



avril
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Alors que depuis le début de l'année, la zone euro semblait suivre timidement l'amélioration observée aux Etats-Unis, ce mouvement s'est arrêté au cours du mois d'avril. La plupart des indicateurs macroéconomiques se sont en effet fortement dégradés en zone euro, pointant un risque de récession plus importante qu'anticipé auparavant.

A l'incertitude économique, la zone euro a ajouté de l'incertitude politique. En effet, le gouvernement hollandais est tombé, la France s'est choisie un nouveau président et les élections législatives grecques vont profondément modifier le paysage politique.

Il semble par contre que le discours des décideurs européens ait quelque peu changé au cours de ce mois. Alors que l'austérité était prédominante depuis le début de l'année, l'objectif de croissance économique revient peu à peu, quitte à retarder légèrement l'assainissement des finances publiques.

Au vu des évolutions sur les marchés au cours de ce mois, il semble que ce nouvel équilibre n'ait pas convaincu une majorité d'investisseurs.

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 indicateurs macroéconomiques se sont fortement dégradés en zone euro et les craintes sur certains pays périphériques, notamment l'Espagne, ont refait surface.
- Aux Etats-Unis, bien que meilleures qu'en Europe, les données économiques ont marqué le pas, confirmant un scénario de reprise molle.
- Les taux courts ont continué leur baisse mais à un rythme moins élevé. Les marchés monétaires montrent cependant que la confiance entre les banques n'est pas rétablie.
- Le taux allemand à 10 ans a un peu baissé mais cela lui a permis de battre un nouveau record historique à seulement 1.64%.
- La demande en obligations d'entreprises s'est essoufflée. Les bas taux de référence couplés à une forte demande ont rendu les prix très (trop?) cher et la faiblesse du marché primaire n'a pas aidé à améliorer la liquidité.
- L'eurostoxx50 a reperdu sur le mois tous les gains accumulés durant le premier trimestre.

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 chiffres pour ce début de deuxième trimestre 2012 n'incitent **pas à l'optimisme** pour la zone euro. En effet, les quelques espoirs d'une amélioration de la conjoncture économique, même très modérée, semblent être derrière nous.

Le mois d'avril avait pourtant bien débuté, avec notamment un rebond du climat des affaires mesuré en Allemagne par l'IFO. Mais depuis, les enquêtes publiées ont généralement déçu, surtout celles portant sur la **production** en Europe. Plus précisément, les indices PMI et la production industrielle sont apparus encore à des niveaux fort bas.

Malheureusement, les indicateurs économiques sur la **consommation** en zone euro ont également souffert. Le taux de chômage et la confiance des consommateurs sont à des niveaux déprimés, avec pour conséquence logique une dégradation du chiffre des ventes de détails.

Par ailleurs, les **pressions inflationnistes** perdurent en Europe ce qui risque de compliquer singulièrement la tâche de la BCE. En effet, celle-ci doit pouvoir contenir cette hausse des prix tout en essayant de relancer l'activité économique en zone euro.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	10,80	10,90	10,90 →
EC Consumer Confidence	-19,10	-19,00	-19,90 ↓
EZ Retail sales	-1,10	-1,10	-2,10 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	109,80	109,50	109,90 ↑
EC Composite PMI	49,10	47,40	47,40 →
EC Business climate	-0,28	-0,30	-0,52 ↓
EZ new orders (YoY)	-4,30	-3,10	-3,30 ↓
EZ industrial production (YoY)	-1,70	-1,80	-1,80 →
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	3,80	3,40	3,30 ↓
EZ Headline Inflation (YoY)	2,60	2,50	2,60 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,50	1,50	1,60 ↑
ECB Refi rate	1,00	1,00	1,00 →

* : 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.

Durant ce mois d'avril, **la crise de la dette** est revenue en force dans l'actualité financière avec plus particulièrement des inquiétudes sur la situation de l'Espagne. En effet, **le pays a vu sa note abaissée de deux crans à BBB+** avec une perspective négative par S&P. L'agence de notation pense que l'Espagne ne pourra pas tenir ses engagements sur la réduction de son déficit public. A cela viennent s'ajouter des risques sur le secteur bancaire espagnol, un taux de chômage très élevé (24,44%) et un secteur immobilier en perdition.

Les **Pays-Bas** ont également suscité l'inquiétude auprès des marchés financiers suite à un désaccord politique sur l'approbation d'un budget de rigueur réclamé par l'UE. Même si ce budget a finalement été approuvé, cette crise politique a débouché sur la démission du premier ministre Mark Rutte et sur l'organisation d'élections législatives anticipées le 12 septembre prochain.

Par ailleurs, les résultats des élections présidentielles en France et les élections législatives en Grèce (au 6 mai) risquent de créer de l'instabilité sur les places financières.

De manière plus générale, la mise en place des plans d'austérité en Europe se heurte à la dégradation de la conjoncture et au mécontentement des populations. En effet, la récession en zone euro rend de plus en plus difficiles les objectifs de réduction des déficits publics. C'est pourquoi le mot « croissance » revient au centre de la discussions avec notamment Angela Merkel qui a déclaré préparer un agenda de croissance pour le sommet européen de juin et Mario Draghi qui s'est déclaré en faveur de la signature d'un « pacte de croissance » entre les pays membres.

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux **Etats-Unis**, les **indicateurs économiques**, sans être dramatiques, sont **décevants** et majoritairement en dessous des attentes du consensus. Par exemple, le résultat du PIB américaine au 1er trimestre 2012 indique une progression de 2.2% contre 2.5% normalement attendu. Cela conforte le scénario d'une reprise économique « molle » pour ce pays.

Du côté de la **production**, l'activité aux Etats-Unis semble marquer le pas. En effet, la production industrielle est resté stable en mars alors que le marché attendait une progression de 0.3%.

En prime, la situation du **marché immobilier** reste difficile avec des prix en baisse et une diminution continue des mises en chantier.

Cependant la consommation reste constante malgré la légère baisse de la confiance des consommateurs.

La **consommation** semble en effet encore soutenue par un taux de chômage qui diminue. La baisse du taux de chômage risque cependant de s'arrêter si de nouveaux emplois ne sont pas créés rapidement.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	240,00	205,00	120,00
Unemployment rate (%)	8,30	8,30	8,20
Fed Consumer Confidence	69,50	69,60	69,20
Retail sales (YoY)	6,80		6,80
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	-3,94	-3,40	-3,49
Industry & Services			
ISM Services	57,30	56,80	56,00
ISM Manufacturing	53,40	53,00	54,80
Industrial Production (MoM)	0,00	0,30	0,00
Industrial Production (YoY)	4,64		3,78
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	3,30	3,10	2,80
Headline inflation	2,90	2,70	2,70
Core inflation	2,20	2,20	2,30
Fed Funds target rate	0,25		0,25

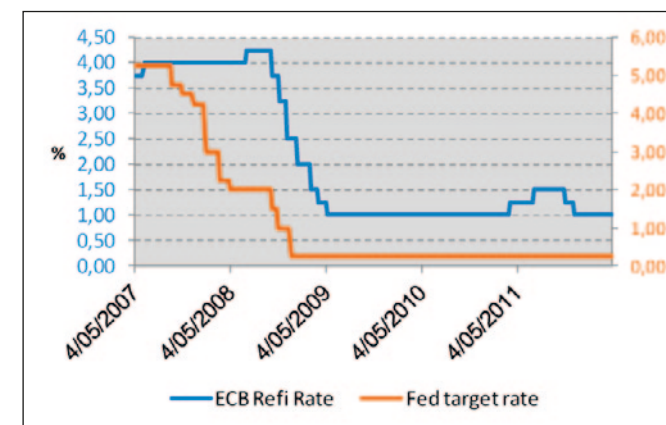
* : La flèche indique la différence entre les attentes du marché ("Survey") et la publication effective ("Current"). Une surprise à la hausse est indiquée par une flèche verte.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Sans surprise, la **Banque Centrale Européenne** a maintenu son taux à 1.00% lors de la réunion au début du mois d'avril et les facilités monétaires proposées aux banques sont restées d'actualité. Néanmoins, le **risque inflationniste** est revenu dans le discours de la BCE. En effet, l'inflation est supérieure à son objectif de 2% depuis 16 mois et devrait le rester au moins jusque début 2013. Par ailleurs, Mario Draghi, le président de la BCE, a affirmé que le pire était passé et qu'il existait désormais « une reprise modérée de l'activité » en insistant néanmoins sur l'effet négatif du chômage élevé en zone euro.

Au vu des mauvais chiffres publiés au cours du mois passé, il sera intéressant d'observer un éventuel changement de ton à la prochaine réunion de la BCE.

Aux Etats-Unis, la **Fed** a publié ses nouvelles prévisions de croissance et ses intentions en terme de timing de relèvement des taux directeurs. Au niveau des **prévisions économiques**, les projections ont été revues à la hausse sur 2012 mais à la baisse sur 2013. Le taux de chômage a également été revu à la baisse d'ici la fin 2014. Concernant l'inflation, Ben Bernanke a souligné le caractère ponctuel des pressions sur les prix. Il a donc déclaré que les taux directeurs resteront « exceptionnellement » bas jusqu'à la fin 2014.

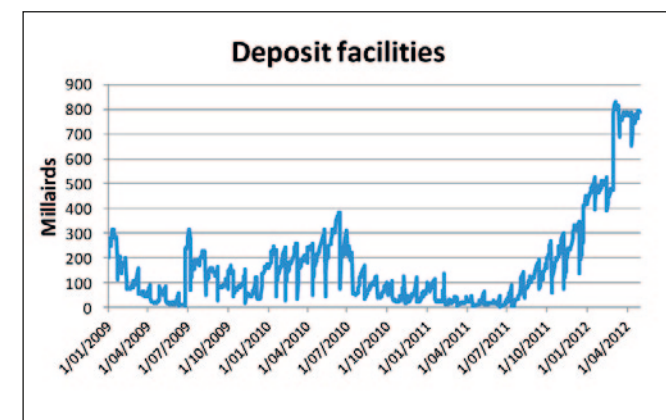
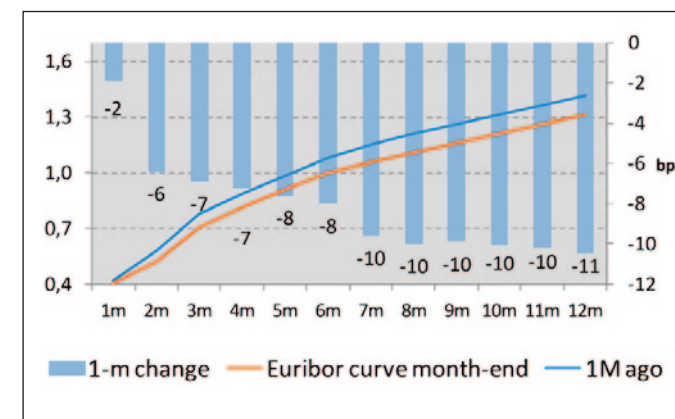


TAUX COURTS

Rien ne change pour les taux court-terme actuellement. Si la diminution de ces derniers a tendance à se ralentir, elle se poursuit néanmoins et se rapproche du plus bas historique. Nous sommes aujourd'hui à 0.70% pour 0.77 % il y a un mois pour l'Euribor 3 mois.

Les diverses possibilités de financements auprès de la BCE (MRO, LTRO) montrent des situations différentes en fonction des besoins des institutions financières.

Du côté des **dépôts** des banques de la zone euro auprès de la BCE, ils ont légèrement diminué par rapport au mois précédent. Cependant, ils restent toujours anormalement importants avec un volume de 789 Mds d'euros. Cela induit que les organismes financiers ne jouent toujours pas leur rôle de prêteur sur les marchés.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Le **Bund allemand** semble actuellement montrer une certaine **inadéquation** avec le contexte économique et politique. Certes les dernières données ne sont pas bonnes et les risques sur les périphériques persistent mais la situation ne semble pas justifier le rendement actuel proche des 1.65% à 10 ans.

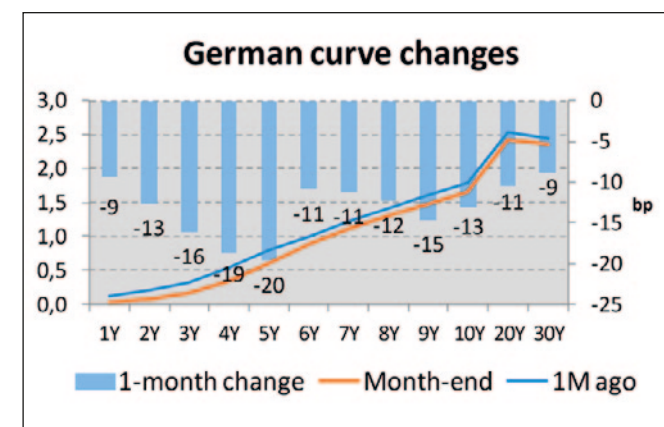
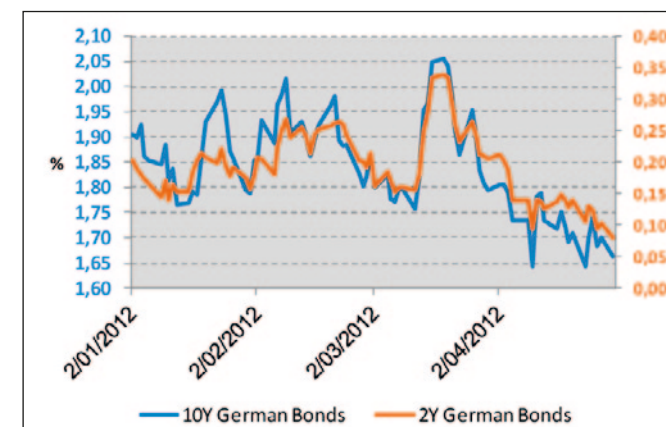
En effet, ce rendement est le plus bas jamais observé alors que la situation semble plus « positive » qu'il y a quelques mois : l'issue du PSI grec est désormais connue, les périphériques semblent continuer l'assainissement de leurs finances publiques et les perspectives macroéconomiques semblent meilleures aux Etats-Unis.

L'explication derrière ce niveau de taux semble donc être l'anticipation d'une longue récession ou d'une rechute sur les périphériques.

Aux **Pays-Bas**, le gouvernement a présenté sa démission à cause d'un désaccord sur les mesures budgétaires à prendre. Un accord est finalement intervenu sur le sujet mais des élections auront lieu en septembre. En conséquence, les obligations néerlandaises ont performé sur le mois mais moins que les allemandes.

En **Espagne**, le gouvernement a annoncé qu'il était en bonne voie pour respecter la cible de déficit négociée avec la Commission Européenne. Cela n'a pas empêché S&P de dégrader le pays de 2 crans de A à BBB+ avec outlook négatif. En conséquence, les taux espagnols ont donc grimpé d'une quarantaine de points de base.

Le **Portugal** a relativement bien évolué (taux en baisse) sur base d'acheteurs domestiques. Malgré cela, les risques sont grands que le pays ait besoin d'un nouveau plan d'aide en 2013 et les spéculations persistent quant à une éventuelle participation du secteur privé.



En **Belgique**, on a observé une baisse du taux de financement malgré certains risques encore présents :

- Il reste des désaccords au sein du gouvernement sur la trajectoire budgétaire pour les prochaines années
- La provision de 350MM prévue comme marge pour le budget de cette année a presque été entièrement utilisée au premier trimestre (325MM)
- Dexia est de nouveau sous le feu des projecteurs avec un éventuel besoin de recapitalisation pouvant aller jusqu'à 10 milliards. La Belgique a apporté sa garantie au holding pour une 50aine de milliards (soit environ 15% du PIB) et se voit donc contrainte de la soutenir.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,08	-13	-13	-6
5 Year	0,60	-20	-20	-16
Germany 10 Year	1,66	-13	-13	-17
30 Year	2,36	-9	-9	-1
2-10 spread	1,58	0	0	-10
Belgian gov. yields				
2Y	1,11	-16	-16	-120
5Y	2,23	-18	-18	-91
10Y	3,30	-10	-10	-79
15Y	3,59	-6	-6	-62
10Y gov. yields				
Netherlands	2,24	-9	-9	5
Austria	2,67	-8	-8	-24
Portugal	10,63	-90	-90	-274
Spain	5,77	42	42	68
Ireland	6,82	-2	-2	-161
Italy	5,51	40	40	-160
France	2,96	7	7	-19
Greece	20,18	-91	-91	-1479

COVERED BONDS

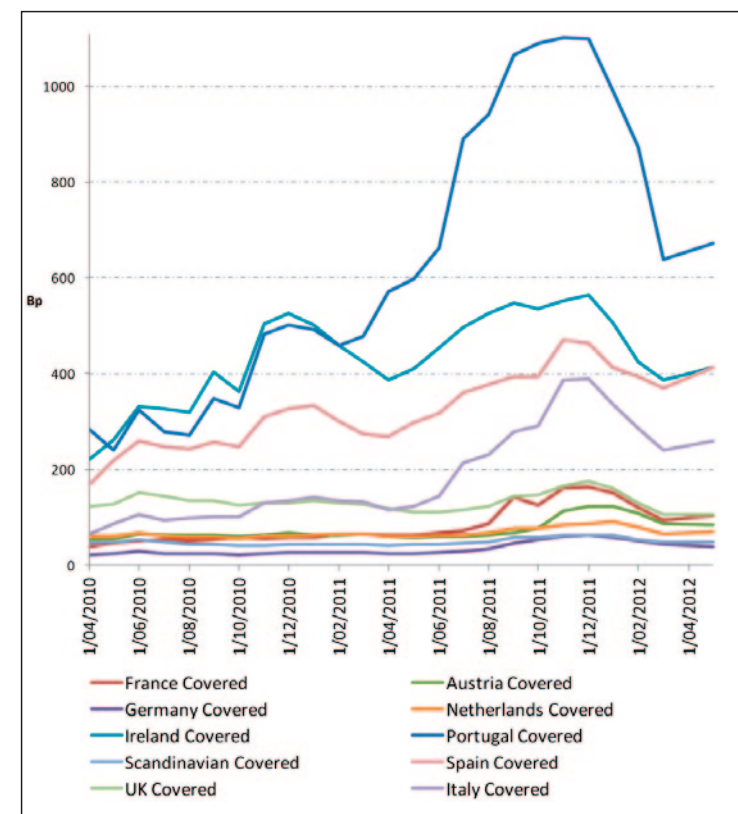
Sur le marché primaire, le mois d'avril a été pauvre en nouvelles émissions, soit la moitié par rapport à avril 2011. Ceci porte le montant total d'émissions depuis le début de l'année à 83 milliards.

La plupart des investisseurs ont cherché à **prendre leur profit** après la performance du premier trimestre.

Le **mois d'avril fut particulièrement mauvais** pour les titres français, hollandais et espagnols de par :

- les craintes redoublées quant à l'économie espagnole ;
- les élections françaises ;
- la démission du gouvernement hollandais.

Les achats effectués dans le cadre du **Programme de Rachat de la Banque Centrale** ont atteint le montant de 10.7 milliards sur les 40 prévus par le plan. Il reste donc une marge conséquente en cas de nouveau stress sur le marché.



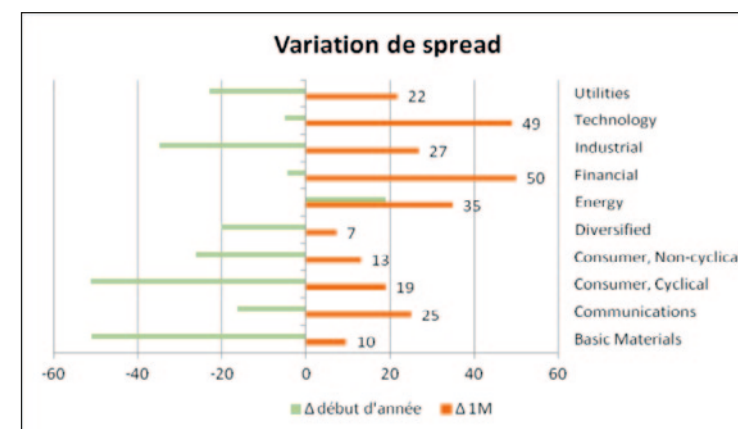
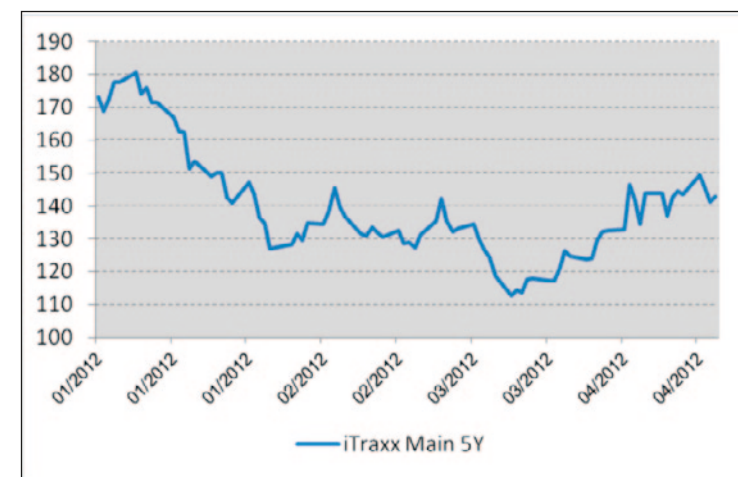
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

L'écartement des spreads a continué sur sa lancée entamée fin mars sur fond de mauvaises nouvelles économiques, notamment en Espagne.

Ainsi l'iTraxx Main a graduellement continué à monter (+20bp sur le mois) sans pour autant réussir à franchir le cap psychologique des 150bp. L'iTraxx Financial a quant à lui souffert également avec 30bp d'écartement.

Les flux sont actuellement très faibles car les investisseurs sont dans l'attente d'une direction claire; tiraillés d'une part entre des publications de résultats des sociétés qui sont globalement encourageantes et des nouvelles macroéconomiques décevantes.

Tous les secteurs ont vu leurs spreads s'écarter mais les financières sont de nouveau les plus touchées suite aux nouvelles craintes sur les souverains (l'Italie et l'Espagne en tête).



Le **marché primaire** a été très léger en avril avec 10.7 Mds sur un total de 51.1 Mds depuis le début de l'année.

Par conséquent, les investisseurs se sont retournés vers le **marché secondaire** mais sans réel intérêt au vu des spreads et taux bas. Par conséquent, le « cash » est important chez les investisseurs qui préfèrent patienter.

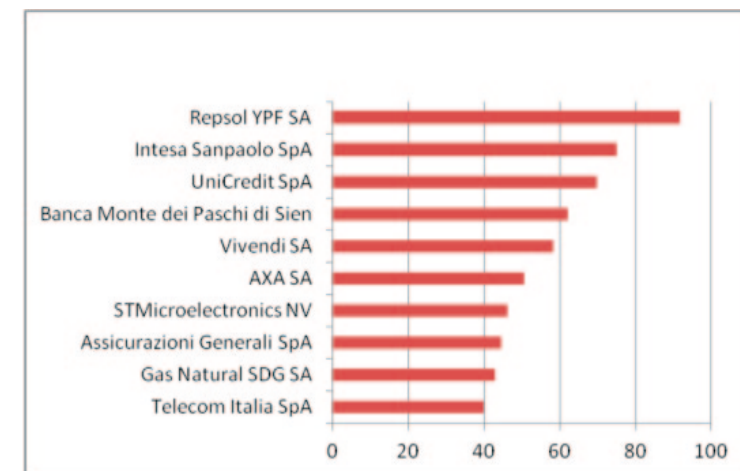
L'Italie a été mise sous pression en début de mois et cela s'est directement reflété sur les financières et ensuite sur les télécoms.

A contrario, la probable fusion entre Glencore et Xstrata leur a été bénéfique.

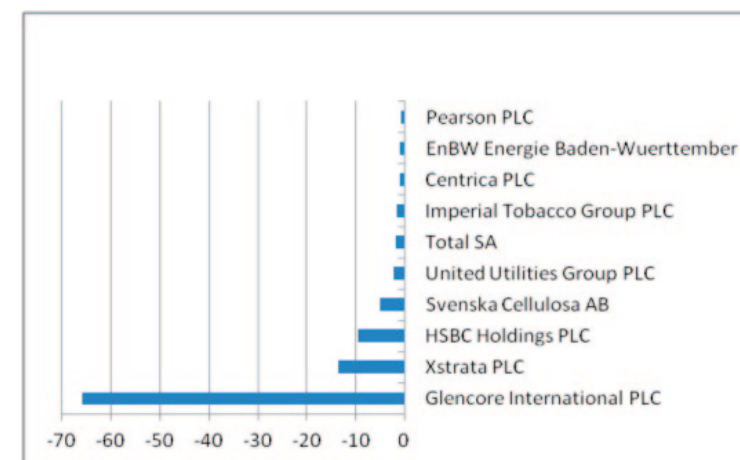
L'entreprise Repsol a attiré les regards durant le mois suite à la probable nationalisation et au rachat « forcé » de sa filiale YPF par le gouvernement Argentin.

Nokia a également attiré l'attention suite à la dégradation de leur rating en « investissement spéculatif » de la part de Fitch et S&P.

FLOP



TOP



ACTIONS

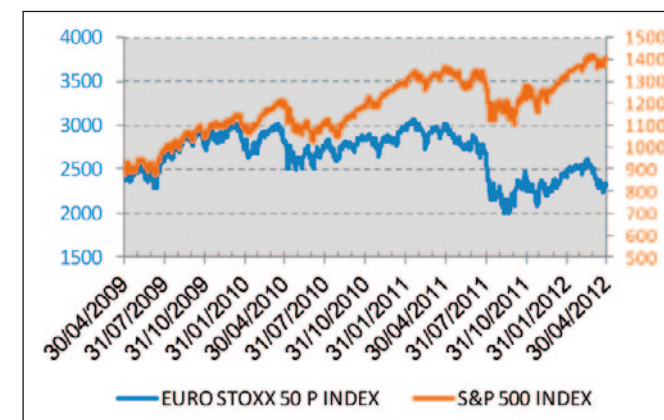
Indices

Après un premier trimestre porté par les effets positifs du LTRO de la BCE, l'**eurostoxx50** a reperdu tous les gains accumulés depuis le début de l'année suite à la résurgence des tensions sur les dettes des pays périphériques, et en particulier celle de l'Espagne. On remarque encore une fois une sous-performance des bourses de l'Europe du Sud (l'indice espagnol a chuté de 12,45% sur le mois et l'indice italien a perdu 8,68%).

Les élections françaises ont également été source d'inquiétude et de volatilité.

Aux Etats-Unis, les indices ont clôturé le mois quasiment inchangés.

La saison des résultats du premier trimestre a débuté aux Etats-Unis et en Europe. Les publications sorties jusqu'à présent sont en général meilleures que prévu.



Index	30/04/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.306,43	-6,90%	-6,90%	-0,44%
CAC 40 INDEX	3.212,80	-6,16%	-6,16%	1,68%
DAX INDEX	6.761,19	-2,67%	-2,67%	14,63%
IBEX 35 INDEX	7.011,00	-12,45%	-12,45%	-18,16%
AEX-Index	308,30	-4,70%	-4,70%	-1,33%
FTSE MIB INDEX	14.592,34	-8,68%	-8,68%	-3,30%
BEL 20 INDEX	2.208,44	-4,97%	-4,97%	6,00%
S&P 500 INDEX	1.397,91	-0,75%	-0,75%	11,16%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3.046,36	-1,46%	-1,46%	16,94%
DOW JONES INDUS. AVG	13.213,63	0,01%	0,01%	8,15%

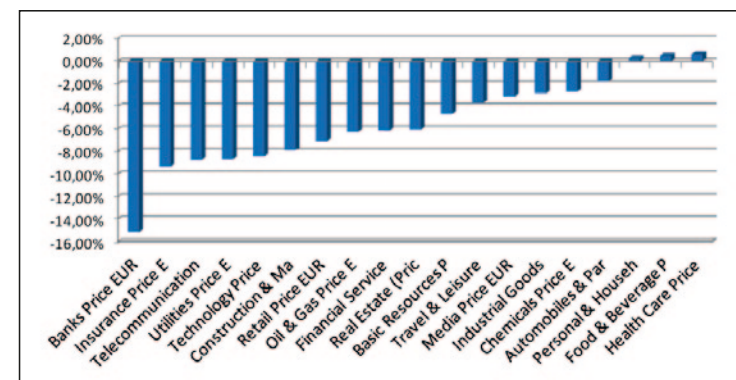
Secteurs

Les **secteurs** qui ont le plus chuté sur le mois sont les banques (-15,16%) et les assurances (-9,36%) suite aux tensions sur les dettes souveraines.

Les télécoms (- 8,77%) ont été pénalisés par des publications de résultats décevantes.

Le secteur des utilities (-8,70%) et en particulier les espagnoles souffrent de leur exposition en Espagne et les françaises du résultat de l'élection présidentielle.

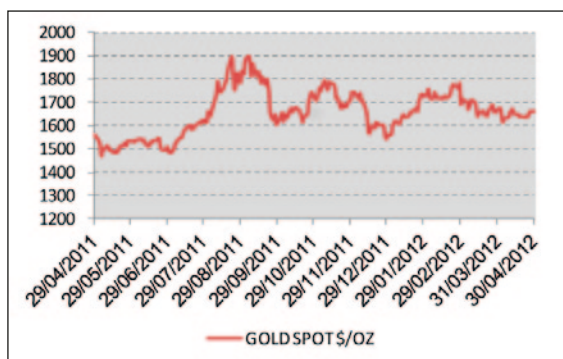
Par contre, les secteurs de la santé (+0,6%) et de l'alimentation et boissons (+0,48%) ont bénéficié de leur caractère non-cyclique et de leur exposition à la croissance internationale.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

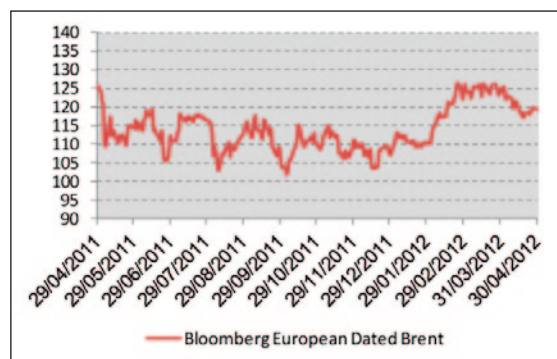
Or

L'**or** est resté assez stable et a clôturé le mois à 1664,75\$ (-0,22%).



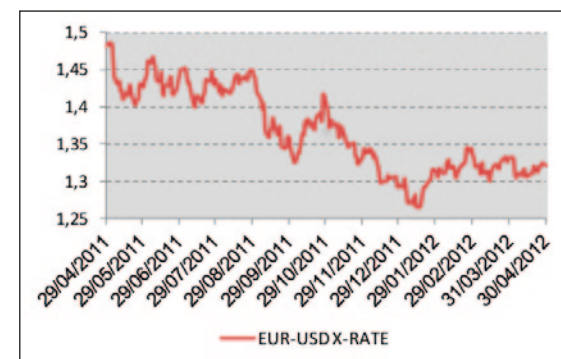
Pétrole

Le **brent** a chuté de 3,34% et a terminé le mois en-dessous de 120\$ (119,67\$).



Eurodol

L'**eurodol** fait preuve de résistance depuis quelques semaines malgré la dégradation des dettes périphériques. Il termine le mois à 1,3229, en baisse de 0,77%.



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	0,08	-13	-13	-6
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,60	-20	-20	-16
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,66	-13	-13	-17
Euribor 1M ACT/360	0,40	-2	-2	-62	30 Year	2,36	-9	-9	-1
Euribor 3 Month ACT/360	0,71	-7	-7	-65	2-10 spread	1,58	0	0	-10
Euribor 6 Month ACT/360	1,00	-8	-8	-62	US-EU 10Y Spread	0,25	-16	-16	20
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,92	-11	-11	-49	2Y	1,11	-16	-16	-120
EURO SWAP 2 YR	0,92	-15	-15	-39	5Y	2,23	-18	-18	-91
EURO SWAP 3 YR	1,04	-16	-16	-32	10Y	3,30	-10	-10	-79
EURO SWAP 5 YR	1,42	-17	-17	-31	15Y	3,59	-6	-6	-62
EURO SWAP 7 YR	1,79	-14	-14	-28	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	2,17	-12	-12	-21	Netherlands	2,24	-9	-9	5
EURO SWAP 15 YR	2,53	-10	-10	-13	Austria	2,67	-8	-8	-24
EURO SWAP 20 YR	2,59	-6	-6	-9	Portugal	10,63	-90	-90	-274
EURO SWAP 30 YR	2,49	-5	-5	-6	Spain	5,77	42	42	68
Swap Spread					Ireland	6,82	-2	-2	-161
2Y EUR Sw ap Spread	84,26	-3	-274	-3310	Italy	5,51	40	40	-160
10Y EUR Sw ap Spread	51,25	1	143	-435	France	2,96	7	7	-19
					Greece	20,18	-91	-91	-1479

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	7011,00	-12,45%	-12,45%	-18,16%
EURO STOXX 50 P INDEX	2306,43	-6,90%	-6,90%	-0,44%
DAX INDEX	6761,19	-2,67%	-2,67%	14,63%
BEL 20 INDEX	2208,44	-4,97%	-4,97%	6,00%
S&P 500 INDEX	1397,91	-0,75%	-0,75%	11,16%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3046,36	-1,46%	-1,46%	16,94%
DOW JONES INDUS. AVG	13213,63	0,01%	0,01%	8,15%
Volatility				
V2X	26,95	4	4	-16,18%
Vix Index	17,15	2	2	-26,71%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 06/17	140,49	16	16	-18,79%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/17	650,42	37	37	-13,83%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/17	241,71	21	21	-13,21%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/17	401,02	41	41	-21,68%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,32	-0,78%	-0,78%	2,14%
BALTIC DRY INDEX	1155,00	23,66%	23,66%	-33,54%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	119,67	-3,34%	-3,34%	11,24%
GOLD SPOT \$/OZ	1664,75	-0,22%	-0,22%	6,46%



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.