



juin
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

La crise de la dette continue à sévir en zone euro. Alors que l'incertitude politique en Grèce s'est amoindrie, les yeux se sont tournés sur le secteur bancaire espagnol qui subit de plein fouet la chute de l'immobilier. Vu l'importance des banques dans l'économie espagnole, les obligations d'Etat du pays ont vu leur rendement dépasser les 7.00% à 10 ans.

Il semble néanmoins que les dirigeants politiques apprennent petit à petit le fonctionnement des marchés financiers car après avoir ébauché une solution peu détaillée, ils ont surpris les investisseurs en annonçant un plan global plus rapidement et plus important que prévu.

Au-delà des mesures annoncées, la volonté politique d'apporter une solution à la crise semble plus présente qu'auparavant. Cette volonté sera cependant bien utile car le contexte macroéconomique européen reste morose et la croissance aux Etats-Unis ainsi que dans les pays émergents s'essouffle.

La fin de ce semestre mouvementé est l'occasion de souhaiter aux lecteurs une paisible période de vacances. La prochaine édition de ce commentaire de marché sera publiée début septembre et portera sur les mois de juillet et août.

SOMMAIRE

En bref...	3
Contexte de marché en Europe	4
Contexte de marché aux Etats-Unis	6
Politique monétaire	7
Taux courts	8
obligations gouvernementales	9
Covered bonds	11
Obligations d'entreprises	12
Actions	14
Taux de change et matières premières	16
Annexes	17

EN BREF...

- Les récents accords lors du dernier sommet européen ont quelque peu apaisé les marchés financiers mais la situation économique ne s'améliore toujours pas en zone euro et la pression reste forte sur les pays en difficulté.
- La faiblesse économique de l'Europe et le ralentissement en Chine pèsent sur l'activité aux Etats-Unis. Cependant, l'immobilier américain semble lentement se redresser.
- Intégrant une éventuelle prochaine baisse du taux directeur de la BCE, les taux courts continuent à baisser.
- Le taux allemand à 10 ans a inversé sa tendance en rebondissant du plus bas historique (1.17%) à plus de 1.50%. Grâce au sommet européen, la performance des pays périphériques a été positive.
- Côté Covered Bonds, les investisseurs se sont concentrés sur les pays core tandis que les titres italiens et espagnols furent sous pression. Le 2ème trimestre a été le plus faible depuis 2000 en termes d'émissions.
- Le marché crédit est toujours conduit par l'environnement souverain perturbé. Ce marché est resté tout ce mois de juin à des niveaux de spreads élevés.
- Les indices actions sont remontés avec une forte surperformance de l'Espagne et de l'Italie.

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

Le mois de juin a mal débuté pour les marchés financiers. En effet, la formation d'une nouvelle coalition gouvernementale pro-austérité en Grèce et le plan de soutien de 100 milliards d'euros annoncé pour soutenir le secteur bancaire espagnol n'ont pas réussi à convaincre les investisseurs.


Concernant la Grèce, la crainte portait sur une possible renégociation du plan d'austérité par le nouveau gouvernement hellénique. **Quant à l'Espagne, c'est le flou qui entourait le plan de sauvetage** et les moyens de sa mise en place qui ont suscité l'interrogation chez les analystes. Dans le même temps, les agences de notation ont continué à mettre la pression sur la zone euro. **Ainsi, l'Espagne et la Grèce ont vu leur note souveraine abaissée** et dans la foulée, plusieurs institutions financières européennes ont également subi une dégradation.

Dans ce contexte, **le marché attendait beaucoup du 4ème sommet européen de l'année** où l'opposition entre les pays créditeurs (Allemagne, Pays-Bas, Finlande) et les pays débiteurs (Espagne, Italie, Grèce) s'est renforcée. Néanmoins, les pays du sud ont obtenu une avancée significative : à la condition de la mise en place d'un superviseur bancaire européen, le Fonds Européen de Stabilité Financière (**FEFS**) puis le Mécanisme Européen de Stabilité (**MES**) -une fois ce dernier opérationnel- pourront recapitaliser directement les banques sans aggraver le déficit du pays concerné.

Par ailleurs, un accord a également été trouvé sur un pacte de croissance européen pour dégager 120 milliards d'euros afin de soutenir l'activité.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,00	11,10	11,10 →
EC Consumer Confidence	-19,30	-19,60	-19,80 ↓
EZ Retail sales	-0,10	-1,10	-2,50 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	106,90	105,60	105,30 ↓
EC Composite PMI	46,00	46,00	46,00 →
EC Business climate	-0,79	-0,87	-0,94 ↓
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-1,50	-2,70	-2,30 ↑
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	2,60	2,50	2,30 ↓
EZ Headline Inflation (YoY)	2,40	2,40	2,40 →
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,60	1,60 →
ECB Refi rate	1,00	1,00	1,00 →

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



Ces deux mesures ont rassuré les marchés et détendu les taux d'intérêt italiens et espagnols. Cependant, l'absence de progrès au niveau budgétaire et le manque d'une feuille de route claire pour l'avenir de la zone euro font toujours douter les investisseurs sur la sortie de crise en Europe.

La santé économique de la zone euro ne s'améliore toujours pas. En effet, **les différents indicateurs continuent à se dégrader.**

De fait, la production industrielle a moins diminué que prévu mais son niveau reste toujours très inquiétant avec les reculs les plus importants pour l'Italie(-9,2%) et l'Espagne(-8,3%). De plus, **on ne note pas de progression pour les indicateurs PMI du mois de juin.** Une amélioration de l'activité en zone euro n'est donc toujours pas en vue pour les prochaines semaines.

Par ailleurs, **le taux de chômage continue à s'aggraver** et a atteint comme prévu 11,1% au mois de mai. Là aussi, on observe toujours une forte disparité entre les pays membres. Notons, par exemple, un taux de plus de 25% en Espagne contre 10% en France.

Dans ce contexte, **les indices de confiance des investisseurs et des consommateurs se sont, de nouveau, dégradés.** Très clairement, la longueur de la crise en zone euro et l'absence de solution politique durable pèsent sur le moral des acteurs économiques européens.

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

La crise de la zone euro et le ralentissement de l'activité dans les pays émergents commencent à **pénaliser sérieusement l'économie américaine**.

Tout d'abord, le PIB pour le premier trimestre 2012 a été revu à la baisse à un niveau de 1,9%. Cette nouvelle s'est accompagnée **d'une baisse de l'ISM manufacturier qui passe en dessous de la barre fatidique des 50pt**. Ce niveau indique une probable contraction de l'activité aux Etats-Unis pour le mois de juin. En fait, les industriels sont très déçus de la faiblesse de la demande chinoise et européenne.

Sur le front de l'emploi, après avoir connu des mois favorables, **la situation commence également à se détériorer**. En effet, les créations d'emplois mensuelles diminuent et le taux de chômage augmente à 8,2%.

En fait, la seule satisfaction du mois de juin pour les Etats-Unis se situe **dans le secteur de l'immobilier**. Cela s'est traduit par la chute des prix des maisons qui semble s'enrayer et une progression mensuelle de ces prix pour la troisième fois d'affilée. De plus, les rapports d'activités sur la construction et les ventes des maisons indiquent bel et bien un redressement du secteur.

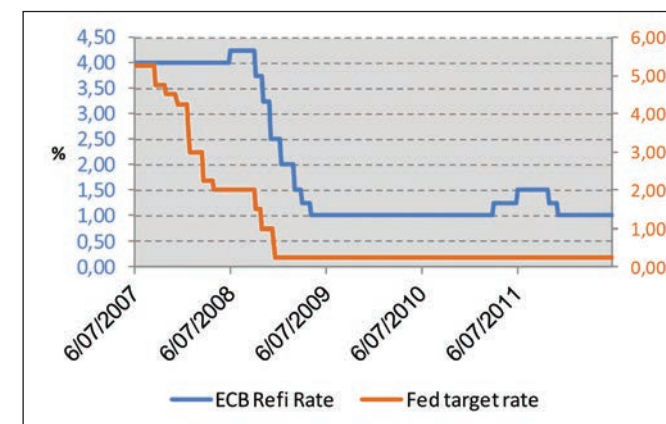
	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	77,00	150,00	69,00
Unemployment rate (%)	8,10	8,10	8,20
Fed Consumer Confidence	64,40	63,00	62,00
Retail sales (YoY)	5,60		5,30
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	-2,59	-2,50	-1,90
Industry & Services			
ISM Services	53,50	53,40	53,70
ISM Manufacturing	53,50	52,00	49,70
Industrial Production (MoM)	0,97	0,10	-0,09
Industrial Production (YoY)	5,12		4,67
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	1,90	1,20	0,70
Headline inflation	2,30	1,80	1,70
Core inflation	2,30	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

Lors de sa dernière réunion mensuelle, **la BCE a maintenu son taux directeur à 1%** et a prolongé ses mesures de mise à disposition illimitée de liquidités dans les opérations à trois mois jusque janvier 2013. Le président de la BCE a également plaidé, devant le Parlement Européen, pour **une supervision bancaire européenne**. A ses yeux, les superviseurs nationaux sont trop optimistes et attendent trop longtemps pour forcer les recapitalisations des institutions financières en difficulté. Par ailleurs, même si elle demande des solutions politiques à la crise, **la BCE pourrait reprendre des initiatives pour favoriser l'octroi de liquidités aux banques ou pour freiner la hausse du coût de financement des Etats**.

Aux Etats-Unis, la reprise s'avérant toujours fragile, **la Fed reste très prudente**. Elle se dit prête à agir si nécessaire, et **va poursuivre ses opérations « Twist »** qui consistent à échanger des obligations court terme contre des obligations long terme pour un montant de 267 milliards d'euros. De plus, le niveau d'inflation assez faible ne devrait pas pousser la Fed à modifier sa politique monétaire actuelle.

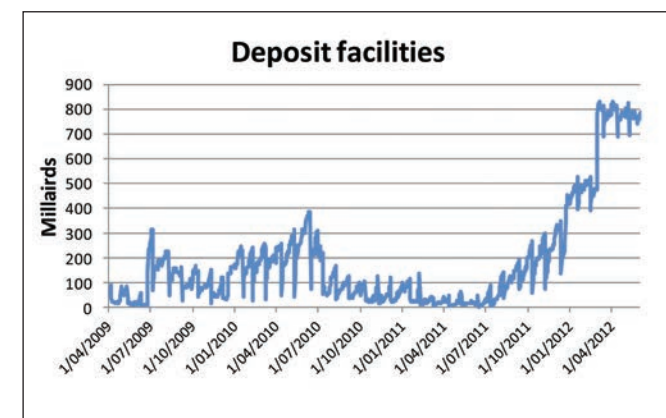
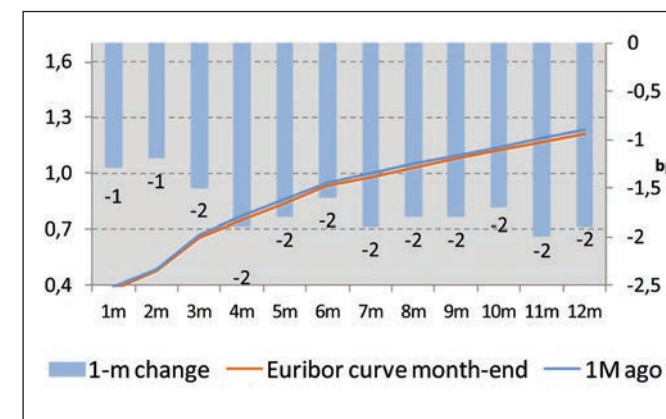


TAUX COURTS

Les mois se suivent et se ressemblent, en tout cas, en ce qui concerne la tendance des taux courts. L'érosion perdure, de façon lente, mais bien réelle. **Le taux euribor 3 mois s'est replié de 0.66% à 0.65%.**

Par ailleurs, de semaine en semaine, le montant emprunté par les banques à la BCE s'accroît fortement. La demande la plus forte venant des banques italiennes et espagnoles.

Dans le même temps, les des banques de la zone euro, auprès de la BCE, sont toujours assez élevés et restent dans une fourchette de 760 milliards à 780 milliards d'euros. Les liquidités circulent donc toujours difficilement entre les banques européennes.



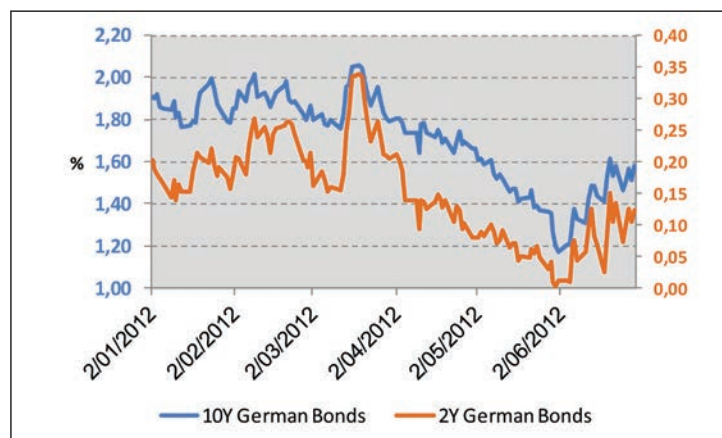
OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

La **tendance s'est inversée** sur le Bund allemand. Son rendement à 10 ans a touché son plus bas niveau historique le 1 juin à 1.17% avant de rebondir et terminer le mois de juin à 1.58%. Les raisons derrière ce mouvement sont diverses :

- prise de profit
- bonnes nouvelles émanant du sommet européen
- risque accru de mutualisation des dettes nationales qui diminue l'attrait du Bund.

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.

Malheureusement, on ne retrouve donc pas vraiment d'amélioration macroéconomique justifiant cette remontée de taux.



Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,12	12	-8	-2
5 Year	0,61	27	-19	-15
Germany 10 Year	1,58	38	-21	-25
30 Year	2,33	59	-12	-4
2-10 spread	1,46	26	-13	-23
Belgian gov. yields				
2Y	0,94	18	-33	-138
5Y	2,12	20	-29	-102
10Y	3,19	24	-21	-90
15Y	3,54	28	-10	-67
10Y gov. yields				
Netherlands	2,10	49	-23	-9
Austria	2,42	31	-33	-49
Portugal	10,16	-187	-137	-320
Spain	6,33	-23	98	124
Ireland	6,47	-90	-38	-196
Italy	5,82	-8	70	-129
France	2,69	33	-20	-46
Greece	25,83	-500	475	-913

Les taux des autres pays « core » ont suivi le mouvement allemand et ont donc augmenté.

En ce qui concerne les pays de la **périphérie**, la **situation** est relativement **positive** mais pas identique dans tous les pays. **L'Espagne** a montré une forte volatilité sur fond de stress quant à son système bancaire. Son rendement à 10 ans a dépassé les 7.00%, ce qui a lancé des rumeurs de plan d'aide au pays. Au final, ce sont bien les banques qui seront aidées par l'Europe et le stress gouvernemental s'est un peu apaisé.

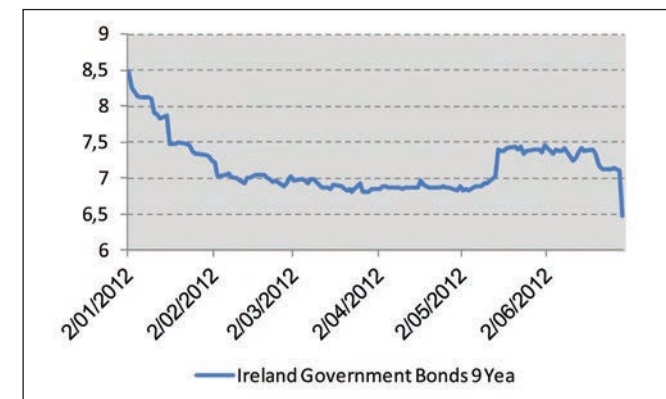
Par contagion bien que la situation soit différente, le mouvement fut un peu identique sur l'Italie.

Les obligations portugaises bénéficient par contre toujours du soutien de certains acheteurs car le pays, bien qu'ayant bénéficié d'un plan d'aide, suit à la lettre les recommandations européennes. Sur le mois, la performance a donc été très bonne malgré des chiffres budgétaires décevants.

La deuxième meilleure performance du mois, après le Portugal, est à attribuer à **l'Irlande**. En effet, le pays sera probablement un des plus grands bénéficiaires du sommet européen vu que l'accord précédemment signé sur son plan d'aide va pouvoir être revu. De fait, l'Espagne pourrait désormais recapitaliser son secteur bancaire directement et l'Irlande espère se voir accorder rétroactivement le même traitement.

Enfin, avec une augmentation de 24bp sur le mois allant dans le même sens que les pays « core », les **OLOs belges** ont confirmé qu'ils faisaient partie du groupe des pays les plus sûrs.

Evolution du taux irlandais à 9 ans



COVERED BONDS

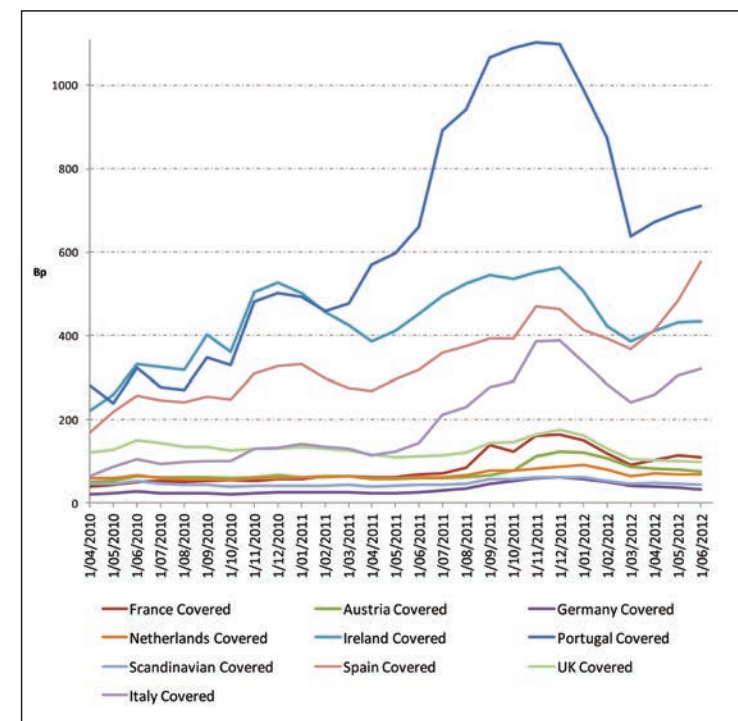
Avant le basculement dans le second semestre et le sommet européen très attendu, le marché a préféré rester sur la réserve. **Les investisseurs se sont concentrés sur les pays core** et plus particulièrement sur les Pfandbriefe allemands et les titres nordiques

Les spreads des **titres italiens et espagnols** ont été sous pression avec l'écartement des souverains.

Le 2ème trimestre a été le plus faible depuis 2000 en termes d'**émissions primaires**, avec seulement 16.75 milliards d'émissions benchmark en euros

Il reste encore de la marge à la banque centrale dans le cadre de son **programme de rachat de CBs** ; elle n'a acheté que 13.56 milliards sur les 40 prévus depuis novembre 2011

Ecart entre les taux des Covered Bonds par pays et les taux swap en points de base (prime de risque)



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Le **marché crédit** est toujours conduit par l'**environnement souverain perturbé**. Ce marché est resté tout ce mois de juin en attente de **décisions au niveau européen** afin de lever le voile sur les directions prises (notamment les élections en Grèce, sommet G20, etc...).

Toutes ces attentes et incertitudes ont laissé les spreads **à des niveaux élevés**, reflétant **le manque de visibilité** des opérateurs quant à l'avenir de la zone euro. L'iTraxx main 5 ans a donc fluctué dans la zone des 170-185bp, montrant bien cette incertitude quant à l'évolution des différents dossiers européens en cours.

Les volumes échangés sur le marché sont tout de même restés faibles, et souvent dans un seul sens, provoquant ainsi écartement ou resserrement rapide.

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).

Indice Itraxx Main eur 5 ans depuis 2011

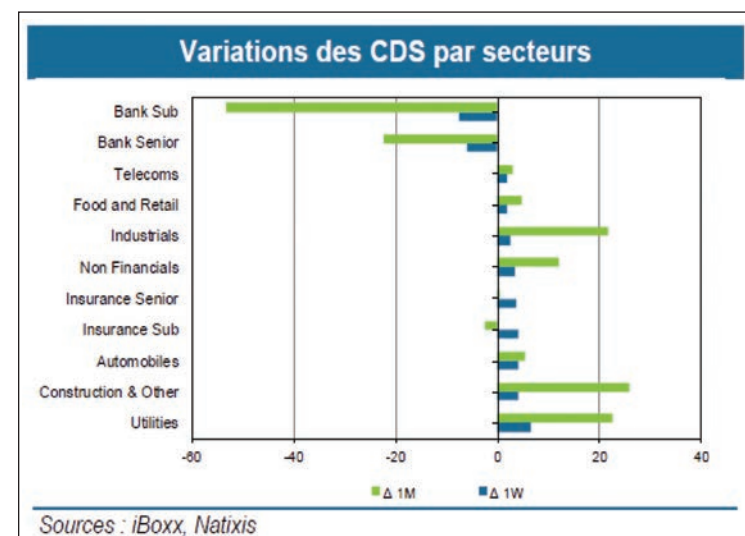


Le secteur des financières est resté sous le feu des projecteurs durant ce mois, celles-ci étant l'objet de toute l'attention du marché, même si au final, les spreads sont revenus et signent (senior et subordonnée) les meilleures performances du mois.

Cependant, les banques espagnoles, mais également les autres banques périphériques, furent les plus touchées par la méfiance des marchés.

Par contagion, les papiers corporates de ces pays, notamment le secteur utilities et telecoms, ont suivi la tendance. Ceux-ci restant liés, à tort ou à raison, à l'environnement souverain.

Le **marché primaire** est resté actif, avec un volume acceptable de nouveaux papiers. Les émissions proposées sont source d'opportunité pour les émetteurs, le financement se faisant à des taux relativement bas, et ce malgré des conditions de marché particulièrement **difficiles et incertaines**.



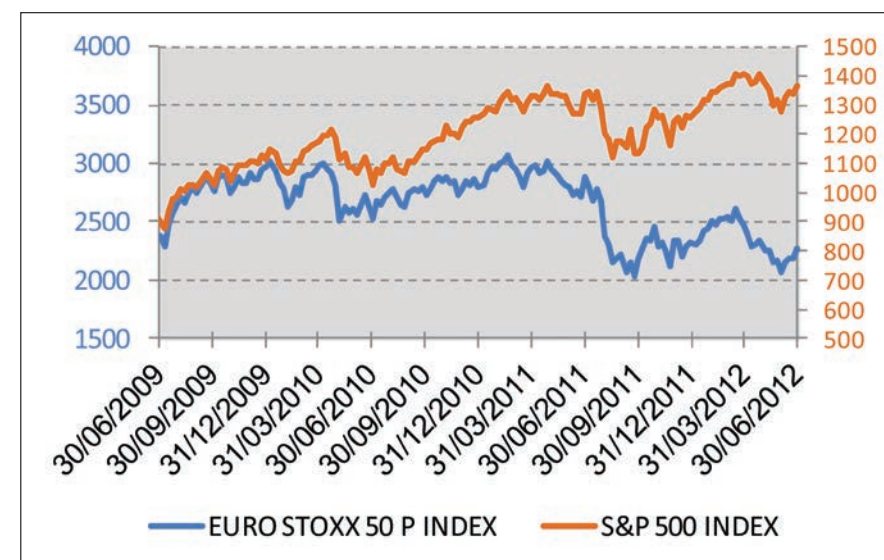
ACTIONS

Indices

Les indices ont bien performé ce mois suite aux élections grecques et au plan de sauvetage des banques espagnoles qui ont rassuré les marchés. Mais la majorité de cette performance a été réalisée sur la seule journée du 29 juin suite aux accords obtenus lors du sommet européen alors que les attentes étaient bien maigres.

Nous constatons que les meilleures performances (Espagne +16,62% suivi de l'Italie +10,88%) sont pour les pays qui ont été les plus fortement pénalisés durant le premier semestre 2012.

Sur le mois, beaucoup d'avertissements sur résultats ont été publiés et concernent des valeurs industrielles ainsi que des valeurs de consommation suite au ralentissement économique.



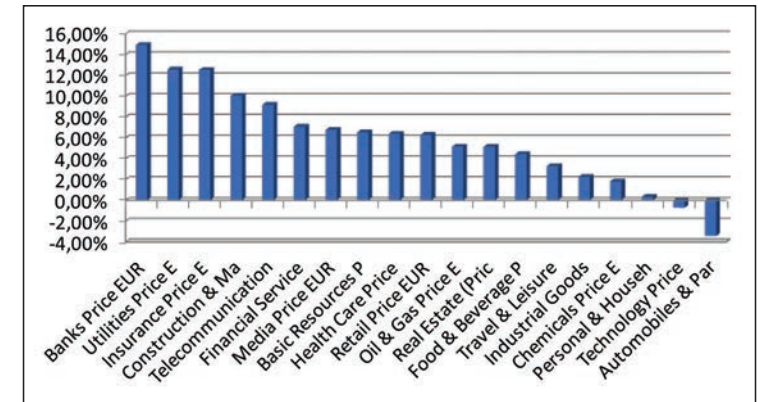
Index	30/06/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2264,72	6,88%	-8,58%	-2,24%
CAC 40 INDEX	3196,65	5,95%	-6,63%	1,17%
DAX INDEX	6416,28	2,42%	-7,64%	8,78%
IBEX 35 INDEX	7102,2	16,62%	-11,31%	-17,09%
AEX-Index	307,31	5,94%	-5,01%	-1,65%
FTSE MIB INDEX	14274,37	10,88%	-10,67%	-5,40%
BEL 20 INDEX	2227,63	6,40%	-4,15%	6,92%
S&P 500 INDEX	1362,16	3,96%	-3,29%	8,31%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2935,05	3,81%	-5,06%	12,66%
DOW JONES INDUS. AVG	12880,09	3,93%	-2,51%	5,42%

Secteurs

Contrairement aux 2 derniers mois, ce sont les secteurs bancaire et assurance qui surperforment le marché avec des hausses de respectivement 14,94% et 12,54%. Les raisons de cette hausse sont l'annonce d'un plan d'aide aux banques espagnoles et en fin de mois, les décisions prises lors du sommet européen dont celle de recapitalisation directe des banques sans passer par les Etats.

Les secteurs des Utilities (+12,59%) et des Télécoms (+9,20%) bénéficient de leur sous-valorisation et de leur caractère défensif.

Par contre, le secteur qui a le plus chuté est l'auto (-3,43% sur le mois). En effet, il est très dépendant de la Chine qui montre des signes de faiblesse.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

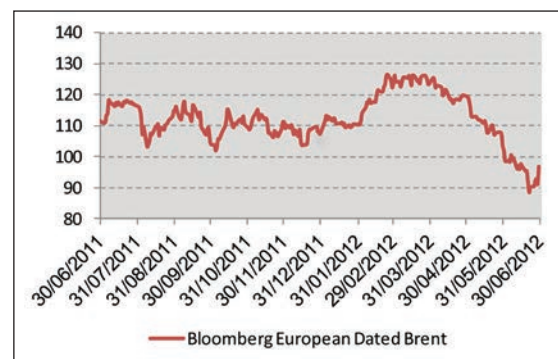
Or

L'or a récupéré 2,37% et a clôturé le mois juste en-dessous des 1600\$ (1597,4\$).



Pétrole

Au cours du mois de juin, le Brent a continué à chuter et est même passé sous la barre des 90\$ (au plus bas depuis 18 mois). Il a finalement baissé de 4,98% sur le mois pour terminer à 97\$.



Eurodol

L'eurodol a pu légèrement rebondir suite aux nouvelles sur la crise européenne. Il termine le mois à 1,2651 en hausse de 2,32%.



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	0,12	12	-8	-2
Refinance Rate	1,00	0	0	0	5 Year	0,61	27	-19	-15
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,58	38	-21	-25
Euribor 1M ACT/360	0,37	-1	-5	-65	30 Year	2,33	59	-12	-4
Euribor 3 Month ACT/360	0,65	-2	-12	-70	2-10 spread	1,46	26	-13	-23
Euribor 6 Month ACT/360	0,93	-2	-15	-69	US-EU 10Y Spread	0,06	-30	-35	1
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,85	-2	-17	-56	2Y	0,94	18	-33	-138
EURO SWAP 2 YR	0,86	0	-21	-45	5Y	2,12	20	-29	-102
EURO SWAP 3 YR	0,95	3	-25	-40	10Y	3,19	24	-21	-90
EURO SWAP 5 YR	1,31	14	-28	-42	15Y	3,54	28	-10	-67
EURO SWAP 7 YR	1,65	24	-27	-41	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	2,00	31	-29	-38	Netherlands	2,10	49	-23	-9
EURO SWAP 15 YR	2,29	38	-34	-37	Austria	2,42	31	-33	-49
EURO SWAP 20 YR	2,30	38	-35	-38	Portugal	10,16	-187	-137	-320
EURO SWAP 30 YR	2,28	42	-26	-27	Spain	6,33	-23	98	124
Swap Spread					Ireland	6,47	-90	-38	-196
2Y EUR Sw ap Spread	74,16	-12	-1284	-4320	Italy	5,82	-8	70	-129
10Y EUR Sw ap Spread	41,74	-6	-808	-1386	France	2,69	33	-20	-46
					Greece	25,83	-500	475	-913

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	7102,20	16,62%	-11,31%	-17,09%
EURO STOXX 50 P INDEX	2264,72	6,88%	-8,58%	-2,24%
DAX INDEX	6416,28	2,42%	-7,64%	8,78%
BEL 20 INDEX	2227,63	6,40%	-4,15%	6,92%
S&P 500 INDEX	1362,16	3,96%	-3,29%	8,31%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2935,05	3,81%	-5,06%	12,66%
DOW JONES INDUS. AVG	12880,09	3,93%	-2,51%	5,42%
Volatility				
V2X	24,95	-10	2	-22,42%
Vix Index	17,08	-7	2	-27,01%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 06/17	165,90	-14	41	-4,10%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/17	661,68	-58	49	-12,34%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/17	261,27	-36	41	-6,19%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/17	437,26	-55	77	-14,60%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,27	2,44%	-5,07%	-2,27%
BALTIC DRY INDEX	1004,00	8,78%	7,49%	-42,23%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	97,00	-4,98%	-21,65%	-9,83%
GOLD SPOT \$/OZ	1597,40	2,37%	-4,25%	2,16%



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.