



janvier
2013

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

La plupart des économistes et stratégestes prévoyaient une remontée des taux et des indices d'actions pour l'année 2013, arguant que le pire était derrière nous, qu'une reprise économique surviendrait en zone euro et que l'union monétaire s'était dotée des filets de sécurité nécessaires pour palier les effets de la crise de la dette.

Force est de constater que certaines prévisions pour l'année se sont réalisées sur le seul mois de janvier. Des résultats d'entreprises relativement bons, des émissions obligataires périphériques réussies et surtout, l'espérance de jours meilleurs ont contribué à cette relative euphorie.

Néanmoins, l'ampleur du mouvement de janvier est telle que des prises de profit ne sont pas à exclure à court terme. Ces prises de profit, si elles sont limitées, ne feraient toutefois pas mentir les prévisions optimistes à fin d'année... à condition que les facteurs sur lesquels celles-ci sont basées restent réalistes et qu'aucune mauvaise surprise ne survienne.

SOMMAIRE

Introduction	2
En bref...	3
Contexte de marché en Europe	4
Contexte de marché aux Etats-Unis	5
Politique monétaire	6
Taux courts	7
obligations gouvernementales	8
Covered bonds	10
Obligations d'entreprises	11
Actions	12
Taux de change et matières premières	14
Annexes	15

EN BREF...

- Malgré les incertitudes sur le budget américain qui refont surface, rien ne semble entraver l'optimisme des marchés financiers. Les investisseurs perçoivent un **net recul du risque européen**.
- Pourtant, **les indicateurs de la croissance** en zone euro ne sont toujours pas bons et un ralentissement économique est observé dans les pays émergents.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, les taux core ont monté tandis que les taux périphériques ont baissé, signe d'un apaisement de l'aversion au risque.
- Le marché **covered bonds** a été marqué par une réouverture du marché primaire pour les émetteurs périphériques et un appétit visible des investisseurs pour les noms plus risqués.
- Sur les **obligations d'entreprises**, les spreads de crédit se sont bien resserrés en ce début d'année. Le marché primaire est resté très actif mais la macroéconomie et les prises de profits ont ramené les spreads crédit à l'écartement en fin de mois.
- En Europe, les **marchés actions** ont continué calmement à s'apprécier, avec un plus haut sur ces 12 derniers mois atteint pour l'eurostoxx50.

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

Les marchés financiers semblent reprendre confiance dans la santé économique de la zone euro. Le discours dominant parle désormais d'une « reprise au deuxième semestre 2013 ». En attendant, les chiffres sur l'activité en Europe restent mitigés et les risques de financement pesant sur les pays en difficulté ne sont pas totalement écartés.

Néanmoins, les indicateurs de confiance en zone euro remontent. La confiance des consommateurs européens s'est améliorée et l'IFO en Allemagne continue sa remontée. Ce sentiment positif est renforcé par l'annonce d'un remboursement anticipé de certaines banques européennes des prêts obtenus à la BCE (LTRO).

Par ailleurs, l'écart d'activité entre l'Allemagne et les autres économies européennes transparait de nouveau sur les résultats de janvier.

En effet, l'indice PMI allemand, tant pour le secteur des services que pour l'industrie, a progressé alors qu'il faiblissait encore dans les principaux pays européens.

Si la reprise pourrait naître en Allemagne dès le premier trimestre, en France, en Italie et dans le Benelux, les indices indiquent une contraction probable de l'économie dans les prochains mois.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,70	11,80	11,80 →
EC Consumer Confidence	-26,30	-23,90	-23,90 →
EZ Retail sales	-0,10	-2,10	-2,60 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	102,40	103,00	104,20 ↑
EC Composite PMI	47,20	46,50	48,20 ↑
EC Business climate	-1,11	-1,00	-1,09 ↓
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-3,30	-3,10	-3,70 ↓
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	2,60	2,40	2,10 ↓
EZ Headline Inflation (YoY)	2,20	2,10	2,20 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,40	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). Positive surprises are in green

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, les observateurs restent attentifs aux évolutions données par l'administration américaine sur la politique budgétaire. Dernier rebondissement en janvier, le congrès américain a définitivement approuvé le **report jusqu'en mai de l'échéance du plafond de la dette**.

Au niveau des chiffres économiques, la bonne nouvelle de **2013** pourrait être **l'augmentation des prix de l'immobilier**. En effet, la dynamique du marché américain reste positive en ce début d'année. La tendance actuelle est clairement à une diminution du stock de maisons existantes couplée à une augmentation des permis de bâtir et des mises en chantier.

Par ailleurs, le **recul décevant du PIB américain** au quatrième trimestre (-0.1%) s'explique plutôt par des facteurs **techniques et ponctuels** comme par exemple une diminution des dépenses gouvernementales. Fort heureusement, le revenu des ménages américains et la consommation domestique restent pour l'instant en croissance.

Dans les prochains mois, il faudra donc être particulièrement attentif aux **chiffres de l'emploi aux Etats-Unis**. Son impact sur la consommation et son lien avec la politique monétaire de la Fed en font plus que jamais un indicateur « clef » de la croissance américaine.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	161,00	152,00	155,00 ↑
Unemployment rate (%)	7,80	7,70	7,80 ↓
Fed Consumer Confidence	66,70	64,00	58,60 ↓
Retail sales (YoY)	4,10		4,70
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	4,21	5,55	5,52 ↓
Industry & Services			
ISM Services	54,80	54,10	55,70 ↑
ISM Manufacturing	49,90	50,50	50,20 ↓
Industrial Production (MoM)	1,04	0,30	0,26 ↓
Industrial Production (YoY)	2,86		2,25
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	1,50	1,40	1,30 ↓
Headline inflation	1,80	1,80	1,70 ↓
Core inflation	1,90	1,90	1,90 →
Fed Funds target rate	0,25		0,25

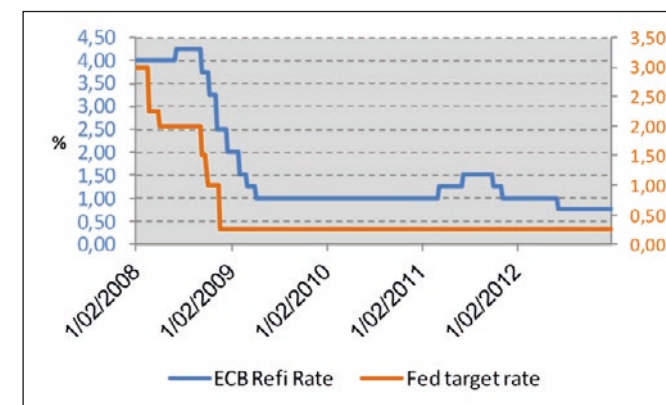
* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Positive surprises are in green

POLITIQUE MONÉTAIRE

Pour sa première réunion de l'année, **la BCE a laissé ses taux directeurs inchangés**. Cette nouvelle n'a pas constitué une véritable surprise mais **c'est le ton positif** du discours de Mario Draghi qui a marqué les esprits. Alors qu'en décembre, des membres de la BCE plaidaient encore pour un abaissement des taux, **Mario Draghi** avance **trois arguments** principaux qui justifient la décision de la BCE:

- les principaux **indicateurs de confiance** suggèrent une stabilisation de l'économie, ou du moins une fin de la détérioration.
- **l'inflation de la zone euro** reste stable et devrait diminuer au cours des prochains mois.
- **les tensions s'apaisent** sur les marchés des dettes périphériques.

Pas de surprise non plus aux Etats-Unis, **la Fed a décidé de laisser ses taux au même niveau tout en poursuivant son programme d'achats** de titres sur les marchés, à hauteur de 85Mds \$ par mois. Pour la majorité des membres du FOMC, la faiblesse de la croissance, le taux de chômage élevé et la faiblesse des tensions inflationnistes justifient de conserver une politique monétaire ultra-accommodante.

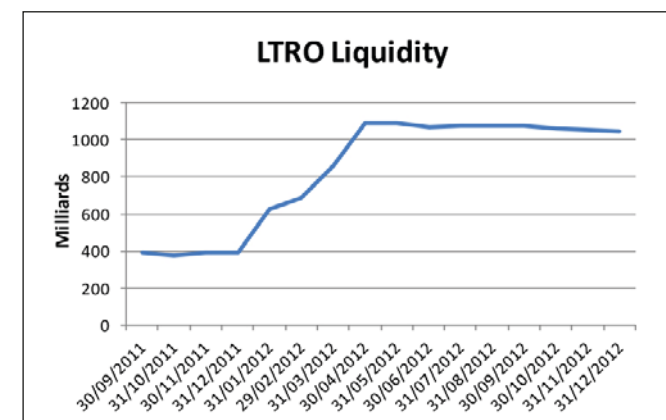
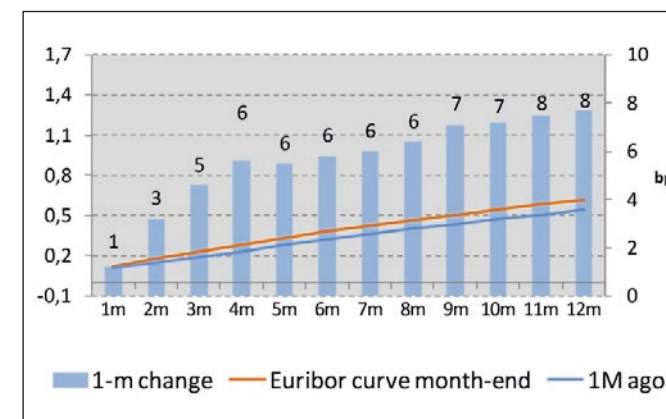


TAUX COURTS

Les taux courts ont stoppé leur descente fin de l'année 2012 avec un taux Euribor 3 mois au plus bas le 11/12/2012 à un niveau de 0.18 %. Depuis lors, on constate une lente remontée pour atteindre fin janvier 2013 le taux de 0.23%.

L'évènement principal de ce mois de janvier est l'annonce faite par la BCE des remboursements totaux ou partiels du **LTRO** à trois ans émis par la banque centrale en décembre 2011.

Les montants remboursés s'élèvent à 137 milliards d'euros sur les 490 milliards empruntés lors de cette opération. Ceci aura, bien évidemment, un impact sur la liquidité bancaire qui diminue et devrait se traduire par la poursuite de la **hausse des taux courts**.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Emissions obligataires de pays périphériques réussies, retrait de liquidités via des remboursements anticipés à la BCE, indicateur IFO allemand en hausse, relèvement du plafond de la dette US, absence de baisse de taux directeur en zone euro... tous ces signaux ont contribué à créer un **sentiment « risk-on »** sur les marchés qui ont poussé les taux core à la hausse et les taux périphériques à la baisse.

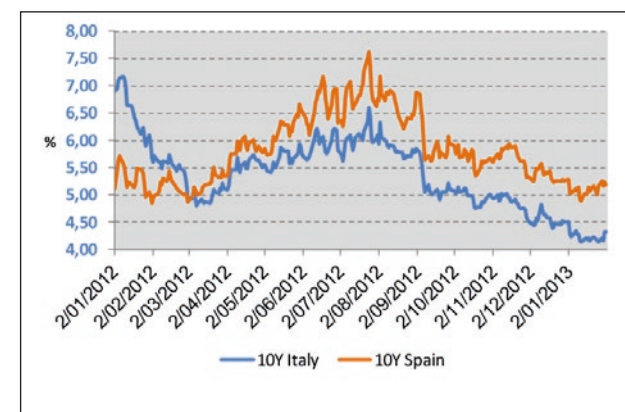
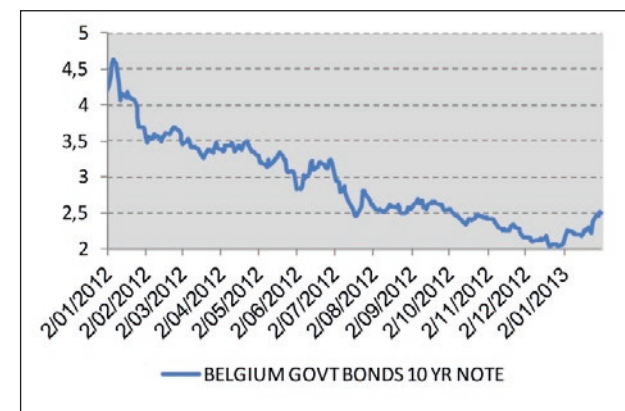
A plus long terme, les investisseurs anticipent désormais que le pire de la crise de la dette est derrière nous et que la situation économique devrait s'améliorer au cours de l'année, ce qui explique aussi l'augmentation des taux core.

Cet optimisme a permis au **taux espagnol** à 10 ans d'être proche de son plus bas niveau depuis un an tandis que le **taux italien** n'avait plus connu de niveau aussi bas depuis décembre 2010.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,27	28	28	28
5 Year	0,76	47	47	47
Germany 10 Year	1,68	36	36	36
30 Year	2,38	20	20	20
2-10 spread	1,41	8	8	8
Belgian gov. yields				
2Y	0,52	41	41	41
5Y	1,24	49	49	49
10Y	2,48	43	43	43
15Y	2,81	39	39	39
10Y gov. yields				
Netherlands	1,87	37	37	37
Austria	1,99	24	24	24
Portugal	6,13	-88	-88	-88
Spain	5,18	-8	-8	-8
Ireland	4,40	-12	-12	-12
Italy	4,31	-19	-19	-19
France	2,26	26	26	26
Greece	10,65	-125	-125	-125

En **Belgique**, pays désormais considéré comme « core », le taux à 10 ans a fini l'année à son plus bas niveau historique mais le mois de janvier a montré un rebond supérieur à tous ses homologues.

Le sentiment positif qui domine actuellement les marchés ne doit pas occulter **les risques qui persistent et la volatilité qui pourrait être observée** suite notamment aux élections allemandes et italiennes qui se dérouleront cette année ou à une absence de reprise en zone euro qui pèserait fortement sur les pays les plus fragiles.



COVERED BONDS

L'appétit pour le risque fut aussi de retour sur les marché de covered bonds, même si les **21.6 milliards d'émissions primaires** de ce mois de janvier sont plus faibles que les mois de janvier des trois dernières années.

Ce phénomène s'explique de différentes manières :

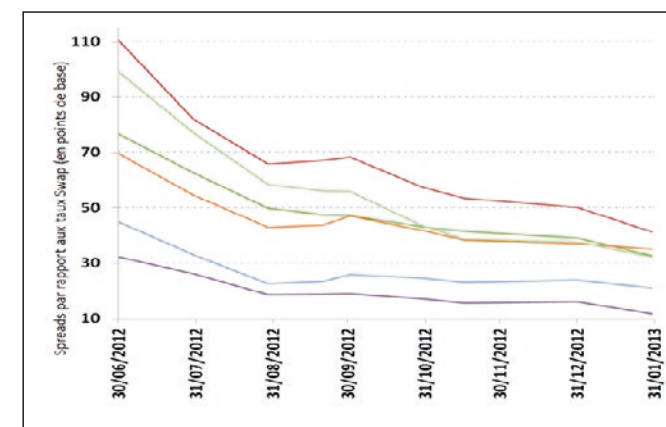
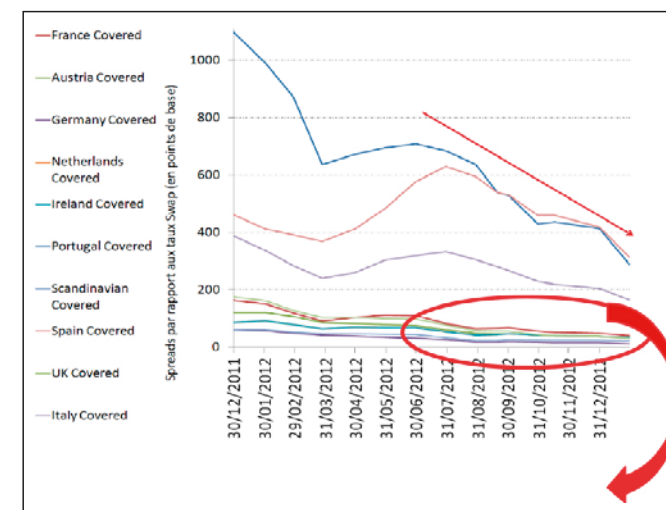
- Beaucoup d'émetteurs se sont déjà pré-financés en 2012
- Les besoins de refinancement sont moindres (consolidations bilantaires)
- Beaucoup ont préféré se financer via le format d'obligation senior

Cette **réouverture du marché primaire fut dominée à 75% par les émetteurs périphériques**, avec une vingtaine d'émissions et une tendance au resserrement des spreads de par les **très bonnes performances sur le secondaire après émissions**.

L'appétit des investisseurs pour les noms moins bien notés fut flagrant.

En **fin de mois**, l'impressionnant **resserrement des spreads** observé depuis le début de l'année a **commencé à stagner**. Les obligations semblent avoir trouvé leurs niveaux d'équilibre.

Spreads par rapport aux taux swaps des Covered Bonds par juridiction



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les **indices de crédit** ont débuté ce début d'année au **resserrement**. Le marché voulait être confiant pour 2013, croire au retour de croissance qui semble se profiler aux US et être rassuré sur l'avenir de l'Europe. C'est ainsi que le marché a été **soutenu par des achats de titres périphériques** mais aussi des émissions d'émetteurs de moindre qualité: le marché était prêt à prendre du risque!

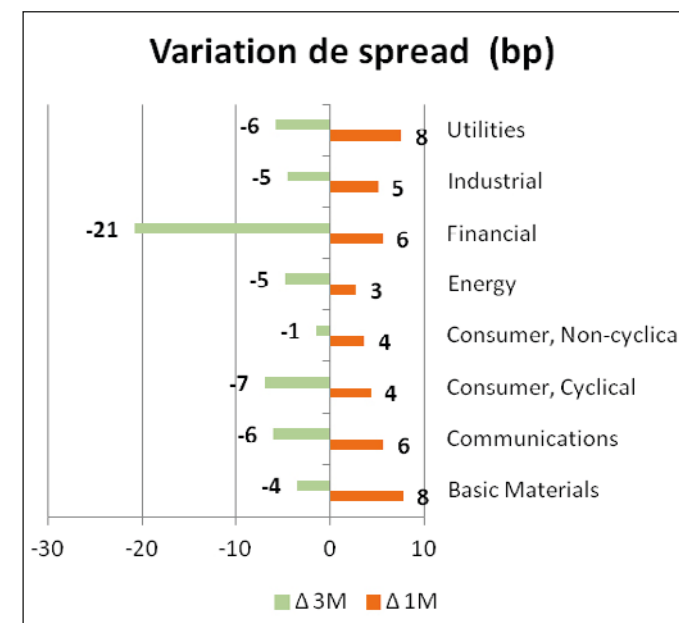
Cela s'est également ressenti sur le **marché primaire** qui a été **abondant** et notamment avec le retour d'émetteur tels que des banques de taille modeste issues de la périphérie ou encore de corporate périphériques. Les obligations de type « subordonnées » ont également été bien accueillies.

Mais la fin de mois et la publication à venir de données macroéconomiques importantes ont poussé les investisseurs à la vente et à la prise de profit.

Ceci a eu comme conséquence, dans un marché assez peu actif, de pousser les spreads directement à la hausse et particulièrement sur les souches ayant performés le plus, à savoir les périphériques.

Le mois de janvier est également caractérisé par **l'annonce des résultats d'entreprises**. Ils ont été bons à quelques exceptions près et bien accueillis par le marché. Les perspectives de croissance restent cependant faibles en Europe alors qu'elles sont plus positives aux US. Sans surprises, les sociétés européennes les plus diversifiées géographiquement souffrent le moins.

Du point de vue des **performances sectorielles**, la forte performance de début janvier n'aura pas tenu jusque fin du mois. En fin de mois, tous les secteurs terminent à l'écartement. Néanmoins, avec un recul un peu plus long, de trois mois, les spreads se sont rétrécis sur l'ensemble des secteurs et plus particulièrement sur les financières.



ACTIONS

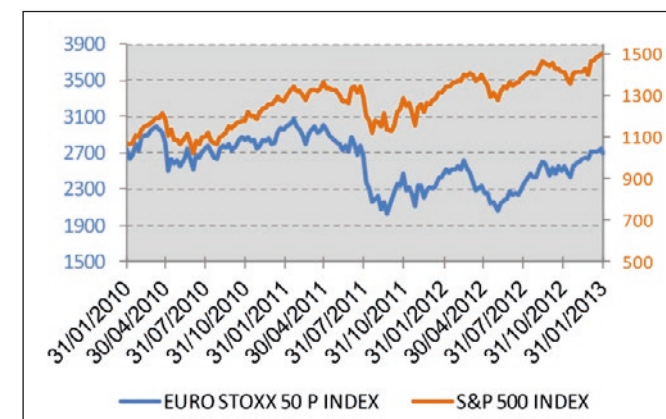
Indices

Janvier fut encore un mois **propice** aux actions tant en Europe (Eurostoxx50:+2.54%), qu'aux Etats-Unis (S&P:+5.04%), avec une sur-performance des US par rapport au 'vieux continent'.

Aux **Etats-Unis**, deux décisions majeures ont levé les inquiétudes des investisseurs : une adoption, rapide début d'année, d'un budget 'à minima' (une hausse des impôts pour les revenus supérieurs) et la décision récente de repousser le débat sur le relèvement du plafond de la dette dans le courant du mois de mai.

En **Europe**, l'annonce des remboursements de la première opération de LTRO a rassuré les investisseurs, autant que les déclarations de M Draghi, selon lesquelles le pire de la crise des dettes souveraines était sans doute derrière nous dans la zone euro.

La tendance haussière des marchés est encore encouragée par les bonnes publications de **résultats** des sociétés.



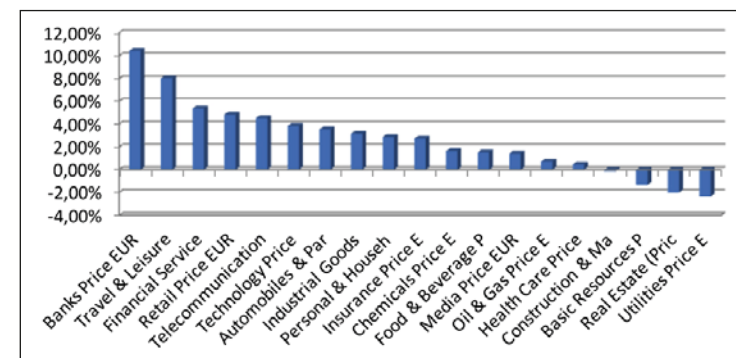
Index	31/01/2013	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2717,04	2,54%	2,54%	2,54%
CAC 40 INDEX	3750,17	2,51%	2,51%	2,51%
DAX INDEX	7797,27	2,15%	2,15%	2,15%
IBEX 35 INDEX	8412,7	2,39%	2,39%	2,39%
AEX-Index	355,05	3,40%	3,40%	3,40%
FTSE MIB INDEX	17473,97	7,16%	7,16%	7,16%
BEL 20 INDEX	2531,08	1,80%	1,80%	1,80%
S&P 500 INDEX	1500,38	5,04%	5,04%	5,04%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3143,227	4,06%	4,06%	4,06%
DOW JONES INDUS. AVG	13894,34	5,77%	5,77%	5,77%

Secteurs

La performance du secteur **bancaire** s'explique par la décision du Comité de Bâle d'assouplir considérablement les contraintes de liquidité. De plus, le calendrier a été rééchelonné, avec un ratio de 100% exigé en 2019 seulement.

Le secteur des **telecommunications** a bénéficié d'un possible intérêt d'une société américaine pour reprendre une société de télécommunication européenne.

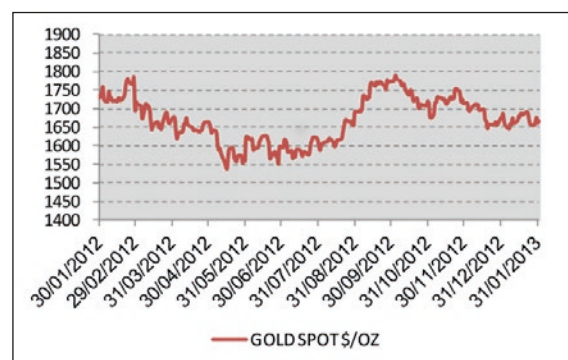
La hausse des secteurs des **'Voyages et loisirs'** et de la **distribution (retail)** est, en partie, expliquée par les bonnes publications de résultats.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

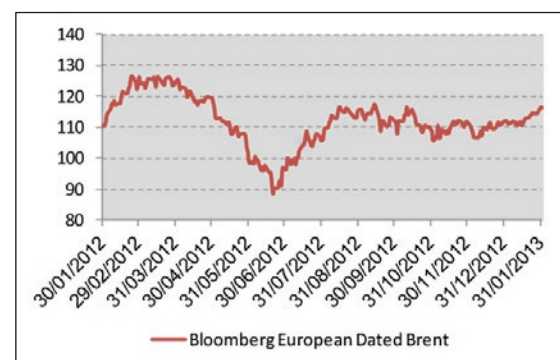
Or

L'**or** termine le mois à 1663,65\$, en légère baisse de 0.69%



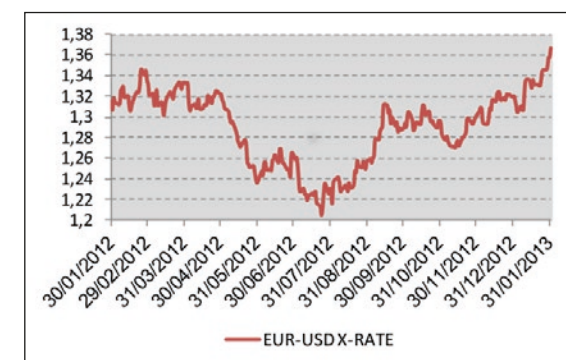
Pétrole

Le **brent** est remonté à 116,54 \$ (+4.11%)



Eurodol

La hausse de l'**eurodol** (+2.93%) (1.3584) s'explique par le fort sentiment de confiance en Europe et par des chiffres macroéconomiques encore mixtes aux Etats-Unis.



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	0,27	28	28	28
Refinance Rate	0,75	0	0	0	5 Year	0,76	47	47	47
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,68	36	36	36
Euribor 1M ACT/360	0,12	1	1	1	30 Year	2,38	20	20	20
Euribor 3 Month ACT/360	0,23	5	5	5	2-10 spread	1,41	8	8	8
Euribor 6 Month ACT/360	0,38	6	6	6	US-EU 10Y Spread	0,30	-14	-14	-14
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,51	19	19	19	2Y	0,52	41	41	41
EURO SWAP 2 YR	0,69	32	32	32	5Y	1,24	49	49	49
EURO SWAP 3 YR	0,85	39	39	39	10Y	2,48	43	43	43
EURO SWAP 5 YR	1,19	42	42	42	15Y	2,81	39	39	39
EURO SWAP 7 YR	1,52	40	40	40	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,91	35	35	35	Netherlands	1,87	37	37	37
EURO SWAP 15 YR	2,28	28	28	28	Austria	1,99	24	24	24
EURO SWAP 20 YR	2,40	24	24	24	Portugal	6,13	-88	-88	-88
EURO SWAP 30 YR	2,44	21	21	21	Spain	5,18	-8	-8	-8
Swap Spread					Ireland	4,40	-12	-12	-12
2Y EUR Sw ap Spread	42,70	3	314	314	Italy	4,31	-19	-19	-19
10Y EUR Sw ap Spread	23,36	-2	-176	-176	France	2,26	26	26	26
					Greece	10,65	-125	-125	-125

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8362,30	2,39%	2,39%	2,39%
EURO STOXX 50 P INDEX	2702,98	2,54%	2,54%	2,54%
DAX INDEX	7776,05	2,15%	2,15%	2,15%
BEL 20 INDEX	2520,35	1,80%	1,80%	1,80%
S&P 500 INDEX	1498,11	5,04%	5,04%	5,04%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3142,13	4,06%	4,06%	4,06%
DOW JONES INDUS. AVG	13860,58	5,77%	5,77%	5,77%
Volatility				
V2X	16,64	-5	-5	-22,08%
Vix Index	14,28	-4	-4	-20,75%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	112,55	-5	-5	-4,13%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	442,55	-39	-39	-8,19%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	146,48	5	5	3,65%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	248,93	14	14	5,78%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,36	2,93%	2,93%	2,93%
BALTIC DRY INDEX	760,00	8,73%	8,73%	8,73%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	116,54	4,11%	4,11%	4,11%
GOLD SPOT \$/OZ	1663,65	-0,70%	-0,70%	-0,70%



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.