



décembre  
**2011**

**ethias**

**COMMENTAIRE DE MARCHÉ**



## INTRODUCTION

*Le mois de décembre a clôturé une année dont peu soupçonnaient l'intensité.*

*Le début de 2011 fut relativement positif et a permis d'observer une reprise de la croissance économique et une hausse des marchés. Les craintes d'un retour de récession en Europe et aux Etats-Unis, le tremblement de terre au Japon, la crise de la dette en zone euro, les vagues de dégradation massives des dettes souveraines, y compris des Etats-Unis qui ont perdu leur AAA et la possible implication des créanciers privés dans le renflouement de la Grèce ont rapidement modifié le monde dans lequel les investisseurs avaient l'habitude d'évoluer.*

*Anticipant la nouvelle année, les pays de la zone euro ont commencé durant ce mois de décembre à prendre leurs bonnes résolutions. Cela inclut notamment l'initiative franco-allemande de nouveaux traités européens qui comprendraient une discipline budgétaire plus stricte assortie de sanctions automatiques en cas de non-respect des règles. La plupart des pays ont d'ailleurs déjà pris des mesures afin d'améliorer leur situation budgétaire, malgré une croissance économique qui ralentit fortement en cette fin d'année.*

*C'est sur ces perspectives un peu moins sombres que l'année écoulée que le service Finances d'Ethias vous souhaite une excellente année 2012. Sur les marchés, les mois à venir seront probablement parsemés de défis, notamment en ce qui concerne le financement des Etats et des banques.*

## SOMMAIRE

<b>Contexte de marché en Europe</b>	<b>4</b>
<b>Contexte de marché aux Etats-Unis</b>	<b>6</b>
<b>Politique monétaire et banques centrales</b>	<b>7</b>
<b>Taux courts</b>	<b>8</b>
<b>Taux longs - 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>16</b>

## EN BREF...

- Du point de vue macroéconomique, on notera principalement la confirmation donnée par les chiffres du PIB au 3ème trimestre d'un ralentissement de la croissance. Mais ce sont à nouveau les décisions politiques qui ont continué d'attirer l'attention dans la zone euro avec principalement une proposition franco-allemande de renouvellement des traités européens.
- Aux Etats-Unis, les chiffres macroéconomiques sont meilleurs et semblent exclure un retour de la récession.
- Dans un contexte de ralentissement économique, la BCE a inversé sa politique monétaire et a décidé d'une deuxième baisse de taux de 25bp à 1.00%. Elle a aussi lancé de nouvelles mesures aidant au financement des banques et indirectement, des Etats.
- Le taux allemand à 10 ans a baissé par manque de décisions concrètes concernant la crise de la dette. Il a terminé l'année à 1.83%. Les obligations périphériques se sont aussi appréciées grâce à l'action de la BCE.
- Les actions ont montré des performances mitigées et les principaux indices sont restés quasiment inchangés sur le mois.

**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

Comme ce fut le cas ces derniers mois, décembre est resté focalisé sur les décisions politiques plus que sur l'évolution économique. En effet, marchés et politiciens cherchent chacun à leur manière une solution à la crise de la dette européenne.

L'annonce la plus importante durant le mois écoulé est probablement la **proposition franco-allemande** pour sortir la zone euro de la crise. Les points à retenir sont entre autres :

La signature de nouveaux traités, qui se fera probablement avec les 17 pays de la zone euro et 6 autres Etats-membres mais pas le Royaume-Unis.

La mise en place de la règle d'or limitant les déficits publics et l'application de sanction en cas de non-respect.

L'absence de participation du secteur privé en cas de nouveau sauvetage d'un pays.

En ce qui concerne les Eurobonds, rien n'est prévu à court terme mais il pourrait en être question lorsque l'harmonisation fiscale sera plus avancée.

Par ailleurs, les ministres des Finances de la zone euro se sont entendus pour réévaluer la taille du fond de secours EFSF. Il devrait procurer une protection de 20 à 30% du principal des dettes souveraines.

Plus négatif cependant, **S&P a décidé de mettre sous surveillance négative l'entièreté des pays de la zone euro**, ce qui signifie que même l'Allemagne pourrait perdre son rating AAA.

Du point de vue des chiffres macroéconomiques, **l'inflation** a été confirmée à 3.00% en zone euro en novembre.

Plus important, les chiffres de **PIB** du 3eme trimestre dans la zone euro montrent clairement un ralentissement. L'Italie, l'Irlande et la Belgique, entre autres, ont même affiché un chiffre inférieur à celui du second trimestre. Cette contraction est principalement due à une demande domestique faible qui s'explique elle-même par le contexte économique incertain.

En **Grèce**, les négociations sur la participation du secteur privé (PSI) dans le renflouement du pays ont échoué, reportant l'objectif d'une résolution à février. Par contre, la 6ème tranche de prêt ( 5.8Mds) a été approuvée.

En **Espagne**, la règle d'or a été intégrée à la constitution du pays (déficit public maximum de 0.5% du PIB en 2020).

	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	10,20	10,20	<b>10,30</b> ↑
EC Consumer Confidence	-20,40	-21,20	<b>-21,20</b> →
EZ Retail sales	-1,20	-0,80	<b>-0,40</b> ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	106,60	106,00	<b>107,20</b> ↑
EC Composite PMI	47,00	47,90	<b>47,90</b> →
EC Business climate	-0,19	-0,30	<b>-0,44</b> ↓
EZ new orders (YoY)	5,90	6,10	<b>1,60</b> ↓
EZ industrial production (YoY)	2,20	2,10	<b>1,30</b> ↓
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	5,80	5,60	<b>5,50</b> ↓
EZ Headline Inflation (YoY)	3,00	3,00	<b>3,00</b> →
EZ Core Inflation (YoY)	1,60	1,60	<b>1,60</b> →
ECB Refi rate	1,00	1,00	<b>1,00</b> →

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

## CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux **Etats-Unis**, le spectre de la récession s'est éloigné.

L'indice ISM a montré que l'activité économique était en phase de reprise et cela fut confirmé par les créations d'emploi et la chute du taux de chômage de 9.0 à 8.6%.

La confiance des consommateurs a suivi ce mouvement en grim pant de 55.20 à 64.50, ce qui permet d'envisager une reprise de la consommation. Pour rappel, cette dernière l'un des points faibles de l'économie américaine avec le marché immobilier.

	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	100,00	125,00	<b>120,00</b> ↓
Unemployment rate (%)	9,00	9,00	<b>8,60</b> ↓
Fed Consumer Confidence	55,20	58,90	<b>64,50</b> ↑
Retail sales (YoY)	7,50		<b>6,70</b>
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	-3,54	-3,20	<b>-3,40</b> ↓
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	52,90	53,90	<b>52,00</b> ↓
ISM Manufacturing	50,80	51,80	<b>52,70</b> ↑
Industrial Production (MoM)	0,66	0,10	<b>-0,22</b> ↓
Industrial Production (YoY)	4,28		<b>3,74</b>
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	5,90	5,80	<b>5,70</b> ↓
Headline inflation	3,50	3,50	<b>3,40</b> ↓
Core inflation	2,10	2,10	<b>2,20</b> ↑
Fed Funds target rate	0,25		<b>0,25</b>

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

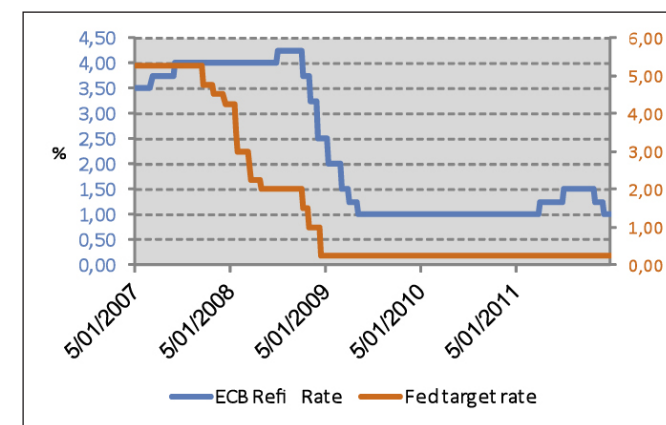
## POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANQUES CENTRALES

La **BCE** n'est pas restée inactive durant ce mois de décembre. Elle a tout d'abord décidé de baisser son taux de référence de 25bp supplémentaires à 1.00%.

Elle a aussi offert la possibilité aux banques d'obtenir un **financement sur trois ans**, ce qui n'avait jamais été observé auparavant. Les banques ont massivement profité de cette opportunité qui a permis d'apaiser un peu les tensions sur le marché interbancaire. Certaines banques ont réinvesti les liquidités obtenues dans des obligations d'Etats, ce qui a aussi permis de baisser les taux gouvernementaux de court terme.

La BCE a de plus décidé d'un élargissement du collatéral accepté ainsi qu'une baisse de 2% à 1% du taux de réserves obligatoires des banques à la BCE.

Enfin, elle a fortement baissé ses **prévisions** de croissance pour la zone euro : à 0.3% en 2012 et 1.3% en 2013 avec une inflation à 2% l'an prochain et 1.5% en 2013.



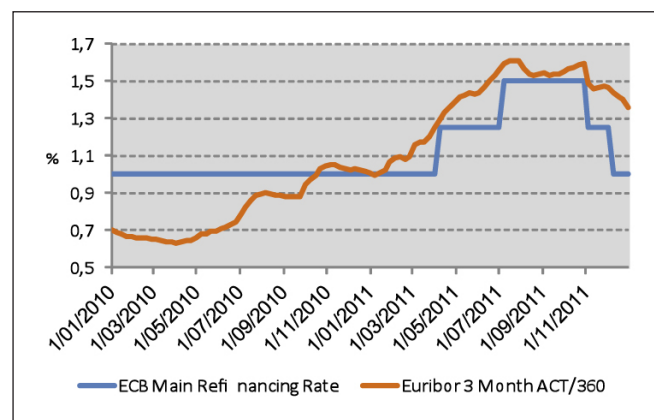
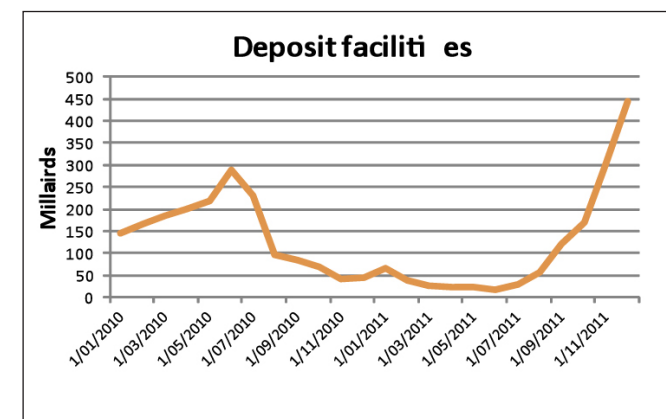
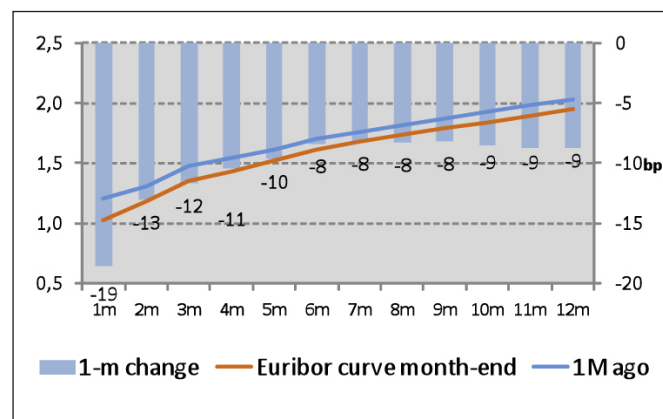
## TAUX COURTS

Avec un nouvel abaissement des taux de 25 points de base, la BCE a désormais annulé tous les relèvements du début de l'année. Les taux euribors suivent naturellement ce mouvement baissier

Dans ce contexte d'assouplissement monétaire, le taux Euribor **trois mois** se situait à 1.356% en cette fin d'année

Les nouvelles opérations à trois ans de la BCE vont permettre de réduire l'incertitude sur la liquidité et donnent une certaine flexibilité aux banques.

Malgré tout, le manque de confiance entre les institutions bancaires européennes reste flagrant. Comme en témoigne le graphique des **dépôts effectués auprès de la BCE**, les montants ne cessent d'augmenter depuis juillet 2011 avec un record à 445 milliards pour la fin de l'année.



## OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

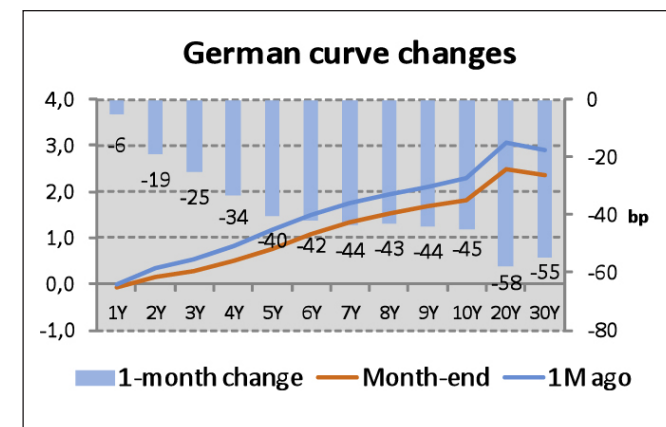
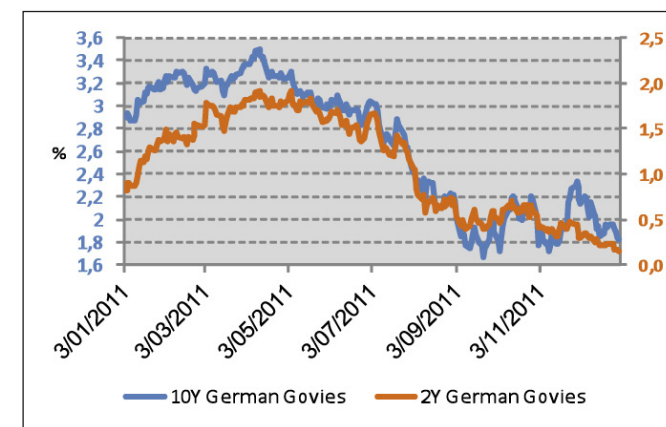
Après avoir franchi la barre des 2.30% fin novembre, le **Bund** allemand à 10 ans a vu son rendement repasser sous les 2.00% pour finir l'année à 1.83%. Cette baisse a principalement eu lieu durant la première quinzaine du mois.

Bien que des idées soient émises (notamment la proposition franco-allemande décrite plus haut), le manque de mesures concrètes pour régler le problème des dettes souveraines en Europe continue de peser sur le moral des investisseurs. Les marchés ont été déçus par le fait que, bien qu'elle ait pris des mesures importantes en faveur du secteur bancaire, la BCE n'ait pas annoncé une intensification des rachats de dettes souveraines.

Les performances entre les différents pays sont contrastées mais à l'exception de la Grèce, les obligations gouvernementales de la zone euro se sont appréciées en décembre. La performance est beaucoup plus marquée sur les obligations de court terme des pays périphériques.

En effet, le nouveau financement à trois ans offert par la BCE aux banques a permis à certaines de réinvestir les montants empruntés dans des obligations d'Etats de court terme.

En conséquence, la forte demande pour ces maturités a poussé les taux courts à la baisse. L'Espagne a par exemple vu son taux à deux ans passer de 5.00% à 3.30%.



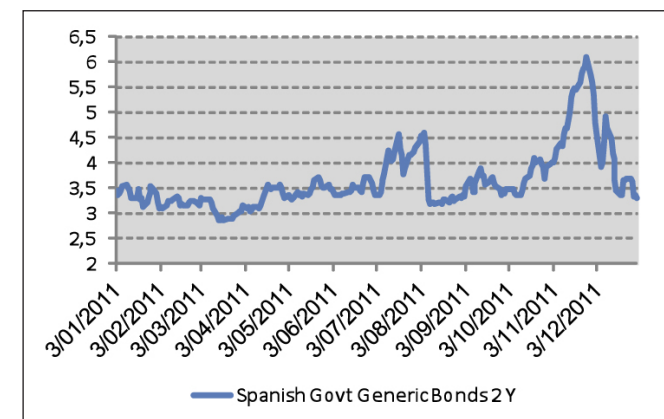
Sur **l'année**, les évolutions de taux montrent bien **l'aversion au risque** qui s'est développée tout au long de l'année. Cette dernière a touché l'ensemble des pays périphériques qui, à l'exception de l'Espagne et de l'Irlande, ont vu leurs taux de financement augmenter.

A l'opposé, les **pays réputés les plus sûrs** tels que l'Allemagne, les Pays Bas, l'Autriche, et la France dans une moindre mesure, ont bénéficié de taux plus bas. Le rendement allemand à 10 ans a battu cette année un record historique en passant sous les 1.70%.

En ce qui concerne les **OLOs belges**, le rendement à 10 ans est resté quasiment inchangé sur un an mais la forte volatilité a fait passer ce taux de 3.65% à presque 6.00% en cours d'année.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>2Y gov. yields</b>				
Netherlands	0,15	-28	-7	-59
Austria	1,33	-25	-5	-4
Portugal	16,06	-270	105	1180
Spain	3,30	-206	-17	-15
Ireland	8,43	-90	11	-44
Italy	5,12	-182	52	224
France	0,81	-48	-5	-15
Greece	134,23	605	88	12199

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,14	-19	-41	-72
5 Year	0,76	-40	-41	-108
Germany 10 Year	1,83	-45	-6	-113
30 Year	2,37	-55	-27	-105
2-10 spread	1,68	-26	35	-41
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	2,31	-136	50	35
5Y	3,14	-103	16	-3
10Y	4,09	-92	44	12
15Y	4,21	-93	23	15
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	2,19	-47	-10	-97
Austria	2,90	-59	23	-60
Portugal	13,36	-69	243	676
Spain	5,09	-114	-5	-37
Ireland	8,43	-90	82	-44
Italy	7,11	9	157	229
France	3,15	-24	55	-21
Greece	34,96	296	1228	2249

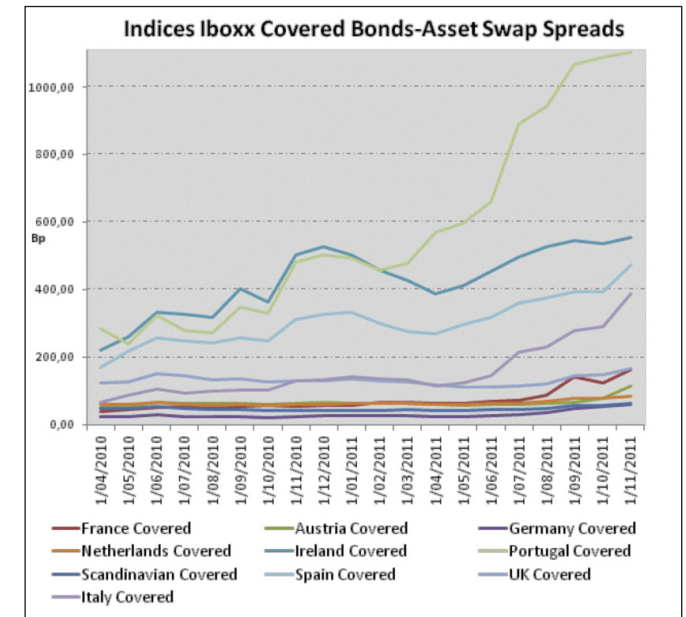


## COVERED BONDS

Le marché des **covered bonds** a terminé l'année de façon extrêmement calme. La **liquidité** s'est en effet fortement réduite à mesure que la fin d'année approchait tandis que le **marché primaire** est resté très maigre.

Le dernier trimestre de 2011 fut d'ailleurs un des trimestres les plus faibles en termes d'émissions de covered bonds. Un tel niveau n'avait plus été observé depuis la faillite de Lehman en 2008.

Au contraire des obligations gouvernementales, les spreads des covered bonds se sont globalement écartés, pour les pays core comme périphériques. Il semble en effet que les marchés craignent une forte offre d'obligations de ce type dans les mois à venir.



## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

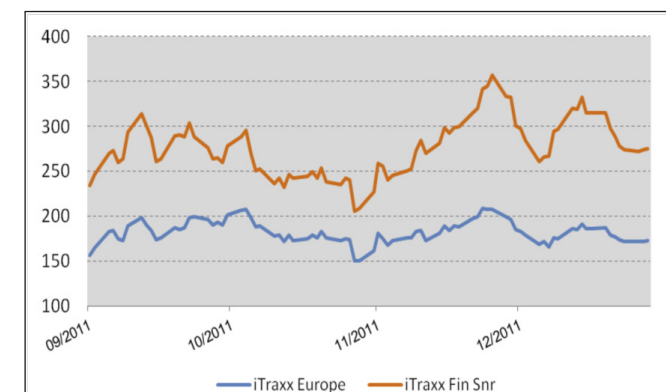
Les spreads de crédit ont continué leur détente en début de mois avant de repartir à nouveau à la hausse et enfin se resserrer à nouveau. En l'absence de mesures claires de la BCE et des Etats de la zone euro, **le crédit continue d'être très volatil** au rythme des annonces et rumeurs du marché.

D'un point de vue général, **les sociétés anticipent un ralentissement économique** en réduisant leurs dépenses et projets d'investissement, en vendant leurs activités non stratégiques et en renégociant leurs lignes de crédit auprès des banques pour s'assurer des liquidités suffisantes.

Les **agences de notation ont continué à dégrader** les ratings avec comme cible privilégiée les banques et les corporates (utilities et telecom) des pays en difficulté.

Les assurances sont également touchées désormais, S&P a placé les notes de 15 compagnies d'assurance européennes sous surveillance négative (Allianz, Aviva, Axa, CNP, Generali...)

Le **marché primaire a par contre été assez constructif** avec beaucoup d'émission corporate. Les financières restent absentes et cela devrait continuer en début d'année suite aux opérations de financement à long terme de la BCE. En cette fin d'année, les banques préfèrent poursuivre leur amélioration de ratio Bâle III par le biais d'offres de rachats et d'échange de leur titre subordonnés. Ce mois-ci on notera celles de Barclays, Commerzbank, BNP, BFCM, ING...

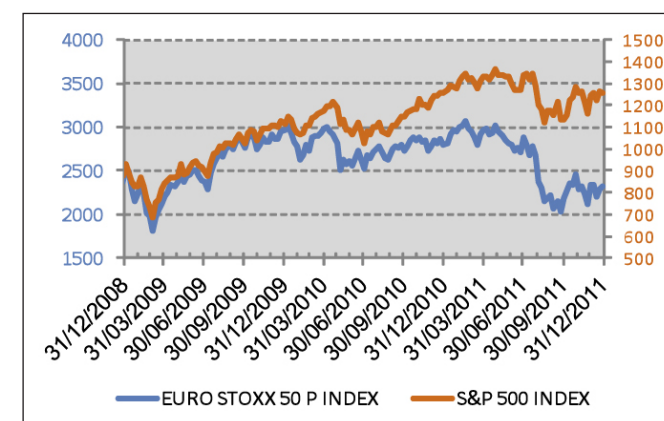


## ACTIONS

### Indices

Les marchés actions ont d'abord **légèrement progressé** en début de mois en anticipation du sommet européen et des déclarations de la BCE. Ensuite, ils ont **reperdu du terrain** après un sommet européen jugé décevant et des commentaires prudents des agences de notation. La dernière quinzaine de décembre, les marchés ont oscillé entre doutes liés à la dette européenne et des indicateurs encourageants publiés aux Etats-Unis et sont remontés dans de faibles volumes d'échanges en raison des fêtes. Sur le mois, l'eurostoxx50 a chuté de 0,60% alors que le S&P a gagné 0,85%.

Sur l'année 2011, on remarque une nette différence entre les performances en Europe et aux Etats-Unis : -17,05% pour l'eurostoxx50 et stabilité du S&P et même une progression de +5,53% pour le Dow Jones.



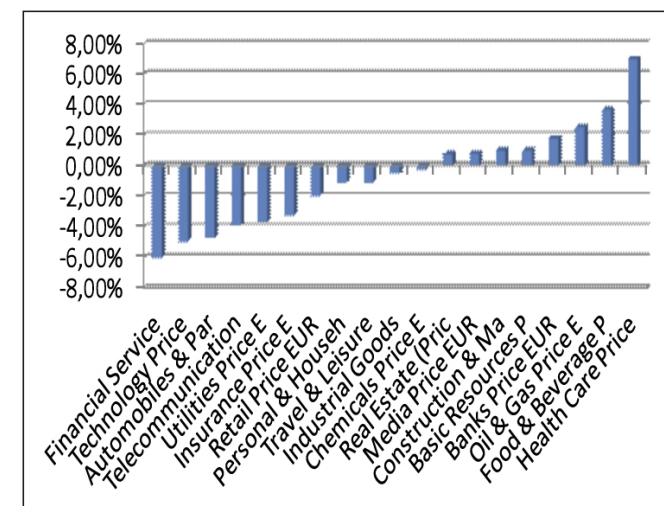
Index	31/12/2011	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2316,55	-0,60%	6,28%	-17,05%
CAC 40 INDEX	3159,81	0,16%	5,96%	-16,95%
DAX INDEX	5898,35	-3,13%	7,20%	-14,69%
IBEX 35 INDEX	8566,3	1,38%	0,23%	-13,11%
AEX-Index	312,47	4,27%	11,52%	-11,87%
FTSE MIB INDEX	15089,74	-1,17%	1,71%	-25,20%
BEL 20 INDEX	2083,42	0,46%	-2,25%	-19,20%
S&P 500 INDEX	1257,6	0,85%	11,15%	0,00%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2605,15	-0,58%	7,86%	-1,80%
DOW JONES INDUS. AVG	12217,56	1,43%	11,95%	5,53%

## Secteurs

En décembre, les **secteurs défensifs** de la santé (+6,97%) et de l'alimentation et boissons (+3,68%) ont le plus progressé.

On remarque que **sur l'année 2011**, ce sont ces deux mêmes secteurs qui sont les seuls à afficher une performance positive (+18,13% pour la santé et +5,31% pour l'alimentation et boissons).

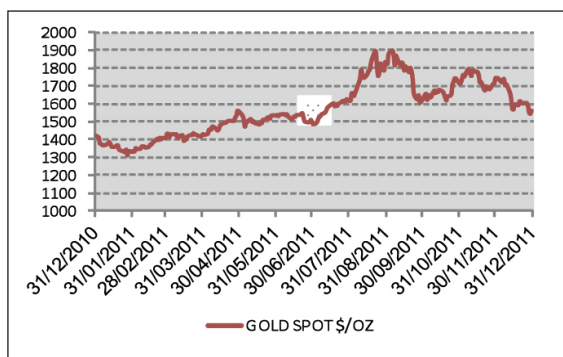
A l'exception de ces 2 secteurs, tous les autres ont évolué négativement sur l'année 2011. Les 2 grands perdants sont les 'matériaux de base' (-40,36%) qui ont été pénalisés par les craintes de ralentissement de la croissance mondiale suivi des banques (-37,63%) qui sont restées très volatiles et qui ont fortement souffert de leurs expositions aux dettes des pays périphériques.



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

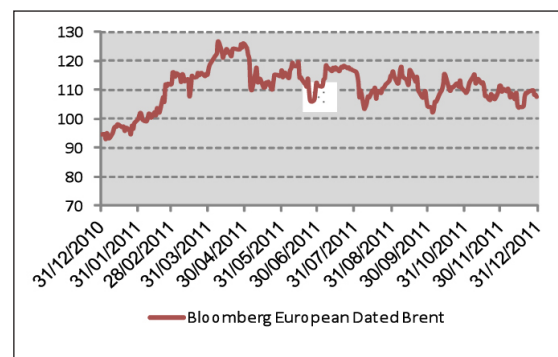
### Or

L'**or** a chuté de 10,46% sur le mois de décembre à 1563,7 et revient au niveau de mi-juillet. Depuis le début de l'année, il est tout de même en hausse de 10,06%.



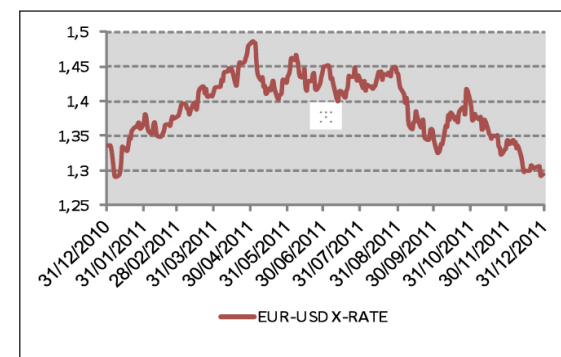
### Pétrole

Le **brent** a aussi fluctué pour finir à 107,58 USD (-3.36% sur le mois).



### Eurodol

L'**eurodol** a clôturé l'année à 1,2960 et a même atteint son plus bas niveau de l'année le 29/12 à 1,2858 en cours de séance.



## 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	0,14	-19	-41	-72
Refinance Rate	1,00	-25	-50	0	5 Year	0,76	-40	-41	-108
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,83	-45	-6	-113
Euribor 1M ACT/360	1,02	-19	-33	24	30 Year	2,37	-55	-27	-105
Euribor 3 Month ACT/360	1,36	-12	-20	35	2-10 spread	1,68	-26	35	-41
Euribor 6 Month ACT/360	1,62	-8	-14	39	US-EU 10Y Spread	0,05	26	2	-28
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	1,41	-9	-18	10	2Y	2,31	-136	50	35
EURO SWAP 2 YR	1,31	-12	-19	-24	5Y	3,14	-103	16	-3
EURO SWAP 3 YR	1,36	-23	-23	-54	10Y	4,09	-92	44	12
EURO SWAP 5 YR	1,72	-33	-24	-77	15Y	4,21	-93	23	15
EURO SWAP 7 YR	2,07	-33	-20	-86	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	2,38	-34	-15	-94	Netherlands	2,19	-47	-10	-97
EURO SWAP 15 YR	2,66	-36	-14	-98	Austria	2,90	-59	23	-60
EURO SWAP 20 YR	2,69	-34	-15	-101	Portugal	13,36	-69	243	676
EURO SWAP 30 YR	2,56	-30	-17	-94	Spain	5,09	-114	-5	-37
<b>Swap Spread</b>					Ireland	8,43	-90	82	-44
2Y EUR Swap Spread	117,36	8	2177	4780	Italy	7,11	9	157	229
10Y EUR Swap Spread	55,60	11	-917	1917	France	3,15	-24	55	-21
					Greece	34,96	296	1228	2249

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	8566,30	1,38%	0,23%	-13,11%
EURO STOXX 50 P INDEX	2316,55	-0,60%	6,28%	-17,05%
DAX INDEX	5898,35	-3,13%	7,20%	-14,69%
BEL 20 INDEX	2083,42	0,46%	-2,25%	-19,20%
S&P 500 INDEX	1257,60	0,85%	11,15%	0,00%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2605,15	-0,58%	7,86%	-1,80%
DOW JONES INDUS. AVG	12217,56	1,43%	11,95%	5,53%
<b>Volatility</b>				
V2X	32,15	-5	-15	34,44%
Vix Index	23,40	-4	-20	31,83%
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 12/16	173,00	-12	-29	64,72%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/16	754,80	-3	-84	72,66%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/16	278,50	-21	1	57,21%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/16	512,03	-17	-15	50,31%
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,30	-3,61%	-3,18%	-3,16%
BALTIC DRY INDEX	1738,00	-5,85%	-8,48%	-1,97%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	107,58	-3,36%	3,18%	14,08%
GOLD SPOT \$/OZ	1563,70	-10,46%	-3,71%	10,06%



## 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.