



septembre
2012



ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Enfin, les marchés ont obtenu ce qu'ils attendaient depuis plusieurs mois ! En effet, la BCE a annoncé qu'elle allait soutenir les pays en difficulté via des achats d'obligations.

Malheureusement, l'histoire n'est jamais toute rose en Europe et la deuxième moitié du mois a été passée à spéculer sur une demande d'aide officielle de l'Espagne, condition préalable aux rachats de la BCE.

Au niveau mondial, les économies affichent des performances inégales. Il existe actuellement beaucoup de craintes sur le ralentissement en Chine, l'Europe se rapproche encore un peu plus de la récession tandis que l'image est un peu plus positive aux Etats-Unis.

Avec cette décision de la BCE, les plus grandes incertitudes sont levées et l'on peut désormais espérer une moindre volatilité sur les marchés. A condition évidemment que l'Espagne accepte d'être aidée par la Commission et que la croissance économique ne se dégrade pas trop. C'est donc le souhait que nous formulons pour la deuxième année qu'entame notre commentaire de marché.

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...

- Malgré les interventions successives des **banques centrales** américaine et européenne, les marchés redoutent toujours un ralentissement de la croissance mondiale et notamment une dégradation de la conjoncture économique en Chine.
- En **Europe**, les indicateurs économiques sont toujours en berne et la pression reste forte sur les pays en difficulté comme la Grèce ou l'Espagne mais le scénario d'un éclatement de la zone euro semble tout doucement s'éloigner.
- Aux **Etats-Unis**, les rapports d'activité sont meilleurs qu'en Europe avec une belle amélioration dans le secteur de l'immobilier. Néanmoins, la baisse de la demande en Europe et en Chine risque de peser à terme sur l'économie américaine.
- Suite à l'annonce de rachats de la BCE, les **taux gouvernementaux** des pays core ont monté tandis que ceux des périphériques ont baissé. Ce mouvement s'est cependant affaibli durant la deuxième moitié du mois.
- Côté **covered bonds**, le marché est resté soutenu la première moitié du mois avec un marché primaire impressionnant. La situation s'est ensuite retournée pour la première fois de l'année sur les pays core avec des prises de profit. Les primes de risque des titres des pays périphériques ont continué de se rétrécir.
- Sur les **obligations d'entreprises** aussi, le mois fut très actif en termes de nouvelles émissions. La première moitié du mois a été très positive après les annonces de la BCE tandis que la deuxième a traduit la nervosité des investisseurs sur la situation espagnole.
- Le climat serein en zone euro fut favorable aux **actions**. Toutefois, l'eurostoxx50 ne clôture que légèrement positif, dans l'attente de la demande officielle d'aide de l'Espagne.

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 septembre fut riche en événements capitaux pour l'avenir économique et politique de la zone euro.

Premièrement, **la Troïka** (Commission européenne, BCE et FMI) **se rendait à Athènes et à Lisbonne** afin de contrôler les mesures prises par ces gouvernements pour réduire leur déficit public. Concernant le Portugal, les experts ont marqué leur satisfaction sur le programme suivi tout en donnant un an de plus au pays pour atteindre ses objectifs budgétaires. Quant à la Grèce, les négociations sont toujours en cours entre la Troïka et le gouvernement pour boucler **un nouveau plan d'austérité pour 2013 et 2014**. Ces nouvelles économies budgétaires sont une condition préalable pour que la Grèce reçoive un versement vital de 31,5 milliards d'euros.

Ensuite, les marchés ont été rassurés par le résultat **des élections législative aux Pays-Bas** qui a marqué un coup d'arrêt dans la progression des partis eurosceptiques hollandais.


Dans le même temps, les investisseurs ont également salué le verdict de la **Cour Constitutionnelle Allemande** qui a approuvé le mécanisme du sauvetage européen à la condition que toute nouvelle contribution soit approuvée par le parlement allemand.

Par ailleurs, **Mario Draghi** n'a n'a pas déçu les attentes du marché. Les observateurs ont salué la décision de la BCE de racheter de la dette souveraine sur le marché secondaire pour soulager les pays de la zone euro en difficulté.

Dans ce contexte, **la pression reste maximale sur l'Espagne** pour que le pays fasse appel à une aide financière internationale. Mais pour l'instant, le gouvernement espagnol se refuse à tout secours extérieur. Or **le déficit du pays** en 2012 devrait finalement atteindre 7,4% du PIB en 2012 contre un objectif initial de 6,3%. Par ailleurs, **un audit financier** très attendu estime à €59,3 milliards les besoins en fonds propres des banques espagnoles fragilisées par leurs actifs immobiliers.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,40	11,40	11,40 →
EC Consumer Confidence	-24,60	-25,90	-25,90 →
EZ Retail sales	-0,10	-1,70	-1,70 →
Industry & Services			
Ifo Business Climate	102,30	102,50	101,40 ↓
EC Composite PMI	46,30	45,90	45,90 →
EC Business climate	-1,18	-1,20	-1,34 ↓
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-2,00	-3,30	-2,30 ↑
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	1,80	1,60	1,80 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,60	2,40	2,70 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,70	1,70	1,50 ↓
ECB Refi rate	0,75	0,50	0,75 ↑

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



Les mois se suivent et se ressemblent pour la santé économique de la zone euro.

En effet, tant **les indicateurs** concernant l'activité que ceux concernant la consommation **continuent à se dégrader** de mois en mois. Même si les derniers chiffres sur la production industrielle sont moins mauvais que prévu, la **BCE a revu à la baisse ses prévisions de croissance** pour la zone euro pour cette année et l'an prochain.

La situation est aussi critique au niveau de la demande.

Le niveau de confiance des consommateurs ne cesse de diminuer et le **taux de chômage** en zone euro bat un nouveau record (11,4%). De plus, même si les disparités Nord-Sud restent vives, on constate que les économies des pays « forts » comme **l'Allemagne ou les Pays Bas commencent à souffrir** du ralentissement de la demande mondiale.

Malgré ce contexte économique difficile, **l'inflation se maintient** en zone euro poussée par le prix des matières premières .

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la situation reste contrastée avec des signaux différents envoyés par l'économie américaine.

Tout d'abord, une bonne surprise avec les **chiffres de l'ISM** manufacturier qui passe la barre symbolique des 50pts alors que l'indice correspondant en Europe et en Chine est orienté à la baisse. Cette hausse s'explique par une **forte progression des commandes** liée à une hausse de la demande intérieure. L'incertitude persiste cependant sur la demande extérieure suite au ralentissement économique en Europe mais aussi en Chine.

Dans ce contexte, il est important pour les Etats-Unis de maintenir **un niveau élevé la confiance de ses consommateurs ainsi que son taux d'emploi**. Or ces deux indicateurs, même s'ils s'améliorent en septembre, restent toujours faibles et fragiles.

Concernant **l'immobilier américain**, la tendance **reste positive** en septembre avec notamment une nette amélioration des prix. Néanmoins, le secteur a été durement touché ces dernières années et la chemin est encore long pour retrouver les niveaux observés avant la crise.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	141,00 ✓	130,00	96,00 ↓
Unemployment rate (%)	8,30 ✓	8,30	8,10 ↓
Fed Consumer Confidence	61,30 ✓	63,10	70,30 ↑
Retail sales (YoY)	3,90		4,70
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	0,59 ✓	1,10	1,20 ↑
Industry & Services			
ISM Services	52,60 ✓	52,50	53,70 ↑
ISM Manufacturing	49,60 ✓	49,70	51,50 ↑
Industrial Production (MoM)	0,54 ✓	0,00	-1,16 ↓
Industrial Production (YoY)	4,29		2,80
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	0,50 ✓	1,60	2,00 ↑
Headline inflation	1,40	1,70	1,70 →
Core inflation	2,10	2,00	1,90 ↓
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

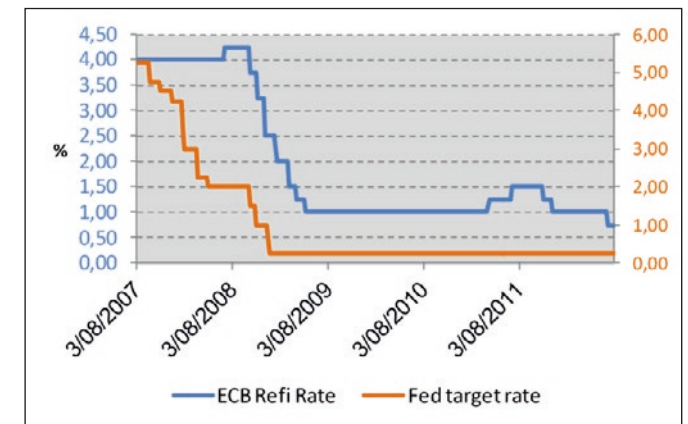
Lors de sa dernière réunion, Mario Draghi a annoncé la mise en place **d'un nouvel outil monétaire OMT** (« Outright Monetary Transactions »). Il permet à la **BCE d'acheter de la dette souveraine** sur le marché secondaire **d'une maturité de 0 à 3 ans** selon plusieurs conditions précises dont celles-ci:

- Le pays concerné doit au préalable bénéficier d'un programme d'aide du FESF/MES
- Le pays doit pouvoir avoir accès au marché primaire obligataire.

Cette nouvelle annonce, même si elle ne s'est pas accompagnée d'une nouvelle baisse de taux directeur, a été rapidement saluée par les investisseurs.

En effet, ils perçoivent derrière cette action une réelle volonté de la banque centrale de soutenir la zone euro.

Aux Etats-Unis, **la FED a aussi décidé d'intervenir**. Ainsi Ben Bernanke a décidé de lancer un **troisième Quantitative Easing** pour soutenir l'économie américaine. Plus précisément, la FED va mettre en place un programme de rachat d'actifs financiers liés à l'immobilier pour 40 \$Mds de dollars par mois. Ce QE3 durera le temps qu'il faudra pour que l'économie s'améliore et pourrait concerner d'autres types d'actifs.

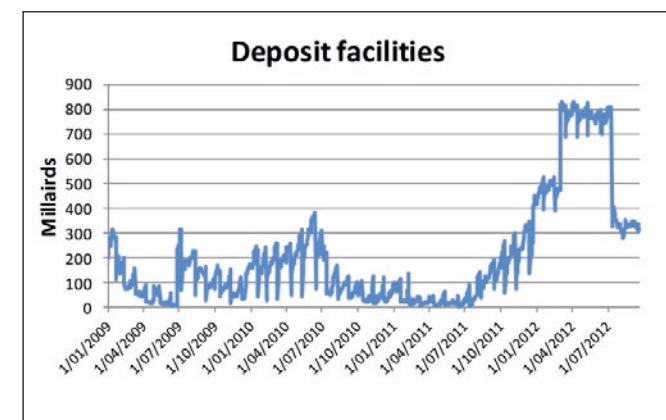
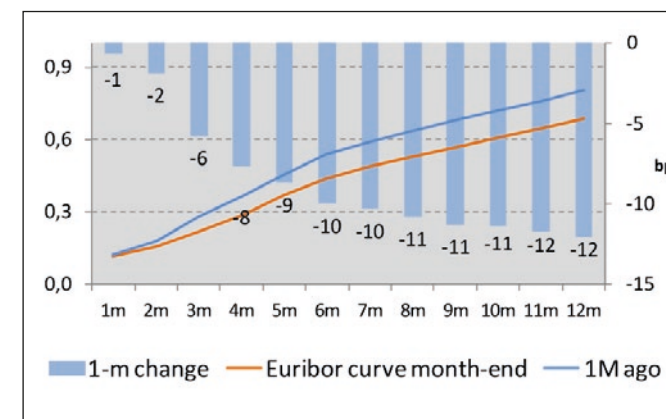


TAUX COURTS

Même si la BCE n'a pas annoncé une baisse de ses taux directeurs, **les taux Euribor n'ont cessé de diminuer** pour atteindre des niveaux historiquement bas. Désormais, le taux Euribor 3 mois se trouve à 0.22%. **La faiblesse de la croissance européenne** ne permet pas d'entrevoir une amélioration substantielle dans les mois à venir.

Néanmoins, suite aux diminutions successives des taux de la part de la BCE, les banques semblent désormais se tourner vers le marché plutôt que vers la banque centrale pour placer leurs liquidités, comme en témoigne **le niveau plus faible des deposit facilities** de ces dernières semaines.

Par ailleurs, **le système bancaire espagnol semble toujours en difficulté**. En effet, environ 55% des emprunts hebdomadaires faits auprès de la BCE sont effectués par les banques espagnoles.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Avec la décision importante prise par la BCE, le **Bund** allemand a vu son rendement grimper en flèche pour atteindre 1,70% mi-septembre, ce qui représente une augmentation de 35bp par rapport au début du mois. Malheureusement, cette embellie ne fut que de **courte durée**. Les craintes sur l'application des mesures de la BCE (certaines incertitudes persistent), l'absence de demande d'aide officielle de l'Espagne ainsi que la dégradation de la situation économique ont en effet eu raison de l'optimisme ambiant.

Sur le mois, le rendement sur le Bund 10 ans a quand même gagné 11bp tandis que les autres « core » sont restés relativement stables.

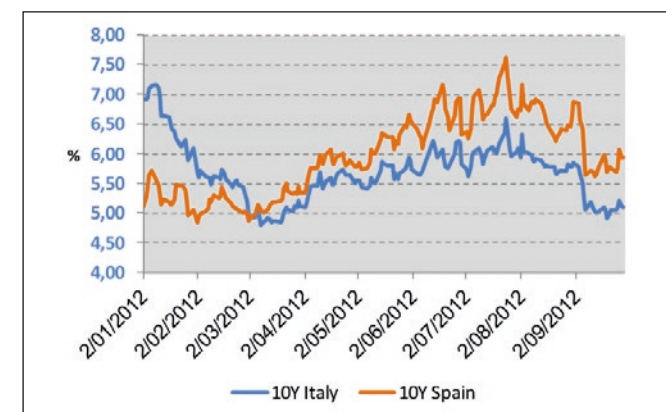
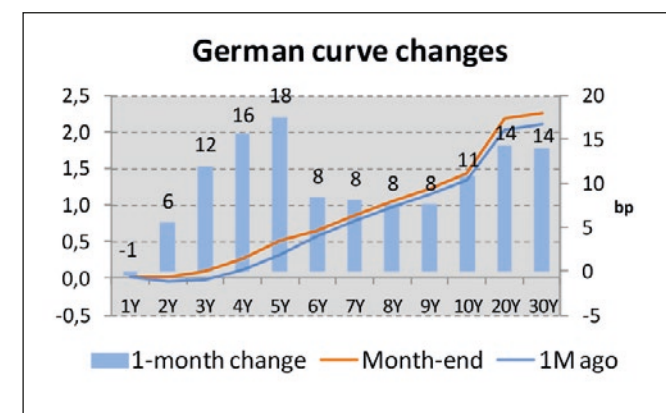
Bien que les achats de la BCE porteront sur des maturités de 0 à 3 ans et seulement pour les pays ayant demandé une aide officielle, l'entière des pays périphériques a bénéficié de l'annonce.

Les réactions ont cependant été d'ampleur différentes en fonction de la situation de chaque pays avant l'annonce. L'Espagne a ainsi un peu plus bénéficié de cette mesure que l'Italie.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,02	6	-10	-12
5 Year	0,51	18	-10	-25
Germany 10 Year	1,44	11	-14	-39
30 Year	2,26	14	-7	-11
2-10 spread	1,42	5	-4	-26
Belgian gov. yields				
2Y	0,34	-6	-59	-197
5Y	1,22	-10	-90	-192
10Y	2,53	-3	-66	-156
15Y	2,90	-10	-65	-131
10Y gov. yields				
Netherlands	1,72	1	-39	-47
Austria	2,02	-1	-39	-88
Portugal	9,00	-31	-116	-436
Spain	5,94	-92	-39	85
Ireland	5,11	-83	-136	-332
Italy	5,09	-76	-73	-202
France	2,18	2	-51	-97
Greece	19,49	-391	-634	-1547

Le **Portugal**, avec une baisse de « seulement » 32bp sur le 10 ans semblent avoir le moins avancé. Alors que ce pays est considéré comme un bon élève des pays sous programme « EU-FMI », la nouvelle vague de mesures d'austérité, incluant notamment une hausse des cotisations sociales, a pour la première fois fait sortir la population dans la rue.

En restant quasiment inchangés, les taux **belges** ont montré une nouvelle fois qu'ils se comportaient actuellement comme ceux des pays les plus solides. Avec un écart d'à peine 35bp par rapport à la France, la prime de risque belge est à des planchers depuis la chute de Lehman. Le pays a pourtant observé un brusque ralentissement de sa croissance au deuxième trimestre.



COVERED BONDS

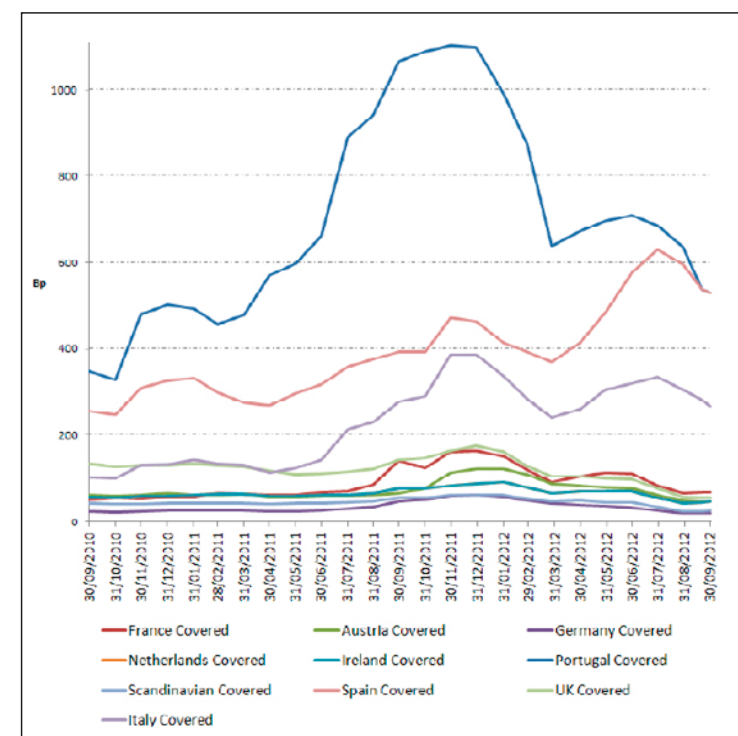
La première moitié du mois fut particulièrement chargée sur le primaire avec une vingtaine de nouvelles émissions. Dans cet environnement particulièrement chargé en cash, l'ensemble des émissions s'est déroulé en l'absence, ou avec de très faibles primes d'émissions.

La seconde moitié du mois, la fenêtre sur le primaire s'est quasi refermée avec seulement 3 transactions.

Pour la première fois cette année, la tendance fut à la prise de profit sur les covered bonds des pays les plus solides : ils furent plus vendus qu'achetés, et donc sous pression.

Inversement, **les covered périphériques ont bénéficié de flux acheteurs** et les primes de risque se sont rétrécies grandement (de 20 à 60bp).

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



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Le mois de septembre peut se résumer en 2 parties : une **première quinzaine** de septembre **très positive** après les annonces de la BCE et une **deuxième quinzaine** du mois de septembre négative traduisant la nervosité des investisseurs sur la **situation espagnole**.

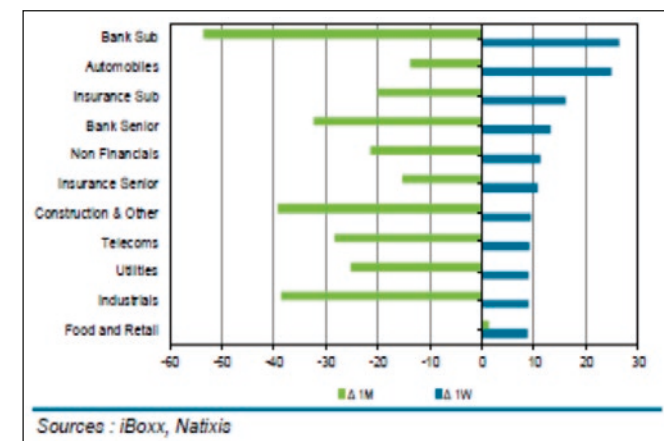
La mise en place le 6 septembre dernier du nouvel outil de la **BCE** (OMT) a eu pour effet un **resserrement** spectaculaire des spreads de crédit, ramenant ceux-ci (Itraxx 5 ans Main) de 150 bps fin août à moins de **120 bps** ce 14 septembre.

Cette bonne performance a été principalement emmenée par les valeurs périphériques, qui avaient souffert très largement ces derniers mois. L'appétit des investisseurs pour ce genre de risque montrait bien le **regain de confiance** affiché tant pour les papiers de dettes corporates que pour les dettes financières.



Le **primaire a été abondamment alimenté** (le mois le plus actif en termes d'émissions primaires depuis 2010) grâce à des conditions favorables de financement très bas pour les sociétés et de cet appétit soutenu de la part des investisseurs. Dans ces conditions nous avons vu la presque totalité des **émetteurs périphériques** profiter cette opportunité pour venir se financer sur les marchés.

Cependant, après une consolidation du marché mi-septembre, la deuxième quinzaine fut marquée par les **incertitudes concernant une demande d'aide de la part de l'Espagne**. La **nervosité** des marchés, méfiants, à l'égard de l'Espagne, ont pénalisé directement les spreads des signatures périphériques. Par conséquent, l'indice Itraxx 5 ans Eur Main, s'est écarté de 118bps à 134bps en l'espace de 15 jours.



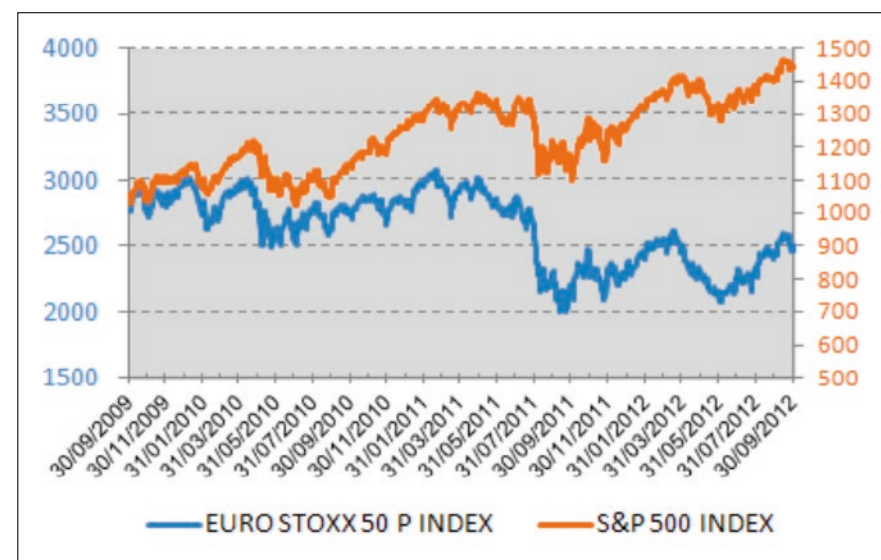
ACTIONS

Indices

Grâce aux différentes mesures prises, le mois de septembre s'est déroulé dans un **climat relativement serein** en Europe. Toutefois l'eurostoxx50 a clôturé sur une **performance positive timide** car les investisseurs se sont inquiétés du sort de l'Espagne.

Les indices américains ont quant à eux continué leur ascension.

Dans l'ensemble, les marchés ont affiché de bonnes performances pour ce 3ème trimestre. Avec l'éloignement du risque d'explosion de la zone euro, nous avons observé un regain d'intérêt pour les actifs risqués et une hausse des volumes sur les titres échangés.



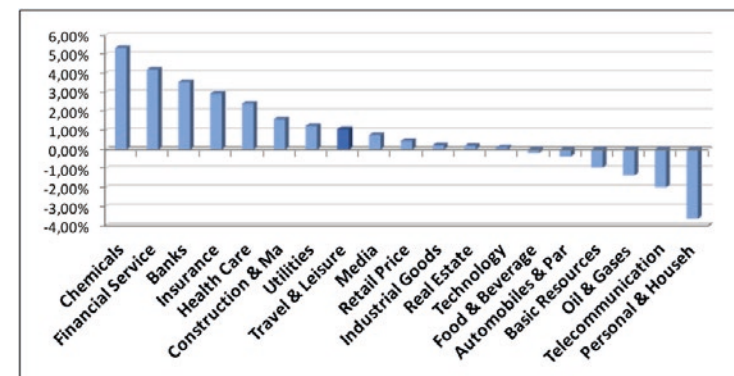
Index	30/09/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.454,26	0,56%	8,37%	5,94%
CAC 40 INDEX	3.354,82	-1,71%	4,95%	6,17%
DAX INDEX	7.216,15	3,52%	12,47%	22,34%
IBEX 35 INDEX	7.708,50	3,88%	8,54%	-10,01%
AEX-Index	323,18	-1,85%	5,16%	3,43%
FTSE MIB INDEX	15.095,84	-0,03%	5,75%	0,04%
BEL 20 INDEX	2.373,33	1,18%	6,54%	13,92%
S&P 500 INDEX	1.440,67	2,42%	5,76%	14,56%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3.116,23	1,61%	6,17%	19,62%
DOW JONES INDUS. AVG	13.437,13	2,65%	4,32%	9,98%

Secteurs

Sur le mois de septembre, les **valeurs du** secteur chimique ont bénéficié du regain d'intérêt des investisseurs pour les actifs risqués.

La relative sérénité en zone euro a aussi été favorable aux titres **financiers**.

Le secteur des **biens de consommation personnelle** (principalement luxe) a par contre chuté sur une diminution de la consommation en Chine.

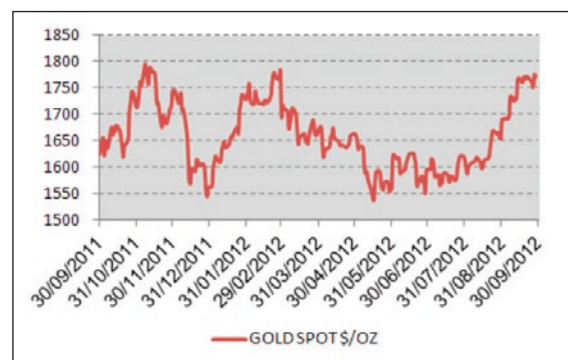


TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

Or

L'**or** est toujours soutenu par les annonces des banques centrales, qui devraient apporter de la liquidité dans les marchés.

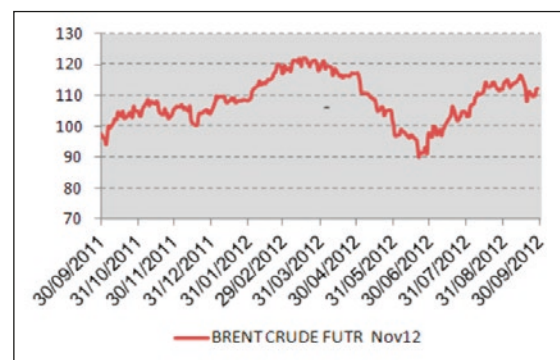
Il a encore gagné 4.73% sur le mois et termine à 1772,1 \$.



Pétrole

L'ascension du **pétrole** s'est arrêtée.

L'Arabie saoudite a confirmé prendre des mesures pour faire baisser les cours du brut sur le marché international. Mais le Brent reste toutefois à des niveaux élevés (112.39 \$).



Eurodol

L'**eurodol** a suivi le mouvement des marchés européens. L'amélioration de la situation en Europe l'a fait monter; pour finir un peu plus bas à 1.2876 à cause du flou entretenu par l'Espagne sur une demande d'aide potentielle.



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	0,02	6	-10	-12
Refinance Rate	0,75	0	-25	-25	5 Year	0,51	18	-10	-25
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,44	11	-14	-39
Euribor 1M ACT/360	0,12	-1	-26	-91	30 Year	2,26	14	-7	-11
Euribor 3 Month ACT/360	0,22	-6	-43	-114	2-10 spread	1,42	5	-4	-26
Euribor 6 Month ACT/360	0,44	-10	-49	-118	US-EU 10Y Spread	0,19	-2	13	14
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,41	-9	-45	-101	2Y	0,34	-6	-59	-197
EURO SWAP 2 YR	0,46	-5	-40	-86	5Y	1,22	-10	-90	-192
EURO SWAP 3 YR	0,57	-2	-38	-79	10Y	2,53	-3	-66	-156
EURO SWAP 5 YR	0,94	1	-36	-78	15Y	2,90	-10	-65	-131
EURO SWAP 7 YR	1,33	2	-33	-74	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,75	4	-25	-63	Netherlands	1,72	1	-39	-47
EURO SWAP 15 YR	2,17	9	-12	-50	Austria	2,02	-1	-39	-88
EURO SWAP 20 YR	2,28	11	-3	-41	Portugal	9,00	-31	-116	-436
EURO SWAP 30 YR	2,33	13	4	-23	Spain	5,94	-92	-39	85
Swap Spread					Ireland	5,11	-83	-136	-332
2Y EUR Sw ap Spread	43,90	-10	-3026	-7346	Italy	5,09	-76	-73	-202
10Y EUR Sw ap Spread	30,96	-7	-1078	-2464	France	2,18	2	-51	-97
					Greece	19,49	-391	-634	-1547

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	7708,50	3,88%	8,54%	-10,01%
EURO STOXX 50 P INDEX	2454,26	0,56%	8,37%	5,94%
DAX INDEX	7216,15	3,52%	12,47%	22,34%
BEL 20 INDEX	2373,33	1,18%	6,54%	13,92%
S&P 500 INDEX	1440,67	2,42%	5,76%	14,56%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3116,23	1,61%	6,17%	19,62%
DOW JONES INDUS. AVG	13437,13	2,65%	4,32%	9,98%
Volatility				
V2X	23,38	-2	-2	-27,28%
Vix Index	15,73	-2	-1	-32,78%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	136,12	-13	-30	-21,32%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	567,89	-24	-94	-24,76%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	203,54	-45	-58	-26,92%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	342,60	-75	-95	-33,09%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,29	2,23%	1,52%	-0,78%
BALTIC DRY INDEX	766,00	8,96%	-23,71%	-55,93%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	113,25	-1,91%	16,75%	5,27%
GOLD SPOT \$/OZ	1772,10	4,73%	10,94%	13,33%



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.