



4 Décembre 2009

GLOBAL EQUITIES

SOMMAIRE

Le WEEKLY

Humeur : De Dubaï à Athènes, en passant par Paris ?	2
Quid de l'économie cette semaine ? Chômage aux Etats-Unis : c'est presque Noël !	3
La météo économique de la semaine écoulée.	5
Les marchés : La rue est vers l'or.	6
Analyses et perspectives Cheaper Shipping.	8
Les événements à suivre du 7 au 11 décembre: Le rebond de la consommation se confirme outre-Atlantique.	10
Calendrier complet des statistiques et événements économiques de la semaine à venir.	11
Chiffres de la semaine du 30 novembre au 4 décembre	12
Synthèse sectorielle de la semaine	13
Calendrier des publications et versements de dividendes	14
Rappel de nos prévisions économiques et financières pour 2009-2010	15

Humeur : De Dubaï à Athènes en passant par Paris ?

Comme nous l'annonçons la semaine dernière, la crise de Dubaï a été plus médiatique qu'économique, à tel point que les marchés l'ont déjà presque oubliée. Elle leur a juste permis de reprendre leur souffle pour mieux rebondir. Pour autant, l'affaire Dubaï World a certainement marqué le début d'une nouvelle crise plus profonde, en l'occurrence celle des dettes publiques. En effet, après avoir sauvé le système financier et engagé des relances pharaoniques, les Etats vont devoir désormais payer la facture. Bien entendu, ils n'auront pas à rembourser l'intégralité de leur dette, pour la simple raison qu'ils ont la chance de disposer d'un horizon qui dépasse largement celui des entreprises et a fortiori des ménages. Il est ainsi illustratif de noter que ce n'est qu'en octobre 2010 que l'Allemagne finira de payer les derniers reliquats de la dette héritée du conflit de 1914-1918... Cet horizon multi-générationnel est d'ailleurs la raison pernicieuse pour laquelle de nombreux économistes et hommes politiques estiment que la dette publique n'est pas un problème et qu'elle peut croître sans limite puisque ce seront les générations futures qui la paieront.

Ce raisonnement hâtif et simpliste oublie néanmoins deux évidences. D'une part, il est irresponsable de différer les problèmes actuels sur les prochaines générations. C'est ce qu'ont fait nos prédécesseurs et nous voyons aujourd'hui les désagréments que cette fuite en avant a créés. D'autre part, il ne faut pas oublier que le coût de la dette ne porte pas seulement sur nos enfants et petits-enfants, mais que nous devons payer dès à présent les intérêts de cette dernière. C'est bien là que réside le problème essentiel des Etats surendettés. Car le principe de fonctionnement est malheureusement simple : si la charge de la dette (c'est-à-dire les intérêts payés chaque année par les Etats sur leur dette) est inférieure à la croissance économique du pays, la dette est financée sans difficulté, dans la mesure où elle produit plus de croissance qu'elle ne coûte. A l'inverse, si la croissance forte n'est pas au rendez-vous et a fortiori si les gains économiques ne compensent pas les coûts financiers de la dette publique, les Etats en question s'engagent dans une bulle de la dette, qui se traduit alors par une dégradation de la notation, puis une hausse des taux d'intérêt, donc moins de croissance et plus de charge de la dette... La bulle s'amplifie alors jusqu'à la mise en faillite et le moratoire de la dette. C'est notamment ce que l'on a pu observer en Argentine il y a moins de dix ans.

A cela, certains pourront encore objecter que le Japon, avec une dette publique qui représente 185 % de son PIB, n'a toujours pas été mis en défaut et ce malgré une croissance anémique depuis vingt ans. Cela pourrait alors laisser entendre qu'avec un ratio de 80 % en France, 85 % dans la zone euro, 105 % en Grèce et 120 % en Italie, nous avons encore de la marge... Il n'en est rien. En effet, il n'existe pas de barrière limite à partir de laquelle un Etat est en faillite. Tout cela dépend de l'équilibre (ou du déséquilibre) entre la croissance économique et la charge de la dette, mais aussi des origines du financement de cette dernière. Ainsi, le Japon a beau avoir été dégradé, les taux des obligations d'Etat sont restés bas. Non seulement parce qu'il reste en déflation, mais surtout parce que 98 % de sa dette publique est financée par sa propre épargne. Autrement dit, il n'a pas besoin du reste du monde pour financer son endettement explosif, mais « vit » sur l'épargne pléthorique héritée de sa puissance économique passée.

Bien différemment, la plupart des pays surendettés ont besoin de l'épargne internationale pour se financer. A titre d'exemple, 50 % de la dette publique française est souscrite par des étrangers. Dès lors, si la charge de la dette devient structurellement supérieure à la croissance économique, la bulle de la dette devient inévitable. Pour connaître les pays qui suivront l'Argentine, Dubaï ou encore l'Ukraine sur la liste des pays en cessation de paiement potentielle, il suffit donc d'observer ceux qui affichent les charges de la dette les plus élevées. En l'occurrence, la Grèce (avec un poids de la charge d'intérêts de 5,6 % du PIB en 2010), l'Italie (4,8 %), la Hongrie (4,5 %), la Belgique (4 %), l'Irlande (3,3 %) et la France (3,1 %). Quant à la zone euro, elle s'illustre également avec un niveau de 3,2 %. Des niveaux qu'il faut comparer à une croissance économique d'au mieux 1,3 % en volume et 2,5 % en valeur pour l'ensemble de ces pays en 2010. En d'autres termes, le modèle de relance basé sur l'endettement excessif des Etats, déjà particulièrement mis à mal en 2009, commence à devenir explosif à partir de 2010.

Face à cette débâcle annoncée et a priori inévitable, certains n'hésitent plus à préconiser le retour de l'hyperinflation qui aurait, selon eux, l'avantage d'augmenter la croissance en valeur et d'éponger par là même la charge de la dette publique. Si cet argument peut apparaître sans faille, il pêche néanmoins par deux voies principales. D'une part, l'inflation ne se décrète plus. Nous ne sommes plus dans les années 80. A l'époque, le protectionnisme, les droits de douanes prohibitifs, la faible concurrence, la domination de nombreux marchés par des monopoles ou des oligopoles et l'indexation des salaires aux prix « permettaient » de créer de l'inflation très facilement. Aujourd'hui, il n'en est rien : la forte concurrence internationale, la non-indexation des salaires aux prix, sans oublier la politique orthodoxe de la BCE et le niveau élevé du chômage empêcheront toute résurgence de l'inflation.

Alors que faire ? Tout simplement, favoriser la croissance pour lui permettre de dépasser la charge d'intérêts de la dette. C'est en cela qu'avec une charge d'intérêts de 2,7 % et une croissance de 2,8 % en volume et 5 % en valeur en 2010, les Etats-Unis éviteront la bulle de la dette. La zone euro doit donc s'en inspirer en retrouvant un taux de change plus normal (i.e. autour des 1,20 dollar pour un euro), en maintenant des taux d'intérêt durablement bas et en augmentant l'efficacité des dépenses publiques. Sinon, il faudra se préparer à une grave crise de la dette publique d'ici 2012. Et ce, d'autant qu'il ne sera bientôt plus possible de compter sur la bienveillance de l'Allemagne, car, avec une dette publique et une charge d'intérêts de cette dernière de respectivement 80 % et 3 % du PIB, sans oublier une croissance structurelle de 1 %, nos voisins d'outre-Rhin risquent eux aussi de s'embourber dans le même piège. Qui viendra alors à notre secours ?

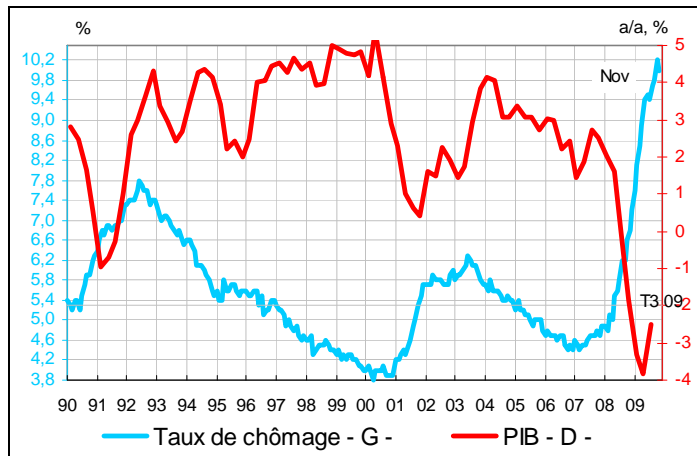
Marc Touati

Quid de l'économie cette semaine ?

Chômage aux Etats-Unis : c'est presque Noël !

Qui l'eut crû ? Alors que depuis jeudi dernier, une rumeur de marché faisait état d'une augmentation catastrophique du chômage américain en novembre, c'est finalement l'inverse qui s'est produit. Ainsi, après 31 mois de hausse quasi-continue, le taux de chômage des Etats-Unis s'est replié de 0,2 point à 10 %.

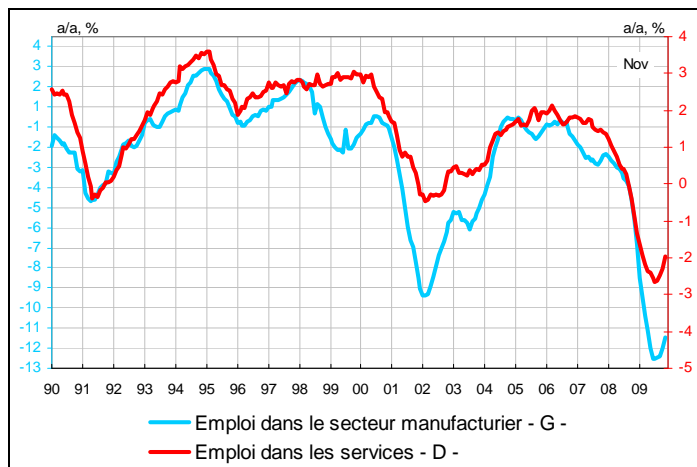
La hausse du chômage est stoppée.



Parallèlement, la *job machine* américaine n'a détruit que 11 000 emplois en novembre, soit son meilleur résultat depuis décembre 2007. Cette évolution est d'autant plus favorable que les destructions d'emplois des deux mois précédents ont été revues en nette baisse : 111 000 en octobre et 139 000 en septembre, contre une estimation initiale de respectivement 190 000 et 219 000. Autrement dit, à chiffres précédents inchangés, le marché du travail aurait créé 148 000 emplois nets en novembre.

De plus, il faut noter qu'après 21 mois consécutifs de baisse, l'emploi dans les services a augmenté de 2.000 personnes en octobre (chiffre révisé en hausse par rapport et son estimation initiale) et de 58 000 en novembre. Là aussi, un plus haut depuis décembre 2007. Cette dynamique retrouvée s'explique principalement par le retour en force des services aux entreprises qui ont enregistré leur troisième mois consécutif de créations d'emplois, soit 148 000 postes sur la période et 86 000 sur le seul mois de novembre.

L'emploi reprend des couleurs...



Par ailleurs, si le taux de salaire horaire n'a augmenté que de 0,1 % en novembre, son glissement annuel reste toujours très appréciable à 2,2 %. Mais surtout, les salaires hebdomadaires moyens ont progressé de 0,7 % sur le seul mois de novembre, soit leur plus forte hausse depuis mars 2008. Autrement dit, les salariés américains auront de quoi consommer pour les fêtes de fin d'année.

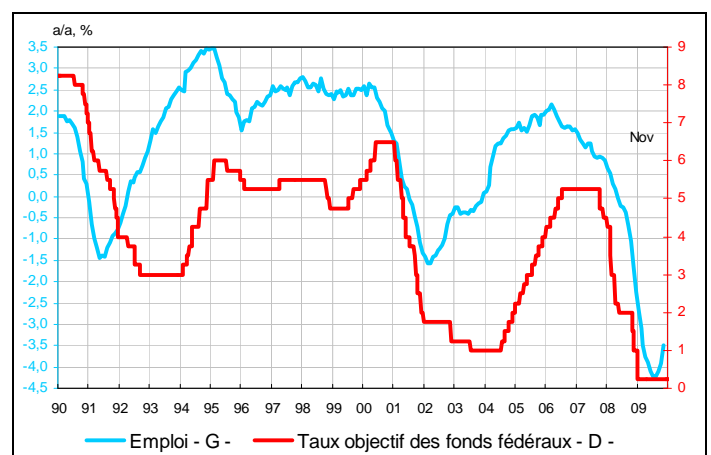
Enfin, cerise sur le gâteau, après 28 mois de baisse quasi-ininterrompue, le nombre moyen d'heures travaillées par semaine a progressé de 0,6 % en novembre pour l'ensemble du secteur privé et de 0,7 % dans le seul secteur manufacturier.

S'il ne faut évidemment pas crier victoire trop vite, notamment parce qu'à 10 %, le taux de chômage américain demeure toujours très élevé, les chiffres de novembre rappellent simplement que l'économie américaine est particulièrement résistante et connaît actuellement un cycle normal de reprise. Le déroulement de ce dernier est le suivant : la reprise économique commence, puis, six mois plus tard, l'emploi prend le relais et le chômage commence à reculer. Si le PIB américain a retrouvé le chemin de la hausse à partir de l'été dernier, l'emploi serait donc presque en avance...

Mais pour éviter, tout nouveau soubresaut, l'Oncle Sam dispose encore de quelques cartouches très appréciables : une politique monétaire durablement accommodante et surtout la suite du plan de relance budgétaire qui se traduira par 450 milliards de dollars d'investissements en 2010.

Autrement dit, même si le marché du travail américain reste fragile et pourrait encore enregistrer quelques mois difficiles, la tendance à la baisse du chômage ne fait que commencer et s'intensifiera significativement en 2010.

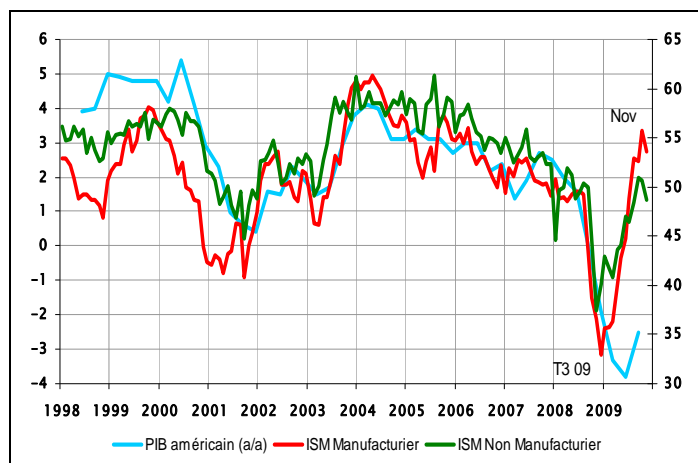
Good Job de la Fed.



En fait, la seule mauvaise nouvelle de la semaine statistique américaine est relative à la baisse surprise de l'indice ISM des directeurs d'achat dans le secteur non-manufacturier. Après deux mois consécutifs au-dessus de la barre des 50, cet indicateur avancé du PIB dans les services est ainsi repassé sous cette frontière, à 48,7 précisément. Si, comme le montre le graphique ci-dessous, ce niveau n'est pas catastrophique, il confirme

néanmoins que la reprise américaine reste encore fragile et que le second volet du plan de relance Obama lui fera le plus grand bien.

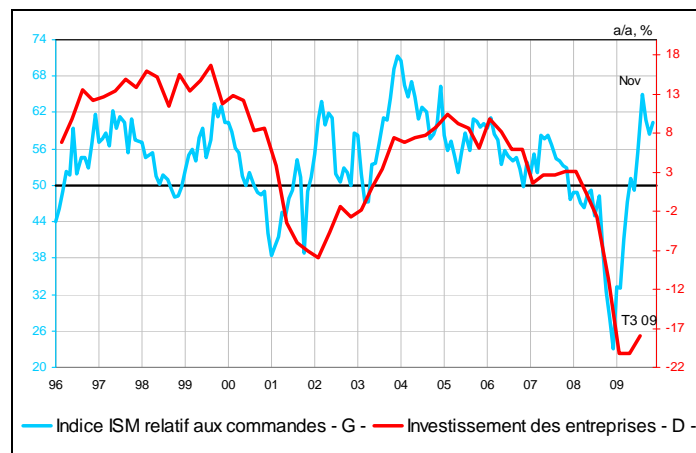
La reprise marque une pause temporaire.



En outre, et surtout, en dépit également d'une légère baisse en novembre, l'indice ISM dans l'industrie manufacturière reste largement au-dessus des 50, à 53,6 précisément, indiquant par là même que si elle marque une pause, la reprise est loin d'être terminée.

D'ailleurs, l'indice « commandes » de cette enquête, c'est-à-dire un indicateur avancé de l'investissement des entreprises, a de nouveau progressé en novembre à 60,3.
























































Le rebond de l'investissement des entreprises s'annonce toujours massif.



Si le sommet de 64,9 atteint en août dernier n'est pas retrouvé, cette évolution montre néanmoins que la croissance annuelle de l'investissement devrait renouer avec des niveaux d'au moins 8 % d'ici le printemps 2010. De quoi conforter l'installation du cercle vertueux investissement-emploi-consommation.

Marc Touati

La météo économique de la semaine écoulée :

Pays	Indice	Période	Publié	Précédent	Climat	Bilan
	US Indices des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière de Chicago	novembre	56,1	54,2		
	US NAPM-Milwaukee	novembre	57,0	50,0		
	US Indice de l'activité manufacturière de la Fed de Dallas	novembre	+0,3%	-3,3%		
	US Indice ISM des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière	novembre	53,6	55,7		
	US Promesses de ventes	octobre	+3,7%, +28,6% YoY	+6,0%, +19,8% YoY		
	US Dépenses dans le secteur de la construction	octobre	0,0%	-1,6%		
	US Ventes totales de véhicules	novembre	10,92 millions	10,45 millions		
	US Indice ADP d'évolution de l'emploi privé	novembre	-169 000	- 195 000		
	US Productivité dans le secteur non agricole (final)	3ème trimestre	+8,1%	+9,5%		
	US Coût unitaire du travail (final)	3ème trimestre	-2,5%	-5,2%		
	US Nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage	28 novembre	457 000	462 000		
	US Nombre total de demandeurs d'emplois indemnisés	21 novembre	5 465 000	5 437 000		
	US Indice ISM non manufacturier composite	novembre	48,7	50,6		
	US Taux de chômage	novembre	10%	10,2%		
	US Variations du nombre de salariés dans le secteur non agricole	novembre	-11 000	-111 000		
	US Variations du nombre de salariés dans l'industrie manufacturière	novembre	-41 000	- 51 000		
	US Salaire moyen horaire	novembre	+0,1%, +2,2% YoY	+0,3%, +2,5% YoY		
	US Nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées	novembre	33,2	33,0		
	US Commandes aux usines	octobre		0,9%		
	ZE Indice des prix à la consommation (1ère estimation)	novembre	+0,6%	-0,1% YoY		
	ZE Indice PMI des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière (final)	novembre	51,2	51		
	ZE Taux de chômage	octobre	9,8%	9,8%		
	ZE Indice des prix à la production	octobre	+0,2%, -6,7% YoY	-0,4%, -7,6% YoY		
	ZE Indice PMI des directeurs d'achats dans les services (final)	novembre	53,0	53,2		
	ZE Indice PMI composite des directeurs d'achats (final)	novembre	53,7	53,7		
	ZE Ventes au détail	octobre	0,0%, -1,9% YoY	-0,5%, -2,8% YoY		
	ZE PIB (2ème estimation)	3ème trimestre	+0,4%, -4,1% YoY	+0,4%, -4,1% YoY		
	ZE Reunion de politique monétaire de la BCE et décision sur le taux refi	3 décembre	1,00%	1,00%		
	Fr Indice des prix à la production	octobre	+0,8%, -6,6% YoY	-0,3%, -8,0% YoY		
	Fr Indice PMI des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière (final)	novembre	54,4	54,2		
	Fr Indice ILO du taux de chômage	3ème trimestre	9,5%	9,4%		
	Fr Indice PMI des directeurs d'achats dans les services (final)	novembre	60,9	60,4		
	All Ventes au détail	octobre	+0,5%, -1,7% YoY	-0,2%, -3,2% YoY		
	All Indice PMI des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière (final)	novembre	52,4	52		
	All Taux de chômage	novembre	8,1%	8,2%		
	All Indice PMI des directeurs d'achats dans les services (final)	novembre	51,4	51,5		
	UK Credits nets aux consommateurs	octobre	- £ 0,6 mds	- £ 0,3 mds		
	UK Indice PMI des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière	novembre	51,8	53,4		
	UK Indice PMI des directeurs d'achats dans le secteur de la construction	novembre	47,0	46,2		
	UK Indice PMI des directeurs d'achats dans les services	novembre	56,6	56,9		
	UK Reserves de change officielles	novembre	\$ 1947 millions	\$ 555 millions		
	JP Ventes de véhicules	novembre	+36,0% YoY	+12,6% YoY		
	JP Production industrielle (préliminaire)	octobre	+0,5%, -15,1% YoY	+2,1%, -18,4% YoY		
	CH Indice PMI des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière	novembre	55,2	55,2		

Les Marchés : La rue est vers l'or.

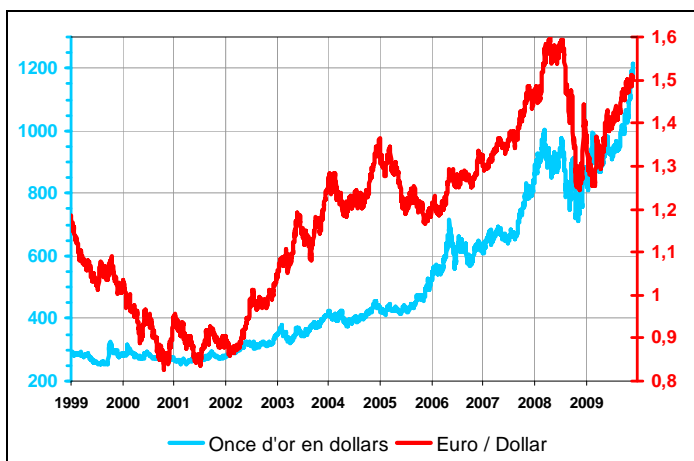
Après avoir atteint les 1000 dollars l'once pour la première fois le 14 mars 2008, puis s'être replié vers les 750 dollars en novembre 2008, l'or s'est installé sur une nette tendance haussière depuis an. Mais, c'est surtout depuis trois mois que la flambée de l'or s'est accélérée : 1000 dollars l'once fin septembre, 1100 dollars début novembre et enfin un nouveau record historique de 1200 dollars depuis le 1^{er} décembre.

Si bien qu'après les marchés et les institutions financières internationales, c'est désormais le grand public qui semble s'intéresser au métal jaune. Situation classique et donc dangereuse puisque c'est souvent lorsque la rue (c'est-à-dire les petits porteurs) commence à acheter massivement un actif dont le prix a fortement flambé au préalable que la bulle commence à se dégonfler. Ce fut par exemple le cas avec les actions en 1987, avant le krach d'octobre, en 2000 au sommet de la bulle Internet ou encore avec les matières premières lorsque le baril atteignait 150 dollars en juillet 2008.

Autrement dit, si la rue est vers l'or, c'est certainement mauvais signe pour les cours à venir.

Certes, la flambée du métal jaune n'est pas que spéculative. Elle s'appuie également sur les achats massifs des banques centrales asiatiques, à commencer par celles de l'Inde et de la Chine. Forte de 2273 milliards de dollars de réserves de change et ne disposant que de 40 milliards de dollars de réserves d'or, la Banque Populaire de Chine est effectivement tentée de convertir une partie de ses dollars en or.

Les Chinois vendent du dollar pour acheter de l'or.

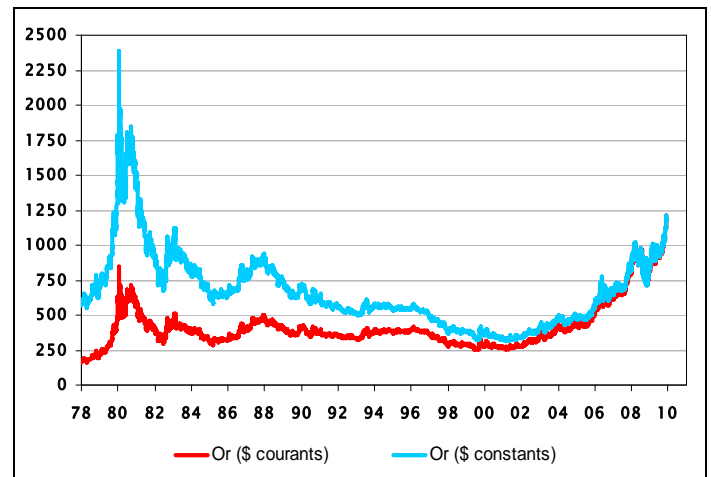


A titre de comparaison, la Réserve Fédérale américaine dispose de 315 milliards de dollars d'or, soit 77,4 % du total de ses réserves « or et devises ». Les Etats-Unis disposant de la devise internationale de référence, ils n'ont évidemment pas besoin de réserves de changes importantes. Aussi, il est clair que, si un jour la Chine veut imposer le yuan dans les transactions internationales et concurrencer le dollar, d'abord en Asie et ensuite au niveau mondial, elle devra continuer d'augmenter son stock d'or.

Dans ces conditions, une forte chute des cours de l'or paraît peu probable. Et ce d'autant que l'or étant un signe extérieur de richesse déterminant dans les pays asiatiques, la demande d'or de la part de ces derniers n'est pas près de baisser.

Pour autant, il faut aussi souligner que le métal jaune fait bien actuellement l'objet d'une bulle et qu'acheter de l'or aujourd'hui reste risqué. Bien entendu, la formation d'une bulle ne signifie pas que les cours vont arrêter de monter à court terme. C'est même l'inverse qui se produit car c'est à la fin de la bulle que les prix flambent le plus.

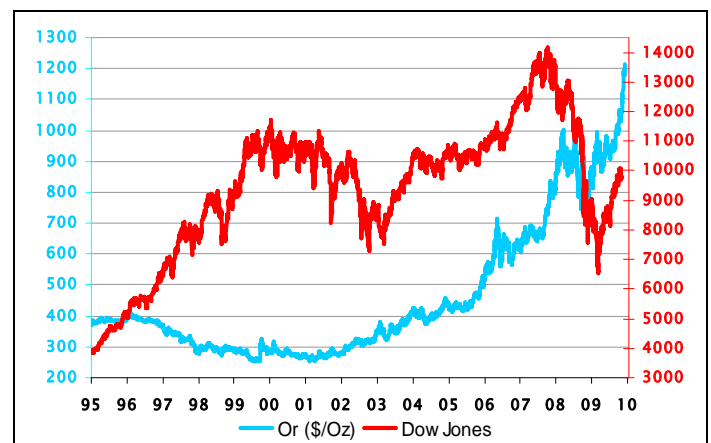
C'est à la fin des bulles que les cours augmentent le plus...



En revanche, avec la reprise de l'économie mondiale, la remontée durable des marchés boursiers et la modération durable de l'inflation, l'or ne pourra pas continuer de monter fortement en 2010.

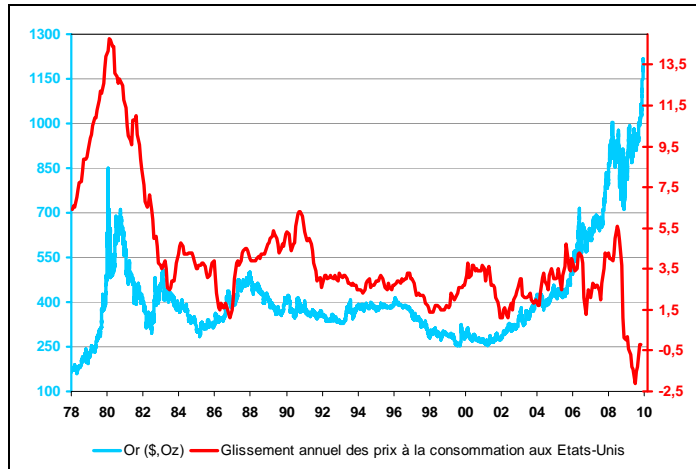
En effet, n'oublions pas que, même si mesurée à dollars constants, l'once d'or a atteint les 2000 dollars en janvier 1980, c'était surtout parce qu'à l'époque elle constituait une valeur refuge contre l'hyperinflation, la dégringolade boursière et la récession mondiale.

Lorsque les bourses montent, l'or baisse, sauf depuis 2007, début de la bulle de l'or.



Aujourd'hui ces trois composantes ne sont plus présentes. Et même si les dettes publiques commencent à effrayer les marchés, alimentant par là même la flambée de l'or, le retour de la croissance mondiale permettra d'éviter une bulle internationale de la dette.

L'or est déconnecté de la faiblesse de l'inflation.



En conclusion, si l'or restera cher en 2010, il nous paraît important de souligner qu'il fait aujourd'hui l'objet d'une bulle spéculative qui finira forcément par se dégonfler. C'est là que réside toute la difficulté de l'investissement financier : il faut éviter d'acheter après plusieurs années de forte hausse des cours et, au contraire, oser ne pas vendre, voire acheter après une période de forte baisse. Malheureusement, les *animal spirits* qui régissent les marchés sont tels que c'est souvent l'inverse qui est effectué...

Marc Touati

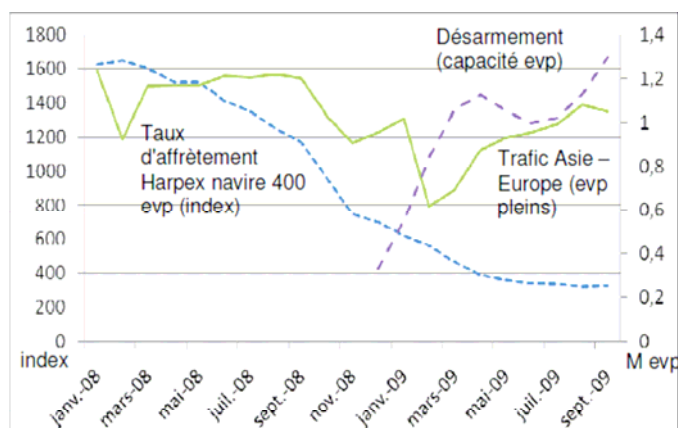
Analyses et perspectives : Cheaper Shipping.

La crise mondiale a brutalement stoppé un cycle fastueux pour l'industrie du Shipping qui s'était engagée dans une course au gigantisme. Au cours des 3 dernières années, et pour le seul segment des conteneurs, les armateurs ont investi 106Mds\$ afin d'augmenter leurs capacités (source : Isemar).

Or, l'effondrement de la demande et les surcapacités ont eu un effet dévastateur sur les prix. Le taux de fret par conteneur TEU (twenty feet equivalent unit) ou EVP (équivalent vingt pieds) est ainsi passé de 1700\$ en juillet 2007 à 416\$ en juin 2009, avant de remonter autour de 1000\$. A ce prix, les lignes Asie-Europe du Nord redeviennent bénéficiaires en octobre. Mais cette remontée des taux de fret n'est pour l'instant pas le reflet d'un redémarrage de l'activité maritime. Elle est la conséquence d'un ajustement sévère de la flotte afin de réduire les capacités, et parallèlement, les chantiers de démantèlement situés en Inde, au Bangladesh ou au Pakistan tournent à plein régime. On estime, en effet, que 10% de la flotte mondiale de porte-conteneurs, soit plus de 400 navires, a déjà été désarmée et que l'équivalent de 1,4M d'EVP, soit 15% de l'offre totale de conteneurs, a été désactivé.

Aussi, les trafics portuaires sont en fort recul et l'industrie du conteneur subit son plus gros choc économique depuis sa création. Les terminaux du monde entier enregistrent des reculs d'activité impressionnants sur les 9 premiers mois de l'année : Saint Petersburg -37%, Yokohama -30%, Hambourg -29%, Long Beach -24%, Hong Kong -20%, Singapour -16%, Rotterdam et Shanghai -13%...

Evolution mensuelle des volumes Asie-Europe et de l'affrètement et du désarmement



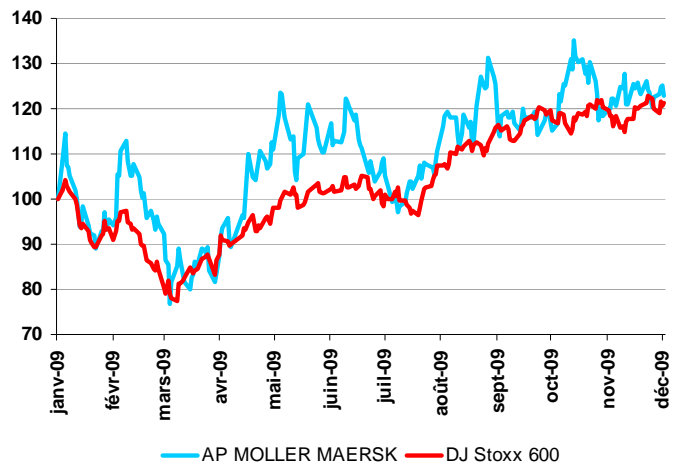
Sources : Isemar, ELAA, Haarpex, Lloyd

Drewry Shipping Consultants estime que la perte globale des opérateurs de conteneurs devrait atteindre 15Mds\$ en 2009. Les sociétés du secteur demeureront durablement affaiblies mais les états veilleront au maintien de leurs armements nationaux.

CMA CGM, le N°3 mondial avec une capacité de 1.015.000 EVP renégocie sa dette auprès des banques. Au 3ème trimestre sa situation s'améliore et les volumes progressent de l'ordre de 2%. Ce rebond intervient après un 1er trimestre en repli de 20% et un second trimestre au cours duquel les volumes s'étaient contractés de 21%. Pour le dernier trimestre, la société anticipe une hausse de 13% des volumes de conteneurs transportés.

Le N°2 mondial, l'Italo-suisse MSC (1.502.000 EVP) est également engagé dans un moratoire de sa dette.

Le danois Moeller Maersk (35.900DKK) qui dispose d'une capacité d'environ 2 millions d'EVP est le 1er armement mondial de conteneurs. Sur les 9 premiers mois de l'année, 13 navires représentant une capacité de 53.000 EVP ont été désarmés, soit environ 3% de la flotte. 8 porte-conteneurs parmi les plus vieux représentant une capacité de 35.000 EVP ont été définitivement réformés et le nombre de navires affrétés a été réduit de 9%, soit 24 navires supplémentaires. Au total, c'est près de 10% de la capacité de Maersk qui a été supprimée.



Le cost cutting a été très intense. Il se traduit par des coûts unitaires par conteneurs transportés en baisse de 16% sur les 9 premiers mois de 2009.

L'adoption du «super slow steaming» qui consiste à réduire la vitesse des vaisseaux a notamment permis d'alléger sensiblement la facture de fuel et la consommation totale de carburants a diminué de 13%.

Néanmoins, le taux de fret moyen qui s'établit à 1150\$/EVP sur les 9 premiers mois est toujours en repli de 30%. Aussi, l'Ebit par EVP transporté est négatif de 148\$ et Maersk prévoit désormais de perdre 1Md\$ sur l'ensemble de l'année 2009. Toutefois le N°1 mondial continue de surperformer son marché grâce notamment au maillage très fin de ses lignes, sur le modèle des Hubs du transport aérien.

En d'autres termes, Maersk gagne des parts de marchés, y compris dans l'activité APM Terminals qui recule de 9% dans un marché qui se contracte de 15% sur les 9 premiers mois de l'année.

L'activité «Oil & Gas» qui représente 35% de la valeur d'entreprise du groupe a été affectée par la baisse des prix du brut. Sur les 9 premiers mois de l'année, son résultat a été divisé par deux à 958M\$. Mais cette activité n'est valorisée que 3x son Ebitda contre une moyenne de 5x pour l'ensemble des producteurs européens.

Le contexte demeure très défavorable même si Drewry Shipping Consultants, dans son Container Market Annual Review & Forcast 2009/2010 anticipe un rebond des volumes de l'ordre de 2,4% pour 2010 et un taux de fret moyen sur l'axe stratégique Est-Ouest en progression de 18%.

Cependant, Moeller Maersk est un actif bradé. Son multiple d'Ebitda 2010 estimé est inférieur à 4x, et même en formulant l'hypothèse d'une dépréciation de l'ordre de 30% de la valeur de sa flotte de porte-conteneurs, ainsi que de son activité «Tankers », de ses terminaux portuaires et de ses chantiers navals, le leader mondial ne se payerait que 1,25x son actif net. Or, en moyenne sur 10 ans le marché a accepté de valoriser Moeller Maersk 1,8x son actif net.

A P Moller Maersk (Class B) (MAERSKB DC Equity, DK0010244508) en quelques chiffres

	2010	Secteur	DJ 600
PE	24,56 x	15,30 x	13,04 x
EPS (DKK)	1 461,69		
Net Dividend Yield (%)	1,81%	2,77%	3,60%
Price to Cash Flow	4,34 x	8,77 x	7,09 x
Net Margin (%)	2,34%		
Price to Book	1,03 x	1,95 x	1,56 x
Price to Sales	0,55		
Ev / Ebitda	3,92		
Return on Equity	4,18%	12,84%	12,04%

Source : Factset

Philippe Moni
(vendeur institutionnel)

Les évènements à suivre du 7 au 11 décembre :

Le rebond de la consommation se confirme outre-Atlantique.

L'actualité économique-statistique aux Etats-Unis sera marquée cette semaine par la publication de la balance commerciale d'octobre (jeudi), ainsi que par les chiffres des ventes au détail de novembre (vendredi).

Dans l'Hexagone, nous suivrons les chiffres de la balance commerciale (mercredi) ainsi que ceux de la production industrielle (jeudi).

Enfin, nous connaissons jeudi la décision de la Banque d'Angleterre sur son taux directeur.

Mercredi 9 décembre, 8h45 (heure de Paris) : le déficit commercial français se creuse légèrement en octobre.

Après s'être considérablement creusé en août, le déficit commercial français s'est réduit en septembre pour atteindre 1,7 milliard d'euros, tiré par le rebond des exportations. Pour le mois d'octobre, le déficit extérieur français devrait se creuser légèrement pour atteindre 2,5 milliards d'euros. En effet, les exportations, qui avaient affiché une hausse de 2,2% en septembre devraient régresser significativement, notamment handicapées par la force de l'euro. Quant aux importations, qui avaient augmenté de 0,7 %, elles devraient croître davantage, soutenues par la petite reprise qui se dessine dans l'Hexagone.

Jeudi 10 décembre, 8h50 : la production industrielle française retrouve le chemin de la hausse en octobre.

Après quatre mois consécutifs de hausse, la production industrielle française a décliné de 1,5% en septembre. En glissement annuel le recul a atteint 11% sur ce même mois. Cependant, les industriels français sont bien sortis du marasme, tant en termes d'activité que de confiance, comme le montre notamment l'amélioration de l'indice de la production passée pour octobre de l'enquête INSEE dans l'industrie. De fait, la production industrielle française devrait croître de 0,5% en octobre et son glissement annuel devrait afficher un niveau de -6,5 %. Mais attention le rebond reste fragile et une fois la reprise technique de rattrapage passée, l'industrie et l'économie française au sens large risquent de manquer de relais de croissance.

Jeudi 10 décembre, 13h : statu quo pour les taux de la Bank of England.

Face à l'ampleur de la récession outre-Manche, la Banque d'Angleterre qui avait procédé en février à une baisse de 50pb de son taux de base, a de nouveau baissé ce dernier en mars de 50pb pour atteindre 0,50%, soit un plus bas historique. Le maximum a donc été fait sur le front de la politique monétaire et la Banque d'Angleterre maintiendra son taux de base à 0,50 % en décembre. En 2010, le retour d'une variation annuelle positive tant du PIB que des prix va évidemment changer la donne, et la Banque d'Angleterre sera alors dans l'obligation d'augmenter ses taux directeurs. Mais attention, la BoE devra se livrer à un *fine tuning* efficace, puisque cette hausse devra être à la fois suffisante pour empêcher une trop forte inflation mais pas trop non plus, afin de ne pas casser la reprise.

Jeudi 10 décembre, 14h30 : petite hausse du déficit commercial américain en octobre.

Après s'être réduit en août interrompant deux mois consécutifs de hausse, le déficit commercial américain qui s'est creusé pour atteindre 36,47 milliards de dollars en septembre, devrait s'accroître un peu plus en octobre.

En effet, si les exportations qui avaient progressé de 2,8% en septembre devraient confirmer leur bonne tenue, du fait notamment de la faiblesse du dollar, les importations devraient croître plus fortement, tirées notamment par le rebond de la consommation aux Etats-Unis. De plus, la hausse d'environ 10% du prix baril en octobre alourdira la facture énergétique américaine, d'où un déficit d'environ 37 milliards de dollars en octobre.

Vendredi 11 décembre, 14h30 : les ventes au détail américaines progressent encore en novembre.

Après avoir chuté de 2,3% en septembre, les ventes au détail américaines ont progressé de 1,4% en octobre du fait notamment de la très bonne tenue des dépenses automobiles. Pour le mois de novembre, tirées par la prime automobile qui malgré son interruption fin août a vraisemblablement généré une dynamique durable, mais aussi par la hausse des salaires réels et par la réduction des destructions d'emploi, les ventes au détail devraient progresser de 0,4%. Hors transport, après avoir augmenté de 0,2% en octobre, les ventes au détail devraient confirmer leur bonne tenue et croître de 0,5%.

Jérôme Boué

Calendrier complet des statistiques et événements de la semaine :

Date	Heure	Pays	Indicateur	Période	Prévisions GE	Consensus	Précédent
07/12/2009	0.50am	Japon	Reserves de change officielles	novembre			\$ 1056,8
07/12/2009	12.00 am	Allemagne	Commandes aux usines	octobre		+ 0,5%,-6,4%YoY	+ 0,9%,-13,1%YoY
07/12/2009	9.00 pm	Etats-Unis	Crédits à la consommation	octobre		-\$ 9,7 Mds	-\$14,8 Mds
08/12/2009	00.50 am	Japon	Balance ajustée des comptes courants	octobre		+ ¥ 1564,9 Mds	+ ¥ 1330,0 Mds
08/12/2009	00.50 am	Japon	Balance commerciale	octobre		+ ¥ 862,3 Mds	+ ¥ 599,2 Mds
08/12/2009	5.30 am	Japon	Faillites d'entreprises	novembre			-11,8% YoY
08/12/2009	6.00 am	Japon	Indicateur avancé (préliminaire)	octobre		88,7	86,4
08/12/2009	6.00 am	Japon	Indicateur coïncident (préliminaire)	octobre		93,8	92,7
08/12/2009	8.45 am	France	Balance budgétaire du gouvernement central	octobre			-€ 125,8 Mds
08/12/2009	10.30 am	Royaume Uni	Production industrielle	octobre		+0,5%,-7,7% YoY	+1,6%,-10,3% YoY
08/12/2009	10.30 am	Royaume Uni	Production manufacturière	octobre		+0,4%,-7,2% YoY	+1,7%,-9,3% YoY
08/12/2009	12.00 am	Allemagne	Production industrielle	octobre	+ 0,5%,-10,4% YoY	+ 1,0%,-10,2% YoY	+2,7%,-12,9% YoY
08/12/2009	4.00 pm	Etats-Unis	Indice IBD/TIPP d'optimisme économique	décembre			47,9
08/12/2009	11.00 pm	Etats-Unis	Indice hebdomadaire ABC de confiance des consommateurs	6 décembre			-45
09/12/2009	00.50 am	Japon	PIB (final)	3ème trimestre	+0,7% QoQ	+0,7% QoQ	+1,2% QoQ
09/12/2009	00.50 am	Japon	PIB annualisé (final)	3ème trimestre	+3,0%	+2,8%	+4,8%
09/12/2009	7.00 am	Japon	Commandes de machines outils (préliminaire)	novembre			-42,5% YoY
09/12/2009	8.00 am	Allemagne	Balance commerciale	octobre		+ € 10,9 Mds	+ € 10,6 Mds
09/12/2009	8.00 am	Allemagne	Balance des comptes courants	octobre		+ € 9,4 Mds	+ € 9,4 Mds
09/12/2009	8.00 am	Allemagne	Indice des prix à la consommation (final)	novembre		- 0,2%,+ 0,3% YoY	- 0,2%,+ 0,3% YoY
09/12/2009	8.45 am	France	Balance commerciale	octobre	- 2,5 Mds	- 2,3 Mds	- € 1,8 Mds
09/12/2009	10.30 am	Royaume Uni	Balance commerciale	octobre		- £ 3,1 Mds	- £ 3,4 Mds
09/12/2009	1.00 pm	Etats-Unis	Demandes hebdomadaires de crédits immobiliers	4 décembre			2,1%
09/12/2009	4.00 pm	Etats-Unis	Stocks des grossistes	octobre		-0,5%	-0,9%
10/12/2009	0.50 am	Japon	Commandes de machines	octobre		-4,5%,-21,0% YoY	+10,5%,-22,0% YoY
10/12/2009	8.50 am	France	Production industrielle	octobre	+ 0,5%,- 6,5% YoY	+ 0,4%,- 6,8% YoY	-1,5%,-10,4% YoY
10/12/2009	8.50 am	France	Production manufacturière	octobre		+1,5%,-6,1% YoY	-1,6%,-11,0% YoY
10/12/2009	11.00 am	Italie	PIB (final)	3ème trimestre		+0,6%,-4,6% YoY	-0,5%,-5,9% YoY
10/12/2009	13.00 am	Royaume Uni	Décision de la BoE sur son taux directeur	10 décembre	0,50%	0,50%	0,50%
10/12/2009	2.30 pm	Etats-Unis	Balance commerciale	octobre	-\$ 37,0 Mds	-\$ 37,1 Mds	-\$ 36,5 Mds
10/12/2009	2.30 pm	Etats-Unis	Nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage	5 décembre		470 000	457 000
10/12/2009	2.30 pm	Etats-Unis	Nombre total de demandeurs d'emplois indemnisés	28 novembre			5 465 000
10/12/2009	8.00 pm	Etats-Unis	Rapport budgétaire mensuel	novembre		-\$135,0 Mds	-\$176,4 Mds
11/12/2009	3.00 am	Chine	Indice des prix à la consommation (YoY)	novembre		+0,5% YoY	-0,5% YoY
11/12/2009	3.00 am	Chine	Ventes au détail	novembre		+16,5% YoY	+16,2% YoY
11/12/2009	3.00 am	Chine	Production industrielle	novembre		+18,0% YoY	+16,1% YoY
11/12/2009		Chine	Balance commerciale	novembre		+\$ 24,00 Mds	+\$ 23,99 Mds
11/12/2009	2.30 pm	Etats-Unis	Ventes au détail	novembre	+0,4%	+0,6%	+1,4%
11/12/2009	2.30 pm	Etats-Unis	Ventes au détail hors automobile	novembre	+0,5%	+0,6%	+0,2%
11/12/2009	4.00 pm	Etats-Unis	Confiance des ménages de l'université du Michigan (préliminaire)	décembre		68,8	67,4
11/12/2009	4.00 pm	Etats-Unis	Stocks des entreprises	octobre		-0,2%	-0,4%

Chiffres de la semaine du 30 novembre au 4 décembre

Indices	cours de clôture vendredi 27 novembre	cours 10h30 vendredi 4 décembre	% Chg semaine	% Chg Ytd
S&P 500	1 091,49	1 099,92	0,77%	21,77%
DJ 600	242,60	245,44	1,17%	23,74%
Eurostoxx 50	2 831,14	2 861,89	1,09%	16,93%
CAC 40	3 721,45	3 783,00	1,65%	17,56%
DAX (XETRA)	5 685,61	5 742,70	1,00%	19,39%
FTSE 100	5 245,73	5 287,22	0,79%	19,24%
TOPIX	811,01	889,58	9,69%	3,53%
NIKKEI	9 081,52	10 022,59	10,36%	13,13%
BOVESPA - Brésil	67 082,15	68 314,82	1,84%	81,93%
MICEX - Russie	1 286,04	1 311,44	1,98%	111,68%
SENSEX - Inde	16 632,01	17 090,90	2,76%	77,16%
SHANGAI Composite - Chine	3 096,27	3 317,04	7,13%	82,18%
HANG SENG - Hong Kong	21 134,50	22 498,15	6,45%	56,37%

Matières premières	cours de clôture vendredi 27 novembre	cours 10h30 vendredi 4 décembre	% Chg semaine	% Chg Ytd
Or \$/oz	1177,63	1204,33	2,27%	36,54%
Brent \$/b	76,41	77,76	1,77%	86,21%
CRB Index	273,09	276,55	1,27%	20,48%
Baltic Dry Index	3974,00	4062,00	2,21%	424,81%

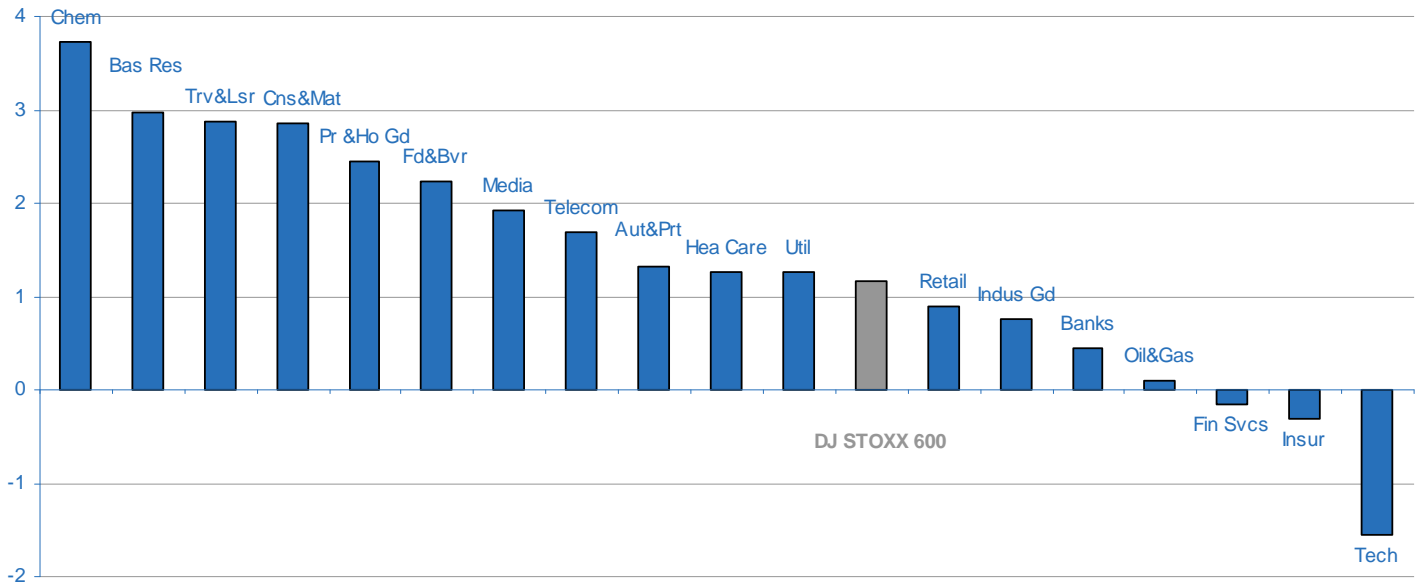
Devises	cours de clôture vendredi 27 novembre	cours 10h30 vendredi 4 décembre	% Chg semaine	% Chg Ytd
EUR/USD	1,4988	1,506299	0,50%	7,81%
EUR/JPY	129,67	132,785	2,40%	-4,62%
EUR/GBP	0,90832	0,9069	-0,16%	5,52%
EUR/CHF	1,507	1,5070	0,00%	-1,05%
USD/JPY	86,53	88,15	1,87%	2,98%
GBP/USD	1,6501	1,6610	0,66%	13,96%

Taux	cours de clôture vendredi 27 novembre	cours 10h30 vendredi 4 décembre
USA		
Directeurs (US Fed Funds)	0-0,25%	
JJ	0,10%	0,06%
3 mois	0,02%	0,04%
10 ans	3,21%	3,36%
Zone euro		
Directeurs (Refi)	1,00%	
JJ	0,30%	0,40%
3 mois	0,38%	0,40%
10 ans (German Bund rate)	3,17%	3,17%
Japon		
Directeurs (Overnight)	0,10%	
3 mois	0,16%	0,12%
10 ans	1,26%	1,30%

Source : Bloomberg

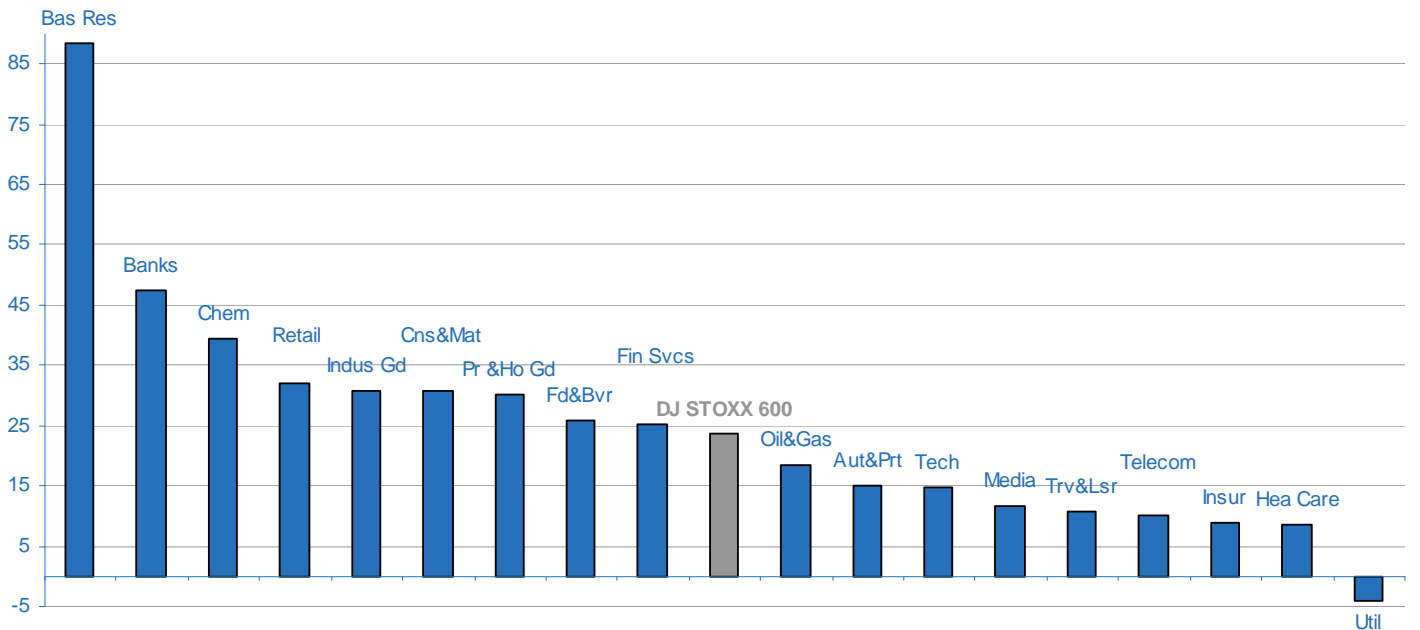
Synthèse sectorielle de la semaine DJ Stoxx 600

Performances sectorielles sur les 5 derniers jours (4/12/09)



Source : Bloomberg

Performances sectorielles depuis le début d'année (4/12/09)



Source : Bloomberg

Calendrier des publications et versements de dividendes

	Résultats	Dividendes	Évènements
lundi 07 déc			
mardi 08 déc	Tesco interim Kroger Co / Texas Instruments Mid-quarter update	Baxter International (\$0.29)	3M Company 2010 Outlook Meeting / Global Industries conf at Bank of America-ML
mercredi 09 déc		Land Securities (GBp 7) / Wal-Mart Stores (€0.2725)	Swiss Re investor day
jeudi 10 déc	National Semiconductor	FedEx (\$0.11) / Time Warner (\$1.00)	Prudential investor day
vendredi 11 déc		Merck & Co (\$0.38) / NYSE Euronext (\$0.30)	

Rappel de nos prévisions macro-économiques et financières.

	Croissance du PIB				Inflation				Taux de chômage			
	en volume				en moyenne annuelle				en moyenne annuelle			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Etats-Unis	2,0	1,1	-2,2	2,8	2,9	3,8	-0,4	2,3	4,6	5,8	9,4	9,2
Japon	2,1	-0,7	-5,0	0,2	0,5	1,2	-0,2	1,2	3,9	4,1	5,0	4,8
Euroland	2,7	0,7	-3,9	1,3	2,1	3,3	0,3	1,8	7,4	7,4	9,4	9,4
Allemagne	2,5	1,0	-4,9	1,5	2,1	2,6	0,5	2,0	9,0	7,8	9,4	9,4
France	1,9	0,7	-2,2	1,1	1,6	2,8	0,1	1,5	8,0	7,5	9,5	9,5
Italie	1,7	-1,0	-4,5	0,9	2,2	3,2	1,0	2,0	6,2	6,9	9,3	9,3
Espagne	3,8	1,1	-3,5	0,6	3,2	3,5	1,0	2,0	8,3	10,5	16,0	16,2
Royaume-Uni	3,1	0,7	-3,9	1,4	2,3	4,0	0,9	2,2	5,4	5,6	7,5	7,3
Monde	5,0	2,8	0,0	3,2								

	Taux d'intérêt directeurs				Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans				
	4 déc	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	4 déc*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	
Etats-Unis	0-0,25	0,25	0,50	1,75	Etats-Unis	3,47	3,50	4,00	4,30
Euroland	1,00	1,25	1,50	1,75	Euroland	3,24	3,50	3,90	4,20
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,75	1,50	Royaume-Uni	3,70	3,90	4,00	4,30
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	Japon	1,29	1,50	1,70	1,90

	Taux de change				Bourses internationales				
	4 déc*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	4 déc*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	
EUR/USD	1,4945	1,45	1,30	1,20	Dow Jones	10 479	10 500	11 200	12 000
USD/JPY	89,61	95	100	110	Nikkei	10 022	10 200	10 800	11 000
EUR/JPY	133,9	137,8	130,0	132,0	Cac 40	3 866	3 900	4 200	4 400
EUR/GBP	0,90	0,87	0,85	0,82	Euro Stoxx 50	2 917	2 950	3 100	3 200

* Niveau à 15h35 (heure de Paris)



GLOBAL EQUITIES

ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT

23, rue Balzac– 75008 Paris - France
Standard: + 33 (0) 1 444 333 00 – Fax : + 33 (0) 1 70 70 19 19
www.global-equities.com

CONTACTS

Etudes économiques et financières

Marc TOUATI

DIRECTEUR DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

+33(0)1.44.43.33.80

mtouati@global-equities.com

Jérôme BOUE

ÉCONOMISTE

+33(0)1.44.43.33.77

jboue@global-equities.com

Luis CAMEIRAO

ASSISTANT-STRATEGISTE

+33(0)1.44.43.33.69

lcameirao@global-equities.com