

### INDICES

	Clôture 13/11/09	Clôture 20/11/09	%Chg.	%YTD	Supports	Résistances		13/11/09	20/11/09
CAC 40	3806,01	3729,36	-2,01%	15,89%	3610-3549	3927-4032	€/€	1,4912€	1,4864€
Eurostoxx 50	2883,04	2833,06	-1,73%	15,57%	2743-2639	2880-2962	WTI Fut.	76,54\$	77,69\$
DAX 30	5686,83	5663,15	-0,42%	17,73%	5475-5160	5746-5860	Gold	1118,65\$	1150,30\$
DowJones	10270,47	10318,16	0,46%	17,57%	9925-9425	10347-10820			
Nasdaq	2168,73	2146,04	-1,05%	36,08%	2018-1957	2190-2276			

### RESUME DE LA SEMAINE

- Cette semaine, les investisseurs se sont montrés peu optimistes à Wall Street, les dernières statistiques économiques publiées ne semblent pas les avoir convaincus. En effet, le taux de défauts de paiement sur les emprunts immobiliers aux États-Unis a atteint un nouveau record au troisième trimestre, a indiqué l'Association des banquiers hypothécaires américains. Ce taux a augmenté de 0,40 point par rapport au trimestre précédent, pour atteindre 9,64% en données corrigées des variations saisonnières, indique la MBA. C'est le troisième trimestre de suite que ce taux marque un nouveau record. Un an plus tôt, il n'était encore que de 6,99%. Dans ce contexte, on renouvelle notre scénario de prudence concernant les positions à prendre sur les marchés, surtout qu'on a touché les niveaux de résistances sur plusieurs indices, en particulier le S&P500 à 1100 points, d'où un pull back pour combler le gap à 1071 points est à favoriser.
- Cette semaine on retiendra principalement aux États-Unis, le PIB du troisième trimestre, la confiance des consommateurs du Conference Board et le **compte-rendu du comité de politique monétaire** mardi, les commandes de biens durables et l'indice de confiance de l'université du Michigan mercredi, sans oublier les indicateurs immobiliers publiés sur trois jours.

Par ailleurs on suivra le PIB et l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne mardi, les chiffres de l'emploi en France jeudi, et le climat des affaires pour la zone euro vendredi.

Le Président de la Fed, Ben Bernanke, a jugé que l'économie américaine faisait encore face à certains challenges "considérables". Cependant, Bernanke a estimé que l'évolution la plus probable était celle d'une croissance modérée en 2010, avec une inflation sous contrôle. Dans ses remarques devant l'Economic Club de New York, Bernanke a donc jugé que l'hypothèse la plus probable était celle de la poursuite d'une expansion modeste, alors que la demande finale montre des signes de renforcement, soutenue par l'amélioration globale des conditions financières.

Parmi les éléments adverses, le leader de la Fed évoque tout de même un flux de crédit toujours contenu, une faible activité économique ou encore un chômage beaucoup trop élevé. D'ailleurs, Bernanke admet que la croissance économique ne sera, hélas, sans doute pas suffisante pour significativement réduire le chômage aux États-Unis...

Bernanke a aussi voulu affirmer à son tour que la Fed soutenait un dollar fort. Alors que le président de la Fed n'a guère pour habitude de commenter les fluctuations des marchés de changes, Bernanke a assuré que la Banque Centrale américaine suivrait avec attention les développements relatifs aux devises mondiales et leurs implications. La Fed désire que le dollar soit "source de stabilité financière".

L'or continu d'inscrire des nouveaux records en touchant un plus haut historique de 1.152,74 dollars l'once, l'Euro/Dollars reste stable à 1,49\$.

- Statistiques américaines :** Le Département américain au Commerce a dévoilé des ventes US de détail en progression assez vive avec l'automobile. Sur le mois d'octobre 2009, les ventes de détail globales aux États-Unis ont progressé ainsi de 1,4% sur une base ajustée des variations saisonnières, après une chute de 2,3% en septembre (chute supérieure aux estimations initiales). Le consensus était voisin de 1% de croissance en octobre, mais le fait que la baisse de septembre ait été plus importante que prévu compense en partie cette bonne nouvelle. Hors automobiles, par ailleurs, les ventes n'auraient augmenté que de 0,2%, après +0,4% en septembre. La croissance des ventes automobiles a atteint 7,4% en octobre, après 14,3% de plongeon le précédent mois.

Les stocks des entreprises US ont reculé pour le 13<sup>ème</sup> mois consécutif en septembre 2009, en repli de 0,4%. Les ventes des entreprises, quant à elles, ont baissé de 0,3% en septembre aux États-Unis. Le ratio stocks sur ventes est resté stable à 1,32. Les grossistes et le segment manufacturier ont réduit leurs stocks, alors que l'automobile a reconstitué les siens après la prime à la casse.

L'indice "Empire State" d'activité manufacturière dans la région de New York s'est établi à 23,5 en novembre 2009, contre 34,6 en octobre, traduisant ainsi un ralentissement prononcé du rythme d'expansion. L'indice de la Fed de New York avait touché un sommet de cinq ans en octobre. Les indices des commandes nouvelles et des livraisons ont corrigé d'octobre à novembre. L'indice de l'emploi a fait de même.

L'indice US des prix à la production pour octobre 2009 a affiché une augmentation de 0,3%, sur un rythme ajusté des variations saisonnières, avec les croissances des prix de l'énergie et de l'alimentation. Hors alimentaire et énergie cette fois, le "PPI" a reculé de 0,6%, soit un déclin record en trois ans, avec les prix des automobiles. Sur un an, l'indice global des prix à la production américains a régressé de 1,9% et l'indice hors alimentation et énergie a augmenté de 0,7%.

D'après la Fed, la production industrielle d'octobre 2009 aux États-Unis a augmenté timidement de 0,1%, après des gains mensuels moyens de 0,9% sur les trois mois antérieurs. La production manufacturière a reculé de 0,1% et la production minière de 0,2%, mais l'indice des "utilities" a grimpé à l'inverse de 1,6%. La production industrielle totale a régressé de 7,1% en comparaison de l'an dernier. Le taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie a augmenté de 0,2 point de pourcentage à 70,7%. L'utilisation des capacités manufacturières est inchangée à 67,6%.

La National Association of Home Builders (NAHB) a dévoilé un indice NAHB / Wells Fargo de confiance des industriels de l'immobilier US stable à 17 en novembre 2009. Bon nombre de réponses des promoteurs n'ont été reçues qu'avant la décision du Congrès de conserver une incitation fiscale importante pour les acquéreurs de logements. La composante des anticipations de ventes à six mois de cet indice du marché immobilier a augmenté de deux points en comparaison du mois antérieur, à 28 en novembre. Selon le Président de la NAHB, Joe Robson, maintenant que le Congrès a "fait son travail" en étendant les crédits d'impôts jusqu'à l'an prochain et en élargissant l'éligibilité des acheteurs potentiels, "nous avons grand espoir que cela ait l'effet stimulant voulu sur l'activité de ventes à venir".

Les mises en chantier de logements US pour octobre 2009 ont fortement corrigé en comparaison du mois antérieur, de retour au plus bas de six mois. Ainsi, les mises en chantier ont plongé de 10,6%, s'établissant sur un rythme ajusté des variations saisonnières de 529.000 unités, très inférieur au consensus. Les mises en chantier de maisons individuelles ont régressé de 6,8% à 476.000 unités, alors que celles de grands appartements ont dévissé de 34,6% à 53.000.

Les permis de construire, indicateur de construction future, ont baissé par ailleurs de 4% en octobre, sur un rythme ajusté des variations saisonnières de 552.000 unités, au plus bas depuis mai.

Les mises en chantier étaient attendues à 600.000 environ et les permis à 580.000. En comparaison d'octobre 2008 cette fois, les permis de construire chutent de 24,3% et les mises en chantier de 30,7%.

L'indice US des prix à la consommation a progressé de 0,3% en octobre 2009, sur un rythme ajusté des variations saisonnières, avec les prix de l'automobile, et de l'énergie. Le consensus tablait sur une hausse de 0,2%. L'indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie augmente de 0,2% sur le mois passé quand les économistes attendaient une progression de 0,1%. Durant l'année écoulée, les prix à la consommation ont régressé globalement de 0,2%, mais l'indice "CPI" hors alimentaire et énergie a progressé de 1,7%. En septembre, l'indice avait augmenté de 0,2% et l'indice hors alimentation et énergie de 0,2% en comparaison du mois antérieur.

Les stocks commerciaux de brut, hors réserve stratégique, ont reculé pour la semaine close au 13 novembre, de 0,9 million de barils, à 336,8 millions de barils. Le consensus tablait sur une baisse de 300.000 barils. Les stocks d'essence ont eux baissé de 1,7 million de barils quand le consensus attendait une stabilité des réserves. Enfin, les stocks de produits distillés (gazole et fioul de chauffage) ont reculé de 0,3 million de barils quand le consensus attendait une baisse 700.000 barils.

Le Département US au Travail vient d'annoncer que les inscriptions hebdomadaires nouvelles au chômage, sur un rythme ajusté des variations saisonnières, sont restées stables pour la semaine close au 14 novembre pour s'établir à 505.000. Un chiffre légèrement moins bon qu'attendu puisque le consensus Bloomberg tablait sur 504.000 nouvelles demandes. Cela fait maintenant 53 semaines que ce chiffre est supérieur à 500.000. La moyenne à quatre semaines atteint 514.000 pour la période terminant le 14 novembre. Un chiffre en baisse de 6.500 par rapport à la semaine précédente et au plus bas depuis novembre 2008. Le taux de chômage indemnisé lors de la semaine close le 7 novembre atteint 4,3%, inchangé par rapport à la semaine précédente. Le nombre de chômeurs indemnisés sur la même période s'établit à 5,61 millions, en baisse de 39.000 par rapport à la semaine précédente, et au plus bas depuis le mois de mars.

Le Conference Board américain a fait état d'un indice des indicateurs avancés US en augmentation de 0,3% en octobre 2009, après une croissance de 1% en septembre et une hausse de 0,4% en août. Après un semestre d'augmentation, la progression de cet indice "LEI" se stabilise, explique l'économiste du Conference Board, Ataman Ozyildirim. Cependant, les gains continuent d'être bien répartis. Les indices composites suggèrent que la recovery se profile et que l'activité économique devrait continuer de s'améliorer sur le court terme, explique l'économiste. Ken Goldstein, autre spécialiste du Conference Board, juge que les données indiquent une reprise, et anticipe une croissance lente durant le 1er semestre 2010. Le rythme de l'expansion aux Etats-Unis dépendra cependant du niveau de reprise de la demande et de son timing, d'après Goldstein.

L'indice d'activité manufacturière régionale de la Fed de Philadelphie a progressé à 16,7 en novembre 2009, contre 11,5 sur le mois antérieur. L'indice est positif depuis quatre mois, signalant l'expansion. En outre, la croissance de l'indicateur entre octobre et novembre traduit une accélération. L'indicateur des commandes nouvelles s'est amélioré à 14,8 ce mois, alors que l'indice des livraisons a grimpé à 15,7. L'indice de l'emploi s'est aussi apprécié, mais reste légèrement négatif de 0,5, signalant des pertes d'emplois réduites.

D'après une étude de la Mortgage Bankers Association américaine, le chômage et les difficultés économiques continuent de mettre la pression sur les ménages ayant contracté des crédits immobiliers. Ainsi, 14,41% des Américains ayant contracté un crédit immobilier seraient désormais "délinquants" dans leurs remboursements, ou pire encore, pris dans un processus de saisie. Ces données concernent le 3ème trimestre calendaire 2009. Le "taux de délinquance" sur les crédits a atteint 9,64% sur un rythme ajusté des variations saisonnières en fin de trimestre, contre 9,24% trois mois avant et 6,99% l'an passé. Ce taux de délinquance exclut les procédures de saisies, qui concernent 4,47% des emprunteurs immobiliers, contre 4,3% sur le trimestre antérieur et 2,97% l'an passé. Délinquance sur les crédits et saisies ont ainsi atteint des sommets historiques, depuis les débuts de l'étude.

## NOUVELLES DES SOCIETES

- **DANONE** : Danone a organisé son séminaire Investisseurs à Amsterdam aux Pays Bas les 17 et 18 Novembre 2009. Ce séminaire a porté sur la mission et la stratégie du groupe, ainsi que sur les leviers de croissance à long terme de ses différentes activités. La direction a reconfirmé une croissance du chiffre d'affaires en données comparables proche de 4% au deuxième semestre 2009 et une regression de la marge opérationnelle courante (EBIT) entre 60 et 70 points de base (en données comparables pour l'ensemble de l'année 2009). Le groupe vise une croissance de +10% du bénéfice net courant dilué par action en 2009 (à périmètre de consolidation et taux de change constants et en excluant l'effet de l'augmentation de capital de 3 milliards d'euros qui a eu lieu en juin 2009). Il s'attend à une croissance à deux chiffres du free cash flow opérationnel en 2009. Les objectifs à moyen terme sont une croissance annuelle du chiffre d'affaires en données comparables d'au moins 5% et un Free cash flow opérationnel annuel atteignant 2 milliards d'euros d'ici 2012. 'Sur la base de l'augmentation de nos capacités en la matière sur nos différentes activités, nous avons pour objectif d'atteindre un Free Cash Flow opérationnel annuel de 2 milliards d'ici 2012.' a déclaré Emmanuel Faber, Directeur Général Délégué de Danone.
- **ACCOR** : Accor a annoncé que son conseil d'administration se réunirait avant la fin de l'année 2009 pour prendre une décision vis-à-vis du projet de scission des deux métiers du groupe, l'hôtellerie d'une part et les services d'autre part. Dans un communiqué, Accor se déclare toutefois satisfait de l'avancée des travaux visant à formaliser les plans de développement de ses deux métiers, soulignant le caractère 'pérenne' et 'rentable' de chacun d'entre eux. Les premiers éléments de faisabilité juridique, sociale et économique de la scission ont été présentés hier à l'occasion d'un conseil d'administration dont l'objectif était de revoir les analyses de pertinence de la séparation des deux métiers du groupe. Accor avait lancé à la fin du mois d'août une étude pour évaluer la pertinence d'une séparation des deux métiers du groupe en deux entités autonomes, ayant chacune leur stratégie propre et les moyens de leur développement.

## DERNIERES RECOMMANDATIONS IMPORTANTES

- **VIVENDI** : Natixis décline Vivendi d'achat à accumuler et abaisse son objectif de cours de 22,8 à 21,1 euro à la suite de l'annonce du rachat de GVT. Selon la banque, le groupe a du mal à convaincre les investisseurs de la pertinence financière de cette acquisition. Elle estime la destruction de valeur découlant directement de la transaction à 1 milliard d'euro, soit 0,8 euro par action Vivendi. Cette acquisition met à mal le message de discipline financière qu'affiche le groupe, ajoute-t-elle.

Vivendi a besoin de vendre sa participation dans NBC Universal, maintenant que le groupe est sur le point d'acquérir GVT pour 2,8 milliards d'euro, et du fait qu'il devra trouver 1 milliard d'euro pour les actionnaires de TPS qui détiennent une option de vente sur Vivendi, qu'ils pourront exercer en début d'année prochaine, note Citigroup. La banque estime que Vivendi doit conclure un accord sur la vente de NBC Universal pour

préserver à la fois son image et le dividende, surtout s'il veut également racheter la part détenue par Lagardère dans Canal Plus France, d'une valeur comprise entre 800 millions et 1,3 milliard d'euro. Citigroup maintient sa recommandation d'achat et son objectif de 23,50 euro sur Vivendi.

- **CREDIT AGRICOLE** : Nomura a dégradé sa recommandation sur Crédit Agricole à 'alléger', contre 'neutre' précédemment, faisant valoir que les titres se traitent au-dessus de leur valeur intrinsèque de 14 euros.
- **AXA** : CM-CIC conserve sa recommandation à l'Achat et son objectif de cours de 21,50 euros sur Axa après l'annonce de la démission de Claude Brunet de son mandat de membre du directoire du groupe. Le broker estime que cette démission s'inscrit dans un changement plus vaste de gouvernance et «probablement également à la veille d'opérations stratégiques en partie liées à l'augmentation de capital en cours».
- **VALLOUREC** : UBS relève son objectif de cours sur Vallourec de 120 à 128 euros avec une opinion 'neutre' conservée, en réaction aux résultats à neuf mois du spécialiste français des tubes sans soudures.
- **DANONE** : Les volumes de produits laitiers de Danone devraient impressionner au premier semestre 2010, mais cela ne permettra aux marges d'augmenter que de 20 points de base et ne compensera pas le risque d'une baisse des marges pouvant aller jusqu'à 160 points de base au second semestre, indique Nomura. Alors que démarrent les journées investisseurs des 17 et 18 novembre, la banque continue de redouter que le marché ne surestime l'amélioration du profil de croissance des volumes de produits laitiers au troisième trimestre sans tenir compte de 2010 et des implications pour les marges. L'avis alléger est confirmé avec un objectif de cours de 37,5 euro

CM-CIC a réitéré sa recommandation Achat et son objectif de cours de 49 euros sur Danone. Le broker réagit à l'abaissement des objectifs à moyen terme. "Même si une réaction négative mais ponctuelle du titre est très probable, elle devrait rester circonscrite par la confirmation des objectifs 2009. Le maintien d'une croissance moyen terme d'environ 5% reste positif dans une conjoncture économique très dégradée", estime CM-CIC.

Aurel reste à l'achat sur Danone avec un objectif de cours inchangé de 49 euros sur cette valeur qui reste sa préférée du secteur agroalimentaire. Au lendemain de la publication de ses résultats trimestriels, le titre du groupe se trouve pourtant chahuté en Bourse de Paris, en raison non pas de ses prévisions 2009 (maintenues), mais de ses projections de croissance à long terme. Aurel estime cependant que la performance relative du groupe n'est en rien remise en cause.

Oddo a réitéré sa recommandation Accumuler et son objectif de cours de 45 euros sur Danone. Le broker estime que la baisse du titre est momentanée après la guidance de croissance organique d'au moins 5% à « moyen terme » et sur 2010. "Nous comprenons que le management croit toujours dans le potentiel de croissance annuelle du groupe de 8% à 10%, mais préfère attendre, avant d'en reparler, une amélioration de l'environnement de consommation, ce qui n'est pas son scénario à court terme", analyse Oddo

- **ACCOR** : Le projet de scission des activités d'hôtellerie et de services prévu par Accor est une probable chose juge Société Générale et soutient l'initiative, car cela permettrait notamment aux services prépayés de croître beaucoup plus vite. La banque recommande Accor à l'achat, avec un objectif de cours de 52 euro.
- **TECHNIP** : UBS réitère sa recommandation 'neutre' sur Technip et relève son objectif de cours sur le titre de 50 à 51 euros, se disant sensible à 'ses bons résultats de 3ème trimestre' et ce 'malgré des perspectives toujours prudentes'. Le courtier précise également que 'bien que le bénéfice net publié ait été alourdi par une provision pour dépréciation sur la valeur navires pour 40 millions d'euros, les profits du 3ème trimestre ont été supérieurs d'environ 25% au consensus, grâce à un certain nombre de projets bien réalisés et menés à terme'. UBS souligne finalement que 'la trésorerie et les prises de commandes ont été satisfaisantes durant le trimestre' et que deux contrats signés après la fin du trimestre impliquent que la visibilité sur le chiffre d'affaires pour 2010, en ce qui concerne la division d'infrastructures sous-marines Subsea, est l'une des meilleures dans l'industrie.
- **ARCELORMITTAL** : Goldman Sachs a réaffirmé sa recommandation d'achat sur ArcelorMittal, jugeant que la récente faiblesse des cours offre une opportunité d'achat intéressante, avec un potentiel d'appréciation estimé à 33%. Son objectif de cours à 12 mois est de 34,8 euros.

## VALEURS PREFEREES, OBJECTIF (GESTION)

	Cours entrée	Date entrée	Clôture 20/11/09	OBJ		Cours entrée	Date entrée	Clôture 20/11/09	OBJ
France Tel	17	20/04/2009	16,905	21,10	Sanofi	53	23/03/2009	50,37	60
EDF	34	26/06/2009	38,805	43	SES Global	14,51	28/10/2009	14,625	16,16
Peugeot	23	14/10/2009	24,295	28	Veolia	23	23/10/2009	23,075	27
St-Gobain	33	17/06/2008	36,85	41	Vivendi	17	25/06/2009	19,015	22