

Edito

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

Chère Madame, Cher Monsieur,

Leleux Associated Brokers est fière de terminer l'année 2003 en réalisant une nouvelle première européenne. En effet, depuis ce 23 décembre 2003, Leleux Associated Brokers est la première société de bourse non portugaise à être membre du marché d'Euronext Lisbon. Par la même occasion, notre maison devient également le premier membre belge du marché Lisbonin. Et ce n'est pas tout ! Dès aujourd'hui, en tant que client de Leleux Associated Brokers, vous pouvez réaliser vos opérations sur ce marché aux mêmes conditions tarifaires que sur Euronext Brussels, Paris et Amsterdam, à savoir 7,50 EUR de frais de bordereau et 1 % de courtage.

Nous avons également décidé de revoir à la baisse nos tarifs sur les produits dérivés proposés par Euronext Liffe. Depuis le 1er décembre 2003, notre Maison vous propose de traiter vos contrats en options au tarif forfaitaire de 3 EUR par contrat (pour les contrats de 100 titres en sous-jacent) et de 0,30 EUR par contrat (pour les contrats de 10 titres en sous-jacent). De même, les opérations portant sur des contrats en futures vous seront facturés 7,50 EUR par contrat. A ces frais de bourse, viennent s'ajouter naturellement les 7,50 EUR de frais de bordereau et le 1 % de courtage. Avec ces nouveaux tarifs, Leleux Associated Brokers se profile comme l'acteur le moins cher en Belgique sur ces produits dérivés. Cette diminution spectaculaire de nos tarifs en dérivés (entre 50 et 60 %) est principalement due à l'intégration des systèmes de liquidation réalisés par Euronext Liffe durant le mois de novembre 2003. Nous voulions vous en faire bénéficier le plus rapidement possible.

2003 se termine donc sur des notes positives. Ainsi, les marchés boursiers ont connu en 2003 des hausses significatives qui, selon nous, continueront en 2004, sauf événement international inattendu. Les marchés européens ont ainsi cru de près de 10 %, tandis que les marchés américains atteignaient des hausses de 30 % et plus, à tempérer par la chute du dollar sur l'année. 2004 sera une année d'élection tant en Belgique qu'aux Etats-Unis. Les marchés sont historiquement bien orientés durant l'année précédant l'élection présidentielle américaine. Nous pourrions donc profiter de ce cycle électoral pour améliorer la situation des portefeuilles actions. Vous trouverez d'ailleurs dans les pages qui suivent plusieurs analyses de valeurs intéressantes. Pour les amateurs d'obligations, nous nous arrêterons sur la situation des taux d'intérêts en Europe et aux Etats-Unis, et nous en déduirons une sélection des meilleurs émissions du moment.

Nous avons finalement le plaisir de vous rappeler que toute notre équipe, et en particulier votre chargé de clientèle habituel, se tient à votre entière disposition pour faire le point sur votre portefeuille et pour déterminer avec vous la stratégie à suivre dans la gestion active de vos avoirs. 2004 sera l'année de la DLU en Belgique. Ici également, nos spécialistes sont à votre disposition pour en discuter.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, je vous souhaite une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Pour le Conseil
d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

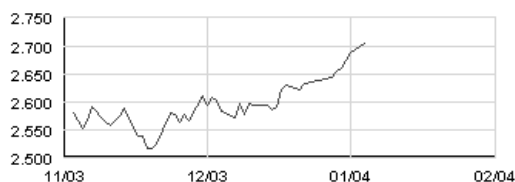
DAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	26/12/03	28/11/03	Différence sur un mois	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX 25 (Pays-Bas)	6.029,99	332,19	1715,22%	1768,43%	759,51%
BEL 20 (Belgique)	2.216,44	2.168,32	2,22%	9,45%	(30,71%)
CAC 40 (France)	3.510,30	3.424,79	2,50%	14,57%	(49,29%)
DAX (Allemagne)	3.903,34	3.745,95	4,20%	34,94%	(48,34%)
FTSE 100 (G-B)	4.444,70	4.342,60	2,35%	12,80%	(34,62%)
HEX (Finlande)	6.029,99	6.341,78	(4,92%)	4,41%	(14,05%)
OMX (Suède)	628,11	614,52	2,21%	27,35%	0,98%
SMI (Suisse)	5.417,20	5.317,50	1,87%	16,98%	(0,10%)
DJ Stoxx 50	2.632,99	2.567,13	2,57%	9,35%	(49,20%)
DJII (USA)	10.324,67	9.782,46	5,54%	23,77%	(8,94%)
NASDAQ (USA)	1.973,14	1.960,26	0,66%	47,74%	(53,84%)
TS 300 (CAD)	8.136,78	7.889,71	3,13%	23,01%	6,45%
NIKKEI (Japon)	10.417,41	10.100,57	3,14%	21,43%	(43,50%)
TWSE (Taiwan)	5.857,21	5.771,77	1,48%	31,55%	(14,37%)
STI (Singapour)	1.730,23	1.714,00	0,95%	29,02%	(4,14%)
MSCI World (J-2)	1016,74	975,7	4,21%	28,79%	(27,68%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	2,142%	2,154%	(0,56%)	(25,24%)	(61,13%)
Taux USD 3 mois	0,856%	0,927%	(7,66%)	(28,67%)	(86,63%)
Taux EUR 10 ans	4,257%	4,465%	(4,66%)	1,26%	(23,17%)
Taux JPY 10 ans	1,319%	1,304%	1,15%	45,10%	(33,05%)
Taux USD 10 ans	4,150%	4,314%	(3,80%)	9,64%	(32,54%)
DEVISES					
EURO en USD	1,2429	1,1993	3,64%	18,53%	(0,19%)
EURO en GBP	0,7017	0,6965	0,75%	7,67%	(3,17%)
USD en JPY	107,46	109,49	(1,85%)	(9,49%)	(20,26%)
Or (once en USD)	412,25	397,75	3,65%	18,45%	(0,17%)
\$/baril	29,33	28,88	1,56%	(2,20%)	(21,13%)

Marchés

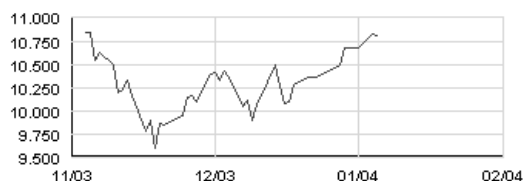
NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.88 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ DJ Stoxx 50



A la lumière de ce graphique, force est de constater le bon comportement des marchés européens qui progressent en moyenne de 8,5% durant les trois derniers mois. La hausse est légèrement supérieure sur une année, puisqu'elle s'élève à 9,37% après le « trou d'air » du mois de mars où les marchés avaient perdu en moyenne 20% depuis le 1er janvier 2003. Nous terminons donc l'année sur une note positive.

■ Nikkei 225



Les fortes variations durant la période écoulée ont eu une résultante nulle. En effet, le marché japonais n'a progressé que de 0,04% sur les trois derniers mois. Par contre, sur l'année, le marché nippon progresse de 20,82%, avec un sommet de 11.161,71 points le 20 octobre dernier, soit un bénéfice de 30% par rapport au 1er janvier 2003.

■ S & P 500



Les marchés américains ont progressé pendant ces trois mois de quelques 7,5%. Même progrès de l'indice NASDAQ, malgré la résistance du marché au niveau des 2.000 points. Sur l'année écoulée, le progrès moyen des marchés US est de 24,35% tandis que l'indice NASDAQ gagne plus de 47% passant de 1.335 à 1.969 points. Cette belle tenue des marchés boursiers américains ne doit pas faire oublier l'évolution du cours du dollars (voir ci-après).

■ FT 100



Au Royaume-Uni, les investisseurs ont observé un léger ralentissement de la hausse entre novembre et mi-décembre. La hausse totale sur les trois derniers mois est de 6,6% et de 12,8% sur l'année 2003.

Devises

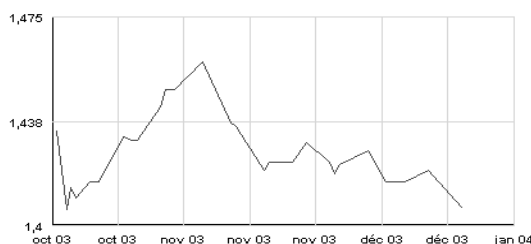
+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

■ Euro vs Dollar



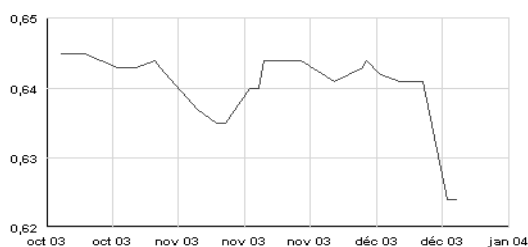
La chute du dollar contre l'euro s'est accélérée suscitant de nouvelles interrogations sur les marchés financiers. Face au billet vert, la monnaie européenne a ainsi établi un nouveau record historique le 17 décembre, à un peu plus de 1,24 dollar pour 1 euro. Un taux de change qui peut se comparer au niveau de 1,08 dollar qui prévalait il y a moins de quatre mois.

■ Euro vs Livre Sterling



A la vue de ce graphique, on ne peut que constater le statu quo de l'euro face à la devise britannique : 0,7017 contre 0,7022 début octobre. Sur l'ensemble de l'année 2003, l'euro progresse de 7,672% face à la livre.

■ Euro vs Franc Suisse



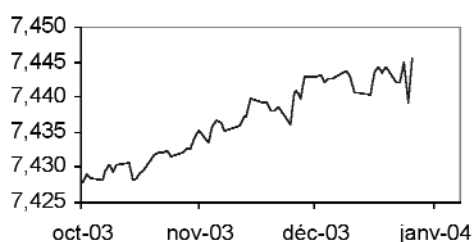
L'euro n'a progressé que de 1,3% sur les trois derniers mois, le sommet ayant été enregistré le 10 novembre à 1,5738 CHF (au moment où il enregistrerait son plus base face au yen). Il clôture l'année sur un gain de 7,51%.

■ Euro vs Couronne Norvégienne



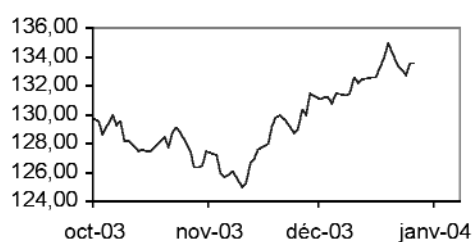
La hausse de l'euro est ici plus substantielle. En trois mois, l'euro est passé de 8,2115 NOK à 8,449 NOK, soit un bon de 2,89%/. Sur l'ensemble de l'année, le progrès est presque de 16%, l'euro étant passé de 7,2861 NOK à 8,449 NOK. On notera surtout l'importante hausse durant le mois de décembre.

■ Euro vs Couronne Danoise



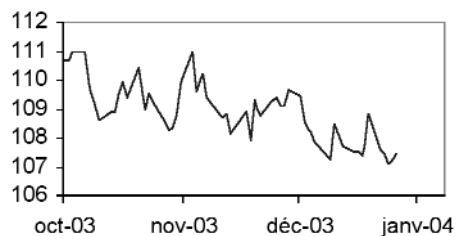
Après avoir inscrit un plus bas à 125,26 yen, le 10 novembre dernier, l'euro s'est très largement repris et il clôture la période de trois mois avec un progrès de 3%. Le gain est de 7.28% sur toute l'année.

■ Euro vs Yen



Progrès limité mais très hésitant de la devise européenne face à la couronne danoise. Sur les trois dernier mois, la hausse n'est que de 0,24% tandis que pour toute l'année le progrès n'est que de 0,27%.

■ Dollar vs Yen



Comme on pouvait s'y attendre, le dollar poursuit son recul face au yen : un repli de 2,9% sur trois mois et de 9,5% sur un an. Les difficultés commerciales des exportateurs japonais devraient s'amplifier. Mais elles devraient rester limitées tant que le recul du dollar est progressif, les possibilités d'absorption de l'économie nippone étant importantes.

Economie

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

Il aura suffi que les télévisions du monde entier diffusent les images d'un Saddam Hussein amaigri, hagard et les cheveux en bataille pour que les cours du pétrole cotés sur les marchés mondiaux décrochent. Un repli qui aura cependant été de très courte durée. Mercredi 17 décembre, soit quatre jours après l'arrestation de l'ancien maître de Bagdad, l'or noir dépassait encore légèrement les 30 dollars sur l'International Petroleum Exchange de Londres. Un niveau très élevé. Contre toute attente, la chute du régime de Saddam Hussein au printemps dernier n'avait pas permis de faire reculer les cours. Et, aujourd'hui, la capture du raïs ne calme pas non plus les inquiétudes des opérateurs de marchés. « Il faudrait pour cela que les attentats contre les installations pétrolières irakiennes cessent immédiatement et que l'oléoduc d'exportation de Ceyhan, qui passe par le nord du pays, soit rapidement remis en service », analyse Moncef Kaabi, spécialiste des marchés pétroliers à CDC Ixis Capital Markets. Or rien n'est acquis à court terme. Depuis la fin « officielle » des hostilités, oléoducs et gazoducs irakiens subissent des sabotages quotidiens. Et l'Irak n'a toujours pas retrouvé ses niveaux de livraison d'avant la guerre, soit près 2,3 millions de barils par jour. Alors que les stocks de brut stagnent à des niveaux historiquement bas dans la plupart des grands pays occidentaux, les chances de voir les cours du pétrole refluer sensiblement en 2004 sont aujourd'hui bien minces.

« D'abord, parce qu'il y a toujours beaucoup de spéculation sur les marchés à terme », explique Moncef Kaabi. Depuis plusieurs mois, de grands fonds d'investissement viennent couvrir leurs positions sur les marchés à terme de matières premières, et notamment sur le marché pétrolier. En temps normal, le volume quotidien des échanges représente deux à trois fois le volume réel de l'offre physique d'or noir. « Depuis l'arrivée de ces fonds, on observe des échanges portant sur dix à vingt fois le volume physique », poursuit Moncef Kaabi. Or ces mouvements spéculatifs pourraient encore durer.

Autre élément de soutien des cours : le rebond prévu de la demande. Avec l'accélération de la croissance aux Etats-Unis, en Europe et surtout en Asie, la demande mondiale d'or noir devrait

sensiblement augmenter l'an prochain. D'après les dernières estimations de l'Agence internationale de l'énergie, la hausse pourrait atteindre 1,16 million de barils par jour, soit 90 000 barils par jour de plus que ce qui était précédemment anticipé. Les besoins de la Chine, en particulier, explosent littéralement : au cours des dix premiers mois de l'année 2003, les importations chinoises d'or noir ont bondi de 30 %. A elles seules, elles expliquent environ un tiers de l'augmentation de la demande mondiale de pétrole. Une soif qui n'est pas près de s'éteindre. Avec le boom des ventes de voitures neuves, la consommation de pétrole pourrait encore bondir de près de 10 % l'an prochain dans l'empire du Milieu.

Le hic, c'est que, dans ce contexte de demande mondiale soutenue, l'Opep pourrait refermer les vannes au lieu de les ouvrir plus largement. « Le cartel a très clairement changé de stratégie : il est passé d'une politique de maintien des parts de marché à une politique de prix élevé qui fait le bonheur de tous les pays producteurs d'or noir, non-Opep compris », explique Frédéric Lasserre, économiste à la Société générale. Lors de sa dernière réunion à Vienne début décembre, l'Opep a clairement laissé entendre que les niveaux de prix actuels étaient « justifiés » et qu'elle pourrait réduire ses quotas de production en février 2004 lors du prochain round de négociations.

Pour les pays producteurs d'or noir, des cours élevés sont d'autant plus nécessaires que le dollar - la devise d'échange du pétrole - ne cesse de s'effriter. Or qui dit baisse du billet vert dit baisse des recettes d'exportations. Un véritable coup dur pour ces économies minées par la hausse du chômage, l'explosion des déficits publics et les tensions sociales. En Arabie saoudite, premier producteur mondial d'or noir, la richesse par habitant a été divisée par trois en vingt ans, le taux de chômage frise les 20 % et la dette publique approche 100 % du PIB.

En 2004, tout comme cette année, les cours du pétrole constitueront donc un frein à la croissance mondiale. Notamment pour les Etats-Unis. Pour les consommateurs et automobilistes européens, l'effet sera quasi indolore. Evalués en euros, les prix de l'énergie sont en effet moins élevés aujourd'hui qu'il y a un an. Merci l'euro fort !

Bourses

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

■ MEDIASET (MS - Milano) – Communications - 9,44 EUR

■ Profil

Mediaset est un groupe de communication organisé en 2 pôles principaux :

- publicité (95% du CA). Publitalia '80 est n° 1 italien de la vente d'espaces publicitaires à la télévision ;
- médias et contenus (5%). Mediaset gère les 3 premières chaînes de télévision commerciales italiennes, Canale 5, Italia 1 et Retequattro, totalisant une part d'audience de 44,1% en 2002.

Le groupe est également présent dans la production télévisuelle (46,5% de ses propres programmes), la gestion des droits télévisuels (n° 1 en Italie), l'édition musicale et la maintenance des transmissions du réseau. Par ailleurs, Mediaset a élargi ses activités à la gestion de chaînes thématiques et à Internet.

Le groupe est présent en Espagne (40% de Telecinco) et poursuit son expansion à l'international, notamment à travers Epsilon, le joint-venture créé avec Kirch Media.

■ Perspective

Coup dur pour le groupe d'audiovisuel Mediaset : le président de la République italien a mis son veto à la réforme de l'audiovisuel de Silvio Berlusconi. Contrôlé à hauteur de 48,3 % par Fininvest, holding de l'actuel Premier ministre, Mediaset devrait arrêter la diffusion par voie hertzienne de sa chaîne Rete 4 dès le 1er janvier 2004. Ce qui entraînerait un manque à gagner de plus de 200 millions d'euros (6 % du chiffres d'affaires). Silvio Berlusconi prépare toutefois un décret-loi qui repousserait d'un an la mise en oeuvre d'une telle mesure, en attendant que le Parlement se prononce à nouveau sur ce projet de

réforme. Seul gros acteur privé de télévision en Italie avec trois chaînes, présent en Espagne avec la chaîne Telecinco, Mediaset profite depuis plusieurs mois d'une croissance forte de ses recettes publicitaires. Et son bénéfice net par action devrait augmenter de 11 % en 2004, après une hausse de 13 % en 2003. Ce qui en fait l'une des valeurs préférées des analystes dans le secteur en Europe.



■ Notre opinion

Acheter vers 9 euros. La valorisation du titre se situe au-dessous de la moyenne du secteur

■ AUTOROUTES SUD FRANCE (ASF - Euronext Paris) – 26,65 EUR

■ Profil

Fondé sous le nom de l'Autoroute de la Vallée du Rhône en 1957, le groupe baptisé depuis ASF (Autoroutes du Sud de la France) s'est construit autour de deux réseaux complémentaires : le réseau ASF et le réseau Escota (Estérel, Côte d'Azur, Provence, Alpes). Jusqu'à devenir aujourd'hui le plus important réseau français d'autoroutes à péage (plus du tiers du réseau en service), le second en Europe et le troisième mondial. Quelques chiffres permettent de mieux appréhender la taille du groupe: ASF compte 2.789 kilomètres d'autoroutes en service (soit 34% du réseau autoroutier français concédé sur un total de 3.112 km concédés) et 318 kilomètres de liaisons nouvelles à construire ; 309 aires de repos et de services agrémentent son réseau, sur lequel sont parcourus plus de 28 milliards de kilomètres par an. Soucieux du respect de l'environnement, ASF contribue à le protéger et à le préserver en plantant 14 millions d'arbres et en entretenant 9.400 hectares de végétation. Synonymes de qualité, au cœur d'un tissu géographique dynamique et au confluent des destinations d'échanges économiques et de destination de vacances, les concessions du groupe courent jusqu'en 2026 pour le réseau Escota et 2032 pour ASF. Entré en Bourse en mars 2002, assurant son succès sur son savoir-faire et la constante croissance de son secteur, ASF roule sans soucis sur l'autoroute du troisième millénaire.

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

- recettes de péage (97,6%) ;
- activités annexes (2,4%) : redevances des installations commerciales, location de fibres optiques et de pylônes pour opérateurs de télécommunications.

■ Perspective

La Bourse fait la moue après la décision prise par le gouvernement de ne pas céder la majorité du capital des sociétés d'autoroutes. Ainsi, la privatisation attendue des Autoroutes du sud de la France (ASF) ne sera finalement pas poursuivie. ASF, Eiffage et Vinci, qui auraient tiré avantage d'une telle opération, ont été logiquement sanctionnés par le marché.

Vinci, qui représentaient déjà 35,6 % du capital d'ASF, devra choisir : conserver sa participation dans les ASF, acquise en avril 2002 à un cours voisin du niveau actuel, et maintenir immobilisés 1,1 milliard d'euros de capitaux sans en retirer la moindre synergie ; ou la vendre, afin de financer de nouveaux projets. Cette hypothèse de cession de titres ASF a déjà pesé sur l'action. Privée de la diversification qu'aurait permise un rapprochement avec Vinci, la société autoroutière va devoir trouver de nouveaux axes d'expansion. Or, son endettement est déjà très élevé (253 % des fonds propres à fin juin).

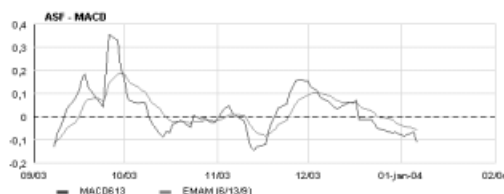


■ Notre opinion

On conservera sachant que le titre se paie cher et qu'il devra trouver de nouveaux relais de croissance.

■ Du point de vue technique...

L'ensemble des indicateurs techniques à court terme nous donne des signaux de baisse. La volatilité s'accroît, mais un trading n'est possible qu'entre 26,36 et 27,19 EUR, soit un petit 3 % d'écart. Avec en plus un MACD négatif qui décroît, on s'abstiendra d'



■ DEUTSCHE POST (DPW - XETRA) - Services - 16,06 EUR

■ Profil

Créé en 1995, Deutsche Post a organisé son activité au travers de 4 pôles :

- acheminement du courrier (26% du chiffre d'affaires): distribution des lettres (détenteur du monopole en Allemagne avec 95% de part de marché), de la presse, services de marketing direct. Avec 18,3 milliards d'unités acheminées (dont 9 Mds en marketing direct), le groupe se trouve au 3e rang en Europe ;
- logistique (23%) : gestion des infrastructures, transport et stockage des marchandises. Le groupe est le 1^{er} acteur mondial du fret aérien ;
- activité bancaire (20%) : 35,7 MdsEUR de dépôts et 19 Mds d'encours de crédits pour le compte de 10 millions de clients (environ 5 300 agences détenues en propre) ;
- livraisons express (31%) : le groupe opère dans 220 pays sous les marques Express et Global Mail.

En outre, Deutsche Post détient DHL International, n°1 mondial des acheminements express transfrontaliers (environ 160 millions d'unités acheminées par an).

Par zone géographique, le chiffre d'affaires se ventile comme suit : Allemagne (59%), Europe (26%), États-Unis (9%), Asie Pacifique (5%) et autres (1%).

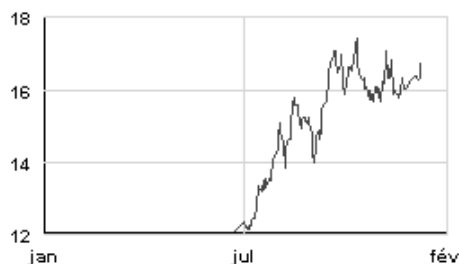
■ Perspective

La poste allemande veut devenir, à coups d'acquisitions, le numéro un mondial de la messagerie et de la logistique. L'année 2004 devrait être marquée par le plus important appel public à l'épargne depuis l'introduction de l'action Deutsche Börse en 2001. La poste allemande projette, en effet, d'introduire en Bourse ses services financiers regroupés au sein de la Postbank. Les préparatifs sont, au dire de la direction, déjà bien avancés, ce qui fait espérer aux investisseurs une mise sur le marché dès le printemps 2004. La poste envisage de céder jusqu'à 49 % du capital de cette filiale qu'elle valorise à plus de 5 milliards d'euros.

En plaçant sur le marché une partie du capital de sa filiale, le groupe allemand n'a qu'un seul but : réduire son endettement. Les nombreuses

acquisitions réalisées au cours des cinq dernières années pèsent, en effet, sur son bilan. Tour à tour, le groupe a racheté la société de transport express DHL, le logisticien suisse Danzas, le premier prestataire de services de fret aérien aux États-Unis Air Express International, la banque allemande Postbank et, plus récemment, les opérations terrestres d'Airborne, groupe américain de transport express. Il a ainsi déboursé plus de 7 milliards d'euros en cinq ans pour sa croissance externe. Du coup, sa dette nette, qui, à la fin 2001, atteignait 1,7 milliard, devrait s'élever à 2,5 milliards d'euros à la fin de cette année. Cette ardoise n'inquiète pas outre mesure les analystes. Ils considèrent que la poste allemande peut faire face à ses échéances. D'autant qu'aucun remboursement massif n'est prévu à court terme. En revanche, le poids de la dette a valu au groupe une dégradation de sa notation. Il s'est vu retirer cette année son fameux double A par Standard & Poor's. Et c'est uniquement pour retrouver très vite ce niveau que la direction veut réduire son endettement.

Longtemps protégé par son monopole, le groupe doit chercher de nouvelles sources de développement en prévision de la libéralisation, du marché postal européen. C'est pourquoi les dirigeants entendent transformer dès 2005 le groupe en numéro un mondial de la logistique avec une offre intégrée de distribution de courrier, de transport express, de logistique et de services financiers.



■ Notre opinion

Le titre, faiblement valorisé, peut être mis en fond de portefeuille pour profiter de l'effet positif qu'aura la mise en place du plan d'économies sur les bénéfices futurs. Acheter au cours actuel dans une optique à long terme

■ VEOLIA ENVIRONNEMENT (VIE – Euronext Paris) - Environnement – 21,36 EUR

■ Profil

Veolia Environnement (VIE - ex-Vivendi Environnement) est le leader mondial des services de gestion environnementale. Présent dans près de 100 pays, le groupe a organisé son activité dans 4 domaines :

- eau (44,2% du chiffre d'affaires ; Vivendi Water) : 1er opérateur mondial de services de distribution d'eau et de systèmes de traitement de l'eau et des eaux usées ;
- propreté (20,4% ; Onyx) : n° 3 mondial et parmi les leaders européens dans le secteur de la gestion des déchets ;
- services énergétiques (15,2% ; Dalkia) : services thermiques, fournisseur sur site de vapeur, d'air comprimé, etc. (n° 1 européen) ;
- transports collectifs (11,4% ; Connex) : 1er opérateur privé européen (réseaux ferroviaires et transports urbains).

Le solde du chiffre d'affaires (8,8%) concerne des participations minoritaires dans l'environnement en Espagne et en Amérique latine. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (43,2%), Europe (32,2%), Amériques (18,6%), autre (6%). Leader mondial dans les services environnementaux. Ceci est manifeste dans l'eau, avec une attention toute particulière sur l'Europe et l'Amérique du Nord et une position de numéro trois dans la propreté. Le groupe est aussi diversifié dans les services énergétiques, dans les services de transport collectif terrestre de personnes et a un intérêt net de 28% en FCC (Fomento de Construcciones y Contratas). Cette division représente 47% des ventes et 55% du résultat opérationnel. L'activité bénéficie d'un mouvement de sous-traitance et de privatisations. Quelque 70% du chiffre d'affaires provient de contrats avec des municipalités, 21% de l'industrie et 7% des particuliers.

■ Perspective

Décidément, Veolia Environnement n'en finit pas de solder l'ère Vivendi. Désormais, la polémique enfle sur le transfert de capitaux vers des comptes en Irlande, contreparties de provisions destinées à couvrir le remplacement de canalisations et constituées à partir de prélèvements sur les factures d'eau. Ces capitaux auraient été drainés à la fin des années 90 par la maison mère, rebaptisée par la suite Vivendi Universal.

La semaine dernière, des députés de l'opposition ont ainsi réclamé l'ouverture d'une enquête parlementaire. En raison du rapport de forces à l'Assemblée, celle-ci risque de ne jamais voir le jour. Pourtant, outre une association d'usagers et certains maires, ces députés s'appuient sur des éléments issus d'un livre enquête : *L'Eau de Vivendi, les vérités inavouables* (Editions Alias). Les deux auteurs - un syndicaliste de Veolia et un journaliste - estiment à 4,5 milliards d'euros les sommes ainsi prélevées par Vivendi. Un montant proche de celui évoqué par Martine Orange dans son livre *Une faillite française* (4,15 milliards d'euros pour le groupe).

Toutefois, L'Eau de Vivendi est attaqué en diffamation par Veolia, qui explique que le transfert se réduit à une écriture comptable de 1 milliard d'euros. Le groupe affirme également avoir rempli ses obligations contractuelles d'investissements entre 1998 et 2002. Ces explications ne satisfont pas Didier Cornardeau, président de l'Association des petits porteurs actifs, qui souhaite notamment obtenir les comptes de la société irlandaise. La polémique n'a pas affecté le cours de Veolia qui a profité de la signature d'un contrat de 8,5 milliards d'euros sur cinquante ans, pour sa quote part près de Shanghai.



■ Notre opinion

Conserver. Le potentiel de rebond du titre n'est pas épuisé. éléments favorables. On pourra renforcer sur repli.

■ Du point de vue technique...

Un MACD positif et toujours en hausse. Que rêver de mieux ? On sera cependant attentif aux bandes de Bollinger, le cours fleurant avec la limite supérieure de celles-ci. De même, les stochastiques sont au-delà de 80, ce qui implique qu'une vague de baisse pourrait très prochainement s'abattre sur le titre. On en profitera pour un trading entre 19,25 EUR et 22,60 EUR, soit 17 % de plus-value.

■ MORGAN STANLEY (MWD - NYSE) – Services financiers – 57,90 USD

■ Profil

Morgan Stanley (anciennement connu sous le nom de Morgan Stanley Dean Witter, résultat de la fusion en 1997 de Morgan Stanley, établi à New-York en 1933 et de Dean Witter fondée en 1924 à San Fransisco) est présent dans trois secteurs financiers :

- Actions, obligations et autres produits boursiers ;
- Investment Management ;
- Crédit.

Morgan Stanley fournit ses services à une très large palette de clientèle : clients privées ou institutionnels, sociétés diverses, gouvernement.

■ Perspective

L'année 2003 aura été celle de la reprise pour les banques d'affaires : les deux géants américains Morgan Stanley et Goldman Sachs viennent de présenter des comptes annuels, clos fin novembre, en forte amélioration. Morgan Stanley a vu son produit net bancaire (PNB) progresser de 9 %, à 20,8 millions de dollars, son bénéfice net gagnant 28 %, à 3,8 millions. Goldman Sachs, de son côté, a enregistré un PNB en hausse de 14 %, à 16 millions de dollars, et un bénéfice net de 3 millions (+ 42 %). A l'origine de ces performances : le bond en avant des activités obligataires, en hausse de 65 % chez Morgan Stanley (pour atteindre 5,3 milliards de dollars) et en progrès de 20 % chez son homologue (avec 5,6 milliards de dollars).

L'évolution des marchés actions n'est pas étrangère non plus au redressement de leurs comptes. Les revenus de *trading* actions bondissent ainsi de... 72 % chez Goldman Sachs, pour atteindre 1,7 milliard de dollars, ceux de Morgan Stanley s'adjudgeant une hausse de seulement 2 %, mais totalisant toutefois la somme de 3,6 milliards. Toutes les activités n'ont certes pas montré une telle vigueur. A commencer par celles du conseil en fusions-acquisitions, en berne chez l'une comme chez l'autre. Les métiers de la gestion d'actifs se sont aussi finalement inscrits dans le rouge chez Morgan Stanley (- 8 % sur l'année), qui a également vu les revenus de ses activités de crédit se réduire de 6 %.

L'année 2004 sera-t-elle de la même trempe ? Les dirigeants des deux établissements se montrent assez optimistes. Ils comptent évidemment sur la reprise des marchés financiers pour doper leur activité de trading sur actions, mais aussi sur leurs opérations sur le marché primaire (introduction en Bourse, émission d'actions nouvelles...). En outre, ils jugent que l'activité de conseil en fusions-acquisitions devrait retrouver un rythme de progression plus soutenu que ces trois dernières années. Des bonnes nouvelles qui devraient compenser une activité obligataire logiquement moins dynamique que celle constatée cette année

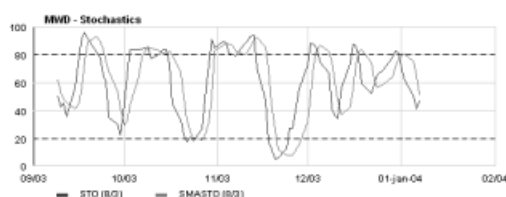


■ Notre opinion

Le titre a déjà bien rebondi. Dans l'immédiat, il n'est plus très bon marché. On attendra un repli d'au moins 10 % pour éventuellement se positionner à l'achat.

■ Du point de vue technique...

Une vague de vente a commencé sur le titre, les stochastiques se retournant dans la zone de surachat. Le MACD commence à fléchir, bien qu'étant toujours positif. Une première inflexion à la baisse se produira plus que probablement au début du mois de janvier 2004. D'un point de vue purement technique, un trading entre 55 et 59 USD est possible. Il faudra donc jouer serré pour profiter de la plus-value potentiel (4 USD, soit 7 %).



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 Bandes de Bollinger, indicateur de volatilité.

■ Que sont les Bandes de Bollinger ?

La volatilité du marché est une variable importante à prendre en considération, en particulier pour les positions de trading. Le modèle de Bollinger se base sur la théorie de l'écart-type pour illustrer la volatilité des cours de bourse. L'écart-type est une mesure statistique qui reflète la dispersion d'une série autour de sa moyenne. Connaissant les paramètres d'une série de cours, il est possible de dégager des lois de probabilité comportementale de ces mêmes cours de bourse. Le modèle de Bollinger s'illustre par quatre courbes :

- La courbe des cours
- La moyenne mobile simple du cours à 20 jours
- La bande haute de Bollinger: moyenne mobile, plus deux fois la valeur de l'écart type du cours sur les 20 derniers jours
- La bande basse de Bollinger: moyenne mobile, moins deux fois la valeur de l'écart type du cours sur les 20 derniers jours

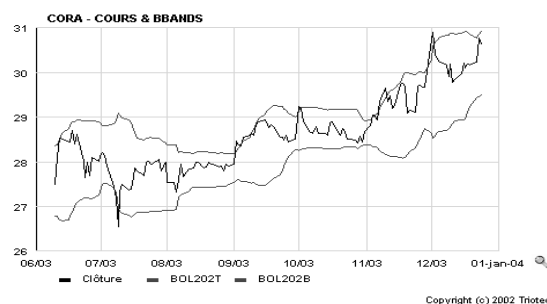
■ Comment les interpréter ?

a) Comportement statistique :

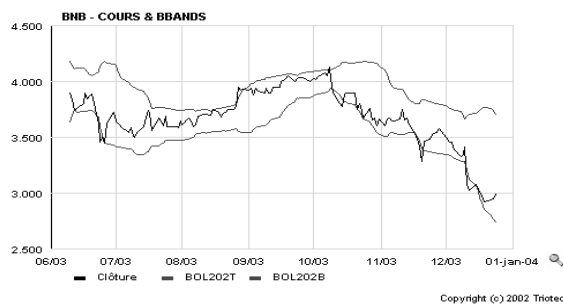
Selon les lois de la statistique, il existe 95% de chance pour que le cours de bourse évolue dans la zone comprise entre la bande basse et la bande haute de Bollinger. Il est intéressant de surveiller un changement de direction des cours aux abords de ces bandes, quand la volatilité est significative. L'idée maîtresse étant d'entrer dans les zones basses, et de sortir dans les zones hautes.

b) L'augmentation de la volatilité

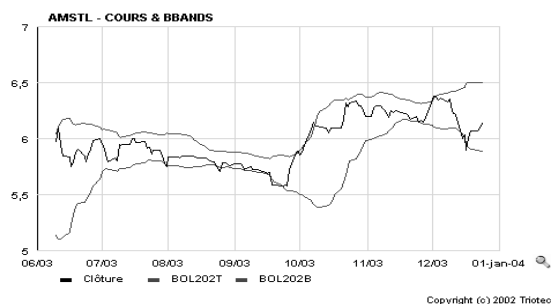
La volatilité suit un cycle (expansion/contraction) Lorsque la volatilité augmente, les bandes de Bollinger s'écartent, augurant des mouvements de cours très explosifs. La direction du cours est encore imprécise. A l'inverse, une faible volatilité referme les bandes de Bollinger. Cette période constitue souvent un moment de "calme avant la tempête" ...



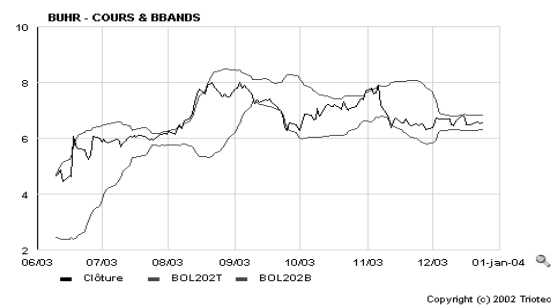
Graphique n°1 : Cours en zone haute de Bollinger



Graphique n°2 : Cours en zone basse de Bollinger



Graphique n°3 : Augmentation de la volatilité. Caractère explosif...



Graphique n°4 : Contraction de la volatilité. En attente...

Gestion de Fortune

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

En ce mois de décembre 2003, la cellule de gestion de fortune de la société de bourse a maintenu 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 :
 - 70 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme
- Gestion neutre :
 - 60 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme
- Gestion offensive :
 - 50 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 20 % en actions à court terme
- Gestion agressive :
 - 40 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 30 % 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. Cette partie est constituée via une sicav composée exclusivement de fonds communs de placement sélectionnés et surveillés par nos gestionnaires, et ce afin d'optimiser la diversification du risque. Vous trouverez sur la page suivante un descriptif de cette sicav, baptisée Leleux Invest Fund of Funds – World Equities.

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 le mois de décembre 2003, la cellule de gestion de fortune a procédé à la revente des positions en Akzo-Nobel . La position a été revendue à 29,87 EUR par rapport à un achat à 26,52 EUR, ce qui représente une plus-value de 12,60 %.

Le reste du portefeuille « actions court terme » se compose de deux positions : d'une part, des Fortis dont le dernier cours est supérieur de 17 % au cours d'achat, et d'autre part, des Buhrmann dont le dernier cours est supérieur de 6 % au cours d'achat.

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

Leleux Invest Fund of Funds – World Equities

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

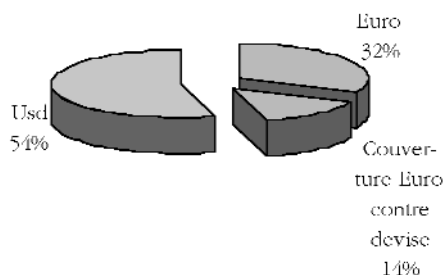
■ La stratégie de Leleux Invest

Leleux Invest Fund of Funds – World Equities se présente comme un fonds de fonds et est totalement investi en actions par le biais de fonds de placement soigneusement sélectionnés par nos équipes. Il ne détient des liquidités qu'à titre accessoire. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities couvre les principales régions du monde ainsi que les secteurs de croissance des économies développées. Il a pour objectif d'offrir à l'investisseur un portefeuille diversifié de titres au travers d'une vingtaine de fonds différents lui permettant de profiter du potentiel d'appréciation à long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment).

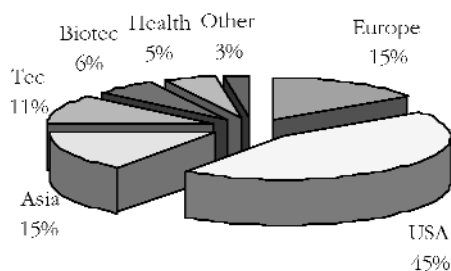
■ La distribution de Leleux Invest

La sicav Leleux Invest n'est pas actuellement distribuée en Belgique.

■ Allocation d'actifs prévue par devises



■ Allocation d'actifs prévue par région et par secteur



TOP 10 des gestionnaires de fonds sélectionnés

Europe	JP Morgan Fleming Small Caps
	Nordea European Value
	ING Euro High Yield
Amérique du Nord	Nordea North America
	Axa Rosenberg USA
	Vanguard US 500 Stock Index
Asie et émergents	First State Asia Pacific
	Panda Sicav
	State Street Emerging Markets
Sectoriel	JP Morgan Fleming Global Healthtech

Valeur de la part au 31/12/2003 : 101,71 EUR

Euro-Obligations

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

La tendance sous-jacente aux Etats-Unis reste à l'amélioration du climat des affaires, et donc à la revalorisation des taux longs, malgré les hésitations ponctuelles. En Europe cette fois, tous les regards se tournent vers l'appréciation de l'Euro face au dollar US. La flambée est spectaculaire, mais ce feu d'artifice met en péril la croissance amorcée en Europe. Les exportateurs européens éprouvent de plus en plus de difficultés à lutter contre des produits américains bradés par le biais d'un dollar faible.

L'arme du dollar est un choix conscient de l'administration américaine qui veut voir reflourir son économie, et cela d'autant plus à l'approche de l'élection présidentielle de novembre 2004. La Banque Centrale Européenne doit rester vigilante, car la hausse de Euro a effacé les bénéfices des baisses des taux orchestrées par le passé. Il faudra peut-être relancer à nouveau la machine économique par une légère baisse des taux courts. On dit généralement qu'une baisse d'un point de base suffit à contrecarrer 10% d'appréciation de Euro par rapport au USD...

■ Zone Euro et Scandinavie :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Scania	6.000%	17/12/2008	108.70	4.03	A-
EUR	Vodafone Group	4.250%	27/05/2009	101.45	3.94	A
EUR	Saint-Gobain Nederland	5.000%	16/04/2010	101.90	4.26	A
EUR	ING Bank Sub	5.250%	04/01/2013	104.50	4.63	A
NOK	Swedish Export Credit	6.750%	24/04/2007	110.15	3.42	A+
NOK	Volkswagen	5.000%	10/11/2008	102.19	4.49	A
DKK	City of Copenhagen	4.500%	22/12/2009	103.45	3.84	A+
DKK	Swedish Exp Credit	5.375%	15/10/2009	107.10	3.97	A+
SEK	EIB	4.000%	15/04/2009	98.810	4.25	AAA
SEK	HSH Nordbank	4.500%	10/01/2008	101.25	4.15	A+

■ Pays producteurs de matières premières :

Les dollars canadiens, australiens et néo-zélandais offrent une excellente diversification tactique.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
AUD	Kommunalbanken	6.000%	29/12/2006	100.00	6.00	A+
AUD	KFW Intl. Finance	7.250%	16/07/2007	104.75	5.72	AAA
CAD	Bayerische LDBK	4.250%	29/08/2008	100.75	4.06	A+2
CAD	Rabobank Nederland	4.250%	05/01/2009	99.630	4.33	AAA
NZD	General Electric C. C.	5.500%	29/12/2006	98.200	6.18	A+
NZD	Dexia Municipal Agency	7.000%	26/11/2007	102.53	6.24	AAA

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. N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations.

Agenda

DAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

Nous vous donnons rendez-vous à la fin du mois de janvier 2004 pour la reprise de notre cycle de conférences et de séminaires.

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 31 décembre 2003.

