



juillet/août
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Par rapport à l'année passée durant laquelle les mois de vacances avaient été chahutés par le risque de défaut de la Grèce, juillet et août de cette année ont été relativement calmes.

Dans les faits, peu de choses sont à mentionner mais la dégradation observée sur les marchés début juillet a fait avancer les négociations en coulisse.

L'amélioration observée depuis la mi-juillet se base en effet sur les espoirs de décisions significatives et concertées des instances européennes. Plus précisément, les marchés s'attendent à ce que l'Espagne demande officiellement l'aide européenne et que les institutions européennes répondent positivement par une double action :

- Le financement direct de pays en difficulté par le fonds d'aide européen via des achats d'obligations sur le marché primaire (à l'émission)*
- Le contrôle des taux d'intérêt de court terme (maturité 2 à 3 ans) via des achats sur le marché secondaire par la Banque Centrale Européenne.*

Ces mesures semblent crédibles et la meilleure preuve en est l'amélioration observée récemment. Mais les attentes sont aussi très fortes et les décisions qui vont être annoncées durant les mois de septembre et octobre sont donc cruciales.

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...

- La conjoncture économique reste difficile en Europe et les pays du Sud sont toujours en difficulté. Après avoir reçu un soutien européen pour ses banques, l'Espagne devra probablement demander une aide financière pour le pays. Le risque d'une sortie de la Grèce de la zone euro n'est toujours pas exclu.
- Aux Etats-Unis, l'économie peine à se redresser et la situation de l'emploi est toujours préoccupante. La **FED** n'exclut pas de nouvelles interventions pour soutenir l'activité américaine.
- Les propos de la BCE ont un peu apaisé le stress observé début juin sur les **govies** mais les taux core restent très bas tandis que les taux espagnols sont proches de leur pic historique.
- Côté **covered bonds**, le marché est soutenu par la faiblesse de l'offre, par le rendement relativement élevé des nouvelles émissions et par un sentiment de marché favorable dans l'espoir de nouvelles mesures. Depuis le « pic » de fin mai, la baisse des spreads fut impressionnante.
- Le marché primaire sur le **crédit** a été particulièrement actif durant cette période estivale (les investisseurs surpondèrent la classe d'actif face aux actions et govies). Par conséquent, les spreads se sont réduits et les rendements sont au plus bas.
- Les déclarations de soutien de M. Draghi fin juillet et une saison de résultats globalement positive ont permis aux marchés **actions** de poursuivre leur progression initiée début juin.

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

Peu de changements ont été observés dans la zone euro durant ces deux derniers mois. Même si le sommet européen de juin dernier avait débouché sur certaines actions concrètes, celles-ci semblent désormais insuffisantes pour sortir la zone euro de la crise. **En effet, les dissensions politiques entre les pays membres empêchent l'application de mesures structurelles** pourtant absolument nécessaires pour résoudre les maux actuels de L'Europe.


Le temps presse car la **conjuncture économique actuelle ainsi que les perspectives se dégradent sérieusement** en zone euro. Et cela touche non seulement les pays plus fragiles comme l'Espagne et l'Italie, entraînés notamment par des mesures d'austérité, mais aussi des pays habituellement considérés comme les locomotives de l'économie européenne dont les Pays-Bas, la France et même Allemagne.

Même si, au mois de juillet, l'**Eurogroupe a déjà débloqué 30 milliards** (sur une l'enveloppe de 100 milliards) **pour la restructuration du secteur financier espagnol**, les marchés financiers ont continué à mettre la pression sur le pays en s'inquiétant du taux de chômage et du recul du PIB espagnol. **L'Espagne pourrait donc devoir faire appel à une aide financière du FESF (fonds européen)** pour pouvoir faire face à ses obligations.

De plus, la **Grèce est toujours dans le viseur des investisseurs** et le scénario d'une sortie éventuelle du pays de la zone euro ne peut pas être exclu.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,30	11,30	11,30 →
EC Consumer Confidence	-21,50	-24,60	-24,60 →
EZ Retail sales	-0,10	-1,90	-1,20 ↑
Industry & Services			
Ifo Business Climate	103,20	102,70	102,30 ↓
EC Composite PMI	46,50	46,60	46,60 →
EC Business climate	-1,27	-1,30	-1,21 ↑
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-2,60	-2,10	-2,10 →
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	1,80	1,60	1,80 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,40	2,50	2,60 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,70	1,70 →
ECB Refi rate	0,75	0,75	0,75 →

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



Les derniers chiffres économiques en zone euro ne laissent malheureusement pas penser à un redressement de l'économie dans les prochains mois.

En effet, d'une part **la production industrielle et les indices PMI** se maintiennent à des **niveaux trop bas pour espérer une reprise de l'activité** en zone euro. D'autre part **les mesures d'austérité, le taux de chômage grandissant et la perte de confiance des consommateurs** poussent inexorablement la demande à la baisse.

Cette tendance est confirmée par le **résultat négatif du PIB en zone euro pour le deuxième trimestre 2012** : - 0,4% en rythme annuel. Cet indicateur n'avait plus été négatif depuis la fin de 2009. **La zone euro se rapproche donc de la récession.**

Au niveau des prix, on peut observer une **légère pression inflationniste en zone euro due essentiellement au regain des prix pétroliers** ces dernières semaines. En outre, ceux-ci pèsent négativement sur l'économie européenne.

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la tendance observée pour le premier trimestre 2012 se confirme à travers les chiffres économiques parus aux mois de juillet et août. En effet, **même si certains indicateurs restent positifs, il faut plutôt dresser un tableau mitigé** de la reprise de l'économie américaine.

Premièrement, **la situation de l'emploi continue à se détériorer** avec désormais un taux de chômage qui atteint 8.3%. Ce chiffre peut être mis en parallèle avec **la confiance des consommateurs qui ne remonte toujours pas** et qui se trouve à un plus bas depuis 8 mois.

Ensuite, même si la production industrielle américaine semble se redresser, **les perspectives sur l'activité manufacturière (ISM) reste bloquées en dessous de la barre des 50pts.**

Enfin, après des signes de redressement au premier semestre 2012, **les derniers indicateurs parus sur l'immobilier sont contrastés.** Signe que la situation du secteur reste toujours fragile.

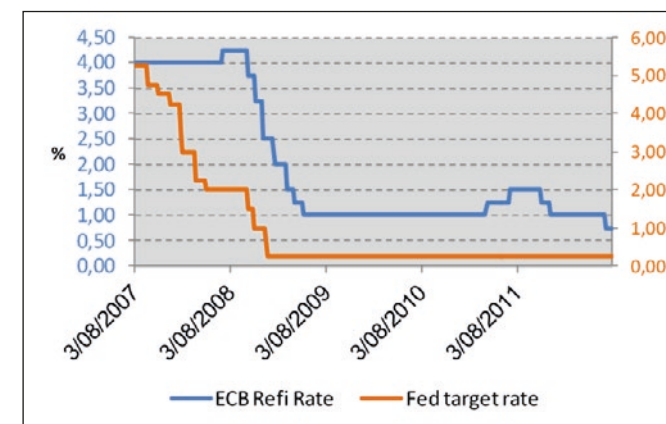
	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	64,00	100,00	163,00 ↑
Unemployment rate (%)	8,20	8,20	8,30 ↓
Fed Consumer Confidence	65,40	66,00	60,60 ↓
Retail sales (YoY)	3,50		4,10
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	-0,65	-0,05	0,50 ↑
Industry & Services			
ISM Services	52,10	52,10	52,60 ↑
ISM Manufacturing	49,70	50,20	49,80 ↓
Industrial Production (MoM)	0,13	0,50	0,65 ↑
Industrial Production (YoY)	4,66		4,37
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	0,70	0,50	0,50 →
Headline inflation	1,70	1,60	1,40 ↓
Core inflation	2,20	2,20	2,10 ↓
Fed Funds target rate	0,25		0,25

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

POLITIQUE MONÉTAIRE

Conformément aux attentes, **la BCE a décidé de baisser ses taux directeurs de 25 points de base** début juillet. Par conséquent, le taux de refinancement principal est désormais à 0.75% et le taux de dépôt auprès de la BCE à 0%. **Mario Draghi** justifie cette décision par la nouvelle dégradation de la conjoncture économique en Europe et une relative stabilisation de l'inflation. Cette action a pourtant déçu les investisseurs car l'institution européenne se **refuse toujours à acheter les obligations des pays en difficulté ou à effectuer un LTRO** (Long Term Refinancing Operation) supplémentaire. Peu de temps après cette réunion, Draghi a rassuré les marchés en affirmant que la banque centrale « fera tout ce qu'il faudra pour sauver l'euro ».

Aux Etats-Unis, **la FED n'a toujours pas modifié sa politique monétaire**. Cependant, elle affirme être prête à intervenir si la situation économique ne s'améliorait pas rapidement. **Elles'inquiète particulièrement du taux de chômage** qui ne baisse toujours pas. **De nouvelles injections de liquidités** dans les marchés par la banque centrale américaine **ne sont donc pas à exclure** pour les prochaines semaines.



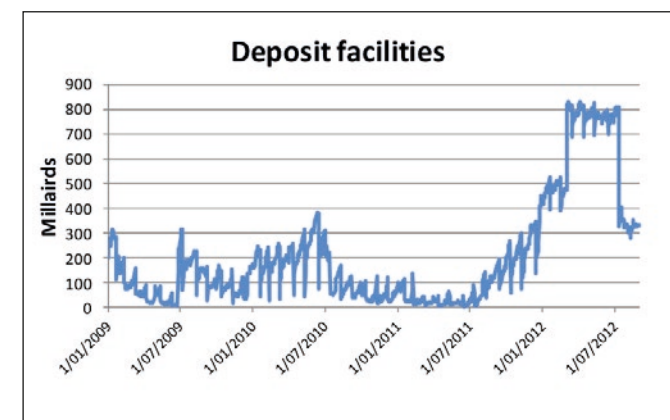
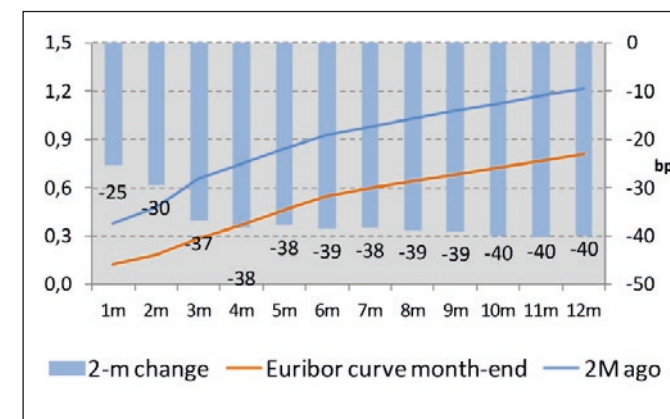
TAUX COURTS

Bien des choses se sont passées en deux mois. La BCE ayant décidé de baisser à nouveau son taux directeur de 25 points début juillet, les taux n'ont cessé de diminuer pour atteindre des niveaux historiquement bas. Pour exemple, le taux **Euribor 3 mois** se positionnait à 0.65% au 02/07/2012 pour 0.29% fin août. Soit une **diminution** de plus de 36 points.

Suite aux diminutions des taux de la part de la BCE, et notamment un taux 0% pour les **dépôts** effectués auprès d'elle, ceux-ci ont fortement diminué.

Certains préfèrent cependant laisser du cash auprès de cet organisme afin d'avoir une protection certaine.

Autre signe que la tension interbancaire subsiste, les **emprunts** à très court terme (un jour, une nuit) effectués par les banques restent toujours assez élevés.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Le mois de juin s'était achevé sur un pic relatif du Bund allemand à 1.58%. Sur les trois premières semaines de juillet, **l'aversion au risque** a refait surface et poussé ce taux à la baisse. Les raisons derrière ce mouvement furent principalement de **nouvelles craintes concernant l'Espagne et le risque de récession en zone euro**.

Ensuite, les taux « core » ont remonté grâce au discours de la Banque Centrale Européenne.

Celle-ci s'est en effet dite prête à agir à nouveau pour contrer la crise.

Jusqu'à présent, ces paroles n'ont cependant pas été suivies d'actes.

L'aversion au risque ayant été le grand déterminant des dernières évolutions, les mouvements sur les taux des pays périphériques ont été opposés à ceux des pays les plus solides.

L'Espagne a été notamment sous le feu des projecteurs car en plus d'un secteur bancaire en difficulté, ses régions n'arrivent désormais plus à se financer et font appel au gouvernement central. Cela relance donc les spéculations sur une **demande d'aide du pays à l'Union Européenne**. Ces tensions se sont un peu apaisées par la suite avec le discours de la BCE.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	-0,04	6	-16	-18
5 Year	0,33	3	-28	-42
Germany 10 Year	1,33	5	-25	-50
30 Year	2,12	-1	-21	-25
2-10 spread	1,37	-1	-9	-32
Belgian gov. yields				
2Y	0,41	-6	-53	-191
5Y	1,32	-8	-80	-182
10Y	2,56	-4	-63	-153
15Y	2,99	-3	-55	-122
10Y gov. yields				
Netherlands	1,71	8	-39	-48
Austria	2,03	15	-39	-87
Portugal	9,31	-189	-85	-405
Spain	6,86	11	53	177
Ireland	5,94	-15	-53	-249
Italy	5,85	-24	3	-126
France	2,16	9	-53	-99
Greece	23,41	-205	-242	-1156

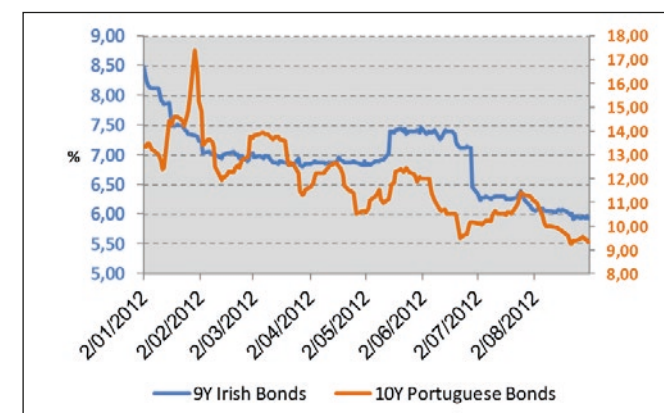
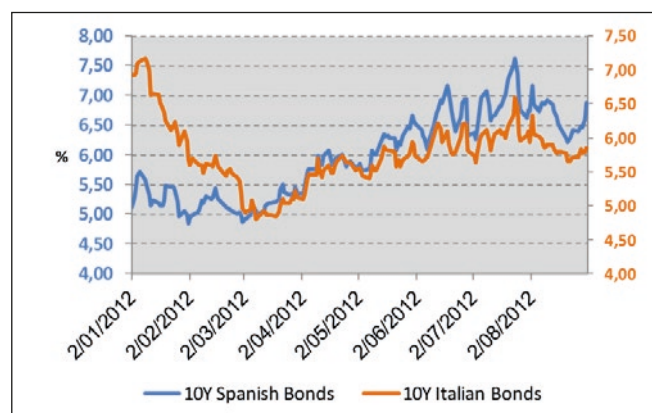
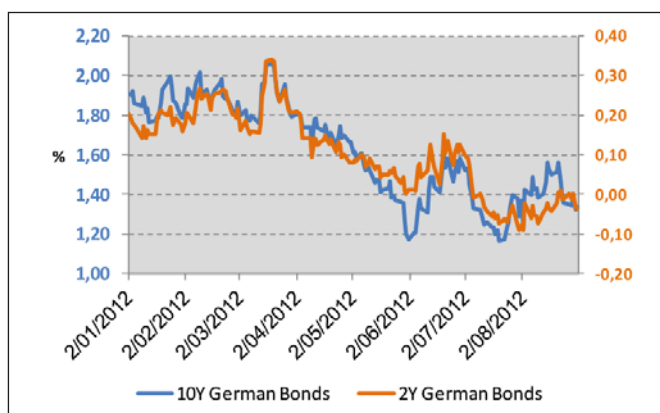
Au final sur les deux mois, on peut cependant affirmer que le sentiment s'est un peu amélioré. **Les marchés attendent en effet beaucoup d'une action commune entre la BCE et les fonds d'aide européens pour soutenir l'Espagne et tout autre pays qui en aurait besoin.**

Les investisseurs s'attendent à ce que des décisions soient prises à ce sujet durant le mois de septembre.

Malgré ces tensions sur l'Espagne, la tendance des **taux portugais et irlandais** montre clairement une détente.

Les marchés apprécient la détermination du Portugal à appliquer les réformes budgétaires demandées tandis que pour l'Irlande, c'est une croissance au-delà de la moyenne européenne qui est saluée.

Ces mouvements sont certes positifs mais ne doivent pas faire oublier que la dette irlandaise s'est fortement alourdie suite au sauvetage des banques tandis qu'au Portugal, la croissance trimestrielle est négative depuis 7 trimestres d'affilée.



COVERED BONDS

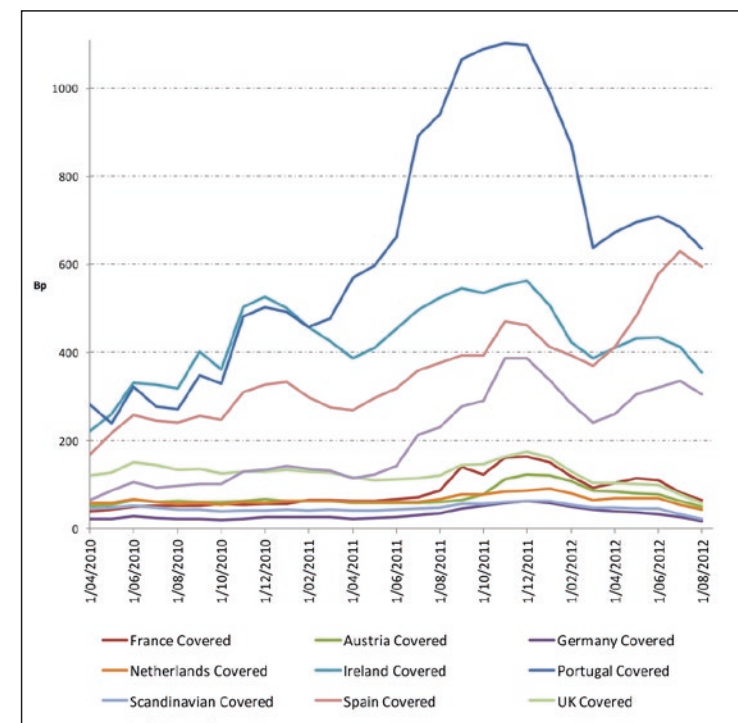
Le **volume échangé** fut faible en cette période de vacances mais la performance fut impressionnante. Depuis le « pic » fin mai, les spreads se sont resserrés quotidiennement.

Mi-août, le **marché primaire** a débuté avec Unicredit qui a apporté le 1er deal périphérique depuis plusieurs mois. Le rendement fut inférieur de 100bp à l'obligation gouvernementale équivalente.

Le primaire a ensuite repris son rythme de croisière fin août avec 4 émissions bien accueillies. Le marché continue d'être soutenu par la faiblesse de l'offre, les rendements relativement élevés des nouvelles émissions et un sentiment de marché favorable grâce à l'espoir de nouvelles mesures de la BCE pour soutenir la liquidité.

Enfin, la **législation belge relative aux CBs** a été publiée au Moniteur belge le 24 août et entrera en vigueur le 3 septembre 2012. Un Arrêté royal déterminant, entre autres, les critères d'éligibilité et de valorisation des actifs de couverture est en cours de finalisation.

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



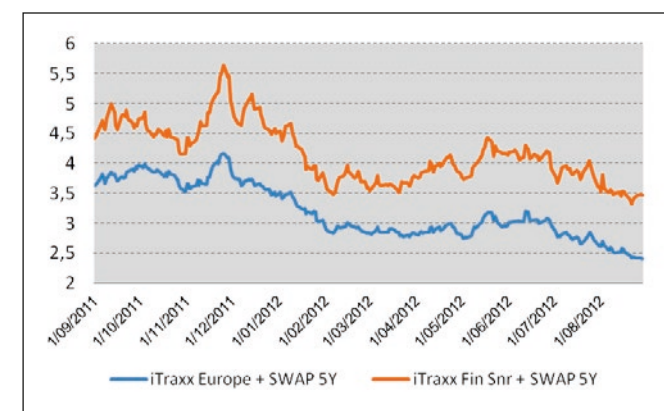
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les décisions politiques et les chiffres macroéconomiques ont influencé le marché des corporates. Le **manque de clarté et de mesures** pour l'avenir de la zone euro poussent **les investisseurs à se renforcer dans les obligations d'entreprise des pays « core »**. La faible offre de ces papiers a aussi contribué à la **baisse continue de leurs primes de risque**. Les spreads se sont donc contractés alors que les taux de référence ont continué à baisser: il en résulte un rendement absolu au plus bas.

On doit cependant souligner un **stress sur l'Espagne** à la mi-juillet qui aura généré un pic dans les spreads à 179. Au final, l'iTraxx Main a débuté à 162 début juillet pour terminer à 146 à la fin août.

Les **volumes** échangés sur le marché sont tout de même restés **faibles** avec essentiellement des **vendeurs de papiers périphériques et des acheteurs de papier core durant le mois de juillet**. On a néanmoins constaté que les investisseurs acceptent un **rating moindre dans le but de maintenir leur contraintes de rendement**. Afin de réduire le risque, ces achats se sont concentrés sur la partie courte de la courbe (2 à 5 ans).

Rendement absolu sur 5 ans : Financial – Non Financial

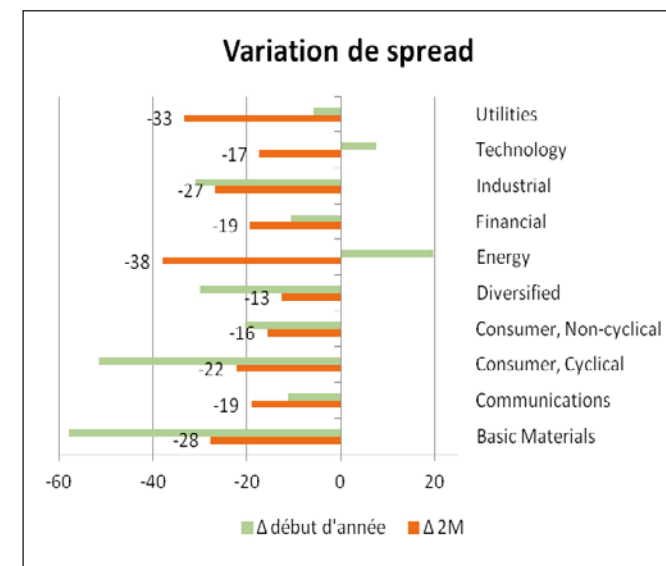


Sur les deux mois écoulés, tous les secteurs sans exception se sont resserrés.

Même les titres espagnols (bancaires ou non financiers) qui s'étaient fortement écartés fin juillet, ont terminé fin août au resserrement. Ceci s'explique par des rendements redevenus attractifs et une demande des investisseurs plus importante.

Sur le marché primaire, la demande a également été forte (malgré des spreads bas) et même certaines **financières périphériques** ont pu émettre sans problème.

On a dès lors connu pour une période estivale un **marché primaire assez actif** voire même très actif en dollars. Certains émetteurs anticipent leurs échéances et se refinancent plus tôt pour profiter des taux bas tandis que d'autres préfèrent se tourner vers le marché obligataire afin de réduire leur encours bancaire. La demande est tellement forte qu'on a vu pour la première fois un **spread à l'émission négatif** par rapport au taux swap sur un émetteur de très bonne qualité (Siemens, AA3/A+/A+) !



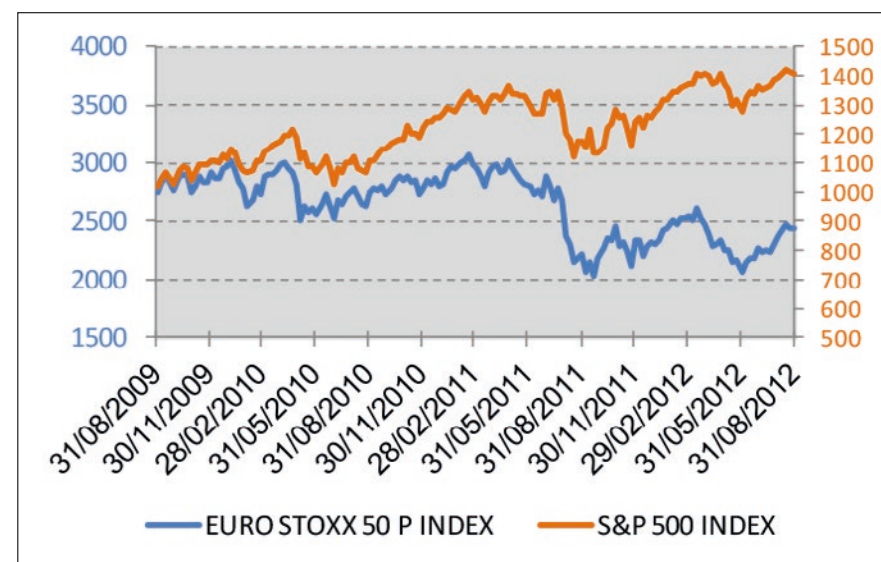
ACTIONS

Indices

Le marché **actions** a été plus calme qu'attendu cet été, il a bien **progressé** mais dans des **volumes assez faibles**. Le sentiment des investisseurs s'est néanmoins amélioré.

En effet, les déclarations de soutien de la BCE fin juillet, l'anticipation d'intervention des banques centrales ainsi qu'une **saison des résultats globalement positive** ont permis aux marchés de poursuivre leur hausse initiée depuis juin.

Sur les 2 mois de vacances, l'Eurostoxx50 a gagné 7,77% et a même surperformé les indices américains (S&P500 à +3,26%). Ces indices sont revenus à leurs niveaux du mois d'avril et ont même regagné 17% pour l'eurostoxx et 10% pour le S&P par rapport à leur plus bas de début juin.

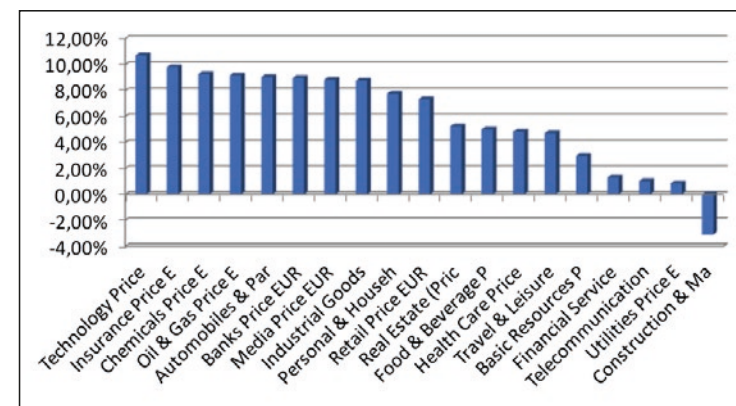


Index	31/08/2012	M/M	Quarter	
			to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2440,71	4,94%	7,77%	5,36%
CAC 40 INDEX	3413,07	3,69%	6,77%	8,02%
DAX INDEX	6970,79	2,93%	8,64%	18,18%
IBEX 35 INDEX	7420,5	10,13%	4,48%	-13,38%
AEX-Index	329,28	0,86%	7,15%	5,38%
FTSE MIB INDEX	15100,48	8,71%	5,79%	0,07%
BEL 20 INDEX	2345,69	3,11%	5,30%	12,59%
S&P 500 INDEX	1406,58	1,98%	3,26%	11,85%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3066,97	4,34%	4,49%	17,73%
DOW JONES INDUS. AVG	13090,84	0,63%	1,64%	7,15%

Secteurs

Sur les 2 mois de vacances, tous les secteurs européens ont progressé excepté le secteur 'Construction et Matériaux' (-3,09%) qui a été pénalisé par des résultats trimestriels dans l'ensemble décevants à cause de son exposition à la conjoncture européenne qui se dégrade.

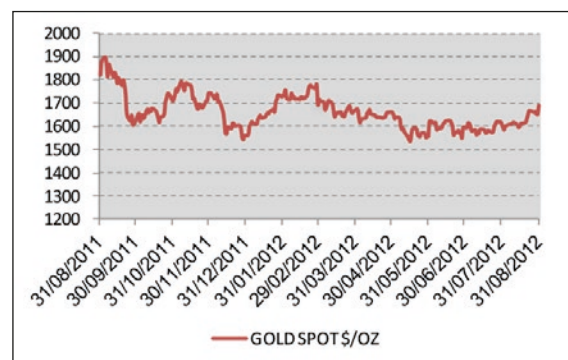
Les secteurs qui ont le **mieux performé** sont des **secteurs cycliques** ainsi que les assurances et les banques. En effet, ces secteurs ont bénéficié d'une accalmie sur le front de la crise des dettes européennes et des espoirs d'intervention des banques centrales.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

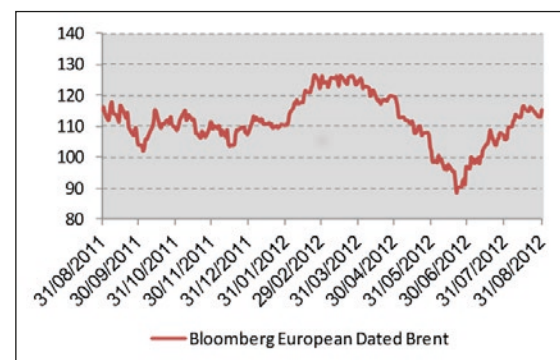
Or

L'**or** est dopé par l'anticipation d'une action des banques centrales pour relancer l'économie : il a progressé de 5,92% et a clôturé le mois d'août à 1692,01\$ (au plus haut depuis mi-mars).



Pétrole

Le **brent** a grimpé de 19,03% sur les 2 derniers mois suite aux tensions géopolitiques, à l'embargo contre l'Iran ainsi que l'anticipation d'une politique monétaire accommodante de la part des banques centrales.



Eurodol

Après avoir atteint un plus bas à 1,2053 le 24 juillet dernier, l'**eurodol** a rebondi suite aux déclarations du président de la BCE mentionnant qu'il était prêt à tout pour préserver l'euro. Sur les 2 derniers mois, l'eurodol a néanmoins baissé de 0,63% (1,2524 fin août).



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	-0,04	6	-16	-18
Refinance Rate	0,75	0	-25	-25	5 Year	0,33	3	-28	-42
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,33	5	-25	-50
Euribor 1M ACT/360	0,12	-3	-25	-90	30 Year	2,12	-1	-21	-25
Euribor 3 Month ACT/360	0,28	-11	-38	-108	2-10 spread	1,37	-1	-9	-32
Euribor 6 Month ACT/360	0,54	-13	-39	-108	US-EU 10Y Spread	0,21	3	15	17
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,49	-11	-36	-92	2Y	0,41	-6	-53	-191
EURO SWAP 2 YR	0,50	-10	-36	-81	5Y	1,32	-8	-80	-182
EURO SWAP 3 YR	0,59	-9	-36	-76	10Y	2,56	-4	-63	-153
EURO SWAP 5 YR	0,94	-8	-37	-79	15Y	2,99	-3	-55	-122
EURO SWAP 7 YR	1,31	-8	-34	-75	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,71	-6	-29	-67	Netherlands	1,71	8	-39	-48
EURO SWAP 15 YR	2,08	-5	-21	-58	Austria	2,03	15	-39	-87
EURO SWAP 20 YR	2,17	-1	-14	-52	Portugal	9,31	-189	-85	-405
EURO SWAP 30 YR	2,19	-3	-9	-36	Spain	6,86	11	53	177
Swap Spread					Ireland	5,94	-15	-53	-249
2Y EUR Sw ap Spread	53,91	-15	-2025	-6345	Italy	5,85	-24	3	-126
10Y EUR Sw ap Spread	37,94	-11	-380	-1766	France	2,16	9	-53	-99
					Greece	23,41	-205	-242	-1156

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	7420,50	10,13%	4,48%	-13,38%
EURO STOXX 50 P INDEX	2440,71	4,94%	7,77%	5,36%
DAX INDEX	6970,79	2,93%	8,64%	18,18%
BEL 20 INDEX	2345,69	3,11%	5,30%	12,59%
S&P 500 INDEX	1406,58	1,98%	3,26%	11,85%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3066,97	4,34%	4,49%	17,73%
DOW JONES INDUS. AVG	13090,84	0,63%	1,64%	7,15%
Volatility				
V2X	25,70	-2	1	-20,06%
Vix Index	17,47	-1	0	-25,34%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 06/17	149,23	-11	-17	-13,74%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/17	591,65	-42	-70	-21,62%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/17	248,28	-10	-13	-10,85%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/17	417,64	-7	-20	-18,43%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,26	2,24%	-0,69%	-2,95%
BALTIC DRY INDEX	703,00	-21,63%	-29,98%	-59,55%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	115,46	8,99%	19,03%	7,32%
GOLD SPOT \$/OZ	1692,01	4,81%	5,92%	8,21%



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.