



mars  
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## INTRODUCTION

*Au cours de ce mois, les investisseurs se sont encore un peu plus rendus compte des disparités entre les Etats-Unis et la zone euro. En effet, alors que de l'autre côté de l'Atlantique, les chiffres indiquent une reprise économique accompagnée d'une baisse du chômage, l'Europe affiche un taux de chômage record et va probablement être en récession sous peu.*

*A côté de cela, on notera aussi en zone euro une rigueur budgétaire à géométrie variable. Certains pays, comme le Portugal et l'Irlande qui ont été aidés par le FMI et la CE, montrent une bonne volonté évidente pour réduire leur déficit tandis qu'en Espagne, la cible a été revue à la hausse de façon unilatérale avant de revenir à un consensus européen.*

*Dans un contexte économique morose, il est vrai que la réduction des déficits n'est évidente pour aucun pays, pas même les Pays-Bas qui sont actuellement en âpres négociations afin de respecter en 2013 la limite des 3.00% fixée par la zone euro.*

*Il reste donc à espérer que le climat économique s'améliore en bénéficiant, par exemple, de la reprise qui s'amorce aux Etats-Unis.*

## SOMMAIRE

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

## EN BREF...

- La participation suffisamment élevée des créanciers privés à l'offre d'échange des obligations grecques a permis le déblocage de l'aide de 130 milliards d'euro . Celle-ci doit permettre à la Grèce d'assurer son financement à court terme et a partiellement rassuré les marchés financiers.
- Néanmoins , le déficit public des pays périphériques inquiète toujours et des plans d'austérité sont mis en place par les différents gouvernements.  
Dans le même temps la situation économique dans la zone euro ne s'améliore pas avec notamment un taux de chômage record et un faible niveau de la production.
- Aux Etats-Unis, les indicateurs sont plus positifs même si la reprise économique manque encore de vigueur.
- La demande en obligations corporate est restée très vive et l'offre sur le marché primaire, bien qu'importante, ne suffit pas à y répondre.
- Le taux allemand à 10 ans est resté quasiment inchangé mais proche de ses plus bas niveaux.
- Les marchés actions ont continué à progresser jusqu'à la mi-mars pour ensuite consolider.
- Les Covered bonds sont soutenues par la combinaison de manque de papier et de cash à disposition

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

[www.ethias.be/lexique](http://www.ethias.be/lexique)



## CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

Les chiffres du mois de mars ont confirmé la **mauvaise santé économique** pour l'ensemble de la zone euro avec un fossé qui se creuse de plus en plus entre les pays du Nord et du Sud de l'Europe. De plus, le renforcement des mesures d'austérité et la flambée des prix du pétrole continuent à peser sur l'activité.

Les indicateurs **PMI** ainsi que la **production** industrielle continuent à se dégrader, repoussant les espoirs d'une reprise économique dans un avenir proche en Europe.

Du côté de la demande, les résultats ne sont guère plus réjouissants. En effet, le taux de **chômage** continue à augmenter en battant un nouveau record pour la zone euro. Cela, combiné avec un niveau toujours fort bas de la confiance des ménages, contribue à une certaine frilosité des consommateurs.

Ce ralentissement économique ne s'accompagne pas d'une diminution des **prix** en Europe. En effet, l'inflation est restée stable à +2.6% au mois de mars en raison notamment du maintien à un niveau élevé des prix de l'énergie.

	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	10,60	10,40	<b>10,70</b> ↑
EC Consumer Confidence	-20,30	-19,00	<b>-19,10</b> ↓
EZ Retail sales	-1,70	-1,50	<b>0,00</b> ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	109,70	109,60	<b>109,80</b> ↑
EC Composite PMI	49,30	48,70	<b>48,70</b> →
EC Business climate	-0,16	-0,16	<b>-0,30</b> ↓
EZ new orders (YoY)	-0,40	-3,10	<b>-3,30</b> ↓
EZ industrial production (YoY)	-1,60	-0,80	<b>-1,20</b> ↓
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	4,30	3,50	<b>3,70</b> ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,70	2,50	<b>2,60</b> ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,50	1,60	<b>1,50</b> ↓
ECB Refi rate	1,00	1,00	<b>1,00</b> →

\* : La flèche indique la différence entre les attentes du marché ("Survey") et la publication effective ("Current"). Une surprise à la hausse est indiquée par une flèche verte.

Au niveau du risque sur les dettes souveraines, les marchés financiers ont salué le **taux de participation élevé (85,8%) du secteur privé à l'offre d'échange des obligations grecques**. Ce taux de participation passe même à 95,7% suite à l'activation des clauses d'action collective par l'état Grec. La réussite de cette opération a ouvert la voie à la deuxième aide de 130 milliards d'euros de la troïka (BCE, Commission européenne et FMI) qui permettra à la Grèce de se financer jusqu'en 2014.

Cependant, la situation économique des pays du Sud de la zone euro continue à susciter une grande inquiétude. Les gouvernements de ces pays continuent donc à prendre des mesures d'austérité mais ces décisions passent de plus en plus difficilement auprès de la population comme en témoigne la récente grève générale en Espagne.

Plus précisément, le gouvernement espagnol a annoncé un budget prévoyant 27 milliards d'économie afin de réduire le déficit public de 8,5% à 5,3% du PIB d'ici fin 2012. Ce budget prévoit notamment une baisse des budgets des ministères de près de 17% ainsi qu'un gel des salaires des fonctionnaires et des hausses d'impôt.

A cela s'ajoute d'autres mauvaises nouvelles comme l'annonce surprise d'un référendum irlandais sur le budget européen, la menace de l'agence de notation Fitch d'abaisser le rating AAA du Royaume-Uni et le risque de voir le Portugal avoir besoin d'un nouveau plan de sauvetage. C'est dans ce contexte difficile que les ministres des finances de la zone euro se sont réunis pour discuter des capacités du **Mécanisme Européen de Stabilité** (MES). Le total du «pare-feu anti-crise» a été augmenté de 500 milliards et atteint désormais 800 milliards d'euros.

## CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Durant ce mois de mars, les chiffres aux Etats-Unis sont restés meilleurs qu'en Europe mais les indicateurs connaissent tout de même un **léger ralentissement**.

Les rapports sur le **marché du travail restent très positifs** avec une accélération de la consommation privée. Mais comme l'a souligné le président de la Fed, Ben Bernanke, il faudra que l'activité économique progresse plus fortement qu'actuellement pour continuer à faire baisser le taux de chômage aux Etats-Unis.

Or, la montée des **prix de l'énergie** a pénalisé l'économie américaine pour ce premier trimestre de l'année 2012 en creusant notamment le déficit commercial du pays à \$52,6 milliards, soit un record depuis octobre 2008.

Le **marché immobilier** américain reste également un point d'attention avec des résultats contrastés pour le mois de mars. En effet, si on constate une amélioration des ventes de maisons existantes, le secteur de la construction continue à se détériorer.

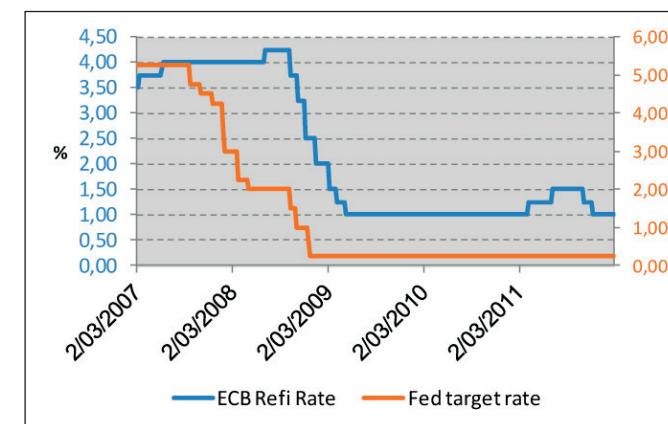
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	284,00	210,00	<b>227,00</b>
Unemployment rate (%)	8,30	8,30	<b>8,30</b>
Fed Consumer Confidence	71,60	70,00	<b>70,20</b>
Retail sales (YoY)	6,30		<b>6,50</b>
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	-4,06	-3,80	<b>-3,78</b>
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	56,80	56,00	<b>57,30</b>
ISM Manufacturing	54,10	54,50	<b>52,40</b>
Industrial Production (MoM)	0,37	0,40	<b>0,02</b>
Industrial Production (YoY)	3,62		<b>4,03</b>
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	4,10	3,30	<b>3,30</b>
Headline inflation	2,90	2,90	<b>2,90</b>
Core inflation	2,30	2,20	<b>2,20</b>
Fed Funds target rate	0,25		<b>0,25</b>

\* : La flèche indique la différence entre les attentes du marché ("Survey") et la publication effective ("Current"). Une surprise à la hausse est indiquée par une flèche verte.

## POLITIQUE MONÉTAIRE

Suite à sa dernière réunion, la **BCE** a laissé ses taux inchangés et son président, Mario Draghi, a donné un message clair : le « fiscal compact » qui a pour but de freiner le développement de la dette publique, laquelle pourra être contrôlée par la Cour de justice de l'Union européenne, est essentiel. C'est maintenant au tour des gouvernements d'agir. Dans le même temps, l'institution a revu à la baisse ses **prévisions de croissance** pour 2012 (-0.1%) alors que l'inflation est revue à la hausse avec +2.4% pour cette année.

Aux Etats-Unis, la **Fed** a désormais un discours **plus optimiste** sur les perspectives de l'économie américaine. Néanmoins, la banque centrale américaine insiste sur les entraves à la croissance que sont la crise du marché immobilier et l'absence de l'amélioration du pouvoir d'achat des américains. Par ailleurs, Ben Bernanke n'a pas exclu de donner un coup de pouce supplémentaire à l'économie via une nouvelle injection de liquidités (Quantitative Easing 3).



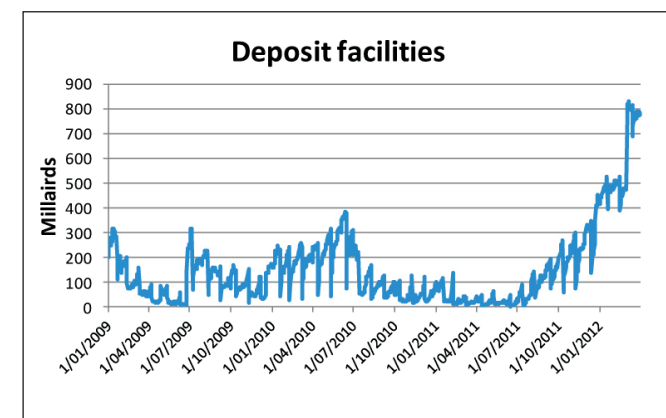
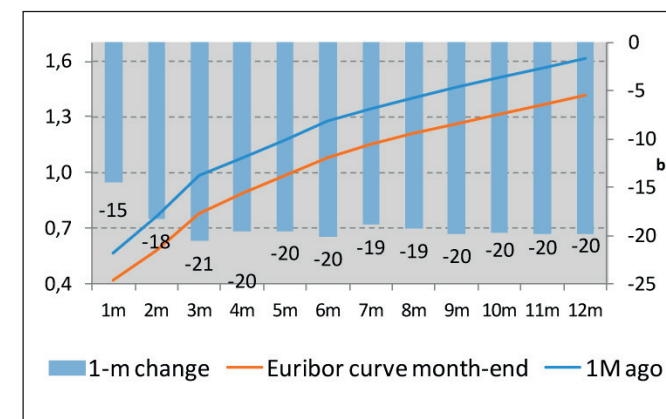
## TAUX COURTS

La **diminution** des taux courts se poursuit. Actuellement, sur l'Euribor 3 mois, nous sommes à 0.78% par rapport à 0.97% au 01/03/2012, soit 19 bp de baisse. Pour rappel, le taux le plus bas avait été atteint au 31/03/2010 à 0.63%.

Depuis le premier **LTRO** instauré fin décembre 2011, ces taux n'ont fait que diminuer. On pourrait croire que cette détente signale une normalisation de relations entre les banques européennes mais il n'en est rien.

En effet, les **dépôts** des banques de la zone euro auprès de la BCE restent à des niveaux records avec un pic durant ce mois de mars à 827 milliards d'euros. Ceci laisse à penser que l'argent des LTRO accordé par la BCE n'a pas encore filtré vers l'économie réelle.

Il y a diverses raisons qui expliquent cette situation : les contraintes règlementaires avec Bâle III, la conjoncture économique actuelle qui demeure mauvaise ainsi que la politique d'austérité menée par différents gouvernements.



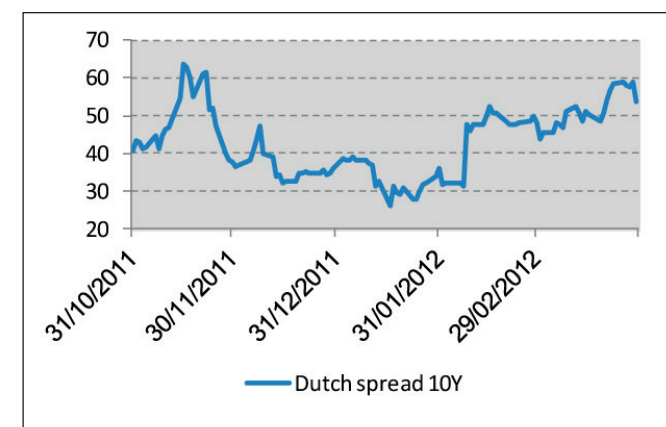
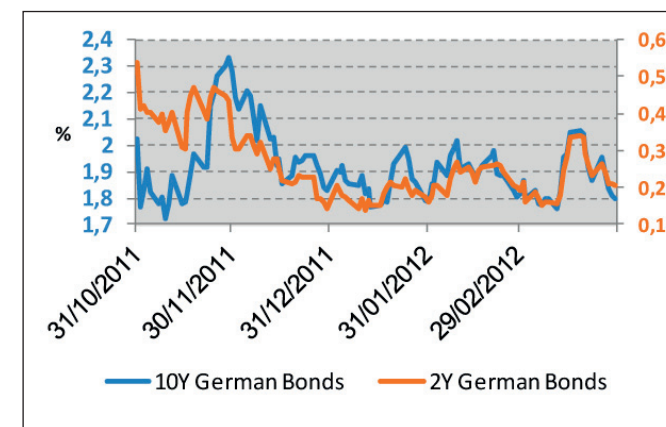
## OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

En début de mois, les **marchés de taux** ont salué la mise en place du renflouement de la Grèce et les bons chiffres macroéconomiques aux Etats-Unis. Les obligations sûres telles que le Bund allemand ont donc été vendues et les taux ont monté.

Ce mouvement d'optimisme ne fut que de courte durée et rapidement, les **mauvais chiffres économiques en Europe** ont refroidi le moral des investisseurs qui ont de nouveau cherché la sécurité, avec un impact baissier sur les taux.

Sur le mois de mars, les **rendements** des obligations des pays « core » (Allemagne, France, ...) seront finalement restés **quasiment inchangés**.

Au niveau des pays, les Pays-Bas, qui sont pourtant un des pays les plus solides de la zone euro, risquent fortement de ne pas respecter leur cible de déficit public cette année. Cela s'est traduit par un accroissement de leur prime de risque par rapport au Bund.



En **Belgique**, les taux ont continué leur baisse pour finir le mois à 3.40%. Ce niveau est presque 80bp en dessous de la moyenne observée en 2011. Les investisseurs apprécient les efforts budgétaires entrepris ainsi que la croissance économique qui reste satisfaisante par rapport aux autres pays de la zone euro.

L'**Espagne**, par contre, a revu son déficit à la hausse, ce qui lui a « coûté » une augmentation de 36bp sur le mois tandis qu'en Italie, où les réformes se succèdent, le taux à 10 ans a baissé légèrement.

Les marchés ont aussi salué les efforts du **Portugal** et de l'**Irlande**, qui ont tous deux été aidés par le FMI et la CE.

Ces deux pays semblent en effet montrer beaucoup de bonne volonté pour diminuer leur dette. L'impact sur la croissance économique est cependant moins certain.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,21	2	6	6
5 Year	0,80	-2	4	4
Germany 10 Year	1,79	-2	-3	-3
30 Year	2,45	2	8	8
2-10 spread	1,59	-4	-10	-10
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	1,27	13	-104	-104
5Y	2,41	14	-73	-73
10Y	3,40	-19	-69	-69
15Y	3,65	-27	-57	-57
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	2,33	3	14	14
Austria	2,75	-19	-15	-15
Portugal	11,53	-222	-183	-183
Spain	5,35	36	27	27
Ireland	6,85	-16	-159	-159
Italy	5,12	-7	-199	-199
France	2,89	1	-26	-26
Greece	21,08	-1371	-1388	-1388

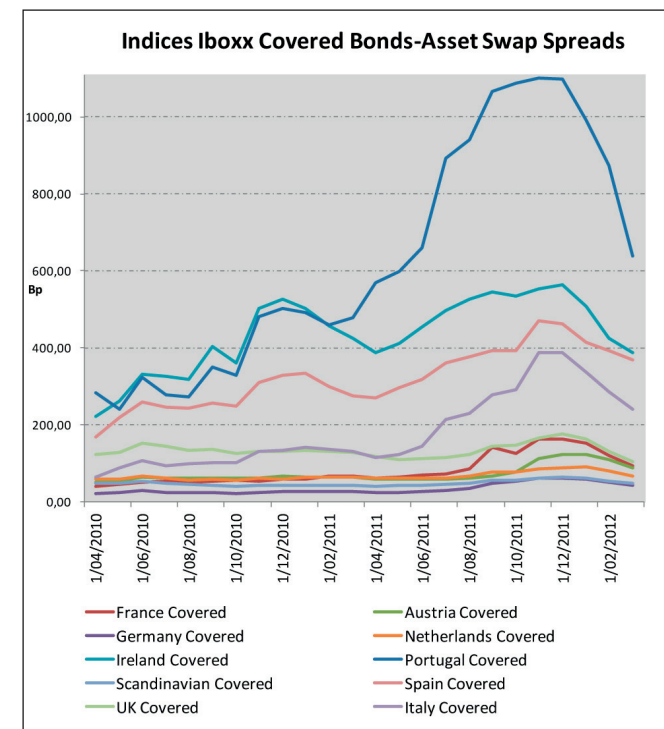
## COVERED BONDS

Le **marché primaire** a été assez actif jusqu'à la moitié du mois mais par la suite, les volumes échangés se sont affaiblis suite à l'écartement des souverains périphériques.

On a aussi observé un écartement des primes de risque, particulièrement dans les juridictions où les gains avaient été les plus prononcés, c'est à dire sur les périphériques.

La combinaison de l'actuel manque de papier et du cash mis à la disposition des établissements financiers devrait techniquement continuer à **soutenir les achats** au cours des prochaines semaines.

Le **programme de rachat** de la BCE (CBPP2) est à 9 milliards sur les 40 de capacité. Il y a cependant des rumeurs concernant un retrait de cette facilité avant son expiration en octobre 2012.



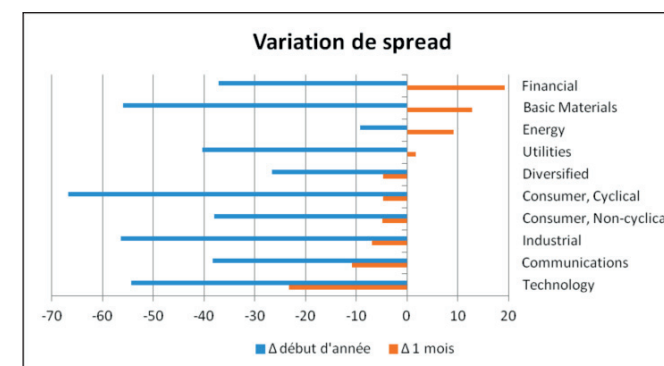
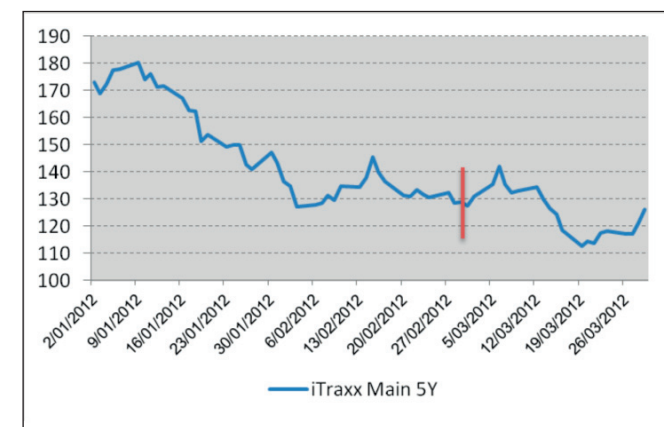
## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Le **resserrement des spreads** a continué sur les 3 premières semaines sur tous les secteurs. Nous avons ensuite connu un changement de tendance avec un écartement tiré principalement par les titres espagnols et italiens.

Ainsi l'iTraxx Main est globalement resté au statu quo mais avec un point bas à 113bp le 19 mars 2012.

L'iTraxx Financial a finalement plus perdu sur le mois avec 18bp d'écartement.

**Le marché est essentiellement axé à l'achat.** Ceci est dû à un regain de confiance (peut-être excessif) et à un surplus de cash des investisseurs. Par conséquent, les spreads comme les rendements ont continués à baisser et les prix à monter.

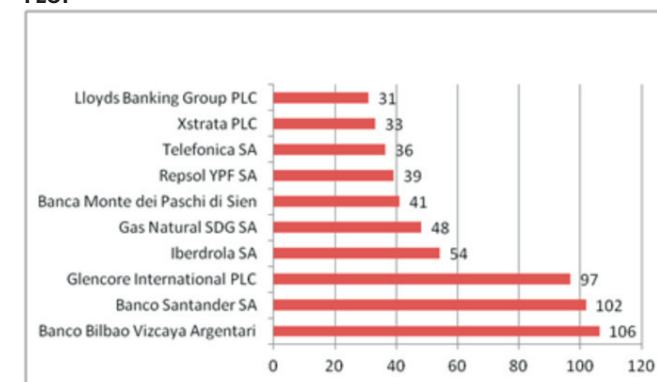


Le **marché primaire** a été très actif. La demande est restée extrêmement forte sur le mois bien qu'on ait commencé à voir un intérêt en baisse de la part des investisseurs la dernière semaine au vu de la faible prime proposée par les émetteurs. Cette tendance en fin de mois s'est répercutée dans le **marché secondaire** où ces dernières émissions ne performant pas (les prix ne s'écartent pas fortement de leur prix d'émission) et les flux sont restés très pauvres par manque d'opportunités.

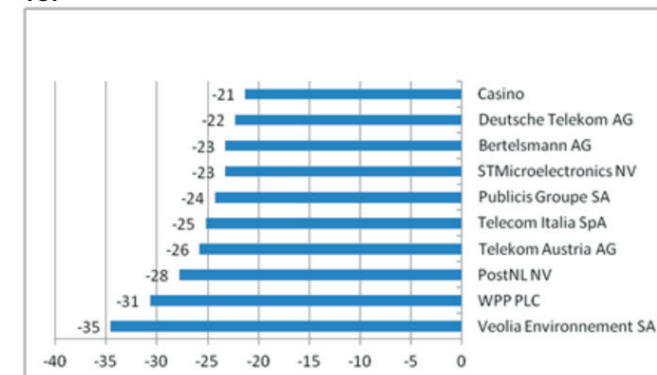
L'**entreprise Total** a attiré les regards durant le mois car elle doit faire face à une fuite de gaz importante au nord de l'Ecosse dont le coût est encore indéterminé.

Enfin, **Moody's** a dégradé les 4 grandes banques Portugaises qui sont toutes désormais classées en catégorie spéculative (High Yield).

#### FLOP



#### TOP



## ACTIONS

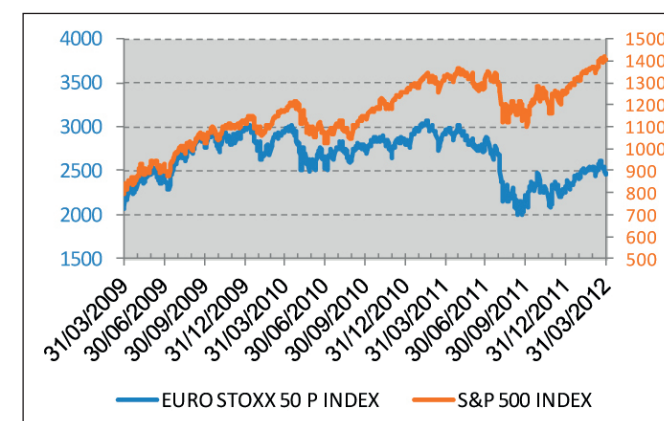
### Indices

Les **marchés actions** furent d'une grande volatilité ce mois-ci.

Après une période d'incertitude sur le dénouement des obligations grecques, l'**Eurostoxx50** a atteint les 2600 points (un plus haut depuis début août) vers la mi-mars, porté par un retour de l'appétit vers les actifs risqués. Sur cette même quinzaine, les indices américains continuaient leur progression pour retrouver leur niveau d'avant la crise Lehman (Dow Jones: 13252 et S&P:1409), soutenus par des signes de reprise économique.

Mais le ralentissement de la croissance en Chine et des indicateurs de production en Europe décevants ont pesé sur l'Eurostoxx50 qui finit le mois à -1,39%.

L'Ibex quant à lui souffre toujours des craintes sur l'économie espagnole.



Index	31/03/2012	M/M	Quarter	
			to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2477,28	-1,39%	6,94%	6,94%
CAC 40 INDEX	3423,81	-0,83%	8,35%	8,35%
DAX INDEX	6946,83	1,32%	17,78%	17,78%
IBEX 35 INDEX	8008	-5,41%	-6,52%	-6,52%
AEX-Index	323,51	-0,23%	3,53%	3,53%
FTSE MIB INDEX	15980,07	-2,27%	5,90%	5,90%
BEL 20 INDEX	2324,05	2,12%	11,55%	11,55%
S&P 500 INDEX	1408,47	3,13%	12,00%	12,00%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3091,57	4,20%	18,67%	18,67%
DOW JONES INDUS. AVG	13212,04	2,01%	8,14%	8,14%

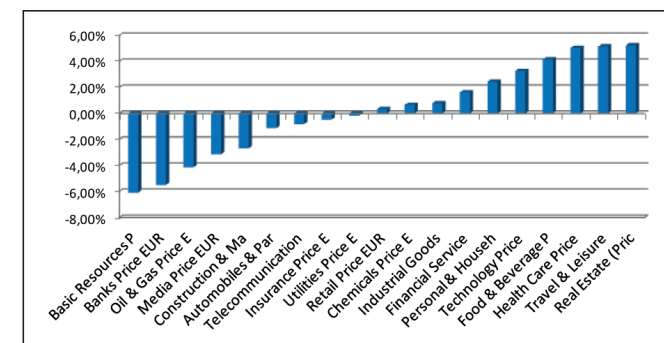
## Secteurs

Les secteurs les plus sensibles à la croissance (matières premières, construction, auto) et à la crise européenne (les banques) ont sous-performé l'Eurostoxx50.

Le **secteur pétrolier** et en particulier le titre **Total** fut impacté par la fuite de gaz en mer du Nord, ravivant les craintes d'arrêt de production et de coûts de dommage et réparation, comme ce fut le cas pour BP dans le golfe du Mexique.

Des **secteurs à « haut dividende »** tels que l'immobilier et la pharmacie bénéficient de l'attrait des investisseurs vers ces titres à haut rendement.

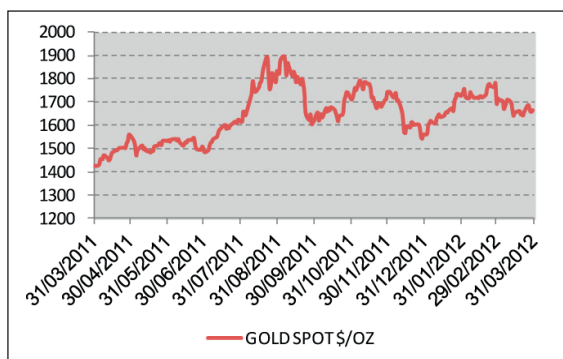
La technologie est soutenue par la performance du Nasdaq aux US (+18,67% depuis le début de l'année).



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

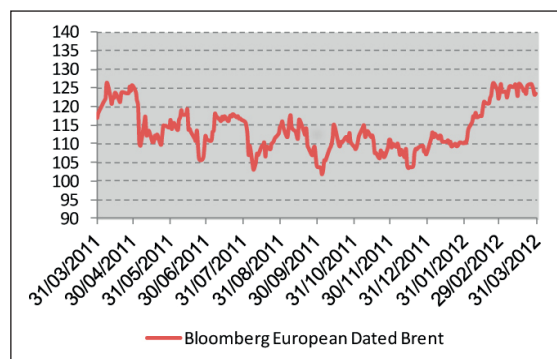
### Or

L'**or** a perdu 1,68% sur le mois pour clôturer à 1668,35\$.



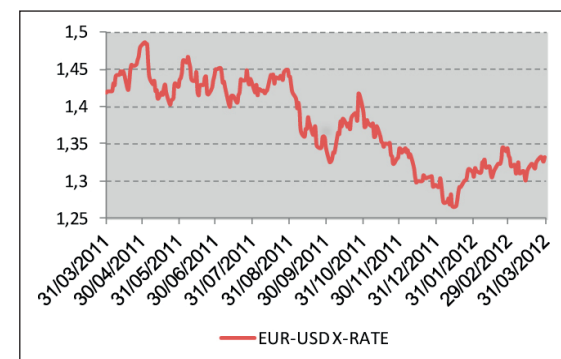
### Pétrole

Le **brent** est resté très stable sur la période (123,81\$).



### Eurodol

Après avoir atteint un niveau proche de 1,30 à la mi-mars, l'**eurodol** s'est repris pour finalement terminer inchangé sur le mois.



## 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
<b>Monetary policy</b>					<b>German Bonds</b>				
Fed Funds Target Rate US	0,25	0	0	0	2 Year	0,21	2	6	6
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,80	-2	4	4
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,79	-2	-3	-3
Euribor 1M ACT/360	0,42	-15	-61	-61	30 Year	2,45	2	8	8
Euribor 3 Month ACT/360	0,78	-21	-58	-58	2-10 spread	1,59	-4	-10	-10
Euribor 6 Month ACT/360	1,08	-20	-54	-54	US-EU 10Y Spread	0,42	26	37	37
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	1,03	-12	-39	-39	2Y	1,27	13	-104	-104
EURO SWAP 2 YR	1,07	-3	-24	-24	5Y	2,41	14	-73	-73
EURO SWAP 3 YR	1,20	0	-16	-16	10Y	3,40	-19	-69	-69
EURO SWAP 5 YR	1,59	4	-13	-13	15Y	3,65	-27	-57	-57
EURO SWAP 7 YR	1,93	3	-14	-14	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	2,29	4	-9	-9	Netherlands	2,33	3	14	14
EURO SWAP 15 YR	2,63	7	-3	-3	Austria	2,75	-19	-15	-15
EURO SWAP 20 YR	2,65	4	-3	-3	Portugal	11,53	-222	-183	-183
EURO SWAP 30 YR	2,54	3	-1	-1	Spain	5,35	36	27	27
<b>Swap Spread</b>					Ireland	6,85	-16	-159	-159
2Y EUR Sw ap Spread	87,00	-4	-3036	-3036	Italy	5,12	-7	-199	-199
10Y EUR Sw ap Spread	49,83	6	-577	-577	France	2,89	1	-26	-26
					Greece	21,08	-1371	-1388	-1388

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	8008,00	-5,41%	-6,52%	-6,52%
EURO STOXX 50 P INDEX	2477,28	-1,39%	6,94%	6,94%
DAX INDEX	6946,83	1,32%	17,78%	17,78%
BEL 20 INDEX	2324,05	2,12%	11,55%	11,55%
S&P 500 INDEX	1408,47	3,13%	12,00%	12,00%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3091,57	4,20%	18,67%	18,67%
DOW JONES INDUS. AVG	13212,04	2,01%	8,14%	8,14%
<b>Volatility</b>				
V2X	22,55	-1	-10	-10
Vix Index	15,50	-3	-8	-8
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 06/17	124,77	-4	-48	-48
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/17	612,93	45	-142	-142
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/17	220,24	14	-58	-58
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/17	360,50	5	-152	-152
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,33	0,14%	2,95%	2,95%
BALTIC DRY INDEX	934,00	24,53%	-46,26%	-46,26%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	123,81	-0,07%	15,09%	15,09%
GOLD SPOT \$/OZ	1668,35	-1,68%	6,69%	6,69%



## DIRECTION FINANCES

[front-office.finances@ethias.be](mailto:front-office.finances@ethias.be)

Editeur responsable :  
Sébastien Gillis, rue des Croisiers 24 à 4000 LIÈGE

Mise en page :  
[infographie@ethias.be](mailto: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.