



mai  
**2012**  
 ethias  
**COMMENTAIRE DE MARCHÉ**



## INTRODUCTION

*Le sentiment négatif, qui a fait son retour sur les marchés mi-avril, ne s'est pas apaisé durant le mois de mai. Cette fois, c'est principalement l'Espagne qui a attiré les regards. En effet, le scénario qui s'y déroule, avec un secteur bancaire en grande difficulté suite à l'éclatement de la bulle immobilière, ressemble fortement à celui de l'Irlande qui a finalement dû demander une aide financière. Mais en terme de PIB, l'Espagne est environ 10 fois plus importante que l'Irlande et les montants en jeu sont donc sans commune mesure.*

*A côté de l'Espagne, l'éventuelle sortie de la zone euro de la Grèce a encore aggravé le pessimisme ambiant.*

*Plus globalement, le défi crucial de la zone euro n'a pas changé : diminuer les déficits publics tout en essayant de relancer la croissance économique.*

*Dans ce contexte, il n'est pas étonnant qu'à nouveau, les marchés s'interrogent sur la survie de la zone euro. Les gouvernements semblent prendre conscience de la gravité de la situation et avancent petit à petit. Il reste à espérer que les mesures continueront et que ces dernières auront un impact suffisamment rapide sur la croissance et les déficits que pour éviter un éclatement de la zone euro dont chaque pays ressortirait perdant.*

## SOMMAIRE

<b>En bref...</b>	<b>3</b>
<b>Contexte de marché en Europe</b>	<b>4</b>
<b>Contexte de marché aux Etats-Unis</b>	<b>6</b>
<b>Politique monétaire</b>	<b>7</b>
<b>Taux courts</b>	<b>8</b>
<b>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>14</b>
<b>Taux de change et matières premières</b>	<b>16</b>
<b>Annexes</b>	<b>17</b>

## 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 fortement baissé et a battu un nouveau record historique en passant sous la barre des 1.20% tandis que les pays périphériques ont à nouveau été sous pression.
- Les spreads sur les obligations corporate se sont fortement écartés suites aux craintes sur la recapitalisation des banques espagnoles et l'échec de formation du gouvernement grec. Les bancaires, utilities et telecoms ont été les plus fortement touchées.
- Les nombreuses incertitudes en Europe plombent aussi les indices actions européens.

**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


Comme pressenti le mois dernier, le futur de la zone euro suscite de plus en plus d'interrogations chez les investisseurs avec notamment la sortie possible de la Grèce et la situation des banques espagnoles.

Concernant la Grèce, les élections législatives ont débouché sur une impasse politique. En effet, aucun accord pour une nouvelle coalition gouvernementale n'a pu être trouvé entre les partis « anti-austérité » (les grands gagnants de ce scrutin) et les partis traditionnels. Ce vide politique inquiète les marchés financiers car le pays a toujours besoin de réformes structurelles fortes. De plus, des leaders politiques grecs et européens n'hésitent plus à parler d'une sortie prochaine du pays de la zone euro. De nouvelles élections seront organisées le 17 juin prochain mais il n'est pas certain que les nouveaux résultats changent réellement la donne.

Du côté de l'Espagne, c'est l'ensemble du secteur bancaire qui est désormais en difficulté avec une dépréciation vertigineuse de ses actifs suite à l'éclatement de la bulle immobilière et un urgent besoin de recapitalisation, comme l'illustre le sauvetage par le gouvernement espagnol du troisième réseau d'épargne espagnol Bankia. De manière plus générale, le premier ministre Mariano Rajoy a présenté de nouvelles mesures d'assainissement du secteur financier (nouvelles provisions, aide publique, création d'une structure pour « accueillir » les actifs toxiques). Mais tout cela va coûter très cher à l'Espagne qui risque de voir son déficit public augmenter dangereusement.

	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	10,80	10,90	<b>10,90</b>
EC Consumer Confidence	-19,90	-19,30	<b>-19,30</b>
EZ Retail sales	-2,00	-1,10	<b>-0,20</b>
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	109,90	109,40	<b>106,90</b>
EC Composite PMI	46,70	46,60	<b>45,90</b>
EC Business climate	-0,51	-0,67	<b>-0,77</b>
EZ new orders (YoY)	-4,30	-3,10	<b>-6,10</b>
EZ industrial production (YoY)	-1,50	-1,40	<b>-2,20</b>
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	3,60	3,40	<b>3,30</b>
EZ Headline Inflation (YoY)	2,60	2,50	<b>2,40</b>
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,50	<b>1,60</b>
ECB Refi rate	1,00	1,00	<b>1,00</b>

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



Parallèlement à la crise de la dette, les indicateurs économiques du mois de mai sont dans le rouge et confirment un scénario macroéconomique inquiétant pour la zone euro dans les prochains mois.

En effet, au niveau de l'activité, la zone euro a enregistré une croissance nulle au 1er trimestre 2012 mais avec toujours de larges disparités entre les pays membres. Si la Belgique ou l'Allemagne, par exemple, ont connu une légère progression, des pays comme l'Italie ou l'Espagne s'enfoncent encore un peu plus dans la récession.

Malheureusement, l'avenir pour la croissance en Europe ne semble pas meilleur au vu des indices PMI et de la production industrielle qui continuent à se détériorer et qui sont à des niveaux au plus bas depuis juin 2009. Cela laisse présager une contraction du PIB pour la zone euro au second trimestre 2012.

La situation n'est pas bonne non plus pour la demande intérieure européenne avec notamment des chiffres d'emploi toujours aussi peu encourageants. En effet, l'Europe connaît une onzième hausse consécutive du taux de chômage qui atteint désormais presque les 11%.

## CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, les chiffres économiques restent dans la lignée des mois précédents. Une reprise faible mais persistante de l'économie américaine se confirme donc pour cette année.

Au niveau de la croissance, le PIB pour le premier trimestre est apparu en baisse par rapport à la fin 2011. Cependant, il reste positif à 2,2%. Par ailleurs, les derniers indicateurs de confiance publiés, comme les indices ISM pour l'industrie et pour les services, confirment l'idée d'un second semestre 2012 mitigé mais néanmoins positif.

Durant ce mois de mai, il y a eu des nouvelles positives pour la consommation américaine comme par exemple le taux le chômage en baisse. Néanmoins, les faibles créations d'emplois montrent que cette embellie ne pourrait être que temporaire. Heureusement, le marché immobilier se porte mieux comme en témoignent la hausse des ventes de maisons neuves et l'augmentation des prix.

En ce qui concerne l'inflation, un relâchement des pressions inflationnistes suite à la baisse des prix des matières premières (pétrole) a été observé.

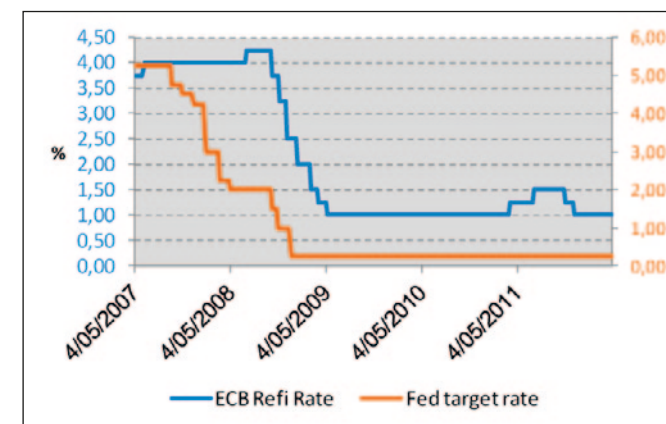
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	154,00	160,00	115,00 ↓
Unemployment rate (%)	8,20	8,20	8,10 ↓
Fed Consumer Confidence	68,70	69,60	64,90 ↓
Retail sales (YoY)	6,60		6,40
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	-3,54	-2,60	-2,57 ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	56,00	55,30	53,50 ↓
ISM Manufacturing	53,40	53,00	54,80 ↑
Industrial Production (MoM)	-0,55	0,60	1,09 ↑
Industrial Production (YoY)	3,56		5,16
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	2,80	2,10	1,90 ↓
Headline inflation	2,70	2,30	2,30 →
Core inflation	2,30	2,30	2,30 →
Fed Funds target rate	0,25	0,25	0,25 →

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

## POLITIQUE MONÉTAIRE

Lors de sa réunion de politique monétaire du mois de mai, la BCE a maintenu son taux directeur à 1% en confirmant sa vision sur le futur économique de la zone euro : une stabilisation de la croissance à un niveau bas et des risques mesurés sur une hausse des prix. Selon Mario Draghi, l'inflation devrait néanmoins rester supérieure à 2% en 2012. Le président de la BCE a également adressé un message très clair aux gouvernements européens : il faut activer les réformes structurelles et la BCE ne peut pas à elle seule régler les problèmes de la zone euro. Il considère donc que la politique monétaire actuelle est suffisamment accommodante.

Aux Etats-Unis, la **Fed** a laissé entendre que de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire pourraient être appliquées durant les prochains mois. L'objectif serait de soutenir la croissance si les risques baissiers pesant sur l'économie américaine devenaient trop importants. Par ailleurs, la banque centrale a souligné le caractère inquiétant de la situation budgétaire des Etats-Unis en indiquant qu'un relèvement du plafond de la dette serait bientôt nécessaire.

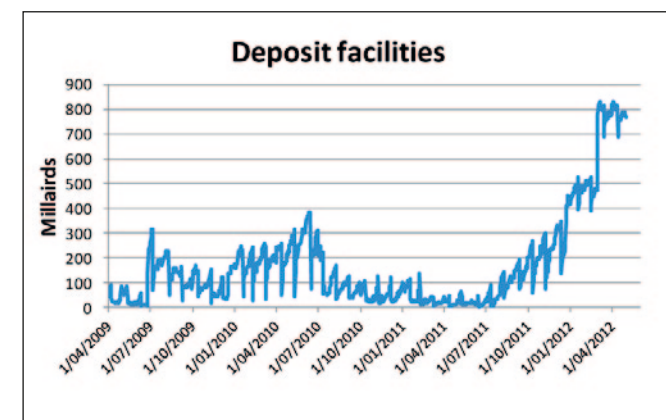
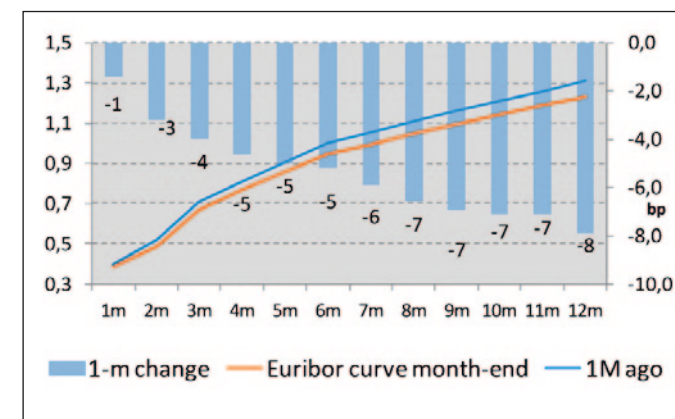


## TAUX COURTS

Actuellement, la tendance de ces derniers mois ne changent pas : les taux continuent leur lente érosion. Le taux de référence court terme, l'euribor 3 mois, se situe au 31/05 à 0.67% contre 0.70% un mois plus tôt.

Une recrudescence des emprunts courts (MRO) auprès de la BCE (+ 13.3 milliards) nous rappelle toujours la fragilité des institutions financières en Europe.

Du côté des **dépôts** des banques de la zone euro auprès de la BCE, ils ont de nouveau légèrement diminué par rapport au mois précédent. Cependant, ils restent toujours anormalement importants avec un volume de 769 Mds d'euros. La confiance et la circulation du cash dans les marchés monétaires est donc (très) loin d'être revenue.



## OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

L'historique du rendement du Bund allemand à 10 ans sur ces dix dernières années est sans appel : nous n'avons jamais observé des rendements aussi bas. Actuellement, celui-ci pointe à environ 1.20% tandis que l'obligation à deux ans ne rapporte pas le moindre intérêt !

A 10 ans, ce rendement de 1.20% ne couvre même pas l'inflation qui est actuellement de 2.10% en Allemagne. Les investisseurs acceptent donc un rendement réel négatif.

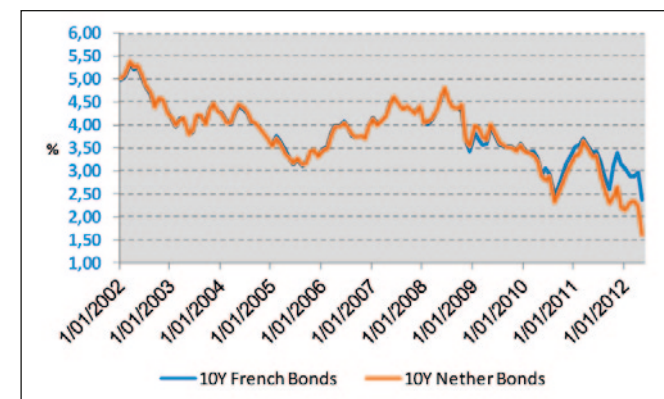
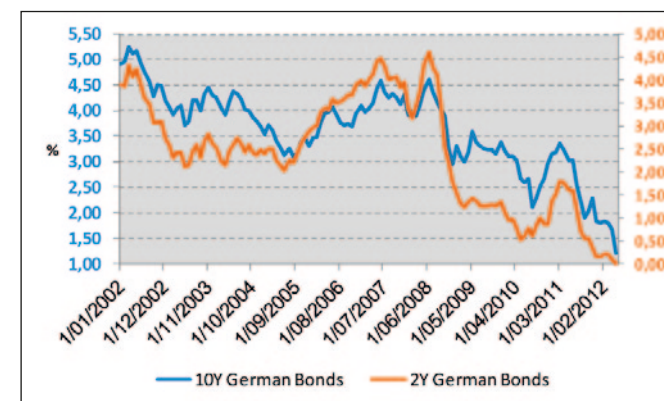
La situation sur les autres pays réputés les plus sûrs, comme les Pays-Bas et la France, n'est pas différente. Les rendements sont à des records avec un rendement d'à peine 1.55% aux Pays-Bas et de 2.20% en France.

La raison derrière ces records est évidemment la recherche de sécurité vu l'incertitude concernant le futur de la zone euro.

En ce qui concerne les pays de la périphérie, la situation est bien différente.

En Espagne, il est désormais acquis que le secteur bancaire aura besoin d'une recapitalisation. La question est désormais de savoir si celle-ci se fera sur les fonds de l'Etat. Dans le doute, les investisseurs ont vendu leurs obligations gouvernementales espagnoles, ce qui a poussé les rendements proches de leurs records absolus.

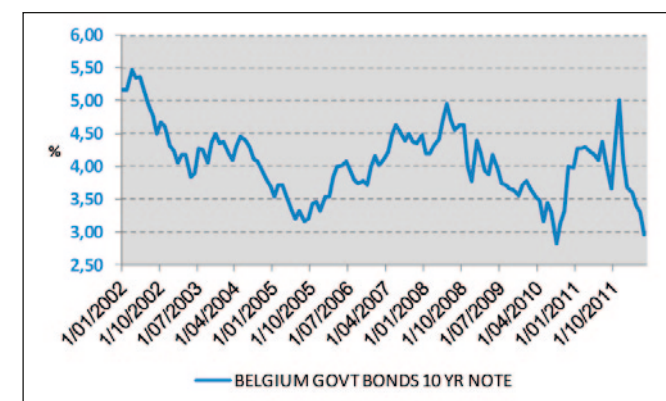
Bien qu'aucun problème spécifique n'ait touché ces pays, l'Italie, l'Irlande et le Portugal ont eux aussi souffert de ce regain de stress.



En Grèce, l'éventualité d'une sortie de la zone euro a fait fortement chuter le prix des nouvelles obligations qui avaient été émises lors de la restructuration de la dette du pays. Ces dernières, qui avaient un cours d'environ 25 lors de l'échange, ne valent plus qu'environ la moitié.

Durant cette crise des dettes gouvernementales, la Belgique a tantôt été vue comme « à risque », tantôt comme un pays relativement sûr. Actuellement, elle semble s'être complètement détachée des pays périphériques car les taux belges, comme ceux de l'Allemagne ou de la France, sont à des niveaux historiquement bas.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,00	-8	-20	-14
5 Year	0,34	-26	-46	-42
Germany 10 Year	1,20	-46	-59	-63
30 Year	1,74	-62	-71	-63
2-10 spread	1,20	-39	-39	-49
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	0,76	-35	-51	-156
5Y	1,93	-30	-48	-121
10Y	2,96	-34	-45	-113
15Y	3,26	-33	-38	-95
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	1,61	-63	-72	-58
Austria	2,11	-56	-64	-80
Portugal	12,03	140	50	-134
Spain	6,56	79	121	147
Ireland	7,36	54	52	-107
Italy	5,90	38	78	-121
France	2,36	-61	-53	-79
Greece	30,83	1065	974	-414



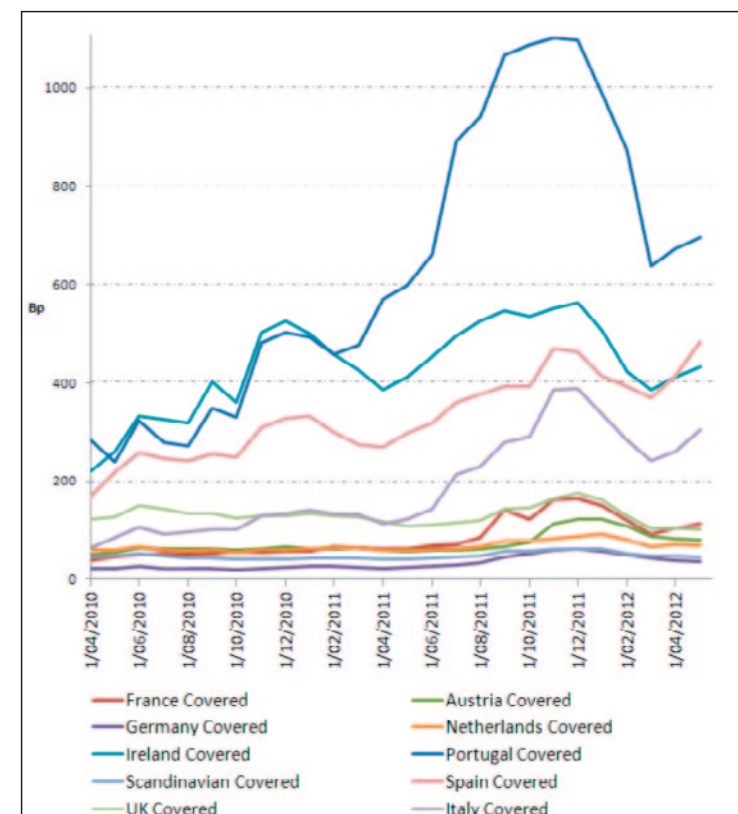
## COVERED BONDS

Sur le marché primaire, le mois de mai a été pauvre en nouvelles émissions mais nous avons vu une légère reprise la dernière semaine avec des émissions allemandes et danoises.

Le mois de mai fut particulièrement mauvais pour les titres espagnols et français de par :

- En Espagne : des nouvelles mesures d'austérité, des attentes de déficit révisées, de nouvelles craintes sur le secteur bancaire au regard de la haute proportion de prêts non performants dans les bilans
- La crainte que l'Espagne ne puisse pas se refinancer après le plus gros bailout jamais vu du pays sur Bankia (19 milliards à trouver)
- En France, 3 obligations foncières de CIF Euromortgage ont été suspendues de trading mi-mai sur Euronext Paris suite à la non-publication de ses comptes. Etant donné l'incertitude, les spreads se sont écartés.

Les achats effectués dans le cadre du **Programme de Rachat de la Banque Centrale** ont atteint le montant de 12 milliards sur les 40 prévus par le plan. Il reste donc une marge conséquente en cas de nouveau stress sur le marché.

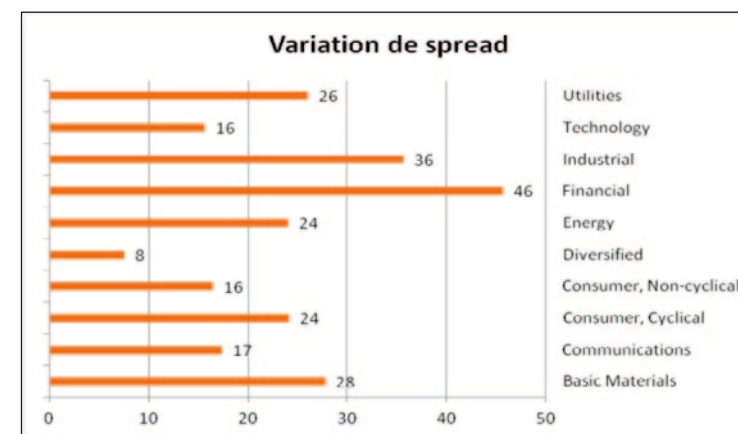
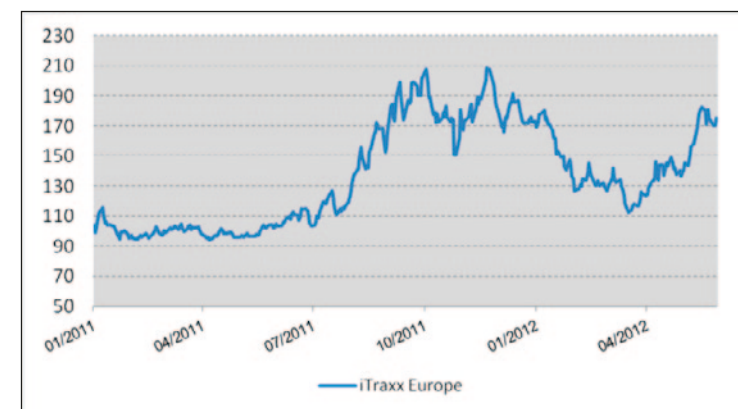


## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

L'écartement des spreads s'est poursuivi suite aux informations sur les mesures de renforcement des fonds propres des banques espagnoles et les craintes d'une sortie de la Grèce de la zone euro. L'effet s'est ensuite ralenti la dernière semaine mais la **volatilité est restée importante**.

Ainsi l'iTraxx Main a graduellement continué à monter (+35bp sur le mois) pour atteindre 169.76 avec un pic à 181.98. Sans surprise, l'iTraxx Financial a souffert d'autant plus avec 55bp d'écartement.

Les flux continuent de rester faibles car l'incertitude et la volatilité restent élevées. Cette situation devrait rester inchangée jusqu'à l'élection en Grèce le 17 juin. Les publications macroéconomiques restent préoccupantes en Europe et en Chine, ce qui pèse sur la croissance et plus particulièrement le secteur des matières premières.



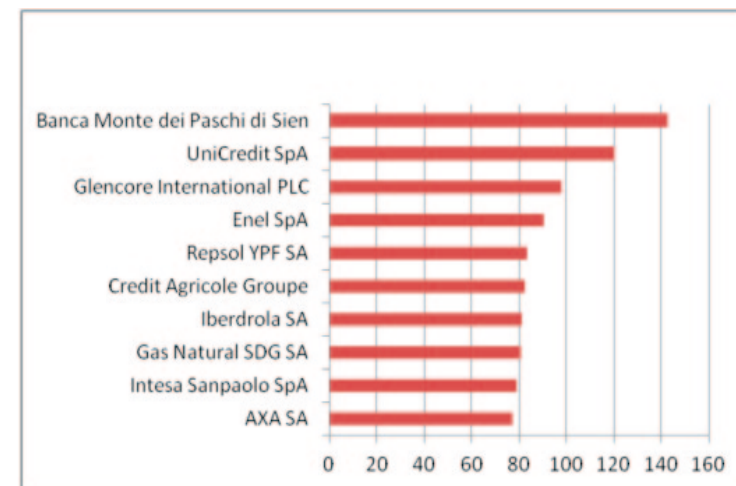
Le **marché primaire** a légèrement repris en fin de mois avec des émetteurs de très bonne qualité qui sont sortis à des rendements extrêmement faibles (inférieur à 3% sur des maturités de 10 ans). Néanmoins, ces nouvelles émissions trouvent acquéreur sans soucis.

Cette réouverture traditionnelle du marché primaire en mai-juin devrait avoir comme conséquence une hausse relative des spreads sur le marché secondaire.

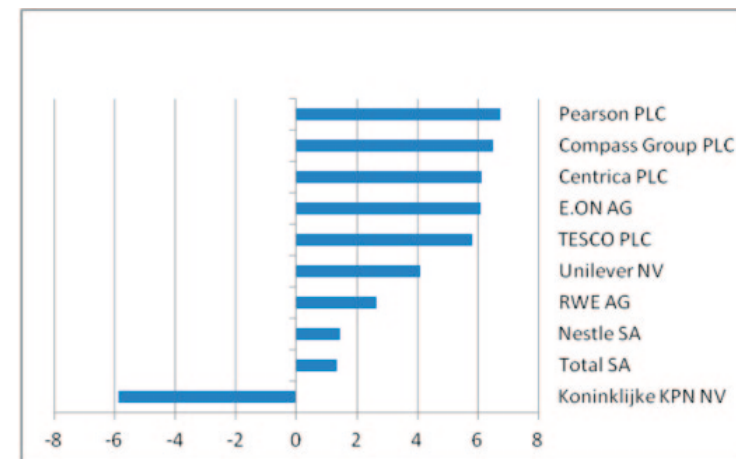
Alors que l'**Italie** était visée le mois passé, ce fût également au tour de l'**Espagne d'être mise sous pression**. Cela s'est reflété sur les financières, ensuite sur les télécoms et utilities.

La banque **3CIF** a également souffert sur les marchés car outre la non-publication de ses comptes, le business model est remis en question et elle devrait être prochainement proposée à un rachat (La Banque Postale est évoquée).

#### FLOP



#### TOP



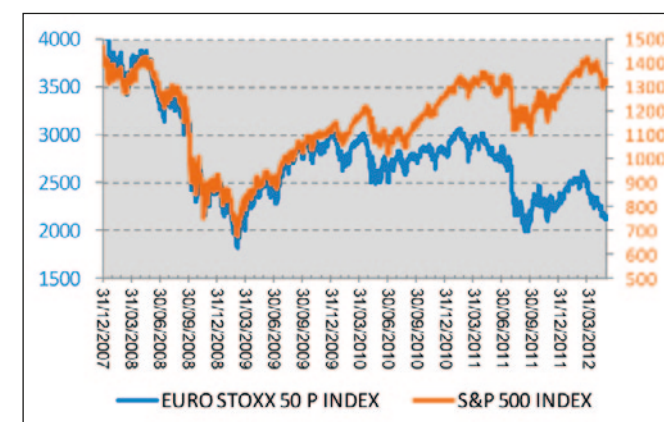
## ACTIONS

### Indices

Les marchés sont inquiets sur la situation en Europe et sur le ralentissement de la croissance mondiale.

Les indices ont beaucoup perdu ce mois-ci (Eurostoxx50:-8.13% et S&P:-6.27%). Le stress est surtout présent en Europe. Par effet domino, tous les titres espagnols ont souffert de la crise bancaire (IBEX:-23% sur avril-mai). Les banques espagnoles sont souvent actionnaires de sociétés espagnoles (les marchés craignent des désinvestissements de la part des banques).

La saison des résultats s'est terminée sans grande surprise. Les bons résultats n'ont pas réussi à sur-passer les inquiétudes macro-économiques.



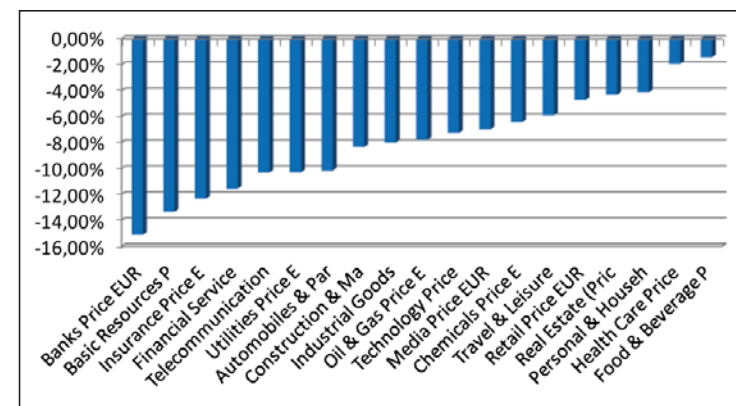
Index	30/05/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.118,94	-8,13%	-14,47%	-8,53%
CAC 40 INDEX	3.017,01	-6,09%	-11,88%	-4,52%
DAX INDEX	6.264,38	-7,35%	-9,82%	6,21%
IBEX 35 INDEX	6.089,80	-13,14%	-23,95%	-28,91%
AEX-Index	290,09	-5,91%	-10,33%	-7,16%
FTSE MIB INDEX	12.873,84	-11,78%	-19,44%	-14,68%
BEL 20 INDEX	2.093,56	-5,20%	-9,92%	0,49%
S&P 500 INDEX	1.310,33	-6,27%	-6,97%	4,19%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2.827,34	-7,19%	-8,55%	8,53%
DOW JONES INDUS. AVG	12.393,45	-6,21%	-6,20%	1,44%

## Secteurs

La tendance est similaire au mois précédent. Encore forte sous-performance des banques (-28% sur les 2 derniers mois) et assurances, due au stress en Europe.

Bonne résistance des secteurs moins sensibles à la croissance (alimentation et boissons, santé).

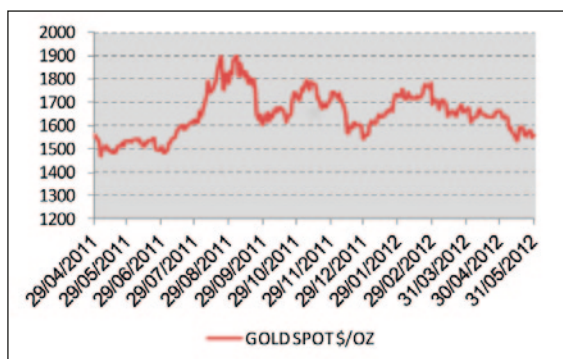
Les matières premières souffrent par crainte de ralentissement de la croissance en Chine. De nombreuses sociétés ont détaché leur dividende. Ce qui fait d'autant plus chuter les secteurs dits à « haut dividende » comme les télécommunications, les utilities, les pétrolières.



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

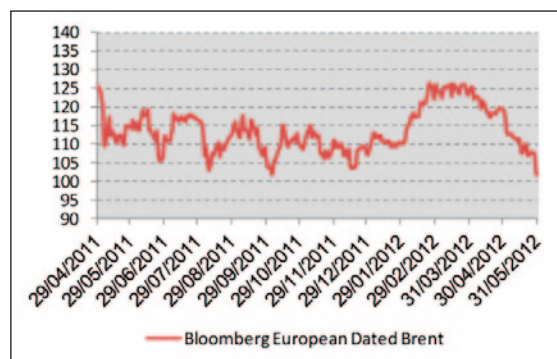
### Or

L'**or** a aussi chuté et a clôturé le mois à 1560,43\$ (-6.26%).



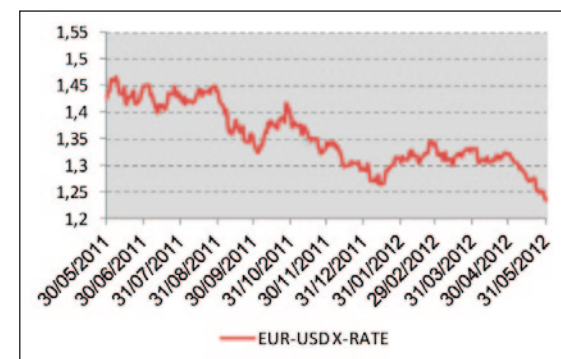
### Pétrole

Le **brent** a dégringolé de 14,69% et a terminé le mois à 102,08\$.



### Eurodol

L'**eurodol** chute sur fond d'incertitudes quant à l'avenir de l'Europe (sortie ou non de la Grèce, émission ou non d'eurobonds). Il termine le mois à 1,2364, en baisse de -6.53%.



## 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	0,00	-8	-20	-14
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,34	-26	-46	-42
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,20	-46	-59	-63
Euribor 1M ACT/360	0,39	-1	-3	-64	30 Year	1,74	-62	-71	-63
Euribor 3 Month ACT/360	0,67	-4	-11	-69	2-10 spread	1,20	-39	-39	-49
Euribor 6 Month ACT/360	0,95	-5	-13	-67	US-EU 10Y Spread	0,36	11	-6	31
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	0,88	-4	-15	-54	2Y	0,76	-35	-51	-156
EURO SWAP 2 YR	0,86	-6	-22	-45	5Y	1,93	-30	-48	-121
EURO SWAP 3 YR	0,92	-12	-28	-44	10Y	2,96	-34	-45	-113
EURO SWAP 5 YR	1,17	-25	-42	-56	15Y	3,26	-33	-38	-95
EURO SWAP 7 YR	1,41	-38	-51	-65	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	1,68	-49	-61	-70	Netherlands	1,61	-63	-72	-58
EURO SWAP 15 YR	1,91	-63	-72	-75	Austria	2,11	-56	-64	-80
EURO SWAP 20 YR	1,92	-67	-73	-76	Portugal	12,03	140	50	-134
EURO SWAP 30 YR	1,86	-63	-68	-69	Spain	6,56	79	121	147
<b>Swap Spread</b>					Ireland	7,36	54	52	-107
2Y EUR Sw ap Spread	85,70	1	-130	-3166	Italy	5,90	38	78	-121
10Y EUR Sw ap Spread	47,57	-4	-225	-803	France	2,36	-61	-53	-79
					Greece	30,83	1065	974	-414

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	6089,80	-13,14%	-23,95%	-28,91%
EURO STOXX 50 P INDEX	2118,94	-8,13%	-14,47%	-8,53%
DAX INDEX	6264,38	-7,35%	-9,82%	6,21%
BEL 20 INDEX	2093,56	-5,20%	-9,92%	0,49%
S&P 500 INDEX	1310,33	-6,27%	-6,97%	4,19%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2827,34	-7,19%	-8,55%	8,53%
DOW JONES INDUS. AVG	12393,45	-6,21%	-6,20%	1,44%
<b>Volatility</b>				
V2X	34,95	8	12	8,69%
Vix Index	24,06	7	9	2,82%
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 06/17	179,61	39	55	3,82%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/17	719,20	69	106	-4,72%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/17	297,12	55	77	6,68%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/17	492,49	91	132	-3,82%
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,24	-6,60%	-7,33%	-4,60%
BALTIC DRY INDEX	923,00	-20,09%	-1,18%	-46,89%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	102,08	-14,70%	-17,55%	-5,11%
GOLD SPOT \$/OZ	1560,43	-6,27%	-6,47%	-0,21%



## 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.