



.2038 1.2160    ↓ USCA: 1.1699 1.1704 1.1682 1.1754    ↑



NEW YORK    LONDON    TOKYO

octobre 2012	ethias
COMMENTAIRE DE MARCHÉ	



## INTRODUCTION

*Lentement et pas toujours sûrement, la zone euro continue de résoudre ses problèmes et les bénéfiques commencent à se voir concrètement. L'agence de notation Moody's a notamment choisi de ne pas abaisser la note de l'Espagne en catégorie spéculative grâce au soutien de la BCE. Parallèlement à cela, l'idée de supervision bancaire unique poursuit son chemin, de même que les plans de réduction des déficits budgétaires.*

*Il semble donc que l'Europe avance sur deux tableaux. Elle se dote petit à petit d'une capacité à prévenir les crises (supervision bancaire, surveillance budgétaire accrue, ...) et des moyens pour les résoudre (EFSF, ESM, achats obligataires de la BCE). Le processus est malheureusement long, recule parfois et se fait dans un contexte de croissance nulle. L'enjeu est cependant crucial car la survie de la zone euro en dépend.*

## SOMMAIRE

<b>Introduction</b>	<b>2</b>
<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>13</b>
<b>Taux de change et matières premières</b>	<b>15</b>
<b>Annexes</b>	<b>16</b>

## EN BREF...

- Le **contexte économique continue à se dégrader en zone euro**. Les difficultés des pays périphériques restent très importantes et l'austérité a des effets plus durs que prévu sur la croissance européenne.
- **Aux Etats-Unis**, les indicateurs économiques se sont **significativement améliorés** mais des choix politiques importants vont devoir être faits **en matière budgétaire** pour réduire le déficit du pays.
- Sur le marché de la dette gouvernementale, l'absence de downgrade par Moody's de l'Espagne a permis un **retour de prises de risque** caractérisé par une baisse des taux périphériques et une (légère) hausse des taux « core »
- Côté **covered bonds**, les marchés primaire et secondaire ont été relativement calmes sur les segments « core », mais ont continué de bénéficier aux émetteurs italiens et espagnols.
- Sur les **obligations d'entreprises**, la **situation espagnole** reste le principal facteur de l'orientation des spreads de crédit. Le **marché primaire est resté actif**, surtout sur les noms périphériques.
- En Europe, les indices actions ont continué leur progression entamée depuis l'été malgré des **résultats de sociétés en demi-teinte**. Par contre, les actions américaines font l'objet de prises de profits.

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

Le mois d'octobre aurait pu être une période positive pour la zone euro suite aux événements favorables de septembre (actions de la BCE). Néanmoins, **l'absence d'avancée significative dans le processus d'intégration européenne et la situation financière toujours difficile des pays du Sud** ont rendu les marchés sceptiques sur l'avenir économique de la zone euro.

**C'est encore l'Espagne** qui a monopolisé l'attention des investisseurs avec une dégradation de son environnement macroéconomique mais une annonce positive de Moody's qui a finalement décidé de ne pas dégrader la note du pays grâce au soutien de la BCE.

Le chef du gouvernement espagnol **Mariano Rajoy** en a profité pour annoncer qu'une demande d'aide européenne de son pays à ses partenaires européens n'était « pas indispensable ». **Son homologue italien Mario Monti** a aussi écarté une demande de sauvetage.

Les 2 pays ont presque réalisé leur programme de refinancement pour cette année et les dirigeants considèrent que le niveau actuel des taux d'intérêt espagnols et italien n'est plus « déraisonnable ».

Globalement, les décisions prises par la plupart des gouvernements européens pour sortir de la crise semble toujours **renforcer l'austérité**. Ainsi la France, la Grèce, le Portugal et l'Espagne ont tous annoncé de nouveaux plans d'économies qui se traduisent souvent par une augmentation d'impôts.

**Du point de vue économique, on ne note toujours pas d'éclaircie** dans le ciel morose de l'économie en Europe.

En effet, les chiffres de **la production industrielle et les indices de confiance** liés plaident pour une contraction de l'économie de la zone euro pour 2012. On notera également que ces indices se sont encore détériorés en Allemagne, locomotive habituelle de la croissance européenne.

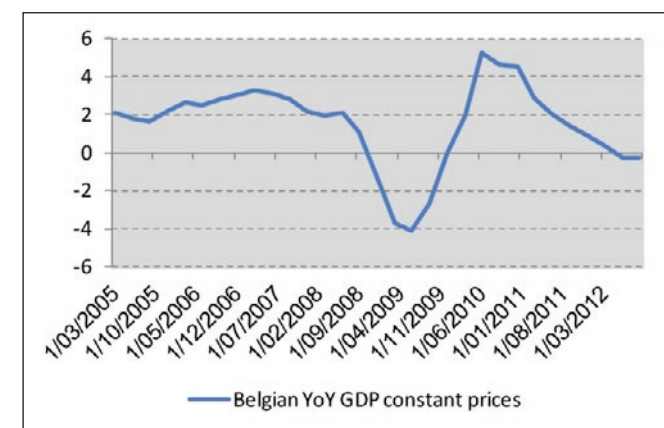
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	11,50	11,50	<b>11,60</b> ↓
EC Consumer Confidence	-25,70	-25,60	<b>-25,70</b> ↓
EZ Retail sales	-0,10	-1,90	<b>-1,30</b> ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	100,00	101,60	<b>100,00</b> ↓
EC Composite PMI	45,80	46,50	<b>45,80</b> ↓
EC Business climate	-1,62	-1,38	<b>-1,62</b> ↓
EZ new orders (YoY)	-2,70		<b>-3,40</b>
EZ industrial production (YoY)	-2,80	-4,10	<b>-2,90</b> ↑
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	1,60	2,60	<b>2,70</b> ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,70	2,50	<b>2,50</b> →
EZ Core Inflation (YoY)	1,50	1,60	<b>1,50</b> ↓
ECB Refi rate	0,75	0,75	<b>0,75</b> →

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

**Du côté de la demande**, les consommateurs européens sont de plus en plus **pessimistes** quant à leur situation financière, leur épargne et le contexte économique général. **Les nouveaux plans d'austérité** et le taux de chômage élevé (nouveau record à 11,6%) contribuant fortement à cette crise de confiance généralisée.

Au niveau des prix, **l'inflation en zone euro** est au-dessus de la cible de la BCE (2%) depuis 22 mois. La cause principale reste **la flambée des prix de l'énergie** mais l'inflation « core » reste néanmoins soutenue via notamment des hausses de TVA dans certains pays européens.

La **Belgique** n'est pas épargnée par la situation globale de la zone euro. La croissance au 3ème trimestre s'est affichée à 0.0% en rythme trimestriel et même à -0.3% par rapport au même trimestre de l'année précédente.



## CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

**Aux Etats-Unis**, les derniers chiffres macroéconomiques ont affiché une nette amélioration à l'approche des élections présidentielles américaines.

Tout d'abord, **le PIB américain** au 3ème trimestre **a positivement surpris** les observateurs avec un taux de croissance de 2%, équivalent à la performance du 1er trimestre 2012.

Ensuite, **la production industrielle s'est améliorée et les indicateurs ISM** continuent à rebondir avec notamment le manufacturier qui repasse au dessus de la barre des 50pt.

Enfin, **la confiance des consommateurs américains** a légèrement augmenté et **le taux de chômage** a baissé de manière surprenante (de 8,1% à 7,8%).

Néanmoins, ces deux derniers indicateurs restent à des niveaux insuffisants pour parler d'une relance solide et durable de l'économie américaine.

Par ailleurs, **les Démocrates et les Républicains** ont jusque début 2013 pour tomber d'accord sur la manière **de résorber le déficit public** du pays sinon des augmentations d'impôts entreront automatiquement en vigueur (« **Fiscal Cliff** »), ce qui pénaliserait fortement la consommation domestique.

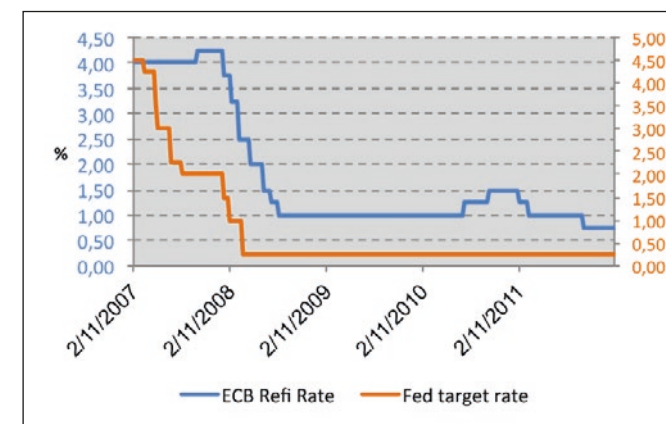
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	142,00 ✓	115,00	114,00 ↓
Unemployment rate (%)	8,10 ✓	8,20	7,80 ↑
Fed Consumer Confidence	61,30 ✓	63,10	70,30 ↑
Retail sales (YoY)	5,00		5,40
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	1,20 ✓	1,90	2,03 ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	53,70 ✓	53,40	55,10 ↑
ISM Manufacturing	49,60 ✓	49,70	51,50 ↑
Industrial Production (MoM)	-1,38 ✓	0,20	0,41 ↑
Industrial Production (YoY)	2,60		2,81
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	2,00 ✓	1,80	2,10 ↑
Headline inflation	1,70	1,90	2,00 ↑
Core inflation	1,90	2,00	2,00 →
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

Quelques semaines après son annonce du nouveau programme de rachat de dette souveraine (« OMT »), **la BCE a maintenu son taux directeur à 0.75%**. Mario Draghi s'est dit satisfait de la baisse des taux obligataires et des mesures financières prises par le Portugal et l'Espagne. Le président de la BCE demande cependant aux gouvernements de se focaliser **encore davantage sur leurs réformes économiques intérieures et la consolidation budgétaire**. Il a également rappelé que le programme OMT serait conditionné par la demande d'aide des États et la signature au préalable d'un protocole d'accord.

**Aux US, le dernier communiqué de la Fed** comporte peu de changements. **Les taux directeurs sont inchangés ainsi que la taille du dernier quantitative easing** avec un rythme des achats maintenu à 40 Mds \$ par mois. L'opération Twist (programme d'échanges d'obligations à court terme contre des obligations à plus longue maturité) est conservée jusqu'à la fin de l'année. L'éventualité de modification de la taille du «QE3 » et de prolonger l'opération Twist sera discutée lors du prochain FOMC, les 11-12 décembre prochain.

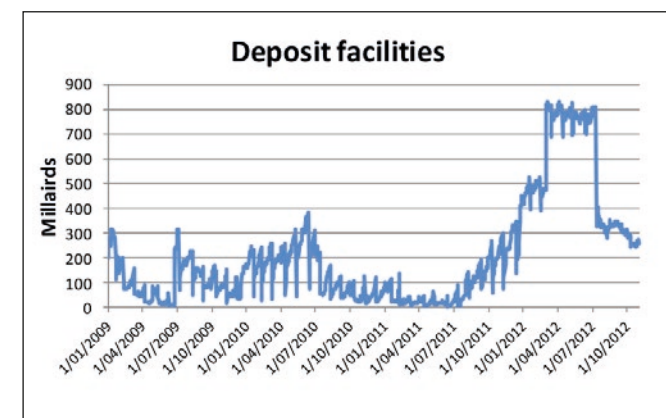
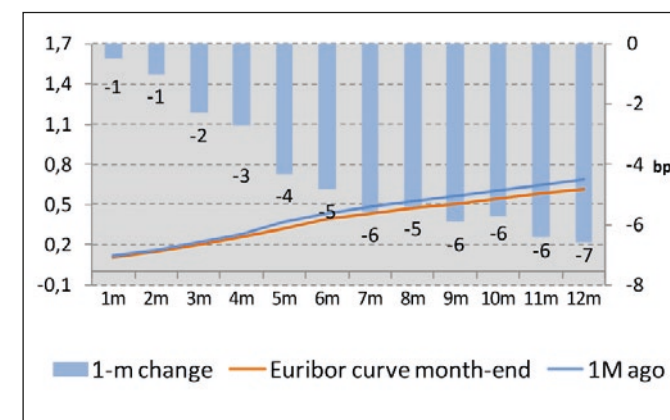


## TAUX COURTS

Aujourd'hui, avec un euribor 3 mois à 0.19%, **les taux courts atteignent des niveaux historiquement bas**. Cependant, on constate une légère stabilisation de ces taux, bien que les prévisions ne montrent aucune remontée d'ici la fin de l'année. Celle-ci pourrait s'effectuer en 2013 mais de manière très lente.

Bien que les dépôts des banques auprès de la BCE baissent, la dernière enquête sur les **conditions de crédit** montre que celles-ci se sont encore durcies pour les entreprises de la zone euro durant le troisième trimestre. Les banques restent donc craintives lorsqu'il s'agit d'accorder des financements.

On notera cependant que la situation en Espagne s'est améliorée.



## OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Alors que les marchés restaient attentifs à une éventuelle **demande d'aide de l'Espagne**, la bonne nouvelle est venue de l'agence de notation Moody's qui a annoncé qu'elle ne dégraderait pas la note du pays en catégorie spéculative. Bien que cette nouvelle fut suivie d'une dégradation de 5 régions espagnoles, elle a permis à l'Espagne de voir les rendements sur ses obligations à 10 ans baisser de 32bp supplémentaires sur le mois.

L'Espagne a entraîné dans son sillage les autres **pays périphériques** qui ont tous bénéficié d'une moindre aversion au risque de la part des investisseurs.

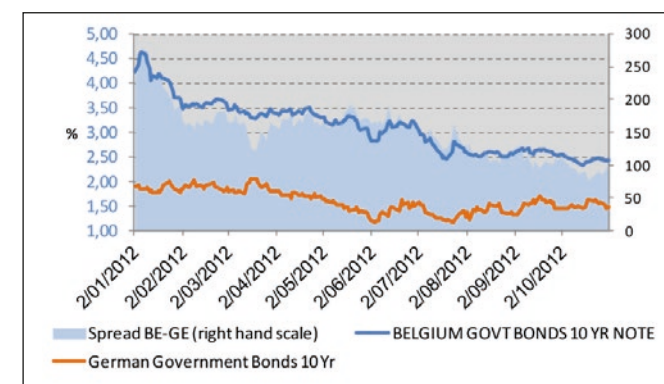
**L'Italie** peut aussi justifier sa performance par des émissions obligataires réussies tandis que le **Portugal** a échangé pour plus de 3.5mds d'obligations de maturité 10/2013 contre des obligations de maturité 10/2015. Bien que ce mouvement ne constitue pas un réel retour sur les marchés, le succès de cet échange montre que le pays est sur la bonne voie. L'Irlande avait fait pareil en janvier avant de revenir sur les marchés en juillet. Un retour sur les marchés en 2013 est donc une hypothèse réaliste, et qui permettrait au Portugal de bénéficier du programme OMT de la BCE.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,04	2	2	-11
5 Year	0,49	-2	-2	-27
Germany 10 Year	1,46	2	2	-37
30 Year	2,31	5	5	-6
2-10 spread	1,42	0	0	-26
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	0,23	-11	-11	-208
5Y	1,13	-9	-9	-201
10Y	2,44	-9	-9	-165
15Y	2,87	-3	-3	-134
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	1,73	1	1	-46
Austria	1,99	-4	-4	-92
Portugal	8,19	-82	-82	-518
Spain	5,62	-32	-32	53
Ireland	4,73	-38	-38	-370
Italy	4,96	-13	-13	-215
France	2,24	6	6	-91
Greece	17,77	-173	-173	-1720

Sur le mois, la moindre aversion au risque visible sur les périphériques n'a pas vraiment poussé **les taux « core »** à la hausse. Le rendement du **Bund allemand** n'a augmenté que de 2bp. Ce statu quo des taux peut se justifier par des chiffres macro toujours déprimés, et notamment par le ralentissement observé dans les meilleures économies de la zone euro.

La **Belgique** par contre continue de montrer une performance impressionnante, se comportant tantôt comme un pays core, tantôt comme un périphérique, mais souvent comme l'actif le plus performant.

A nouveau ce mois, le taux belge a baissé de 9bp pour repasser sous la barre des 2.50% à 10 ans. Avec un spread d'environ 20bp par rapport à la France, la Belgique semble chère vu la volatilité et l'aversion au risque pour certains pays endettés.



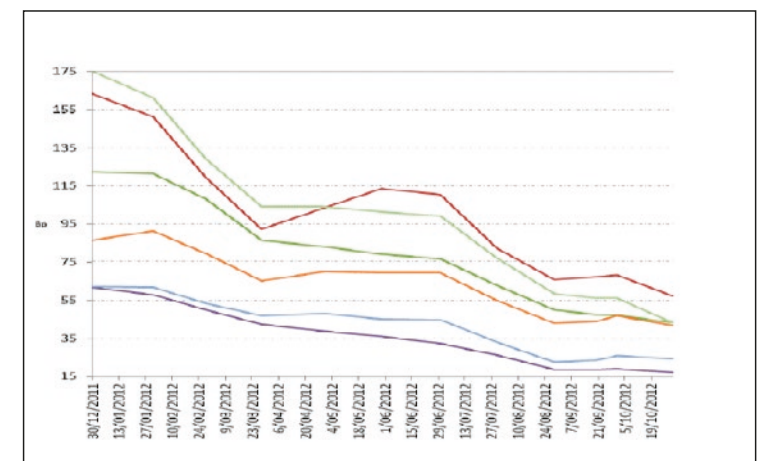
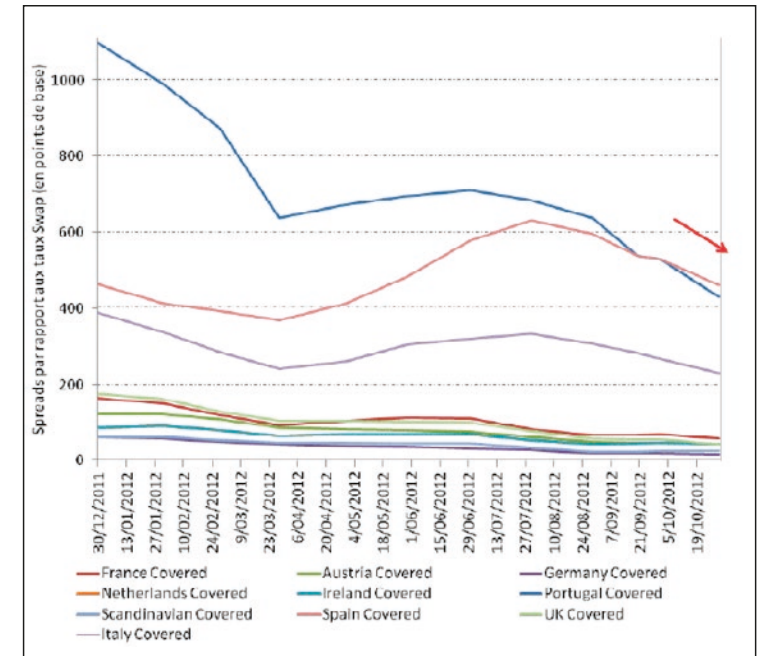
## COVERED BONDS

L'**attentisme** a prévalu sur les pays dits « core », avec des volumes échangés plutôt faibles et des primes de risque qui n'ont que peu évolué au cours du mois. Nous avons quand même vu 2 émissions la dernière semaine du mois : un pfandbrief allemand et une obligation norvégienne.

Sur les pays **périphériques**, UniCredit et Bankinter ont animé le maigre marché primaire; les covered italiens et plus encore les espagnols ont poursuivi leur amélioration.

Le **2<sup>ème</sup> plan d'achat** de covered bonds de la BCE (CBPP2) est arrivé à son **terme** ; il n'aura eu au final aucun impact sur le marché secondaire, puisque les montants rachetés ne s'élevaient qu'à quelques 16.5 milliards sur un total possible de 40, soit une enveloppe utilisée à hauteur de 41% seulement.

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



## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

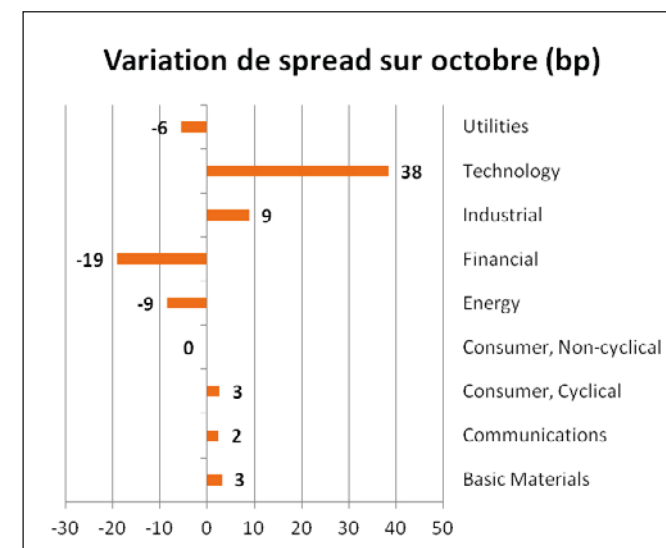
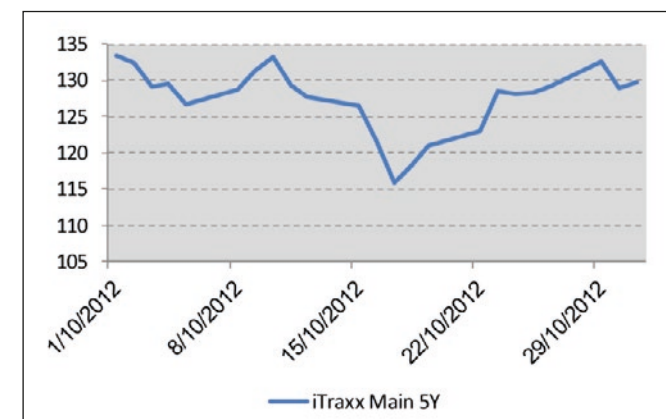
L'**Espagne** reste le principal facteur explicatif de l'orientation du marché « crédit ».

Premièrement par l'incertitude en ce qui concerne la potentielle demande d'aide à l'UE, doutes levés par M.Rajoy en officialisant l'absence de demande à court terme. Ensuite, par Moody's qui a rassuré les marchés en **confirmant la note du pays**.

Le resserrement des spreads de crédit sur les marchés s'est alors nettement accéléré. Mais le doute est néanmoins revenu, lorsque toujours Moody's, a **dégradé la note de 5 régions espagnoles**.

Le **marché primaire est resté très actif**, y compris pour les émetteurs périphériques. En particulier, Enel, Gas Natural, Terna et Portugal Telecom, pour ne citer qu'eux, sont tous venus sur le marché avec un succès incontestable.

Du côté des **résultats des sociétés, quelques déceptions** sont venues alimenter le marché, notamment sur les secteurs technologiques, mais pas seulement. En effet, les **entreprises cycliques** semblent d'ores et déjà touchées par le **ralentissement de l'économie mondiale**, comme par exemple, des noms tels que Saint-Gobain, Schneider, WPP ou Publicis notamment.

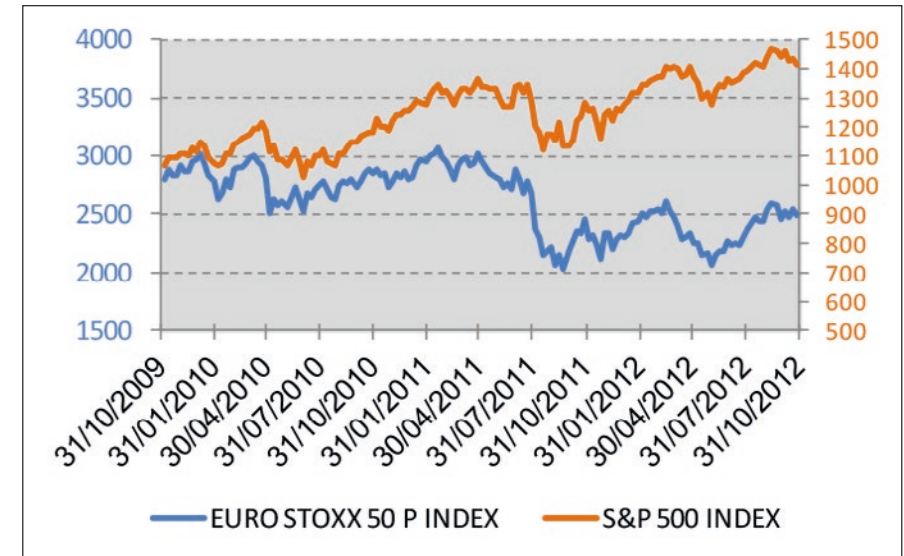


## ACTIONS

### Indices

Bien que la macroéconomie s'améliore aux **Etats-Unis** et a l'air de se stabiliser en Chine, les **indices américains sont en repli** sur le mois. En effet, ils ont été rattrapés par la microéconomie avec la **saison des résultats** du 3ème trimestre qui bat son plein. On remarque en effet quelques déceptions majeures dans le secteur de la technologie. Par contre, des publications positives ont été observées pour les banques. Sur le mois, l'indice des valeurs technologiques Nasdaq a chuté de 4,46% et le S&P500 a reculé de 1,98%.

En Europe, la **tendance** a été **positive** avec une hausse de 2% pour l'eurostoxx50. C'est plutôt la diminution de l'aversion au risque suite aux messages forts des banques centrales durant l'été qui ont permis cette hausse et non les résultats des sociétés qui sont plutôt mitigés.



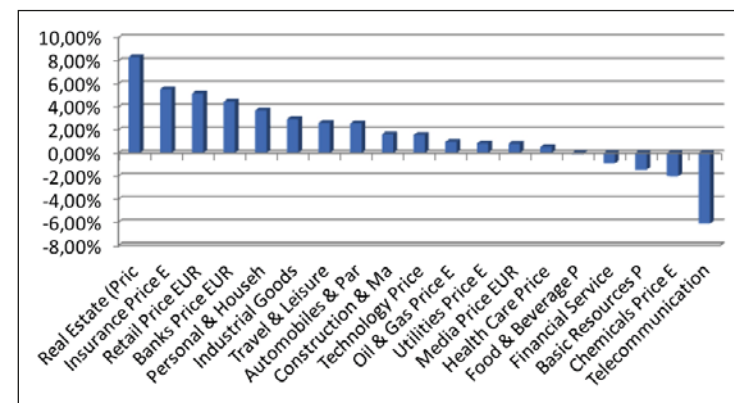
Index	31/10/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2503,64	2,01%	2,01%	8,08%
CAC 40 INDEX	3429,27	2,22%	2,22%	8,53%
DAX INDEX	7260,63	0,62%	0,62%	23,10%
IBEX 35 INDEX	7842,9	1,74%	1,74%	-8,44%
AEX-Index	330,76	2,35%	2,35%	5,85%
FTSE MIB INDEX	15539,71	2,94%	2,94%	2,98%
BEL 20 INDEX	2369,21	-0,17%	-0,17%	13,72%
S&P 500 INDEX	1412,16	-1,98%	-1,98%	12,29%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2977,234	-4,46%	-4,46%	14,28%
DOW JONES INDUS. AVG	13096,46	-2,54%	-2,54%	7,19%

## Secteurs

Au niveau des secteurs européens, quelques performances sont en grande partie dues à la forte hausse de certains titres qui représentent un poids important dans leur indice sectoriel : c'est le cas de **l'immobilier** (+8,31%) grâce au titre Unibail ainsi que de la **distribution** (+5,15%) grâce aux titres PPR et Carrefour, ce dernier entreprenant des initiatives positives concernant sa stratégie.

**L'assurance** (+5,54%) bénéficie de bonnes publications de résultats trimestriels et les **banques** (+4,45%) profitent à nouveau de taux de financement de plus en plus faibles.

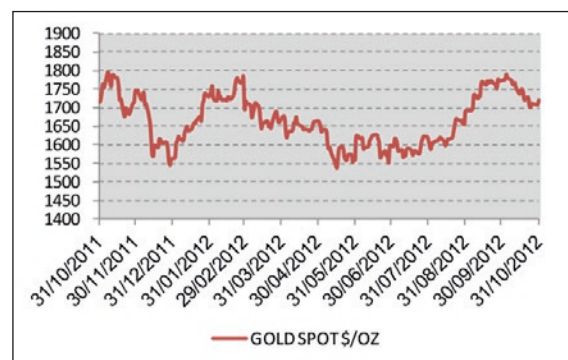
Dans les secteurs à la baisse, les **télécoms** (-6,13%) sont pénalisés par les publications de résultats de KPN et de France Télécom qui réduisent leur dividende. La **chimie** (-2,02%) , quant à elle, recule suite à de nombreux avertissements sur résultats dans le secteur.



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

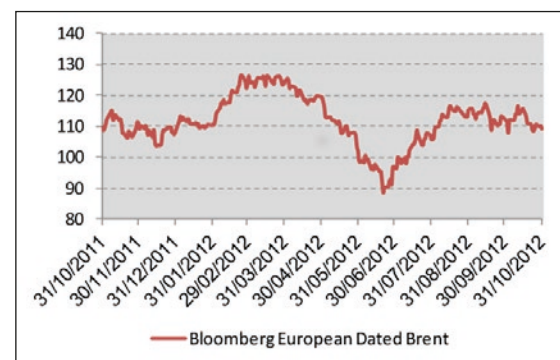
### Or

Après avoir atteint un plus haut de l'année à 1790,40\$ le 4/10/12, l'**or** a finalement clôturé le mois à 1720,65\$, en baisse de 2,90%. En effet, les signes d'une nette amélioration du marché immobilier américain remettent en cause la longévité potentielle du nouveau plan de détente quantitative de la Fed.



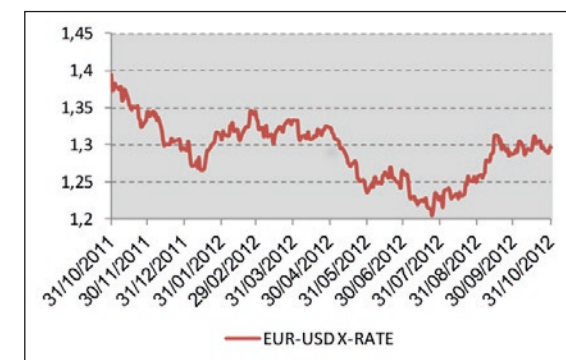
### Pétrole

Le **brent** a chuté de 3,39% pour terminer le mois juste en-dessous de 110\$ à 109,41\$.



### Eurodol

L'**eurodol** n'a pas connu d'évolution significative. L'Espagne semble prendre son temps avant de faire appel au fonds de secours européen, ce qui se traduit par une stabilité autour de 1,30.



## 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	0,04	2	2	-11
Refinance Rate	0,75	0	0	-25	5 Year	0,49	-2	-2	-27
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,46	2	2	-37
Euribor 1M ACT/360	0,11	-1	-1	-91	30 Year	2,31	5	5	-6
Euribor 3 Month ACT/360	0,20	-2	-2	-116	2-10 spread	1,42	0	0	-26
Euribor 6 Month ACT/360	0,39	-5	-5	-123	US-EU 10Y Spread	0,23	4	4	18
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	0,40	-1	-1	-101	2Y	0,23	-11	-11	-208
EURO SWAP 2 YR	0,47	2	2	-84	5Y	1,13	-9	-9	-201
EURO SWAP 3 YR	0,59	2	2	-77	10Y	2,44	-9	-9	-165
EURO SWAP 5 YR	0,96	1	1	-77	15Y	2,87	-3	-3	-134
EURO SWAP 7 YR	1,34	1	1	-73	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	1,77	2	2	-61	Netherlands	1,73	1	1	-46
EURO SWAP 15 YR	2,19	2	2	-47	Austria	1,99	-4	-4	-92
EURO SWAP 20 YR	2,31	4	4	-37	Portugal	8,19	-82	-82	-518
EURO SWAP 30 YR	2,35	2	2	-21	Spain	5,62	-32	-32	53
<b>Swap Spread</b>					Ireland	4,73	-38	-38	-370
2Y EUR Sw ap Spread	43,79	0	-11	-7357	Italy	4,96	-13	-13	-215
10Y EUR Sw ap Spread	31,14	0	18	-2446	France	2,24	6	6	-91
					Greece	17,77	-173	-173	-1720

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	7842,90	1,74%	1,74%	-8,44%
EURO STOXX 50 P INDEX	2503,64	2,01%	2,01%	8,08%
DAX INDEX	7260,63	0,62%	0,62%	23,10%
BEL 20 INDEX	2369,21	-0,17%	-0,17%	13,72%
S&P 500 INDEX	1412,16	-1,98%	-1,98%	12,29%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2977,23	-4,46%	-4,46%	14,28%
DOW JONES INDUS. AVG	13096,46	-2,54%	-2,54%	7,19%
<b>Volatility</b>				
V2X	22,21	-1	-1	-30,92%
Vix Index	18,60	3	3	-20,51%
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	129,77	-6	-6	-24,99%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	527,82	-40	-40	-30,07%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	174,55	-29	-29	-37,33%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	306,43	-36	-36	-40,15%
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,30	0,78%	0,78%	-0,01%
BALTIC DRY INDEX	1026,00	33,94%	33,94%	-40,97%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	109,41	-3,39%	-3,39%	1,70%
GOLD SPOT \$/OZ	1720,65	-2,90%	-2,90%	10,04%



## 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.