



novembre  
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## INTRODUCTION

*Le 25 novembre 2011, le taux OLO à 10 ans battait tout les records en pointant à 5.86%. Un an après, ce même taux bat à nouveau un record... à la baisse. En effet, l'OLO 10 ans a terminé le mois de novembre à 2.17%, un taux encore jamais observé en Belgique. Comment expliquer cette évolution? La formation d'un gouvernement, une baisse généralisée des taux d'intérêt mais aussi une trajectoire budgétaire crédible.*

*C'est sur ce dernier point qu'aux Etats-Unis, républicains et démocrates n'arrivent pas à s'accorder. Les débats durent depuis des mois mais ce qui hante actuellement les américains, c'est le spectre d'un « Fiscal Cliff » si aucun accord n'est trouvé. En effet, si tel était le cas, les réductions d'impôts accordées ces dernières années se verraient automatiquement annulées en 2013, ce qui aurait un impact positif pour le budget US mais dramatique pour la croissance du pays.*

*Cela montre que la zone euro n'a certainement pas le monopole des problèmes budgétaires mais l'absence de communication unie joue clairement en défaveur du vieux continent.*

## 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...

- La Troïka est arrivée à un **accord sur le versement de la prochaine tranche d'aide à la Grèce** ainsi que sur la diminution du poids de la dette afin d'arriver à 124% de dette/PIB en 2020.
- **Aux Etats-Unis**, Obama a été réélu mais les incertitudes quant au budget de l'année prochaine persistent car aucun accord n'a été trouvé entre démocrates et républicains.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, les taux core et périphériques ont tous baissé sur fond de ralentissement économique généralisé mais d'une moindre aversion pour la périphérie.
- Côté **covered bonds**, les marchés primaire et secondaire ont été relativement actifs avec les deux premières émissions belges (Belfius et KBC) qui ont rencontré un beau succès.
- Sur les **obligations d'entreprises**, le risque de croissance faible aux US a emmené les spreads de crédit à l'écartement avant de se resserrer **en anticipation d'issues favorables sur les dossiers grec et budgétaire américain**.
- En Europe, les **marchés actions** s'approchent de leur plus haut niveau de l'année, portés par une réduction de la prime de risque politique.

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

Au troisième trimestre 2012, la zone euro a affiché un second trimestre de croissance négative (-0.1%), ce qui officialise le **retour de la récession** en zone euro. On notera que désormais, les pays « core » de la zone euro ne sont plus épargnés par le ralentissement.

**L'Allemagne** notamment souffre de la baisse de la demande dans l'industrie, observée tant en Europe qu'en Asie.

La bonne nouvelle vient par contre des prix. **L'inflation en zone euro** est passée de 2.50% à 2.20% novembre. Pour rappel, la BCE s'attend à une inflation moyenne de 1.9% pour l'année 2013.

Au niveau des pays :

**France : Une dizaine de mois après S&P, Moody's a downgradé la France d'un cran à Aa1.** L'agence de notation justifie cette baisse par le manque de réformes qui compromet la croissance économique potentielle du pays et donc ses futurs revenus fiscaux. **De plus, la perspective est maintenue à négative à cause de la perte de compétitivité du pays.**

L'agence de notation déclare toutefois que cette perspective pourrait passer à stable si des réformes importantes étaient entreprises. Le ministre des Finances Moscovici a rappelé que la cible de déficit était de 3% pour 2013. De son côté, **S&P a confirmé le rating AA+ de la France** tout en donnant une probabilité de 33% d'un downgrade l'an prochain.

**Espagne :** L'actualité fut marquée par la **victoire des partis indépendantistes en Catalogne**, avec 87 sièges sur 135. Le parti de centre-droit qui désirait organiser un référendum sur l'indépendance de la Catalogne, Convergència i Unió, perd des voix au profit de partis plus radicaux, faisant s'éloigner ainsi la perspective de ce référendum.

**Irlande :** Fitch est passé d'un outlook négatif à stable (BBB+) sur le pays, qui est donc le premier pays de la zone euro (hormis l'Estonie) à voir un mouvement positif sur ses ratings depuis fin 2009.

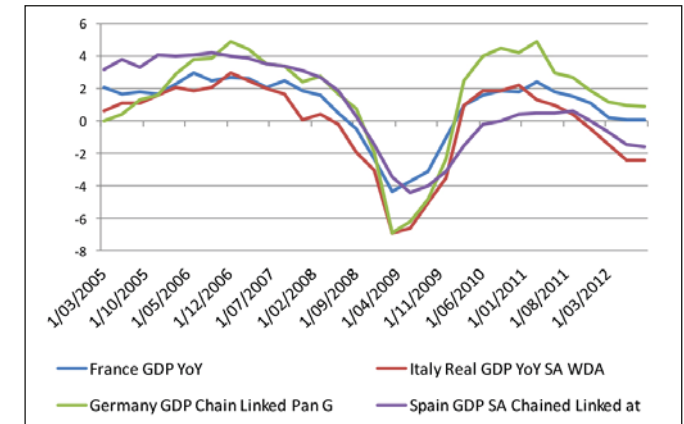
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	11,60	11,70	11,70
EC Consumer Confidence	-25,70	-26,90	-26,90
EZ Retail sales	-0,90	-0,80	-0,80
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	100,00	99,50	101,40
EC Composite PMI	45,70		45,80
EC Business climate	-1,61	-1,60	-1,19
EZ new orders (YoY)	-4,30		-6,10
EZ industrial production (YoY)	-1,30	-2,20	-2,30
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	2,70	2,60	2,70
EZ Headline Inflation (YoY)	2,50	2,40	2,20
EZ Core Inflation (YoY)	1,50	1,50	1,50
ECB Refi rate	0,75	0,75	0,75

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

**Grèce : Les discussions sur le versement de la prochaine tranche d'aide ont enfin abouti, de même que les négociations entre le FMI et les Européens sur le programme d'aide grec :**

- Le pays recevra une tranche d'aide de €34.4Mds en décembre
- Le FMI accorde une cible de dette sur PIB de 124% en 2020, avec des mesures additionnelles comptant pour 20% de réduction
- L'Eurogroup a annoncé une baisse de 100bps du taux chargé par les Européens et une extension de quinze ans de la maturité du prêt
- l'EFSF annonce une annulation totale de l'intérêt sur sa dette pendant dix ans
- la BCE abandonnera tous ses profits sur ses rachats d'obligations grecques
- Stournaras (ministre des finances grec) annonce un rachat de dette souveraine financé par un prêt de l'EFSF

Après 2020, le pays doit atteindre un ratio dette/PIB de 110% en 2022, ce qui représente une baisse de 14% en deux ans et paraît relativement ambitieux.



## CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

L'événement principal tant sur le plan politique qu'économique du mois fut **l'élection présidentielle**, qui s'est soldée par une victoire du Président sortant **Obama**. Par contre, le Congrès reste à majorité républicaine. La tâche du nouveau Président réélu ne sera donc pas facile, à commencer par l'indispensable accord qu'il devra arracher en matière de finances publiques (avec le risque d'un « fiscal cliff » si aucun compromis n'est trouvé). Cet accord conditionnera une partie de la croissance américaine l'année prochaine.

Du côté des données économiques, les récentes publications ont confirmé la situation stable de **l'emploi**. L'économie américaine a créé 171K emplois en Octobre (« **Non Farm payrolls** »), contre 125K attendus. Le **taux de chômage** sort en très légère hausse en octobre, à 7.9% de la population active (7.8% le mois précédent).

Les indices prévisionnels **ISM** ainsi que les **ventes de détails** ont montré un recul par rapport au mois précédent mais il est très probable que les derniers chiffres aient été affectés par le passage de l'ouragan Sandy.

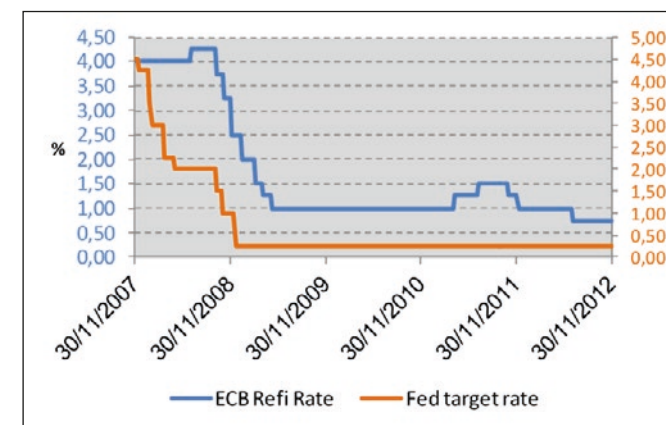
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	148,00	125,00	171,00 ↑
Unemployment rate (%)	7,80	7,90	7,90 →
Fed Consumer Confidence	73,10	73,00	73,70 ↑
Retail sales (YoY)	5,40		3,80
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	1,97	2,95	3,00 ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	55,10	54,50	54,20 ↓
ISM Manufacturing	51,70	51,40	49,50 ↓
Industrial Production (MoM)	0,18	0,20	-0,43 ↓
Industrial Production (YoY)	2,79		1,74
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	2,10	2,60	2,30 ↓
Headline inflation	2,00	2,10	2,20 ↑
Core inflation	2,00	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). Upside surprises are in green.

## POLITIQUE MONÉTAIRE

Aucune baisse supplémentaire du taux directeur n'a été discutée durant la dernière réunion de la **Banque Centrale Européenne**. Le taux actuel de 0.75% est jugé comme suffisamment accommodant par rapport à la situation économique. D'autres baisses sont possibles mais ne se réaliseront que si les perspectives économiques se détériorent ou si les marchés financiers inversent leur tendance.

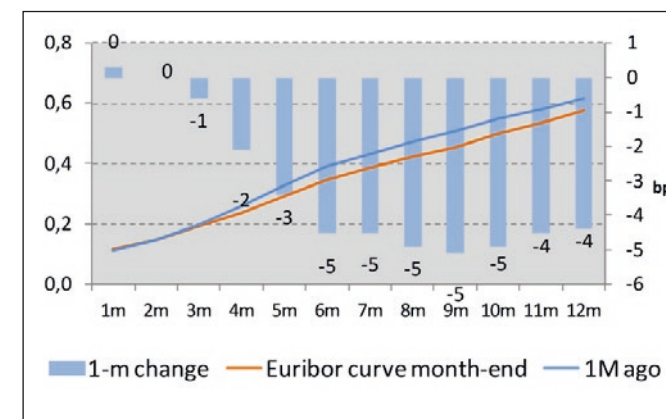
Aux Etats-Unis, la publication **des minutes du dernier FOMC** a peu affecté les marchés, malgré l'annonce de discussions sur une augmentation de la taille du programme d'achat de titres (« QE3 ») en début d'année prochaine. Mais M. Bernanke l'a répété plusieurs fois : face au « Fiscal Cliff », la politique monétaire ne peut rien. Le « QE3 » ne sauvera pas l'économie américaine si ce choc se produit.



## TAUX COURTS

Les taux de un à trois mois semblent se stabiliser, voir même très légèrement **remonter vers respectivement 0.11% et 0.19%**. En revanche, les taux de maturité jusqu'à un an continuent leur **baisse** de plusieurs points par mois.

Bien que les marchés soient partagés quant à la prochaine action de la BCE, les contrats futurs sur l'euribor 3 mois montrent actuellement une légère remontée pour la fin de l'année prochaine (0.25%) qui se prolongerait l'année suivante (0.50% fin 2014).

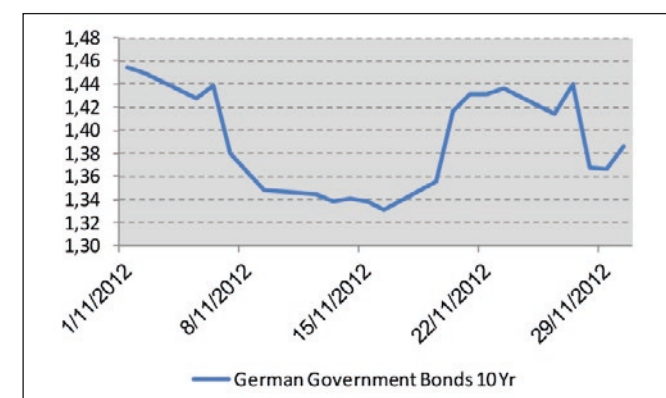


## OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Avec une baisse de 8bp sur le mois, le **taux allemand** à 10 ans, et les **taux core** en général, ont montré une évolution en deux parties. Sur la première moitié du mois, ils ont baissé suite à l'annonce de **récession** en zone euro, aux incertitudes liées au versement de **l'aide grecque et au Fiscal Cliff américain**. La levée de ces incertitudes sur la Grèce a permis aux taux de remonter légèrement en deuxième moitié de mois.

Malgré son downgrade, on peut observer que la prime de risque des **obligations françaises** (mesurée contre le Bund allemand) s'est rétrécie durant le mois de novembre. On peut d'ailleurs voir que malgré les risques liés à l'économie française, cette prime de risque baisse de façon quasi constante depuis 6 mois.

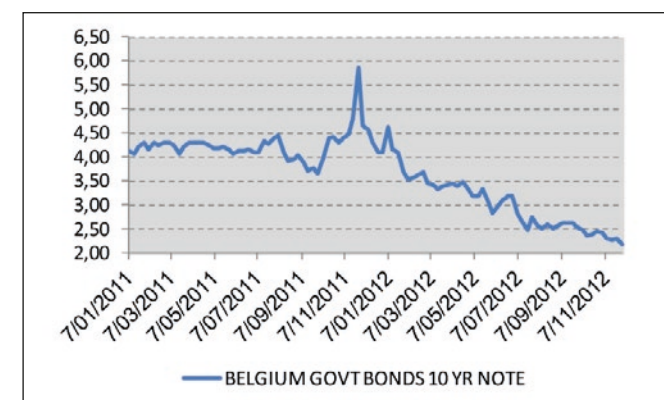
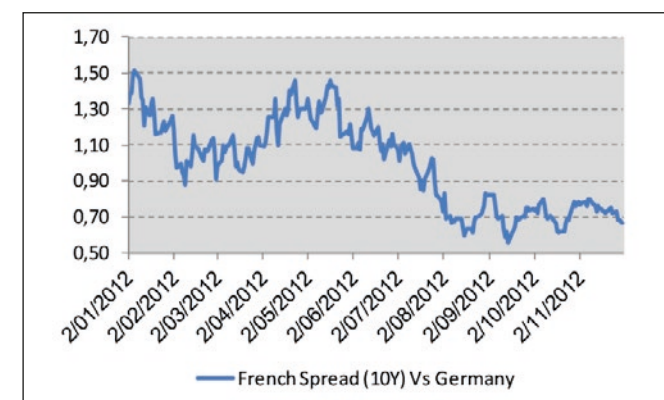
Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,01	-3	-11	-13
5 Year	0,41	-9	-21	-35
Germany 10 Year	1,39	-8	-20	-44
30 Year	2,29	-1	-4	-8
2-10 spread	1,38	-5	-8	-31
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	0,11	-12	-83	-220
5Y	0,86	-28	-127	-228
10Y	2,17	-27	-103	-192
15Y	2,58	-29	-97	-163
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	1,61	-12	-49	-58
Austria	1,75	-23	-66	-115
Portugal	7,64	-55	-253	-573
Spain	5,32	-30	-101	23
Ireland	4,49	-24	-197	-394
Italy	4,50	-46	-132	-261
France	2,05	-19	-64	-110
Greece	16,13	-164	-970	-1883



Les risques de ralentissement en zone euro ou de Fiscal Cliff US n'ayant pas d'impact particulier sur les pays **périphériques**, ces derniers ont donc évolué comme les core, c'est-à-dire avec des taux à la baisse.

L'aide à la Grèce et l'amélioration de la perspective de notation de **l'Irlande** ont permis à tous les pays d'afficher une belle performance.

C'est dans ce contexte que la **Belgique** a vu battre des records de taux à la baisse de jour en jour pour terminer le mois à **2.17%**, **un record historique** qui tranche nettement avec les presque 6% observés fin novembre 2011.



## COVERED BONDS

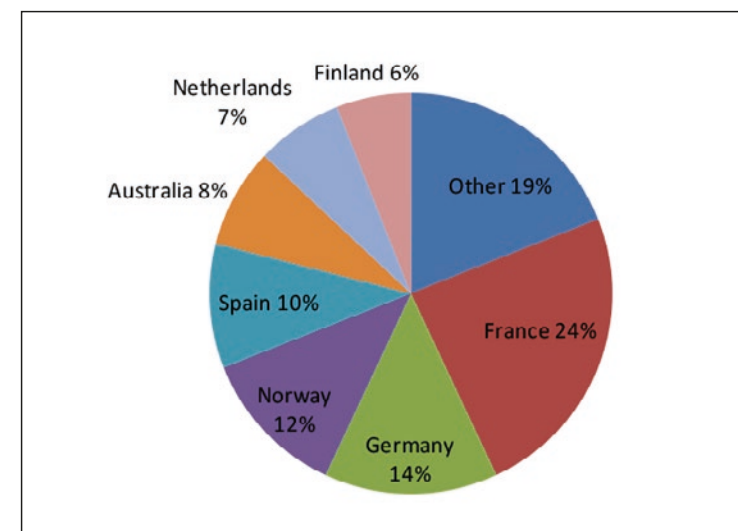
Les toutes premières covered belges sont sorties durant ce mois de novembre. **Dexia** a émis la première obligation sur une maturité de 5 ans et **KBC** a suivi sur la même maturité.

Dans les deux cas, la demande pour ces obligations a été forte et a mené à une bonne performance par la suite.

Comme pour les govies, les covered périphériques des sociétés les plus solides ont vu beaucoup d'intérêts acheteurs, comme en témoigne l'émission d'une covered Intesa (IT) à 10 ans.

On note aussi le retour de l'Irlande sur le marché covered avec Bank of Ireland qui a sorti la première obligation depuis septembre 2009.

Répartition des émissions covered en 2012 par pays



## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les **indices de crédit** ont débuté ce mois de Novembre à **l'écartement**. En effet, après le résultat des élections aux **Etats-Unis**, le spectre du 'Fiscal Cliff' et donc le doute sur les **perspectives de croissance** aux US, couplé aux incertitudes sur la Grèce, ont alors poussé les spreads de crédit européens à l'écartement. **L'iTraxx 5 ans eur est repassé au-dessus des 135bps** mi-novembre.

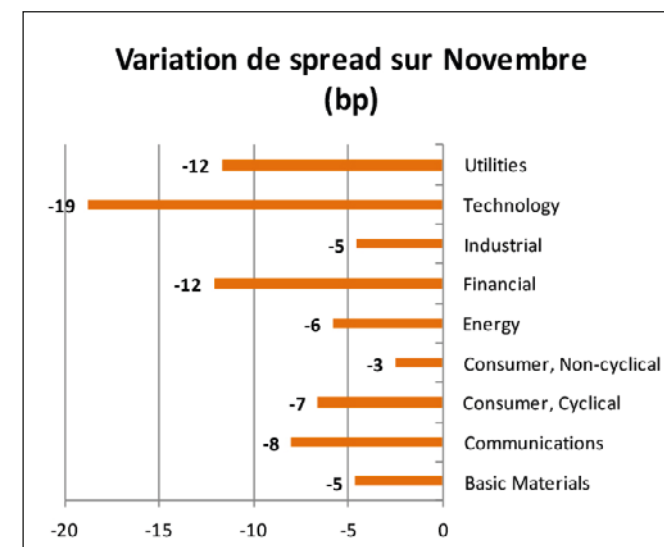
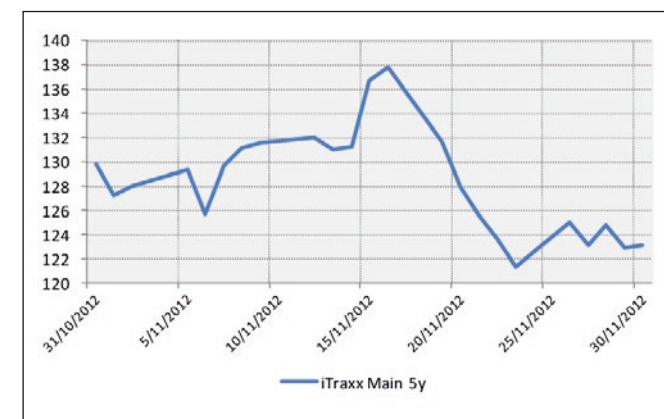
Par après, le marché **s'est détendu en anticipation d'issues favorables sur les dossiers grec et budgétaire américain**.

**L'absence de dégradation de la notation de l'Espagne** (par Moody's) en octobre dernier a aussi continué à renforcer le sentiment positif quant au crédit périphérique 'Investment Grade' tout au long de ce mois de novembre.

**Au final**, l'indice **iTraxx 5 ans eur** a terminé le mois de Novembre légèrement plus bas par rapport au niveau de début du mois.

Le **marché primaire** est resté **actif** en cette fin de mois de novembre. Les constructeurs automobiles, tels que BMW, Fiat, Renault ou VW, ont profité de la détente sur le marché et sont venus se financer.

**L'activité sur le marché primaire** reste la preuve de **conditions** de marché **favorables** pour les émetteurs 'corporates', qui peuvent se financer à **moindre coût**.

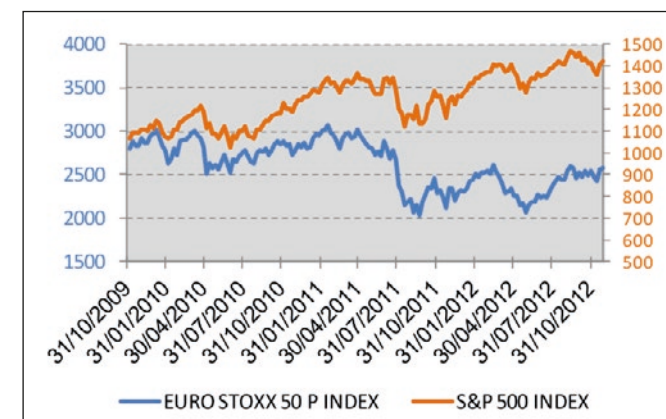


## ACTIONS

### Indices

**Inquiétudes et optimisme** sont les deux sentiments qui ont dominé les marchés actions en novembre. La chute des marchés jusque mi-novembre est due aux inquiétudes sur l'établissement du budget aux Etats-Unis et la crainte que ces négociations ne prennent du temps, ainsi que sur les incertitudes en Grèce. L'optimisme l'a finalement emporté dans la seconde moitié du mois sur un probable compromis aux US et sur fonds de repli du risque européen (déblocage d'aide financière à la Grèce). Certes la fameuse 'falaise budgétaire' américaine n'est pas encore résolue mais il règne un sentiment de 'confiance' sur l'issue des débats entre Républicains et Démocrates.

Pour le 2ème mois consécutif, **les indices européens sur-performent** les indices US. L'eurostoxx50 clôture à +2.86% contre une performance de +0.28% pour le S&P.

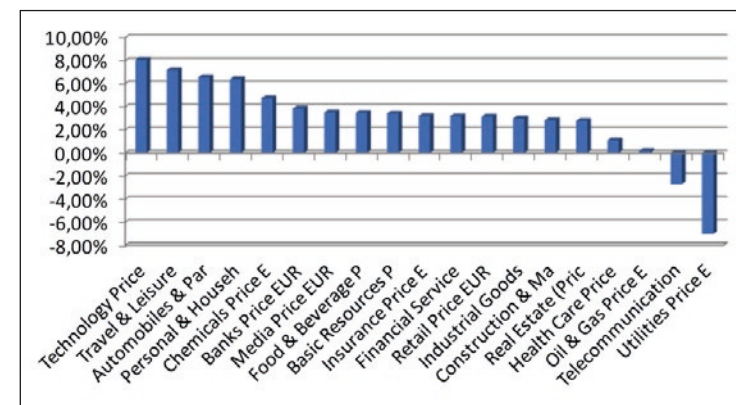


Index	30/11/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2575,25	2,86%	4,93%	11,17%
CAC 40 INDEX	3557,28	3,73%	6,03%	12,58%
DAX INDEX	7405,5	2,00%	2,62%	25,55%
IBEX 35 INDEX	7934,6	1,17%	2,93%	-7,37%
AEX-Index	336,55	1,75%	4,14%	7,71%
FTSE MIB INDEX	15808,24	1,73%	4,72%	4,76%
BEL 20 INDEX	2436,95	2,86%	2,68%	16,97%
S&P 500 INDEX	1416,18	0,28%	-1,70%	12,61%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3010,241	1,11%	-3,40%	15,55%
DOW JONES INDUS. AVG	13025,58	-0,54%	-3,06%	6,61%

## Secteurs

Quelques publications rassurantes notamment sur l'économie chinoise (PMI en hausse), allemande (climat des affaires en hausse) et les bonnes ventes du 'Thanksgiving' ont participé à la sur-performance de **secteurs** liés à la **consommation** : technologie, loisirs, autos, luxe.

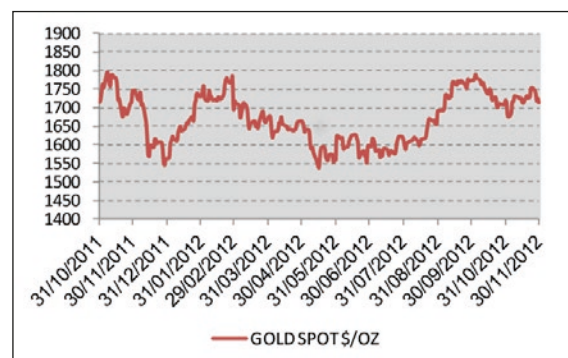
Les secteurs des **télécoms** et des **utilities** sont toujours 'boudés' par les investisseurs et ont subi les déboires de certaines valeurs (citons les très mauvaises publications d'Eon et de EDF, la rumeur de réduction de dividende de KPN).



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

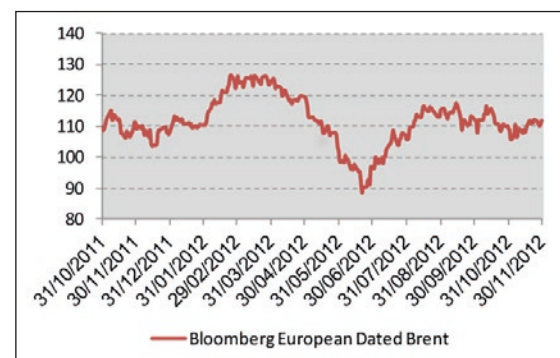
### Or

L'**or** termine aussi le mois à un niveau quasi similaire à fin octobre, 1714,80\$ (-0.34%). Il est en hausse de +9.66% depuis le début d'année.



### Pétrole

Le **pétrole** finit en hausse de +2.37% à 112.10 \$ suite à l'escalade des tensions au Moyen Orient.



### Eurodol

L'**eurodol** a clôturé le mois à 1.3002, un niveau quasiment inchangé par rapport à fin octobre (+0.25%).



## 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	0,01	-3	-1	-13
Refinance Rate	0,75	0	0	-25	5 Year	0,41	-9	-10	-35
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,39	-8	-6	-44
Euribor 1M ACT/360	0,11	0	0	-91	30 Year	2,29	-1	3	-8
Euribor 3 Month ACT/360	0,19	-1	-3	-117	2-10 spread	1,38	-5	-5	-31
Euribor 6 Month ACT/360	0,34	-5	-9	-127	US-EU 10Y Spread	0,23	0	4	18
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	0,35	-5	-6	-106	2Y	0,11	-12	-23	-220
EURO SWAP 2 YR	0,41	-6	-5	-90	5Y	0,86	-28	-37	-228
EURO SWAP 3 YR	0,52	-7	-5	-84	10Y	2,17	-27	-36	-192
EURO SWAP 5 YR	0,85	-10	-9	-87	15Y	2,58	-29	-32	-163
EURO SWAP 7 YR	1,23	-11	-9	-83	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	1,67	-10	-8	-71	Netherlands	1,61	-12	-11	-58
EURO SWAP 15 YR	2,11	-9	-6	-56	Austria	1,75	-23	-27	-115
EURO SWAP 20 YR	2,25	-6	-3	-44	Portugal	7,64	-55	-137	-573
EURO SWAP 30 YR	2,30	-5	-3	-26	Spain	5,32	-30	-62	23
<b>Swap Spread</b>					Ireland	4,49	-24	-62	-394
2Y EUR Sw ap Spread	40,36	-3	-354	-7700	Italy	4,50	-46	-59	-261
10Y EUR Sw ap Spread	28,53	-3	-243	-2707	France	2,05	-19	-13	-110
					Greece	16,13	-164	-336	-1883

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	7934,60	1,17%	2,93%	-7,37%
EURO STOXX 50 P INDEX	2575,25	2,86%	4,93%	11,17%
DAX INDEX	7405,50	2,00%	2,62%	25,55%
BEL 20 INDEX	2436,95	2,86%	2,68%	16,97%
S&P 500 INDEX	1416,18	0,28%	-1,70%	12,61%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3010,24	1,11%	-3,40%	15,55%
DOW JONES INDUS. AVG	13025,58	-0,54%	-3,06%	6,61%
<b>Volatility</b>				
V2X	16,55	-6	-7	-48,51%
Vix Index	15,87	-3	0	-32,18%
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	123,20	-7	-13	-28,79%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	496,51	-31	-71	-34,22%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	160,21	-14	-43	-42,47%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	280,03	-26	-63	-45,31%
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,30	0,20%	0,98%	0,19%
BALTIC DRY INDEX	1086,00	5,85%	41,78%	-37,51%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	112,01	2,38%	-1,09%	4,12%
GOLD SPOT \$/OZ	1714,80	-0,34%	-3,23%	9,66%



## 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.