



février
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Enfin ! Après des mois de tergiversations sur les nombreux éléments qui constituaient l'aide à la Grèce, les politiciens et les investisseurs privés ont réussi à se mettre d'accord. L'aide publique se montera à un montant de 130 milliards qui vient s'ajouter à l'aide accordée en 2010 de 110 milliards.

De son côté, les investisseurs privés doivent actuellement répondre à la proposition d'échanger les 206 milliards d'obligations qu'ils détiennent avec une perte d'environ 70 à 80%.

Si le processus semble désormais aboutir, il a néanmoins montré à quel point l'Union monétaire manquait de cohésion au niveau politique. Car au-delà du problème de la dette, qui n'est pas plus important qu'aux Etats-Unis, c'est surtout le manque de décision rapide et les plans d'austérité qui ont pesé sur les marchés financiers et sur la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. Malheureusement, cette baisse de confiance a fini par se traduire dans une moindre consommation qui pèse aujourd'hui sur les perspectives de croissance européenne.

Gageons que pour l'avenir, l'Europe retienne la leçon et mette en place des processus plus rapides. C'est d'autant plus important qu'avec l'Irlande et le Portugal sous perfusion du FMI, de nouveaux problèmes pourraient survenir à court terme.

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...

- Les données macroéconomiques se dégradent à nouveau fortement en zone euro et les risques qu'une contraction de l'activité se confirme au premier trimestre sont grands.
- Par contre, la conclusion d'une nouvelle offre aux créanciers privés de la Grèce ainsi que l'accord sur un nouveau plan d'aide du secteur public ont quelque peu apaisé les craintes des investisseurs concernant l'ensemble des pays périphériques.
- Aux Etats-Unis, la situation est bien différente que de ce côté de l'Atlantique. La plupart des données économiques s'améliorent sensiblement.
- La BCE a gardé son taux directeur à 1.00% mais a mis en place un nouveau LTRO qui a permis à 800 banques d'emprunter un total de plus de 500 milliards d'euros.
- Cette opération a permis au marché interbancaire de se détendre quelque peu, ce qui s'est traduit par des taux euribor en baisse. Le LTRO a aussi bénéficié aux pays périphériques qui ont vu leur prime de risque globalement baisser.
- Le taux allemand à 10 ans est resté stable, coincé entre la dégradation macroéconomique (pression à la baisse) et l'aide à la Grèce (pression à la hausse).
- Les actions continuent à profiter 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

Après un court répit au mois de janvier durant lequel la confiance des entrepreneurs indiquait de nouveau une croissance positive, les indicateurs sont repartis à la baisse. La production industrielle s'est contractée en janvier, les carnets de commandes s'amenuisent et la confiance des entrepreneurs (PMI) signale de nouveau une contraction de l'économie pour l'avenir. Du côté des consommateurs, la confiance est minée par un taux de chômage à un sommet depuis la création de la zone euro. En conséquence, la consommation a baissé au cours du mois de février pour le quatrième mois d'affilée. Il faut cependant noter de grandes divergences entre les performances des différents pays.

Il semble donc que les prévisions de croissance négative pour le premier voire le second trimestre se matérialisent peu à peu. Malgré ce contexte, l'inflation reste au-delà de la limite fixée par la BCE.

La récente augmentation des prix pétroliers risque de maintenir une pression à la hausse sur les prix.

Au niveau politique, le principal fait marquant est la conclusion d'un accord pour aider la Grèce dans ses problèmes de dette. Les autorités publiques, la Commission Européenne et le FMI se sont mis d'accord pour prêter à nouveau 130 milliards d'euros au pays. Cette aide s'additionne à la première accordée en 2010 qui se montait à 110 milliards. Plusieurs conditions ont cependant été imposées au pays :

- Un engagement quant aux réformes budgétaires à mettre en place. Cet engagement devant rester valide après les élections qui auront lieu en avril
- Un proche suivi de la gestion du pays
- La mise en place du « PSI », le plan de participation au renflouement du secteur privé.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	10,60	10,40	10,70 ↑
EC Consumer Confidence	-20,70	-20,20	-20,30 ↓
EZ Retail sales	-1,40	-1,30	-1,60 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	108,30	108,80	109,60 ↑
EC Composite PMI	50,40	49,70	49,70 →
EC Business climate	-0,21	-0,15	-0,18 ↓
EZ new orders (YoY)	-2,50	-2,80	-1,70 ↑
EZ industrial production (YoY)	0,10	-1,20	-2,00 ↓
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	5,40	4,30	4,30 →
EZ Headline Inflation (YoY)	2,70	2,60	2,70 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,70	1,50 ↓
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.

Dans le même temps, les détails de la participation du secteur privé ont été publiés. Pour chaque obligation d'une valeur de 100, un détenteur recevra de multiples obligations à la fois grecques et européennes pour une valeur totale de marché estimée de 20 à 30%.

Cette offre d'échange est actuellement proposée aux détenteurs privés mais la participation n'est pas encore connue. Il est à noter que la Banque centrale européenne, qui détenait aussi des obligations grecques, n'a pas été incluse dans le plan proposé au secteur privé.

D'après le scénario principal des autorités publiques, ces aides devraient permettre à la Grèce de revenir à 120.5% de dette/ PIB en 2020. Il reste cependant beaucoup d'incertitudes au niveau politique comme économique.

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

De l'autre côté de l'Atlantique, la situation macroéconomique est quasiment à l'opposé de celle en Europe. Bien que la croissance reste molle, les chiffres d'emploi ont été excellents et la hausse des revenus permet aux consommateurs de soutenir la croissance.

Du point de vue productif, les indicateurs de confiance soulignent aussi une évolution très positive qui fait oublier les risques de récession qui planaient sur l'économie US l'année passée.

Même le marché immobilier, qui constitue l'un des plus gros points faibles, montre des signes de redressement. Les prix restent bas mais le moral des constructeurs remonte. Le stock de maisons à vendre s'apure progressivement car le nombre de nouveaux ménages est plus importants que le nombre de logements créés.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	203,00	140,00	243,00 ↑
Unemployment rate (%)	8,50	8,50	8,30 ↓
Fed Consumer Confidence	61,50	63,00	70,80 ↑
Retail sales (YoY)	6,20		5,80
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	-3,85	-3,65	-3,99 ↓
Industry & Services			
ISM Services	53,00	53,20	56,80 ↑
ISM Manufacturing	54,10	54,50	52,40 ↓
Industrial Production (MoM)	0,98	0,70	0,03 ↓
Industrial Production (YoY)	3,58		3,35
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	4,80	4,10	4,10 →
Headline inflation	3,00	2,90	2,90 →
Core inflation	2,20	2,20	2,30 ↑
Fed Funds target rate	0,25		0,25

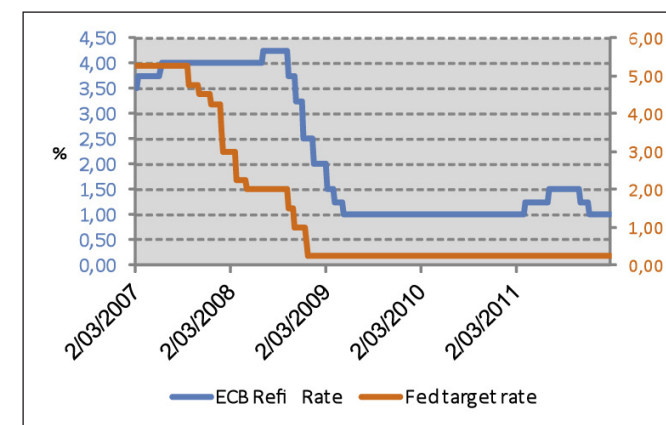
* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Upside surprises are in green.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANQUES CENTRALES

La Banque Centrale Européenne a décidé de garder son taux de refinancement inchangé lors de sa réunion de début février. Elle n'est cependant pas restée inactive. En effet, elle a continué l'implémentation des mesures dites non-conventionnelles avec un second LTRO à 3 ans. Cette opération consiste à prêter des liquidités aux banques sur une maturité exceptionnellement longue pour la BCE dans le but que les banques aient suffisamment de liquidités pour pourvoir aux demandes de crédit.

L'opération de février, deuxième du genre, a attiré 800 banques qui ont emprunté pour un total de 529 milliards.

Une partie de ces montants provient d'emprunts à court terme qui ont été transformés en nouveaux emprunts à trois ans, ce qui ne change pas la liquidité dans le marché. Mais lorsqu'on soustrait ces transferts, l'injection nette de liquidité de la BCE s'élève à environ 310 milliards.

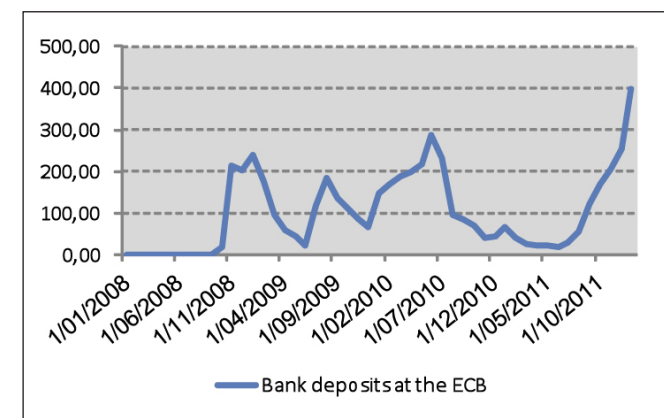
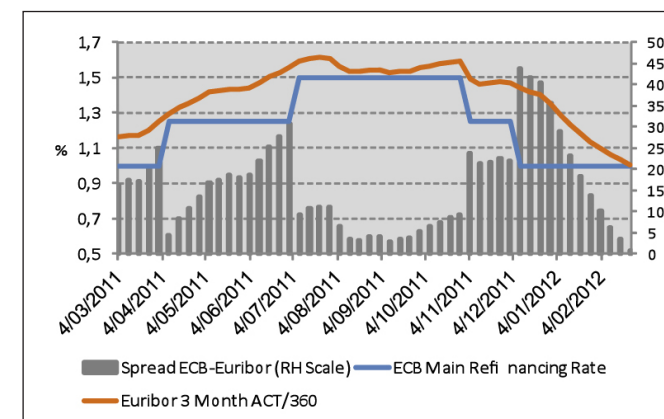


TAUX COURTS

Sur les marchés monétaires, la tendance reste à la détente avec un euribor à trois mois pointant à 1.00% en fin de mois (-14bp sur le mois).

L'écart entre le taux de la BCE et l'euribor 3M est donc réduit à 0 contre plus de 40bp il y a encore quelques semaines.

Cette baisse montre que les mesures non-conventionnelles de la BCE semble rétablir le marché interbancaire, même si beaucoup de banques hésitent encore à se prêter entre elles et préfèrent parquer leurs liquidités auprès de la Banque Centrale quitte à recevoir un rendement moins élevé.



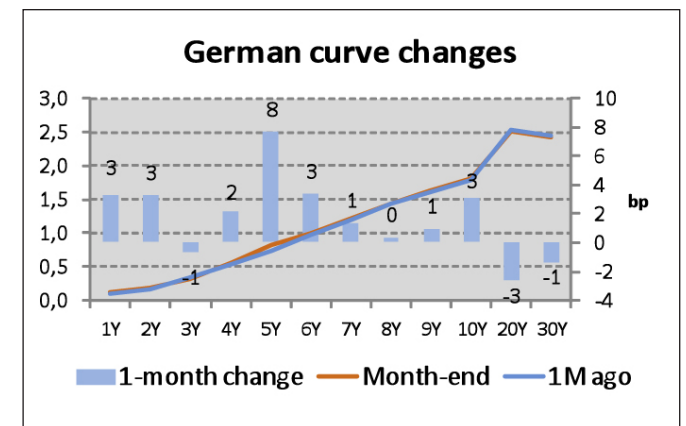
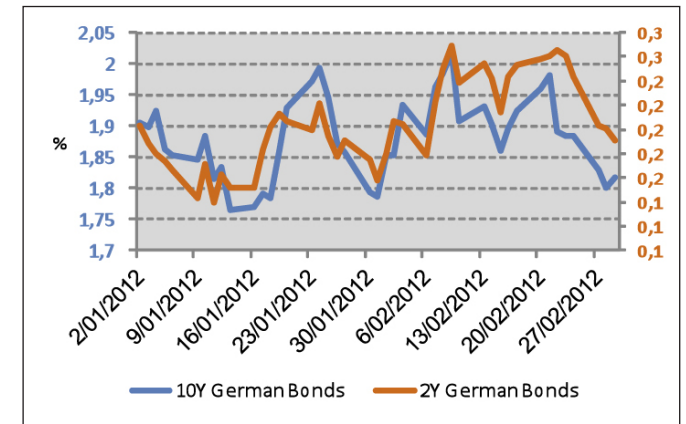
OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Le rendement du Bund à 10 ans, représentatif des actifs les plus sûrs, a continué à osciller entre 1.75 et 2.00% sans qu'aucune tendance ne se dessine.

Un certain optimisme quant à une résolution de la crise grecque a exercé une pression à la hausse mais cette dernière a été compensée par les chiffres macroéconomiques à nouveau décevants en zone euro.

Les autres pays réputés « sûrs » de la zone euro, tels que l'Autriche, les Pays-Bas et la France n'ont pas montré de grands changements non plus.

Pour l'Italie et l'Espagne, le LTRO de la BCE est bénéfique. En effet, les banques ont accès à un financement à bas coût qui leur permet ensuite d'investir dans les obligations périphériques ayant un rendement supérieur. Ce phénomène aide au financement des pays et contribue à réduire leur taux d'emprunt.



La combinaison de LTRO et la clarification de la situation en Grèce (voir contexte de marché) ont donc permis aux pays périphériques de se financer à des taux moins élevés que le mois précédent.

L'Italie a par exemple vu son taux d'emprunt baisser de 77bp pour revenir à 5.19% tandis que l'Espagne n'a pas connu de baisse mais son rendement est resté proche des 5.00%, ce qui reste satisfaisant vu l'historique récent.

Le Portugal, qui a obtenu l'aval de du FMI et de la CE et bénéficie d'achats de la BCE, a vu son taux revenir vers les 13% contre plus de 16% fin janvier.

Enfin, malgré l'annonce d'un nouveau trou à combler dans le budget 2012, la Belgique bénéficie du sentiment positif quant à la crise de la dette en zone euro. Le pays reste donc à des rendements relativement bas (3.60%)

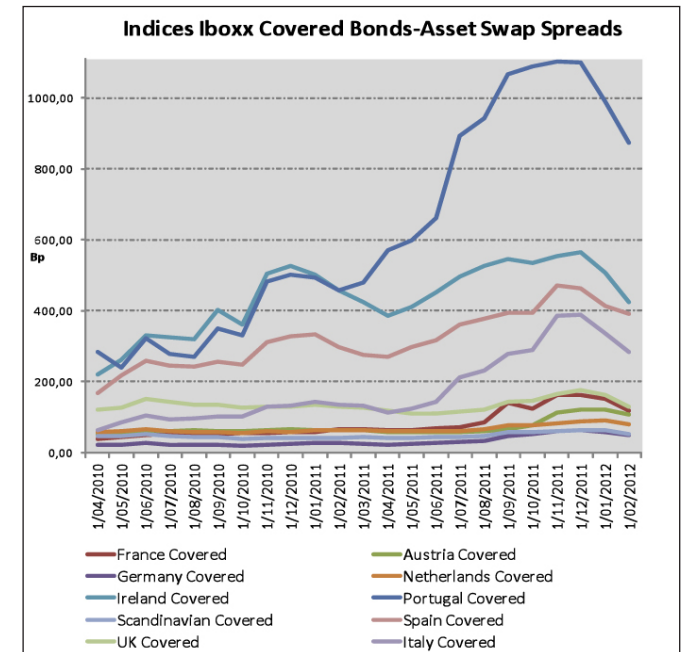
Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,19	3	5	5
5 Year	0,82	8	6	6
Germany 10 Year	1,82	3	-1	-1
30 Year	2,43	-1	7	7
2-10 spread	1,63	0	-6	-6
Belgian gov. yields				
2Y	1,14	-37	-117	-117
5Y	2,27	-26	-87	-87
10Y	3,59	-8	-50	-50
15Y	3,92	-14	-29	-29
10Y gov. yields				
Netherlands	2,30	15	11	11
Austria	2,94	2	3	3
Portugal	13,75	-265	39	39
Spain	4,99	1	-10	-10
Ireland	7,01	-28	-142	-142
Italy	5,19	-77	-192	-192
France	2,88	-17	-27	-27
Greece	34,79	48	-17	-17

COVERED BONDS

Le marché primaire s'est un peu calmé. Il y a eu 80 milliards d'euros d'émissions depuis le début de l'année, ce qui représente -8% par rapport au même point dans le temps l'année passée.

La BCE garde de la marge pour les moments plus difficiles dans le cadre de son programme de rachat de 40 milliards (CBPP2). 7 milliards seulement ont été utilisés jusque là. Les achats de ce mois sont dus principalement à la participation de la banque centrale aux émissions primaires.

Les agences de notation continuent leurs downgrades en masse suite aux dégradations des notations souveraines et, dans la foulée, des notations de dette senior des différentes banques qui émettent des CBs. Moody's a abaissé la notation maximale des CBs italiens à Aa2, des CBs portugais à Baa1 et des Cédulas espagnoles à Aa2.



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Février a continué la tendance observée en janvier à savoir un **resserrement des spreads** que ce soit en financières ou non financières. Bien que le mois écoulé aura été l'occasion de connaître les **résultats des sociétés** pour l'année antérieure, ceci n'a pas eu d'impact majeur sur le marché du crédit; ce sont principalement les nouvelles sur la Grèce qui ont rythmé le marché.

Ainsi l'iTraxx Main aura baissé de 143bp à 129bp avec un pic à 145bp le 15 février suite aux rumeurs de renégociations du plan d'aide à la Grèce. Quant à l'iTraxx Fin Snr, il s'est resserré de 13 bps à 207bp.

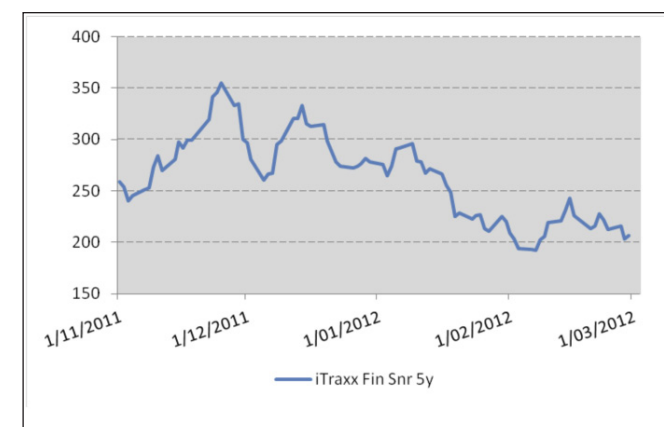
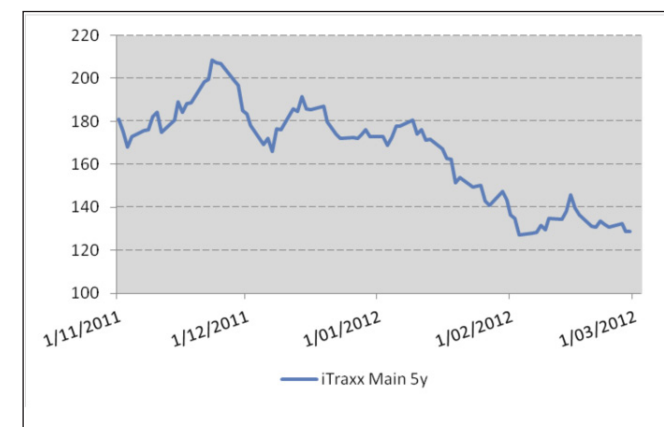
Sur le **marché secondaire**, les titres deviennent très chers au vu de la **très forte demande** que ce soit en financières (senior ou subordonnées) ou non-financières (mais les acheteurs sont plus sélectifs sur les titres PIIGS). Le marché est littéralement asséché, les investisseurs disposant de liquidités très importantes.

Bien que le marché primaire a été actif, il est resté insuffisant pour répondre à la demande.

Par ailleurs, les **résultats** publiés pour l'année 2011 par les sociétés sont généralement sans surprise et relativement bons. Les résultats attendus pour l'année 2012 ne seront exceptionnels mais pas pour autant catastrophiques.

Nous noterons quelques nouvelles majeures sur le marché à savoir la fusion entre Xstrata et Glencore, la prise de participation de General Motors dans PSA (Peugeot-Citroën) ou encore des possibilités d'issue favorable du procès de BP de la catastrophe pétrolière au Mexique.

Enfin, les **baisses de rating** se sont quelque peu calmées mais le secteur financier a continué à souffrir: S&P a baissé son rating long terme sur les banques italiennes (Intesa et Unicredit passe de A à BBB+) et Moodys envisage de revoir à la baisse les notes de tout le secteur bancaire!



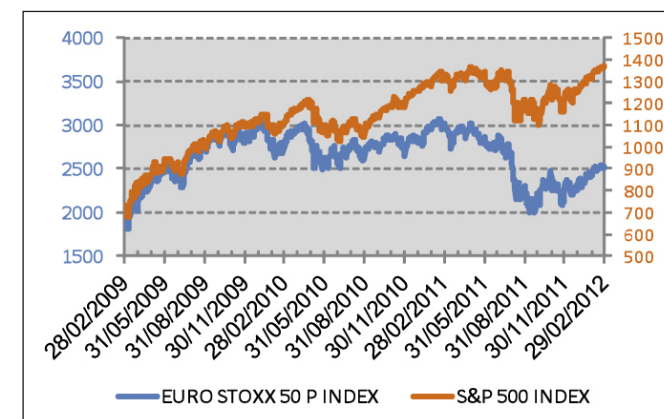
ACTIONS

Indices

Les actions ont continué leur progression sur février (+3,95% pour l'eurostoxx50 et +4,06% pour le S&P500). Cette **hausse** est alimentée par la poursuite de la **reprise américaine** depuis l'été dernier ainsi que par une **amélioration du sentiment sur l'Europe** suite aux opérations de LTRO qui ont été bien acceptées et qui rassurent sur le risque systémique bancaire.

Au sein de la zone euro, on remarque que le Dax allemand (+6,15%) profite de son profil cyclique alors que l'ibex espagnol (-0,51%) recule légèrement.

Aux Etats-Unis, le S&P est au plus haut depuis un an, à l'inverse de l'eurostoxx50 qui récupère à peine ses niveaux de début août 2011.



Index	29/02/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.512,11	3,95%	8,44%	8,44%
CAC 40 INDEX	3.452,45	4,67%	9,26%	9,26%
DAX INDEX	6.856,08	6,15%	16,24%	16,24%
IBEX 35 INDEX	8.465,90	-0,51%	-1,17%	-1,17%
AEX-Index	324,25	1,81%	3,77%	3,77%
FTSE MIB INDEX	16.351,41	3,31%	8,36%	8,36%
BEL 20 INDEX	2.275,86	3,13%	9,24%	9,24%
S&P 500 INDEX	1.365,68	4,06%	8,59%	8,59%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2.966,89	5,44%	13,89%	13,89%
DOW JONES INDUS. AVG	12.952,07	2,53%	6,01%	6,01%

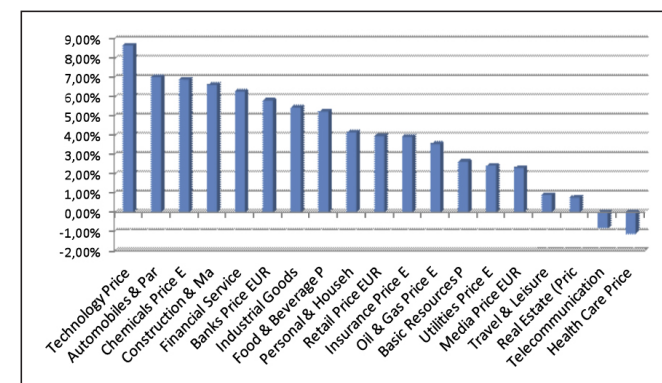
Secteurs

A l'instar de janvier, ce sont les secteurs **cycliques** ainsi que les **banques** qui ont le mieux performé. Ces dernières ont notamment profité du LTRO de la BCE.

Les deux seuls secteurs à avoir chuté sont les secteurs défensifs de la santé (-1,11%) et des télécoms (-0,81%).

Le secteur **technologique** a bénéficié de bonnes publications de résultats et a progressé de 8,67%.

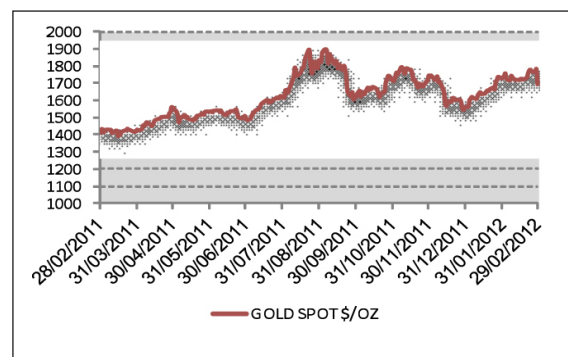
Après sa sous-performance de 2011, le secteur de la **construction** (+6,61%) s'est bien redressé et a publié de meilleurs résultats trimestriels, aidés par une météo favorable.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

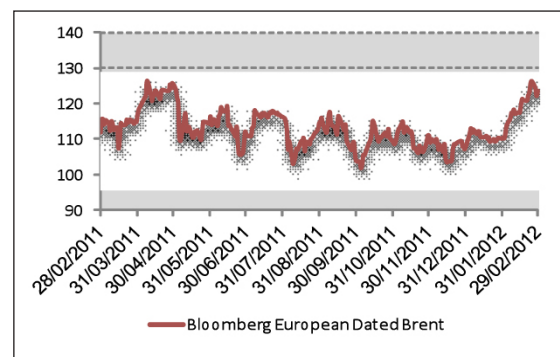
Or

L'**or** a chuté de 4,9% sur la journée du 29 février après les propos de la Fed laissant entrevoir qu'il n'y aurait pas de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. Sur le mois, l'**or** a perdu 2,35% (1696,85\$).



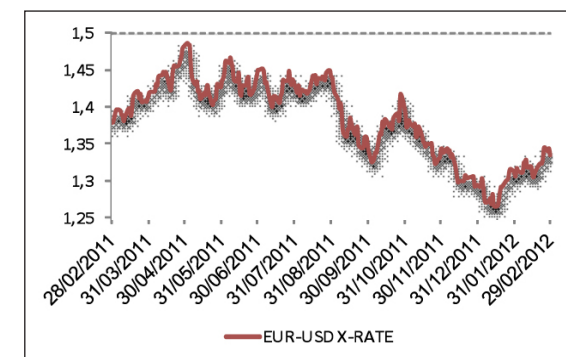
Pétrole

La flambée du **brent** (+11,85% à 123,90\$) s'explique principalement par l'aggravation des tensions en Iran.



Eurodol

L'**eurodol** (+2,19% à 1,3357) a bénéficié de l'accord intervenu sur le nouveau plan de sauvetage de la Grèce.



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	0,19	3	5	5
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,82	8	6	6
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,82	3	-1	-1
Euribor 1M ACT/360	0,56	-15	-46	-46	30 Year	2,43	-1	7	7
Euribor 3 Month ACT/360	0,98	-14	-37	-37	2-10 spread	1,63	0	-6	-6
Euribor 6 Month ACT/360	1,28	-14	-34	-34	US-EU 10Y Spread	0,15	14	10	10
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	1,15	-9	-27	-27	2Y	1,14	-37	-117	-117
EURO SWAP 2 YR	1,10	-2	-21	-21	5Y	2,27	-26	-87	-87
EURO SWAP 3 YR	1,20	2	-16	-16	10Y	3,59	-8	-50	-50
EURO SWAP 5 YR	1,55	2	-17	-17	15Y	3,92	-14	-29	-29
EURO SWAP 7 YR	1,90	1	-16	-16	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	2,25	2	-13	-13	Netherlands	2,30	15	11	11
EURO SWAP 15 YR	2,56	1	-10	-10	Austria	2,94	2	3	3
EURO SWAP 20 YR	2,62	3	-7	-7	Portugal	13,75	-265	39	39
EURO SWAP 30 YR	2,52	4	-4	-4	Spain	4,99	1	-10	-10
Swap Spread					Ireland	7,01	-28	-142	-142
2Y EUR Swap Spread	91,49	-5	-2586	-2586	Italy	5,19	-77	-192	-192
10Y EUR Swap Spread	43,89	-1	-1171	-1171	France	2,88	-17	-27	-27
					Greece	34,79	48	-17	-17

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8465,90	-0,51%	-1,17%	-1,17%
EURO STOXX 50 P INDEX	2512,11	3,95%	8,44%	8,44%
DAX INDEX	6856,08	6,15%	16,24%	16,24%
BEL 20 INDEX	2275,86	3,13%	9,24%	9,24%
S&P 500 INDEX	1365,68	4,06%	8,59%	8,59%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2966,89	5,44%	13,89%	13,89%
DOW JONES INDUS. AVG	12952,07	2,53%	6,01%	6,01%
Volatility				
V2X	23,93	-2	-8	-25,58%
Vix Index	18,43	-1	-5	-21,24%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/16	128,92	-15	-44	-25,48%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/16	568,11	-52	-187	-24,73%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/16	206,33	-14	-72	-25,91%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/16	355,44	-27	-157	-30,58%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,33	1,84%	2,81%	2,81%
BALTIC DRY INDEX	750,00	10,29%	-56,85%	-56,85%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	123,90	11,85%	15,17%	15,17%
GOLD SPOT \$/OZ	1696,85	-2,35%	8,52%	8,52%



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.