, le déstockage avaient amputé l'activité de 0,7 et 0,4 point.

C'est finalement au chapitre des échanges extérieurs que les chiffres sont les moins bons, avec un impact sur la croissance négatif de -0,4 point. Les exportations ont en effet reculé de 0,7% (après -0,5% au dernier trimestre 2002) tandis que les importations ont affiché une hausse de 0,7% (après -0,6% au quatrième trimestre). Un phénomène qui ne peut que s'accroître avec la chute continue du dollar, qui rend plus difficiles les ventes à l'étranger des produits français. Cependant, la performance honorable annoncée ne doit pas faire illusion: le plus dur pourrait être à venir. La dégradation continue du marché du travail pourrait en effet finir par venir à bout des appétits de consommation des ménages et dans ces conditions, il n'est pas certain que le léger mieux observé le trimestre dernier sur le front de l'investissement des entreprises se poursuive. Pour l'instant, le gouvernement ne retient pas ce scénario déprimant et table sur une reprise graduelle au cours de l'année. Pour les pouvoirs publics, ce rebond devrait permettre à la France d'afficher cette année une croissance de 1,3%. Le pari n'est pas gagné d'avance... Prudents, certains experts tablent sur une performance bien plus faible de l'économie française.

# Bourses

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

## ■ La chute du dollar profite aux valeurs américaines

Le malheur des uns fait le bonheur des autres. Si les entreprises européennes pestent contre la baisse du dollar, les firmes américaines, elles, se frottent les mains. Le reflux du billet vert, au plus bas depuis quatre ans face à l'euro, leur offre des gains de compétitivité non négligeables et favorise leurs ventes à l'étranger. La bonne tenue de l'indice ISM des commandes à l'exportation au cours des derniers mois le prouve. Mieux, les groupes américains enregistrent un effet de change positif lorsque leurs filiales implantées dans la Communauté européenne convertissent leurs résultats en dollars. Ces avantages sont déjà perceptibles dans les comptes trimestriels.

Près des deux tiers de la croissance du chiffre d'affaires du constructeur informatique IBM et la moitié de celle du conglomérat 3M sont ainsi imputables aux effets de change. Chez McDonald's aussi l'impact se révèle important, le récent décrochage de la devise américaine ayant dopé ses ventes. Idem pour Sun Microsystems qui a limité le recul de ses facturations durant cette période. A l'instar du spécialiste des serveurs, bon nombre de secteurs sont concernés. « Les grands gagnants sont surtout les groupes de biens de consommation, comme Kraft, dans l'agroalimentaire, ou encore Procter & Gamble, qui réalisent de 40 à 50 % de leurs activités en Europe. Avec un tiers de leurs ventes sur le Vieux Continent, les laboratoires pharmaceutiques, Pfizer en tête, sont également favorisés », relève Christophe Nagy, gérant chez LCF Rothschild Asset Management.

Dans ces conditions, les Américains verraient d'un bon oeil tout repli supplémentaire de leur monnaie. Un scénario que l'on ne peut exclure étant donné l'ampleur des déficits public et

courant aux Etats-Unis, encore alourdis par la guerre en Irak, et tant que les rendements resteront nettement inférieurs à ceux qui sont en vigueur en Europe. « La tendance est baissière et cela risque de durer », confirme Pascal Blanqué, chef économiste au Crédit agricole, qui pense qu'un taux de change de 1,20 est à portée de main. « D'autant qu'il n'est pas exclu que les banques centrales asiatiques diversifient leurs réserves de change en augmentant leur exposition à l'euro au détriment du billet vert. »

Faut-il pour autant jouer en Bourse cette chute de la devise en investissant sur les valeurs américaines ? Beaucoup de groupes ont des ventes équitablement réparties sur l'ensemble de la planète. Les effets positifs de la faiblesse du dollar sont alors annihilés par l'effet de change négatif en Amérique latine. C'est notamment le cas pour Coca-Cola, Pepsi ou encore Colgate-Palmolive. Dès lors, il n'est pas étonnant que ce thème d'investissement soit accueilli avec circonspection chez les professionnels interrogés. « L'impact positif de la baisse du dollar nous incite à privilégier les sociétés américaines plutôt que les européennes. Reste qu'il vaut mieux aujourd'hui miser sur les valeurs moyennes, qui sont plus risquées mais recèlent un plus fort potentiel de hausse, plutôt que de chercher l'entreprise qui profitera particulièrement du repli du billet vert », explique Pascal Pierre, gérant de valeurs internationales chez HSBC Asset Management.

Enfin, l'investisseur européen qui souhaite se positionner sur des valeurs américaines ne doit pas oublier qu'il subit lui-même un effet de change négatif et est donc pénalisé par la baisse du dollar. Le Dow Jones a gagné 4,1 % depuis le 1er janvier mais, pour celui qui a investi en euros, il a perdu 4,9 %. Investir aux Etats-Unis exige donc une certaine prudence. D'autant que Wall Street a déjà enregistré un joli rebond depuis le



début de l'année (ascension de près de 14 % du Nasdaq et bonne tenue du Dow Jones). Certes, ces performances ne sont pas volées. Les entreprises ont affiché des résultats honorables avec une croissance moyenne de 14,3 % du bénéfice opérationnel des sociétés du S&P 500 au cours du premier trimestre. Mais les valorisations commencent à se tendre. A 18 fois les résultats nets attendus cette année, les valeurs du S&P 500 ne sont pas bradées pour une sortie de crise. « N'oublions pas, en plus, que le financement des fonds de pension ainsi que l'intégration des émissions de stock-options dans les comptes des entreprises devraient amputer leurs bénéfices d'environ 10 % l'an prochain », prévient Christophe Nagy.

Il existe toutefois de belles opportunités à saisir. La moindre reprise de l'activité aura un effet de levier considérable sur les bénéfices après les restructurations drastiques menées jusqu'ici. La preuve avec Cisco. Malgré une érosion de ses ventes, le leader mondial des équipements de réseaux a dégagé un résultat en hausse de 35 % au troisième trimestre de son exercice clos fin juillet.

Il est vrai que la politique accommodante de la Réserve fédérale, les baisses d'impôts de l'administration Bush et la faiblesse du dollar sont autant de coups de pouce pour les Etats-Unis qui a déjà évité la récession. Mais cela sera-t-il suffisant pour inciter les entreprises à investir à nouveau ou pour inverser la courbe du chômage (6 % en avril) et donc permettre une réelle reprise au second semestre ? Encore faut-il que le prochain lot d'indicateurs économiques tienne ses promesses. Après trois années de marasme, tout le monde s'attend à un rebond économique post-conflit irakien. Pour aller au-delà, il faudra une amélioration durable de l'environnement économique. Les prochaines statistiques seront donc cruciales, car elles permettront de valider, ou pas, ce scénario.

## ■ AHOLD (AH – Euronext Amsterdam) – Distribution – 6,64 EUR

### ■ Profil

Le 27 mai 1887, Albert Heijn Took reprenait l'épicerie familiale à Zaandam en Hollande. Depuis, Ahold est devenu le 3e groupe de distribution mondial et le n° 1 aux Pays-Bas. Il gère des chaînes de supermarchés et d'hypermarchés aux États-Unis, en Europe, en Amérique latine et en Asie (8 500 supermarchés, hypermarchés et magasins spécialisés dans 24 pays, 35 millions de consommateurs).

La répartition des enseignes est la suivante :

- États-Unis (60% du CA) : 15 millions de clients et 1 615 supermarchés sous 5 enseignes principales (Stop & Shop, Giant-Landover, Giant-Carlisle, Bi-Lo, Tops, Bruno's)
- Europe (32%) : 6 513 magasins. Aux Pays-Bas, le groupe exploite 2 331 magasins sous les enseignes Albert Heijn (n° 1), Gall & Gall (distribution de vins et liqueurs), Etos (Santé Beauté), Jamin Candy (vente de bonbons) et Schuitema (distribution de gros). Le groupe est également présent en Europe du Nord au travers d'un partenariat avec ICA/Hakon Group (2 991 magasins), en Europe de l'Est (370 magasins), en Espagne (623 magasins) et au Portugal (co-détention de 198 magasins) ;
- Amériques (hors USA) (7%) : 608 supermarchés sous les enseignes Bompreço (110 supermarchés au Brésil), et 236 supermarchés Disco (Argentine) et 118 supermarchés Santa Isabel (Chili, Pérou, Paraguay) en co-détention ;
- Asie (1%) : 104 supermarchés Tops situés en Thaïlande, en Malaisie et en Indonésie.

Actionnaires : Fortis 7.95% ; ING 7.42% ; Coopérative Achmea 7,21% ; Aegon 6.11% ; CGNU 5.10%

Le groupe devenu un géant de la grande distribution mondiale poursuit son expansion avec une forte politique d'acquisitions. Preuve à l'appui, l'acquisition faite au groupe Jeronimo Martins au mois d'août 2002, de cinq hypermarchés en Pologne.

### ■ Perspective

Ahold continue de reconquérir la confiance des investisseurs. Après avoir annoncé le 2 mai dernier l'arrivée à la tête du groupe d'un ancien d'Ikea, le distributeur a publié un chiffre d'affaires pour le premier trimestre 2003 supérieur aux attentes. Cette nouvelle a été saluée sur le marché par plusieurs relèvements de recommandation ou d'objectifs de cours.

Ainsi, ébranlé par un scandale comptable qui a mis au grand jour pour 880 millions de dollars d'irrégularités dans la comptabilité de l'une des filiales du groupe, Ahold tente depuis la fin du mois de février de redresser la barre. Pour cela, le distributeur s'est doté début mai d'un nouveau président en la personne d'Anders Moberg, un ancien d'Ikea qui vient succéder à Cees van der Hoeven, entaché par l'affaire.

Aujourd'hui c'est au niveau opérationnel, et non plus symbolique, qu'Ahold a rassuré le marché. Le néerlandais a en effet présenté des ventes trimestrielles meilleures que prévues.

Ahold a tout d'abord pris la précaution de recalculer son chiffre d'affaires du 1er trimestre 2002 pour arriver à un montant de 19,6 milliards d'euros, contre un premier chiffre de 22,2 milliards.

A partir de là, le distributeur a pu annoncer que son chiffre d'affaires du premier trimestre 2003 avait reculé de 11,3% à 17,4 milliards d'euros. A taux constant, les ventes ont progressé de 4,6%. La croissance organique, hors impact de change, a été de 2,7%.

Dans le sillage de cette présentation, JP Morgan, qui conseille de surpondérer le titre, a relevé son estimation de la valeur juste d'Ahold de 6 à 7,5/8 euros. L'analyste a été agréablement surpris par la performance aux États-Unis : la grande distribution a vu ses ventes progresser de 4,8% (1,5% sur une base identique) malgré un environnement difficile. Le foodservice (distribution à destination des professionnels de la restauration) a limité son recul à 1,5%, démontrant une amélioration par rapport aux trimestres précédents.

Pour les mêmes raisons, à savoir la résistance de l'activité, notamment dans la grande distribution aux États-Unis, Dresdner Kleinwort Wasserstein a relevé son conseil sur le titre de « Vendre » à « Neutre », avec un objectif revu en hausse de 3 à 6,5 euros, l'action a successivement brisé les seuils des 4, 5 et 6 euros.

Le marché attend désormais la publication officielle des résultats 2002. Si les actionnaires ont laissé à Ahold jusqu'au mois de novembre pour conclure ses audits et établir ses comptes, le distributeur a confirmé sa volonté de rendre public ses résultats financiers avant la fin du mois de juin. Le groupe respecterait alors une des conditions importantes posées par les banques lors de la délivrance récente de nouveaux financements.

Le distributeur a par ailleurs confirmé qu'il avait obtenu une facilité de crédit bancaire de 3,1 milliards d'euros (mai 2003). Les banques créditrices sont ABN Amro, Goldman Sachs, ING, JP Morgan et Rabobank. Cette facilité de crédit doit permettre à Ahold de stabiliser sa situation financière et selon le groupe d'envisager "le développement de réponses à plus long terme aux questions qui sont apparues avec la découverte de problèmes comptables".

Au premier trimestre, les ventes du distributeur néerlandais ont reculé de 11,3 %, à 17,4 milliards d'euros (+ 2,7 % à périmètre et taux de change constants). Les investisseurs ont apprécié l'annonce de licenciements supplémentaires au sein de sa filiale US Foodservices et la finalisation de la vente de sa chaîne néerlandaise De Tuinen.

Ahold, vient d'annoncer avoir obtenu de son syndicat de banque un délai supplémentaire pour publier ses comptes annuels audités pour 2002, courant jusqu'au 15 août 2003. Par ailleurs, Ahold a annoncé qu'une enquête interne avait révélé une surestimation de 29 millions de dollars du bénéfice avant impôts de sa filiale américaine Tops Markets.

### ■ Notre opinion

Tant que les nouvelles ne sont pas plus rassurantes, il ne nous semble pas possible de revenir sur la valeur.

## ■ DEUTSCHE TELEKOM (DTE - Xetra) - Télécommunications - 12,80 EUR

### ■ Profil

Deutsche Telekom est le 1er opérateur de télécommunication en Allemagne. Ses activités s'articulent autour de 5 pôles :

- T-Com (40,2% du CA) : téléphonie fixe, 50,7 millions de lignes installées en 2001 (dont 20,4 millions de lignes ISDN et 6,2 millions à l'international) ;
- T-Mobil (26,9%) : téléphonie mobile, 66,9 millions de clients (dont 24,9 millions à l'international), part de marché de 41% en Allemagne ;
- T-Systems (23,2%) : solutions de télécommunication globales (Internet, convergence internet-mobile, e-commerce, etc.) ;
- T-Online (2,7%) : 1er fournisseur d'accès à Internet allemand, 10,7 millions de clients en Europe. Deutsche Telekom fournit également des prestations d'hébergement, messagerie, etc. ;
- autre (7%).

Deutsche Telekom réalise plus de 72% de son chiffre d'affaires en Allemagne.

### ■ Perspective

Deutsche Telekom a publié des résultats trimestriels, rassurants quant à l'atteinte des objectifs fixés sur l'ensemble de l'exercice en cours. La direction a relevé ses objectifs pour 2003 au vu des premiers résultats de son plan d'économies et de la dynamique de ses activités, notamment dans le mobile et, plus particulièrement, chez l'ex-VoiceStream.

L'EBITDA (bénéfice avant intérêts, taxes et amortissements) est de €4.50 milliards (Mds) et €4.24 Mds, soit une hausse de 9 % sur les douze derniers mois. Le chiffre d'affaires trimestriel s'établit aux alentours de €13.7 Mds, en croissance de 7.8 % sur un an. Le niveau des pertes nettes est difficile à établir, avec un certain nombre d'inconnus sur le niveau de l'impôt et des éléments exceptionnels qui ont marqué ce premier trimestre, notamment les plus-values engendrées sur les cessions réalisées depuis le début de l'année. Deutsche Telekom a agréablement surpris sur le niveau des *free cash flows (FCF)* générés au 1er trimestre 2003, compte tenu de l'évolution positive de l'EBITDA, de la forte réduction des CAPEX et de la baisse, moins marquée, il est vrai, des frais financiers. Le groupe publie des FCF de l'ordre de €1.5 Md sur le seul premier trimestre, contribuant à la baisse de l'endettement net aux environs des € 56.3 Mds contre € 61.1 Mds à fin décembre 2002. Ces hypothèses d'endettement à fin mars reposent sur l'encaissement des quelques €2.1 Mds de cessions réalisées depuis le début de l'année (hors MTS) et sur la poursuite du plan de titrisation de créances. L'amélioration des résultats du groupe est le fait des développements dans le mobile. Après un 4ème trimestre 2002 pas forcément brillant dans les filiales européennes de

T-Mobile, notamment en Allemagne, les marges sont reparties à la hausse sous l'impulsion du programme de réduction des coûts tous azimuts impulsé par la direction. Mais c'est de T-Mobile USA que dépend l'essentiel du potentiel d'amélioration des résultats des activités mobiles. L'accalmie dans la guerre des prix pratiquée jusqu'à récemment sur le mobile américain, conjuguée avec une bonne campagne commerciale de l'ex-VoiceStream au 1er trimestre (au moins 750 K nouveaux clients nets attendus) permet à la filiale US de dégager un minimum de \$ 220 M d'EBITDA au 1er trimestre 2003, rendant ainsi d'autant plus réaliste l'objectif de \$1 Md sur l'ensemble de l'exercice en cours. Une remontée de la marge de l'ensemble de T-Mobile au delà de la barre des 28.5 % au 1er trimestre 2003 constitue une donnée raisonnablement optimiste. Chez T-Com, la division en charge des activités fixes domestiques et des filiales d'Europe Orientale, les résultats trimestriels devraient impérativement démontrer que ces activités se mettent en ordre de marche pour affronter la perspective de l'ouverture du local à la présélection qui doit intervenir sur le marché allemand à compter du mois de juillet prochain. Deutsche Telekom est donc en demeure d'afficher une stabilisation des marges, voire une légère amélioration sur ce segment. Une marge d'EBITDA supérieure à 33.6 % dans cette division constituerait dès lors un signal d'autant plus encourageant que la forte réduction des CAPEX sur le fixe a conforté le statut de T-Com comme principal pourvoyeur de FCF du groupe. Les résultats de T-Online ont déjà été publiés. La filiale Internet a dégagé un EBITDA de €76M sur le trimestre clos fin mars et son premier résultat courant avant impôts positif à €2M. Le chiffre d'affaires s'est établi à €445M, en hausse de 22 %, en retrait par rapport aux attentes. La publication des résultats 1er trimestre 2003 ayant confirmé les hypothèses, la direction du groupe a adopté un discours plus rassurant quant à l'atteinte des objectifs fixés pour 2003. K-U. Ricke a confirmé que l'ex-VoiceStream devrait atteindre des objectifs opérationnels à l'horizon 2005 lui permettant d'autofinancer son développement.

Avec 15 à 16 millions de clients à fin 2005, T-Mobile USA va perdre son statut de challenger sur le marché du mobile américain, de sorte que la cession de ces activités, longtemps évoquée, ne fait désormais plus partie du plan de travail de la direction de Deutsche Telekom.

### ■ Notre opinion

Nous recommandons l'achat de Deutsche Telekom, avec un objectif de EUR 15,2.

## ■ VODAFONE (VOD.LN – LSE) – Télécommunications – 1,33 GBP

### ■ Profil

Vodafone est le 1er opérateur de téléphonie mobile au monde, avec plus de 119 millions de clients répartis dans 28 pays. Son activité se décompose de la façon suivante:

- téléphonie mobile (90,8% du CA). Vodafone propose des forfaits de téléphonie mobile et des cartes prépayées ;
- autres (9,2%) : téléphonie fixe, réseaux IP, services Internet, etc.

Géographiquement, la ventilation du chiffre d'affaires (CA) est la suivante : Europe (75,9%), Asie-Pacifique (22,7%), autre (1,4%).

C'est un fait, Vodafone Group est l'un des rares groupes à bénéficier d'une importante couverture mondiale dans le domaine des télécommunications. Il est essentiellement spécialisé dans les secteurs de la téléphonie mobile et des réseaux de transmission téléphonique (qu'il construit après avoir élaboré leur architecture). Il possède ainsi des filiales implantées dans de nombreux pays en Amérique du Nord et du Sud, en Europe, en Asie, en Océanie et en Afrique. Cette présence à l'international lui permet d'assurer les besoins de plus de 119 millions d'abonnés dans le monde entier. Plus connu sous son ancien nom, Vodafone Air Touch, il est devenu l'opérateur de téléphonie mobile numéro un en Allemagne, en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis (Verizon Wireless en partenariat avec le géant américain Bell Atlantic). Sans oublier une kyrielle de participations et de filiales: 20% de SFR, 25% de Swisscom Mobile, 35% de Grupo Lusacell, 67% de Japan Telecom, 100% de Vodafone Irlande (ex Eircell), 100% de Vodafone Espagne, 70% de Vodafone Libertel NV. Fort de plus de 67 000 collaborateurs, il propose des services allant de la téléphonie mobile aux services de communication personnalisés (gestion des appels, services de messagerie), en passant par la fourniture de matériel de gestion des données : Modems Internet, fax, annuaires, serveurs télématiques.

### ■ Perspective

L'opérateur mondial de téléphonie mobile a annoncé des résultats annuels supérieurs aux attentes et reste très optimiste pour l'année à venir. Des discussions seraient en cours pour vendre l'activité fixe au Japon.

Le groupe britannique a présenté ses résultats annuels pour l'année fiscale 2002/2003. Ils sont dans la lignée des principaux opérateurs européens qui ont très nettement amélioré leurs comptes au cours de l'exercice précédent. Le chiffre d'affaires est ainsi en hausse très sensible de 33% à 30,38 milliards de livres. Un chiffre supérieur au consensus des analystes calculé par Reuters et qui prévoyait des ventes à 30,22 milliards de livres.

Mais la performance est surtout remarquable en termes de rentabilité. Le bénéfice avant impôts, dépréciations et amortissements (Ebitda) atteint 12,679 milliards de livres, au-dessus des attentes les plus optimistes des analystes qui, selon Reuters, étaient de 12,65 milliards de livres. Par rapport à l'exercice précédent, la hausse est de 26%. Enfin, la perte nette avant impôts est réduite de moitié. Elle n'est plus que de 6,21 milliards de livres contre 13,54 milliards de livres en 2001/2002. Elle reste cependant très affectée par les importantes provisions pour dépréciations d'actifs passées par le groupe pour corriger sa politique d'acquisitions. Le montant de ces provisions (11,9 milliards de livres) est même supérieur à celui de l'an dernier (11 milliards de livres).

L'amélioration du résultat opérationnel de l'opérateur historique s'explique en grande partie par celle des revenus par utilisateur (ARPU) au Royaume-Uni, le principal marché de l'opérateur. L'ARPU britannique a ainsi progressé de 1,7% à 292 livres. Le chiffre est néanmoins resté stable en Allemagne et en Italie, alors qu'il reculait de 1,2% à 87.159 yens au Japon. Une baisse qui n'a pourtant pas empêché la filiale japonaise de Vodafone de sortir du rouge grâce à sa politique de réduction de coûts et de réaliser un bénéfice annuel de 79,5 milliards de yens, contre une perte de 66,6 milliards de yens un an auparavant.

L'amélioration des comptes de l'opérateur s'explique également par celle de sa base de clientèle. Le groupe a augmenté le nombre de ses abonnés de 11% en trois mois à 119,7 millions. Il a également bénéficié du développement de ses services multimédias à forte valeur ajoutée comme Vodafone Live! qui compte déjà en Europe plus d'un million d'abonnés.

Devant ces bons résultats, Christopher Gent, le président de Vodafone qui devrait quitter la scène en juillet prochain, a fait montre d'un bel optimisme. Il attend ainsi une croissance du chiffre d'affaires par client de 10% sur l'année 2003/2004. Et l'Ebitda devrait connaître une "croissance supérieure" à celle des revenus. Dans son communiqué, le groupe a indiqué qu'il s'attend à une nouvelle augmentation de la rentabilité de ses fonds propres.

A noter par ailleurs que le groupe est en discussion pour la vente de son activité fixe au Japon. Selon un communiqué, ces pourparlers « peuvent ou peuvent ne pas aboutir ». On sait depuis quelques jours que le fonds d'investissement Ripplewood serait intéressé par l'acquisition de cette activité.

### ■ Notre opinion

La direction de Vodafone s'est engagée à une croissance de 10 % par an des dividendes. Mais la société part sur des bases éminemment faibles de sorte que le rendement net du dividende a été de l'ordre de 1.2 % l'année dernière. Ne serait-ce que du point de vue de la hausse très probable des dividendes, nous recommandons de renforcer les positions dans cette valeurs. Un niveau de 160pce pourrait être atteint.

# Analyse technique

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

Dans notre rubrique analyse technique, nous traiterons ce mois-ci des Relative Strength Index (RSI). Qu'apportent-ils comme information, comment les analyser ? Autant de questions qui trouveront leurs réponses dans les colonnes qui suivent.

## ■ Qu'est-ce qu'un Relative Strength Index (RSI) ?

Il s'agit d'un indicateur de sur-achat et de survente.

Le RSI compare le niveau actuel du cours d'une action avec sa plage de cotation passée, sur une période donnée. En d'autres termes, l'indicateur montre à quelle hauteur l'action se situe aujourd'hui par rapport aux cours qui ont été cotés dans le passé. Il se base sur les cours de clôture.

Le RSI est assimilé à un indicateur de sentiment de marché. Si les cours n'ont pratiquement connu que des hausses ces derniers temps, le sentiment sera à l'euphorie. Le RSI renseignera des valeurs élevées. Inversement, une situation de pessimisme ambiant, où les cours n'enregistrent virtuellement que des baisses successives, se traduira par un sentiment bas et par un RSI en zone basse.

L'investisseur hésite toujours à acheter une action lorsqu'elle semble coter au maximum de ses possibilités. Connaissant la zone récente de variation et l'humeur ambiante, l'investisseur (acheteur ou vendeur) préférera retirer le maximum de son investissement. Il rechignera à vendre au plus bas d'une plage de variation. De même, il refusera souvent d'acheter au plus haut de cette même plage.

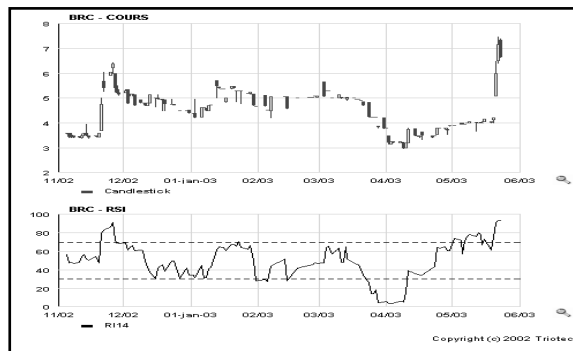
Par nature, les RSI devancent l'amélioration ou la dégradation des cours de bourse, en identifiant les pics et creux intermédiaires. Ce sont des indicateurs de tendance précurseurs, au même titre que l'indicateur de momentum.

## ■ Comment interpréter cet indicateur ?

*Mesurer l'ambiance des marchés*

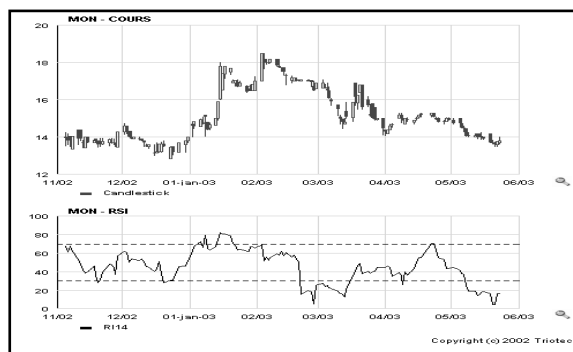
a) Niveau (le RSI varie entre 0% et 100%)

Un niveau proche de 0% signifie que le niveau actuel est dans le bas de la fourchette de cotation de ces derniers jours. Cette sous-évaluation technique entraîne l'afflux de nouveaux investisseurs, et on peut généralement s'attendre à une stabilisation ou une amélioration de la tendance des prix, sous l'effet de la demande accrue.



Graphique n°1 : RSI en zone haute. Marché trop optimiste.

Inversement, un niveau proche de 100% signifie que le niveau actuel est dans le haut de la fourchette de cotation de ces derniers jours. Cette surévaluation technique entraîne l'afflux de nouveaux vendeurs, et on peut généralement s'attendre à un plafonnement ou une dégradation de la tendance des prix, sous l'effet de l'offre accrue.



Graphique n°2 : RSI en zone basse. Marché trop pessimiste.

b) Tendance

Un indicateur en hausse traduit un sentiment bullish (haussier). L'afflux d'acheteurs entraîne une réévaluation des cours de bourse, et donc une amélioration de la tendance.

Un indicateur en baisse traduit un sentiment bearish (baissier). L'afflux de vendeurs entraîne une dévaluation des cours de bourse, et donc une dégradation de la tendance.

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. De même, vous trouverez dans la rubrique Agenda de notre revue mensuelle les dates des prochains séminaires d'analyse technique organisés par notre société de bourse. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour vous y inscrire gratuitement.

# Gestion de Fortune

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

La cellule de gestion de fortune de la société de bourse a maintenu durant le mois d'avril 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

La partie « Obligataire » est constituée d'un nombre important d'obligations. La cellule sélectionne pour votre compte les obligations dont les émetteurs sont de grande qualité et dont les critères de solvabilité et les rating sont les meilleurs. Notre cellule veillera également à limiter l'importance d'un émetteur à un pourcentage raisonnable de votre portefeuille. De même, une répartition entre devises et dates d'échéance aura lieu. Finalement, un arbitrage dynamique réalisé par nos soins vous permettra de profiter des éventuelles plus-values sur vos obligations.

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.

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés.

Durant ce mois de mai 2003, nous avons procédé à l'achat de strip vvrp sur le titre Fortis afin d'améliorer le rendement de la position provisoirement détenue en portefeuille. De même, nous avons effectué une opération de trading sur l'obligation Bayer, permettant à nos clients de dégager une plus-value nette sur l'obligation de plus de 2 % en moins de deux mois, tout en touchant un intérêt net de 6 % sur la période. Nous n'avons pas procédé à des opérations de trading en actions à court terme.

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

## ■ Attention à la chute des taux...

Les semaines se suivent et se ressemblent sur le marché obligataire : augmentation des prix des obligations et chute des rendements. Maintenant que la guerre est terminée, le marché a tout le loisir de se pencher sur la santé des économies. Chômage en hausse, locomotive allemande en panne, déficits records en France, Euro en hausse spectaculaire. La Banque Centrale européenne va très certainement assouplir sa politique monétaire au mois de juin, et les rendements longs devraient logiquement en souffrir. Aux Etats-Unis cette fois, la croissance n'a pas repris après la guerre. La menace déflationniste prend de l'ampleur. La Federal Reserve dispose de plusieurs leviers pour stimuler l'économie, et tous seront actionnés : baisse des taux, allègement de la pression fiscale, et surtout, baisse orchestrée du dollar.

Notre politique d'achat d'obligations continue à porter ses fruits, et nous réitérons notre conseil de détenir des emprunts. Toutefois, des durées de plus en plus courtes sont à privilégier. Une grande part du marasme économique a déjà été intégré dans les prix et les rendements fondent de manière spectaculaire. Les investisseurs actifs devraient même commencer à penser à empêcher les gains sur des obligations à longue durée.

## ■ Euro et Scandinavie :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Ing Groep NV	6.000%	01/08/2007	111.33	3.05	A+
EUR	Tractebel Fin US	4.500%	28/02/2011	102.96	4.04	N.R.
NOK	BMW Australia Finance	7.500%	01/10/2004	103.85	4.41	A
NOK	Fortis Finance NV	5.000%	18/06/2007	101.05	4.70	A+
SEK	General Electric CC	4.000%	25/04/2005	100.90	3.50	AAA
SEK	Dekabank	5.000%	24/04/2013	103.50	4.55	AA
DKK	City of Copenhagen	4.500%	22/12/2009	106.33	3.40	A+

## ■ Les pays à matières premières :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
NZD	Helaba Intl Finance	8.000%	10/03/2005	105.30	4.78	AAA
NZD	Ldbk Hessen Thuringen	7.000%	17/12/2007	105.86	5.49	AAA
AUD	Bayerische Ldbk	6.750%	24/10/2005	104.62	4.64	AAA
AUD	Province of Ontario	5.500%	23/04/2013	102.77	4.13	AA
CAD	Rabobank Nederland	5.000%	20/12/2006	104.95	3.48	AAA
CAD	Prov. of New Brunswick	5.500%	25/02/2013	105.00	4.84	AA-

## ■ Les européens de demain :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
HUF	KBC IFIMA NV	7.000%	24/02/2005	101.54	6.00	A+
HUF	European Invest. Bank	6.250%	03/03/2006	101.64	5.57	AAA
PLN	Deutsche Bank	13.00%	17/01/2005	112.14	4.97	AA-

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet [www.leleux.be](http://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 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. Finalement, la sélection d'euro-obligations présentée ci-dessus a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

# Agenda

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

## ■ Mercredi 4 juin 2003 et 18 juin 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème : Introduction générale à l'analyse technique  
Orateur : Olivier Leleux – Administrateur délégué  
Lieu : Bruxelles  
Langue : Français  
Inscription : Charles Monteyne – Siège de Bruxelles – Tel : 02/250.12.12

## ■ Mercredi 11 juin 2003 et 25 juin 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème : Introduction générale à l'analyse technique  
Orateur : Tom Verlinde – Chargé de Clientèle  
Lieu : Bruxelles  
Langue : Néerlandais  
Inscription : Tom Verlinde – Siège de Bruxelles – Tel : 02/250.12.14

## ■ Mardi 17 juin 2003 à 19 heures : Séminaire

Thème : Introduction générale à l'analyse technique  
Orateur : Tom Verlinde – Chargé de Clientèle  
Lieu : Melsele  
Langue : Néerlandais  
Inscription : Sonja Melis – Agence de Melsele – Tel : 03/775.61.25

# 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 30 mai 2003.

