



janvier
2012



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

En ce début de l'année 2012 , les marchés semblent être portés par une douce euphorie alors que les négociations autour de la dette de la Grèce restent dans l'impasse et que le Portugal suscite de nouvelles inquiétudes.

La raison derrière cet optimisme, qui se traduit notamment par l'amélioration des indices actions et des obligations italiennes et espagnoles, se trouve plutôt dans des chiffres macroéconomiques un peu meilleurs que prévu et une politique monétaire très accommodante, voire « créative » des deux côtés de l'Atlantique.

Il y a probablement un phénomène de rattrapage a mesure que s'éloigne le scénario catastrophe anticipé par les marchés mais les risques d'une rechute sont toujours bien présents car il reste encore beaucoup d'incertitudes quant à l'avenir.

Les agences de notation continuent d'ailleurs à mettre la pression sur les pays de la zone euro. Après le déclassement de 9 États membres de la zone euro, dont la France qui a perdu son rating AAA, l'agence de notation S&P a également abaissé le rating du fonds d'urgence européen FESF. De son côté Fitch a aussi dégradé plusieurs pays européens.

SOMMAIRE

Contexte de marché en Europe	4
Contexte de marché aux Etats-Unis	6
Politique monétaire et banques centrales	7
Taux courts	8
Taux longs - Obligations gouvernementales	9
Covered bonds	11
Obligations d'entreprises	12
Actions	13
Taux de change et matières premières	16

EN BREF...

- Aucune solution n'est encore dégagée quant à la perte des créanciers privés sur la dette grecque et les données économiques, bien qu'un peu meilleures, n'indiquent pas une reprise vigoureuse de l'activité pour le début de 2012.
- Aux Etats-Unis, on peut constater une reprise de la confiance des investisseurs et des consommateurs sans pour autant avoir actuellement une amélioration significative des autres indicateurs économiques.
- Dans ce contexte, la BCE tout en maintenant son taux directeur à 1% , a tenu un discours relativement optimiste sur l'évolution de la croissance en zone euro. Elle maintient néanmoins les diverses mesures prises en décembre 2011 pour aider les institutions financières européennes.
- Au niveau du marché monétaire, les diverses opérations de la BCE ont permis aux taux court terme de se détendre mais la crise de confiance entre les banque européennes perdure.
- Le taux allemand à 10 ans est resté globalement stable. Le fait le plus marquant sur les taux est la détente des taux obligataires de pays périphériques tels que l'Italie et l'Espagne alors que le Portugal est lui sous pression.
- Les actions profitent du retour de l'intérêt des investisseurs vers les actifs plus risqués.

Pour faciliter la compréhension de cette publication, nous proposons un lexique expliquant les principaux termes financiers à l'adresse suivante :

www.ethias.be/lexique



CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

Les premiers chiffres économiques de 2012 donnent par contre des signaux positifs mais ils doivent encore être confirmés durant les prochaines semaines.

Tout d'abord, la **production industrielle** européenne a reculé une nouvelle fois en novembre de -0.3%. Petite surprise c'est la production allemande, avec sa quatrième baisse de l'année, qui a connu un des plus forts reculs. Cet indice d'activité confirme donc la contraction de l'économie européenne pour la fin d'année

Cependant, les **indices PMI** se redressent pour ce mois de janvier en repassant au dessus de la barre fatidique des 50 sauf pour le secteur manufacturier qui progresse tout de même à 48.7. Ce qui laisse présager une amélioration au niveau de l'activité pour ce début d'année

Au niveau de la demande, la **confiance des consommateurs** européens remonte également à -20.6 en janvier contre -21.3 en décembre. Mais cela reste un plus bas depuis août 2009.

Quant à **l'inflation**, elle a reculé plus que prévu en décembre dans la zone euro, pour s'établir à 2,7% mais elle reste pour le 13e mois consécutif au-dessus du seuil de 2% visé par la BCE.

Le repli constaté en décembre va dans le sens pointé par la plupart des économistes qui pensent qu'elle devrait retomber autour de 2% en 2012.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	10,40	10,40	10,40 →
EC Consumer Confidence	-21,30	-20,60	-20,70 ↓
EZ Retail sales	-0,70	-0,90	-2,50 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	107,30	107,60	108,30 ↑
EC Composite PMI	48,30	50,40	50,40 →
EC Business climate	-0,32	-0,25	-0,21 ↑
EZ new orders (YoY)	1,50	-2,70	-2,70 →
EZ industrial production (YoY)	1,00	0,20	-0,30 ↓
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	5,50	5,20	5,30 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,80	2,70	2,70 →
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,60	1,60 →
ECB Refi rate	1,00	1,00	1,00 →

* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Upside surprises are in green.

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Les **chiffres aux Etats-Unis** confirment deux tendances de la fin d'année 2011 : la stagnation de l'inflation et la reprise de la confiance des consommateurs et de l'activité.

En effet, les **prix** de production et les prix de la consommation ont diminué pour le mois décembre grâce à la baisse des prix énergétiques.

Dans le même temps, l'**indicateur de confiance des consommateurs** de l'université du Michigan continue à s'améliorer en janvier et la production industrielle a augmenté de 0.4% sur le mois de décembre.

Cependant le secteur de l'immobilier continue à sortir des chiffres contrastés et le consommateur américain, même si il voit ses revenus augmenter et qu'il reprend confiance, continue à épargner

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	100,00	155,00	200,00 ↑
Unemployment rate (%)	8,70	8,70	8,50 ↓
Fed Consumer Confidence	64,80	68,00	61,10 ↓
Retail sales (YoY)	7,00		6,50
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	-3,42	-3,30	-3,67 ↓
Industry & Services			
ISM Services	52,60	53,00	53,00 →
ISM Manufacturing	53,10	54,50	54,10 ↓
Industrial Production (MoM)	-0,28	0,50	0,44 ↓
Industrial Production (YoY)	3,80		2,95
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	5,70	5,10	4,80 ↓
Headline inflation	3,40	3,00	3,00 →
Core inflation	2,20	2,20	2,20 →
Fed Funds target rate	0,25		0,25

* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Upside surprises are in green.

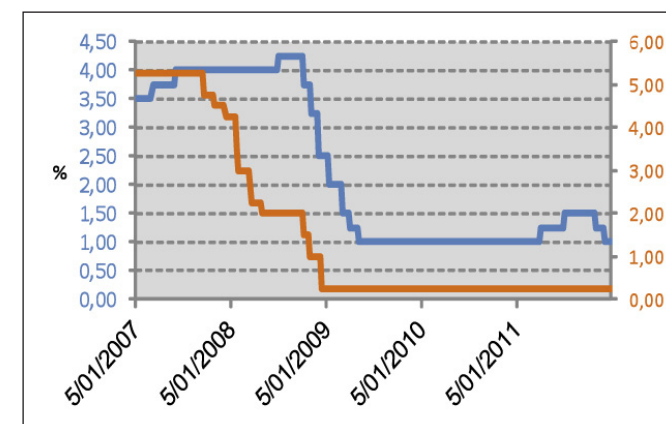
POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANQUES CENTRALES

Lors de sa réunion mensuelle de janvier, si la **BCE** n'a plus baissé ses taux en constatant que les derniers chiffres de la croissance sont moins mauvais qu'attendus, elle a très clairement laissé la porte ouvert à des baisses de taux supplémentaires

Par ailleurs, Mario Draghi, le directeur de la BCE, a récemment déclaré que la zone euro, minée par la crise de la dette, montrait de timides signes de stabilisation de l'activité économique. Il a également suggéré que les pays ayant conservé leur triple A, comme la Finlande, contribuent plus au FESF.

Aux Etats-Unis, pour la première fois, la **Fed** a donné les prévisions des différents membres en ce qui concerne l'évolution des taux courts dans les années à venir. Ainsi, la Fed annoncé que ses taux directeurs resteraient bas pendant une période prolongée, au moins jusqu'à fin 2014. Ben Bernanke a aussi confirmé qu'un QE3 était envisagé en cas de manque de dynamisme de la croissance américaine.

Cette annonce suit une révision à la baisse des anticipations de croissance pour 2012



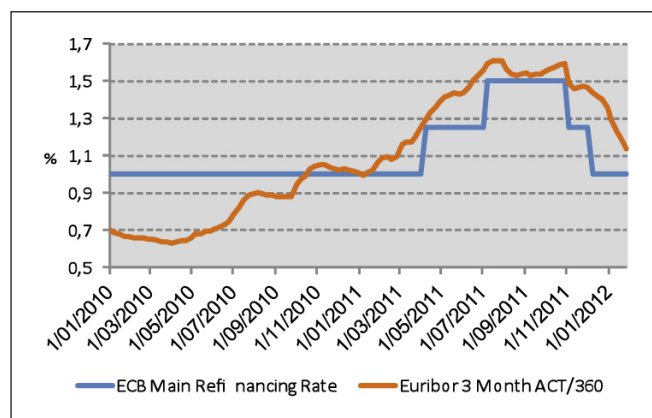
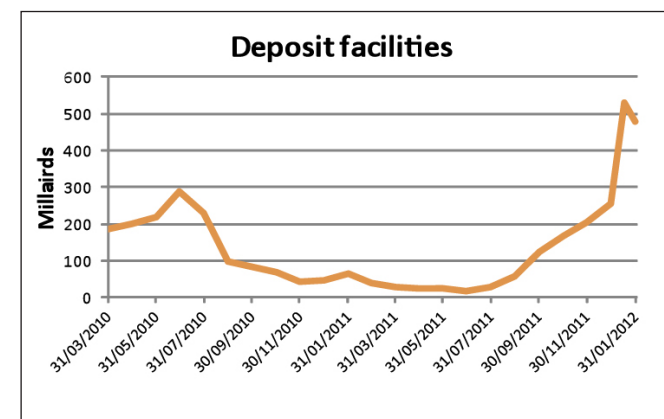
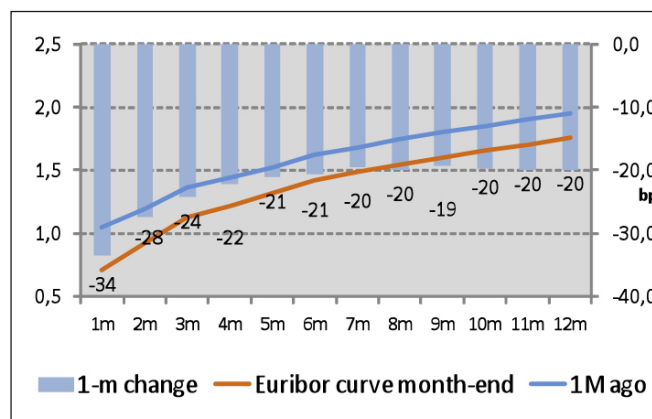
TAUX COURTS

Les taux se détendent sur les marchés monétaires. En effet, le taux euribor 3 mois ne s'écarte du taux directeur que d'une petite quinzaine de points de base à 1.13%. Cette baisse fait suite aux nouvelles opérations à trois ans de la BCE qui ont réduit fortement le risque de liquidité sur le marché interbancaire.

Cependant, **les dépôts sur un jour** auprès de la BCE atteignent des records depuis décembre, un signe des tensions entre les banques européennes. En effet,

depuis l'aggravation des tensions en zone euro cet été, les dépôts ont considérablement augmenté et ils ont culminé durant le mois de janvier à 528 milliards d'euros, un nouveau record absolu

Pour rappel, 523 banques avaient participé à ce LTRO le 21 décembre 2011 pour un montant de 489 milliards d'euros. Une nouvelle opération de ce type est prévue le 29 février et la BCE table sur un taux de participation toujours très élevé.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

La perte de rating AAA par la **France** et l'**Autriche** durant le mois de janvier, combinée à une absence de solution définitive quant à la dette grecque ont maintenu les pressions acheteuses de **Bund allemand**, ce dernier gardant la meilleure note chez toutes les agences de notation.

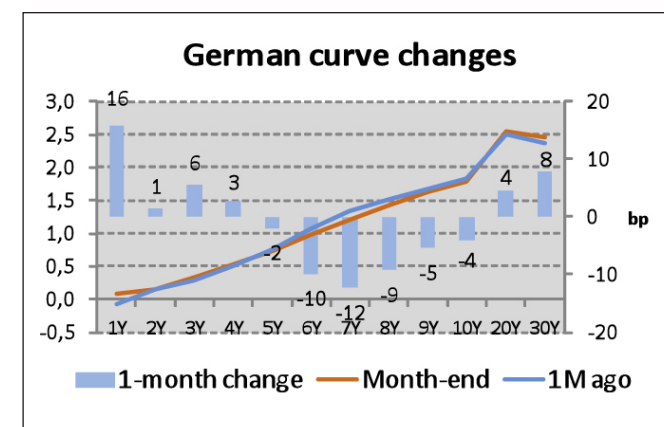
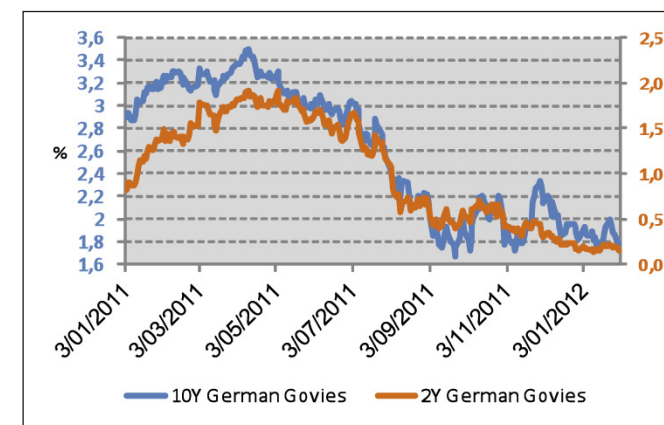
Son rendement à dix ans est donc resté globalement inchangé et n'a jamais dépassé les 2.00% au cours du mois .

Les rendements français et autrichiens n'ont pas non plus été trop affectés par leur changement de notation car les investisseurs avaient déjà anticipé la nouvelle. Le rendement français à 10 ans à même perdu une dizaine de points de base tandis que l'autrichien est resté globalement inchangé à 2.90%.

Les taux des pays les plus solides de la zone euro sont donc restés relativement stables au cours du mois.

En **Grèce**, les créanciers ne se sont toujours pas entendus sur leur contribution au renflouement. Le débat porte actuellement sur le taux d'intérêt des nouvelles obligations qui leur serait accordées.).

Mais c'est le **Portugal** qui a attiré la plupart des regards. En effet, les créanciers ne pensent pas qu'il sera capable de revenir comme prévu sur les marchés l'année prochaine. Un deuxième plan d'aide du FMI est donc de plus en plus attendu, sans que le risque de défaut soit exclu totalement.



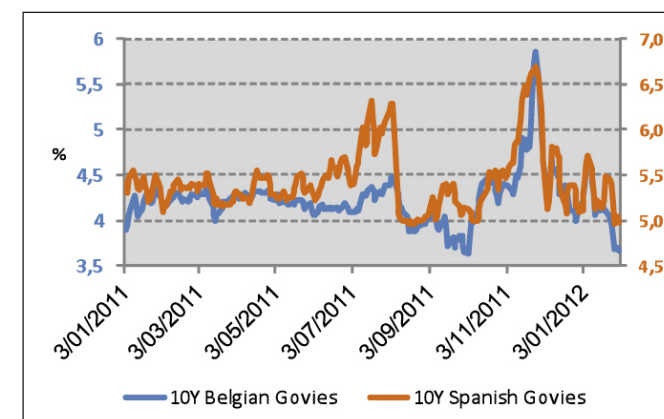
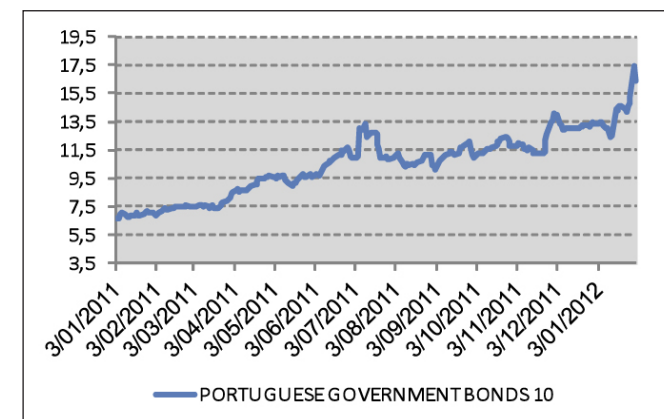
En prime, la note portugaise est passée en investissement spéculatif, déclenchant une sortie de certains indices et une vague de vente.

L'évolution d'autres pays a cependant été très différentes des pays mentionnés ci-dessus. En effet, l'Italie, l'Espagne et l'Irlande, ont vu une forte détente de leurs taux obligataires. Les taux espagnols et italiens à 10 ans sont repassés sous les 5.00% et 6.00% respectivement, soit des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis octobre.

La Belgique a suivi le mouvement avec un taux à 10 ans à 3.67% fin janvier qui contraste fortement avec le pic à presque 6.00% observé fin novembre.

Cette bonne performance peut s'expliquer par différents facteurs comme un phénomène de rattrapage après une chute des prix des obligations de ces pays, les meilleurs perspectives de croissance en zone euro et les prêts accordés aux banques par la BCE.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,16	1	1	1
5 Year	0,74	-2	-2	-2
Germany 10 Year	1,79	-4	-4	-4
30 Year	2,45	8	8	8
2-10 spread	1,63	-6	-6	-6
Belgian gov. yields				
2Y	1,51	-80	-80	-80
5Y	2,53	-61	-61	-61
10Y	3,67	-42	-42	-42
15Y	4,05	-16	-16	-16
10Y gov. yields				
Netherlands	2,15	-4	-4	-4
Austria	2,92	1	1	1
Portugal	16,40	304	304	304
Spain	4,97	-11	-11	-11
Ireland	7,29	-114	-114	-114
Italy	5,95	-115	-115	-115
France	3,05	-10	-10	-10
Greece	34,31	-65	-65	-65



COVERED BONDS

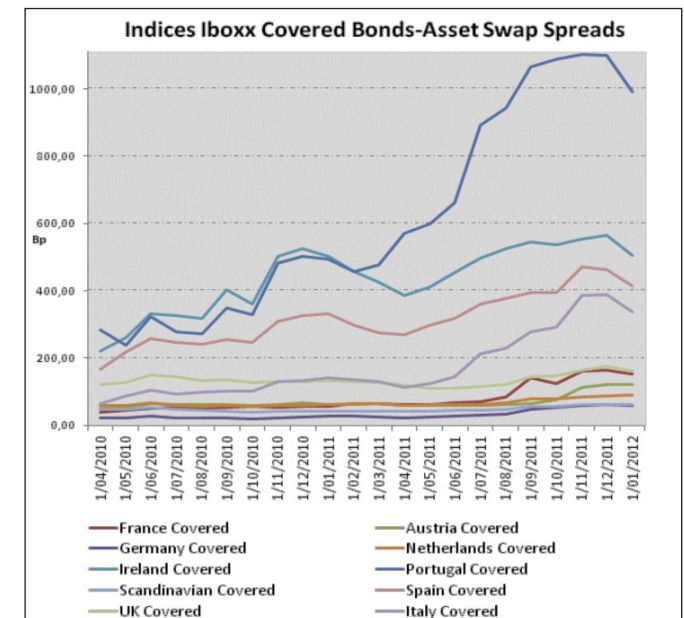
L'abondance des émissions début janvier s'est accompagnée de primes intéressantes offertes par rapport au marché secondaire.

Les segments 5 et 10 ans ont été privilégiés. La France a mené la danse (34%) suivie par l'Australie.

Sur le mois de janvier, presque 35 milliards ont été émis, à comparer au 42 milliards de janvier 2011.

Sur le secondaire, les investisseurs font preuve d'un appétit croissant pour les CBs des pays périphériques.

Les achats de la BCE ont atteint presque 6 milliards avec une forte participation dans les transactions primaires (environ 15% par transaction en moyenne), tandis que son intervention sur le marché secondaire a été plutôt modérée.



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Le mois de janvier aura connu un **revirement spectaculaire des spreads** de crédit en baissant de près de 30 bp, tant sur les financières que sur les non financières. Ce resserrement fait suite au LTRO qui garantit des liquidités aux banques sur les 3 années à venir, mais aussi aux meilleurs chiffres macroéconomiques : le marché a de nouveau envie d'y croire.

Le marché a été principalement axé à l'achat sur base d'une **bonne liquidité** (beaucoup d'échanges).

Tant le marché secondaire que le marché primaire a été actif. De nombreuses nouvelles émissions non-financières ont été lancées en ce début d'année dont plusieurs offrant une belle prime d'émission par rapport au marché secondaire. Celles-ci sont très largement plébiscitées (citons une émission Bouygues à 10 ans qui a trouvé 15x plus d'intérêts que le montant émis).

L'offre étant trop faible, le papier se fait rare et les prix sur le marché secondaire partent à la hausse. Les bancaires sont très demandées sur des périodes courtes (max. 3 ans) suite au LTRO.

On notera également des offres de rachats de titres subordonnés par des banques telles que BNP, Unicredit, Crédit Agricole... qui cherchent à racheter leur dette à des prix encore faibles, tout en se mettant en conformité avec les règles de Bâle III.

Ces bonnes nouvelles sont cependant contrastées par les baisses de rating qui se succèdent mais avec un impact modéré. La publication des résultats d'entreprises reste mitigée et ceux-ci commencent à montrer une baisse de la croissance globale.



ACTIONS

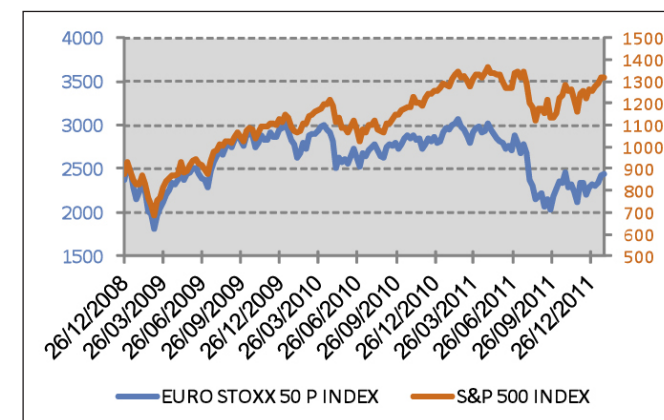
Indices

Ce sont les **actifs plus risqués** qui ont particulièrement performé en janvier.

Parmi ces actifs risqués, nous retrouvons les **actions**, qui ont progressé de **+4.32%** pour l'Eurostoxx50 et +4.36% pour le Standard and Poor. Les marchés saluent des nouvelles économiques 'moins mauvaises' qu'anticipées et l'injection massive de liquidité dans le marché via les actions des banques centrales (LTRO avec la BCE, période de taux bas prolongé pour la FED).

L'indice allemand (DAX:+9.50%) profite de sa plus forte pondération en valeurs cycliques (auto, chimie).

L'écart entre les marchés américains et européens se maintient; la croissance US semble plus forte qu'en Europe où l'on parle encore de récession.



Index	31/01/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.416,66	4,32%	4,32%	4,32%
CAC 40 INDEX	3.298,55	4,39%	4,39%	4,39%
DAX INDEX	6.458,91	9,50%	9,50%	9,50%
IBEX 35 INDEX	8.509,20	-0,67%	-0,67%	-0,67%
AEX-Index	318,47	1,92%	1,92%	1,92%
FTSE MIB INDEX	15.828,05	4,89%	4,89%	4,89%
BEL 20 INDEX	2.206,80	5,92%	5,92%	5,92%
S&P 500 INDEX	1.312,41	4,36%	4,36%	4,36%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2.813,84	8,01%	8,01%	8,01%
DOW JONES INDUS. AVG	12.632,91	3,40%	3,40%	3,40%

Secteurs

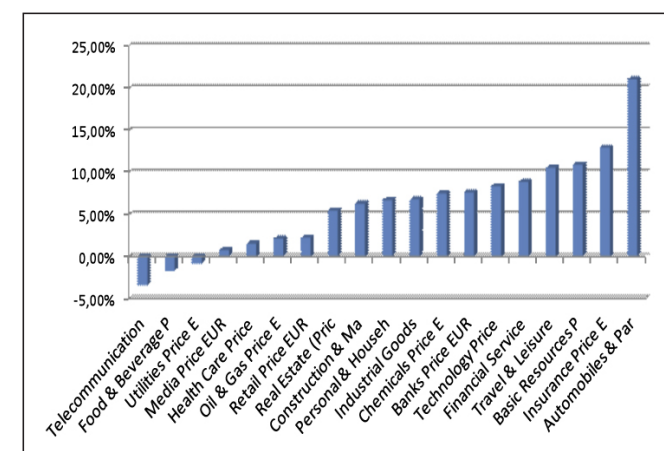
Du côté des secteurs, nous observons un renversement de tendance sur janvier par rapport à 2011.

Les valeurs cycliques et financières surperforment les indices.

L'auto a récupéré en un mois (+21%) une grande partie de ses pertes en 2011 (-27%).

Les financières remontent suite aux bonnes participations des nouvelles émissions d'obligations souveraines et aux actions des banques centrales qui maintiennent un niveau de liquidité élevé dans le marché.

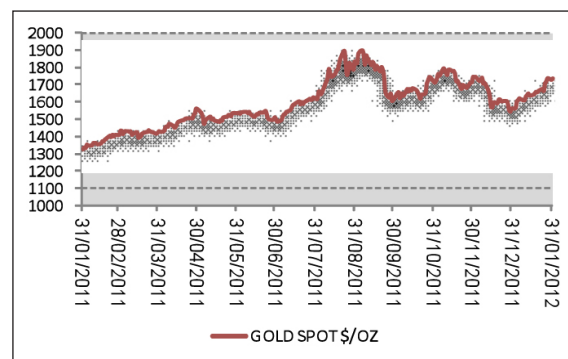
A l'inverse, le secteur des telecoms subit la concurrence sur les prix; les marges bénéficiaires diminuent et les dividendes sont revus à la baisse.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

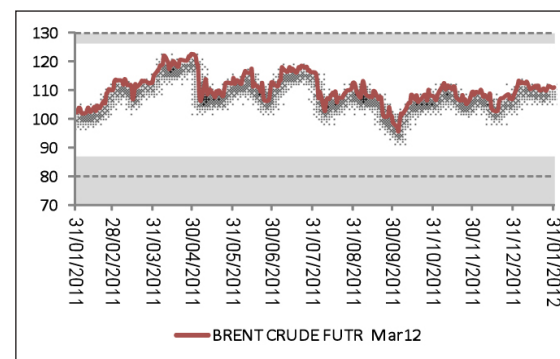
Or

L'**or** a rattrapé sa perte de décembre avec une progression de +11.12% sur janvier (1737.06 USD).



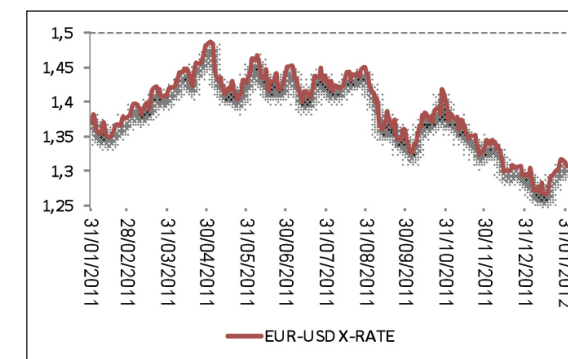
Pétrole

Le **brent** est remonté à 110.98 USD (+3.84%).



Eurodol

Malgré les tergiversations sur le plan grec et les craintes d'un nouveau plan d'aide au Portugal, l'**euro** est revenu à ses niveaux de fin d'année (1.3071), principalement expliqué par l'affaiblissement du dollar US.



ANNEXES

Taux d'intérêt

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date	Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
Monetary policy					German Bonds				
Fed Funds Target Rate US	0,25	0	0	0	2 Year	0,16	1	1	1
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,74	-2	-2	-2
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,79	-4	-4	-4
Euribor 1M ACT/360	0,71	-31	-31	-31	30 Year	2,45	8	8	8
Euribor 3 Month ACT/360	1,13	-23	-23	-23	2-10 spread	1,63	-6	-6	-6
Euribor 6 Month ACT/360	1,42	-20	-20	-20	US-EU 10Y Spread	0,01	-4	-4	-4
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	1,24	-17	-17	-17	2Y	1,51	-80	-80	-80
EURO SWAP 2 YR	1,13	-19	-19	-19	5Y	2,53	-61	-61	-61
EURO SWAP 3 YR	1,18	-17	-17	-17	10Y	3,67	-42	-42	-42
EURO SWAP 5 YR	1,53	-19	-19	-19	15Y	4,05	-16	-16	-16
EURO SWAP 7 YR	1,89	-18	-18	-18	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	2,24	-14	-14	-14	Netherlands	2,15	-4	-4	-4
EURO SWAP 15 YR	2,55	-11	-11	-11	Austria	2,92	1	1	1
EURO SWAP 20 YR	2,58	-10	-10	-10	Portugal	16,40	304	304	304
EURO SWAP 30 YR	2,48	-8	-8	-8	Spain	4,97	-11	-11	-11
Swap Spread					Ireland	7,29	-114	-114	-114
2Y EUR Swap Spread	96,97	-20	-2039	-2039	Italy	5,95	-115	-115	-115
10Y EUR Swap Spread	45,38	-10	-1022	-1022	France	3,05	-10	-10	-10
					Greece	34,31	-65	-65	-65

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8509,20	-0,67%	-0,67%	-0,67%
EURO STOXX 50 P INDEX	2416,66	4,32%	4,32%	4,32%
DAX INDEX	6458,91	9,50%	9,50%	9,50%
BEL 20 INDEX	2206,80	5,92%	5,92%	5,92%
S&P 500 INDEX	1312,41	4,36%	4,36%	4,36%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2813,84	8,01%	8,01%	8,01%
DOW JONES INDUS. AVG	12632,91	3,40%	3,40%	3,40%
Volatility				
V2X	26,31	-6	-6	-18,18%
Vix Index	19,44	-4	-4	-16,92%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/16	143,49	-30	-30	-17,06%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/16	619,65	-135	-135	-17,91%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/16	219,91	-59	-59	-21,04%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/16	382,34	-130	-130	-25,33%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,31	0,95%	0,95%	0,95%
BALTIC DRY INDEX	680,00	-60,87%	-60,87%	-60,87%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	110,77	2,97%	2,97%	2,97%
GOLD SPOT \$/OZ	1737,60	11,12%	11,12%	11,12%



DIRECTION FINANCES

front-office.finances@ethias.be

Editeur responsable :

Sébastien Gillis, rue des Croisiers 24 à 4000 LIÈGE

Mise en page :

infographie@ethias.be

INFORMATIONS JURIDIQUES

Cette publication revêt un caractère informatif. Elle est basée sur notre propre analyse des marchés financiers, de même que sur des renseignements reçus de tiers jugés suffisamment fiables. Toutefois, Ethias ne donne aucune garantie quant à l'exhaustivité, l'exactitude, la pertinence et l'actualité des informations publiées. Ethias n'assume dès lors aucune responsabilité quant à ces données. Le but de cette publication est de vous informer de la situation qui prévaut sur les marchés financiers. Elle ne constitue en aucun cas un conseil professionnel ni une invitation ou une offre d'Ethias à investir ou désinvestir dans certains marchés ou instruments financiers. Ethias n'assume aucune responsabilité pour les dommages éventuels encourus en raison d'une décision basée sur les informations publiées.