



février
2013

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Après un mois de janvier durant lequel certaines prévisions pour la fin de l'année 2013 s'étaient déjà réalisées, le mois de février a montré des mouvements totalement inverses. Ce retour à la réalité fut causé d'un côté par des indicateurs macroéconomiques moroses en zone euro et d'un autre côté, par le résultat des élections italiennes qui montre que les mesures d'austérité, souvent impopulaires, pourraient être annulées.

Si le pire de la crise reste derrière nous, le mois de février nous a rappelé que l'avenir proche en zone euro risque bien de ne pas être un long fleuve tranquille.

SOMMAIRE

Introduction	2
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...

- **Les indicateurs économiques aux Etats-Unis** confirment que le pays est en bonne voie pour une reprise plus vigoureuse de son activité durant l'année 2013.
- **En Europe**, c'est surtout le manque de croissance qui inquiète les investisseurs mais le retour des risques politiques (Italie, Espagne) contribue également à alimenter la méfiance des marchés financiers.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, les investisseurs ont préféré la sécurité des obligations allemandes à l'incertitude des obligations italiennes. Ces dernières ont en effet souffert des élections.
- Le marché **covered bonds** a été marqué par un marché primaire très maigre et peu de volatilité sur le marché secondaire, même sur les titres italiens.
- Sur les **obligations d'entreprises**, les spreads de crédit sont restés assez stables sur le mois. Les marchés primaire et secondaire ont été calmes dans l'attente des résultats des élections italiennes et de la fin de la période des résultats.
- Alors que les indices américains continuent leur progression, l'**Eurostoxx50** a perdu tous les gains de janvier avec le retour du 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



CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

Le sentiment qui a prévalu le mois passé était que le pire de la crise en zone euro était derrière nous. Récemment, **les résultats des élections en Italie, l'aide financière nécessaire à Chypre et les chiffres inquiétants de l'économie européenne** nous ont rappelé que cette crise est tout de même loin de se terminer.

Les élections italiennes ont particulièrement focalisé l'attention des marchés financiers en cette fin février. Alors que le pays est dans sa pire récession depuis 20 ans, **les électeurs ont sanctionné le chef du gouvernement sortant Mario Monti**, initiateur de réformes économiques importantes, qui ne remporte qu'environ 10% des voix dans chaque Chambre. C'est la coalition de gauche de M. Bersani qui devance la coalition de **M. Bersluconi** à la Chambre des députés mais le « Cavaliere » disposerait d'une majorité relative au Sénat. De plus, **le vote «contestataire»**, contre l'ensemble de la classe politique, avec le «Mouvement 5 étoiles» de **M. Grillo** est important.

Le jeu des alliances s'annonce donc serré et **le pays va être difficilement gouvernable**. Le risque de nouvelles élections n'est pas à exclure faute de majorité stable ou à défaut, le pays pourrait observer un blocage politique dans les prochains mois.

Par ailleurs, **la croissance est toujours en panne en zone euro** et la situation ne semble pas devoir s'améliorer dans les prochains mois. En effet, bien que **les enquêtes PMI** portant sur le mois de janvier confirment que **l'activité économique mondiale** reste en croissance, ces enquêtes confirment le maintien d'écarts considérables entre les régions du monde.

Sans surprise, **l'activité est généralement plus dynamique dans les émergents** et la zone euro est en net recul. Même si **l'Irlande** et **l'Allemagne** affiche un certain dynamisme. Les autres pays de la zone euro affichent en revanche des indicateurs globaux d'activité très faibles.

Dans ce contexte, **les dirigeants européens se sont mis d'accord sur un budget d'austérité** pour les sept prochaines années. Ce budget est en baisse de 3% sur la période 2014-2020, ce qui est une première dans l'histoire de l'Union Européenne. Les yeux sont maintenant tournés vers le parlement européen qui doit approuver l'accord trouvé par les leaders politiques des 27 pays.

Les chiffres du PIB du quatrième trimestre ont été publiés pour les principaux pays européens. Les indicateurs d'activité laissaient peu d'espoir de voir des chiffres positifs mais l'ampleur des reculs a tout de même surpris.

L'un des principaux poids pour la croissance européenne est l'**Italie**, qui est dans sa plus longue récession des vingt dernières années et qui ne devrait cueillir les premiers fruits de ses réformes actuelles que l'année prochaine (à supposer que ces réformes se poursuivent, ce qui dépend largement de la future coalition politique).

L'économie espagnole inquiète également avec **une aggravation de la récession au quatrième trimestre** et un repli de 1,37% sur l'ensemble de l'année 2012. Le déficit commercial s'est pourtant amélioré sur cette dernière année avec une hausse de 3.7% des exportations et une baisse des importations de 2.1%.

Du côté de la **France** la baisse du PIB de 0.3% sur T4 renvoie à **une croissance nulle** pour 2012. Le taux de chômage est à son plus haut niveau depuis 15 ans et les économistes anticipent une contraction du PIB sur le trimestre à venir.

L'Allemagne demeure donc l'économie qui résiste le mieux en ces temps de récession en Europe. L'économie allemande devrait observer une croissance de 0,1% sur l'ensemble de l'année 2012.

Pays	PIB T3 2012 (YoY)	PIB T4 2012 Survey (YoY)	PIB T4 2012 Résultat (YoY)
Espagne	-1.60%	-1.70%	-1.80%
France	0.00%	-0.20%	-0.30%
Italie	-2.40%	-2.20%	-2.70%
Allemagne	0.90%	0.50%	0.40%
Pays-Bas	-1.50%	-0.90%	-0.90%
Autriche	0.60%	0.40%	0.40%
Grèce	-6.70%	-6.00%	-6.00%
Portugal	-3.50%	-3.00%	-3.80%
Chypre	-2.00%	-3.00%	-3.10%
Zone EURO	-0.60%	-0.70%	-0.90%

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, le Président Obama a tenu mi- février le premier discours sur l'état de l'Union de son deuxième mandat présidentiel. M. Obama a centré son discours **sur l'emploi et la consommation des ménages** qui seront donc des enjeux majeurs de la politique économique américaine en 2013.

Par ailleurs, des coupes automatiques de dépenses publiques entrent en vigueur au 1er mars si démocrates et républicains ne se mettent pas d'accord sur le **budget fédéral**. Cela devrait ajouter une certaine pression pour arriver rapidement à un accord.

Au niveau des chiffres économiques, **le déficit commercial a nettement reculé** au mois de décembre, à 38,5 Mds \$ (contre 48,6 Mds en novembre), soit sa plus forte baisse sur un mois depuis 4 ans.

L'estimation du PIB du quatrième trimestre 2012 a donc été révisée **à la hausse** grâce à cette réduction (+0,1% contre -0.1% estimé en janvier).

Détail positif important, **la demande de pétrole des Etats-Unis est de plus en plus faible** grâce à la forte progression de sa production domestique et des effets de substitution du pétrole avec **le gaz de schiste**.

D'autres indicateurs sortis au mois de février confirment le **regain de forme de l'économie américaine** que ce soit au niveau des prix de l'immobilier ou de la confiance des consommateurs.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	196,00 ✓	165,00	157,00 ↓
Unemployment rate (%)	7,80 ✓	7,80	7,90 ↓
Fed Consumer Confidence	58,40 ✓	62,00	69,60 ↑
Retail sales (YoY)	4,80		4,40
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	5,44 ✓	6,62	6,84 ↑
Industry & Services			
ISM Services	55,70 ✓	55,00	55,20 ↑
ISM Manufacturing	50,20 ✓	50,70	53,10 ↑
Industrial Production (MoM)	0,38 ✓	0,20	-0,10 ↓
Industrial Production (YoY)	2,90		2,10
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	1,30 ✓	1,50	1,40 ↓
Headline inflation	1,70	1,60	1,60 →
Core inflation	1,90	1,80	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

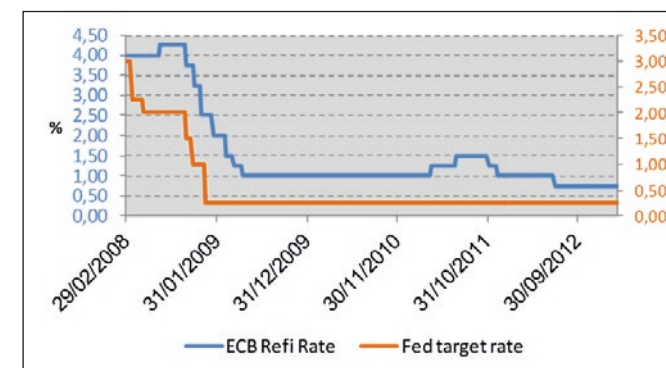
POLITIQUE MONÉTAIRE

La dernière réunion de politique monétaire de la BCE s'est conclue sur **un taux de refinancement inchangé à 0.75%**. Le diagnostic économique est identique par rapport au mois dernier : **l'activité reste faible et un rebond très modéré est attendu dans le courant de l'année**. Mais le remboursement de 140.6 des 489 milliards d'euros empruntés par les banques de la zone lors de la première opérations de **LTRO** a été interprétée comme un des signes de confiance actuellement présents en Europe, selon Mario Draghi. Ce dernier n'envisage pas pour autant une remontée des taux interbancaires à court terme.

En prime, **la BCE a revu ses prévisions d'inflation légèrement à la baisse** à 1,8 % pour 2013 et 2014 (+ 1,9% estimés au T4 2012).

Il n'en fallait pas plus pour que des rumeurs circulent sur les marchés quant à un abaissement des taux de dépôts de la BCE, actuellement nuls, afin d'encourager le crédit.

Aux Etats-Unis, **la Fed a décidé de ne pas modifier sa politique monétaire accommodante**. Par ailleurs, l'analyse conjoncturelle des membres du FOMC est **plus optimiste** qu'au mois précédent: les conditions financières s'améliorent, les incertitudes fiscales (« Fiscal Cliff ») sont en recul, le marché immobilier se redresse et le taux de chômage diminue légèrement.



TAUX COURTS

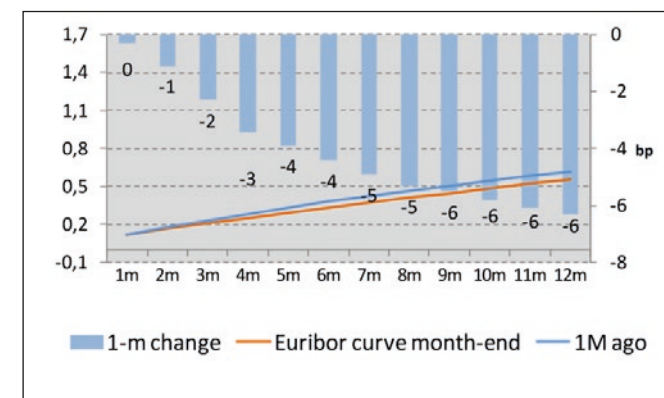
Les taux courts marquent un nouveau tassement avec un Euribor 3 mois à 0.21%.

Les chiffres économiques européens de janvier et février étant relativement mauvais, certaines voix s'élèvent pour que la BCE abaisse à nouveau ses taux de 25 points de base, menant le taux directeur à 0.50%.

Si cette baisse était répercutée sur le taux de dépôt, ce dernier passerait en territoire négatif à -0.25 %. Il semble que ça ne soit cependant pas le scénario souhaité par Mr Draghi pour l'instant.

Au niveau de la liquidité dans les marchés, certaines banques ont commencé à rembourser anticipativement les sommes empruntées via l'opération de LTRO de la BCE. La situation évolue de façon quasi opposée entre les pays Core et les pays du Sud. Le remboursement est parfois très significatif, voir total pour certains Core.

Afin de diminuer un peu le volume des liquidités, la BCE a également procédé à une opération « repo » dans le marché. Cette opération a permis de retirer un montant de 205.5 milliards d'euros.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Les **rendements des obligations les plus sûres** ont recheté durant le mois de février. Une première baisse est survenue suite au discours un peu plus négatif du président de la BCE, notamment suite à l'appréciation de l'euro contre le dollar américain.

Après une légère stabilisation, une seconde baisse a été observée, conséquence des résultats inattendus des **élections italiennes** et dont l'issue reste floue. D'autres facteurs sont aussi intervenus comme des indices de confiance industrielle en baisse et des remboursements de banques auprès de la BCE moins importants qu'attendus.

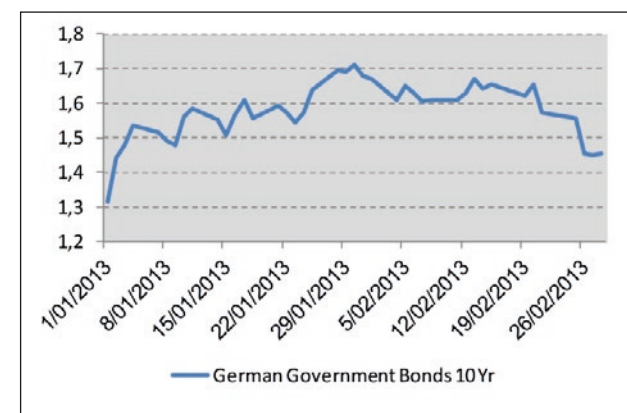
On notera aussi le **downgrade du Royaume-Uni** par Moody's, bien que cela n'ait eu que peu d'impact sur les marchés.

Au niveau des **taux périphériques**, les performances divergent largement. Sans surprise, le **taux italien** est reparti à la hausse à cause des élections.

En **Espagne**, malgré des chiffres de PIB décevants et un déficit supérieur à 10% du PIB en 2012 (sauvetage des banques inclus), le taux à 10 ans s'affiche en légère baisse sur le mois grâce à une contagion très contenue de l'Italie. Pour les prochaines années, l'UE prévoit un déficit de 6.7% en 2013 et 7.2% en 2014.

A noter qu'au sein des pays de la zone euro, l'Espagne et la France sont parmi les seules dont l'**effort budgétaire** sera plus important en 2013 qu'en 2012.

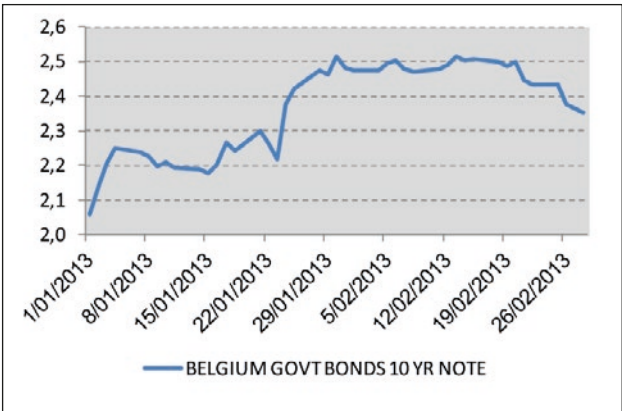
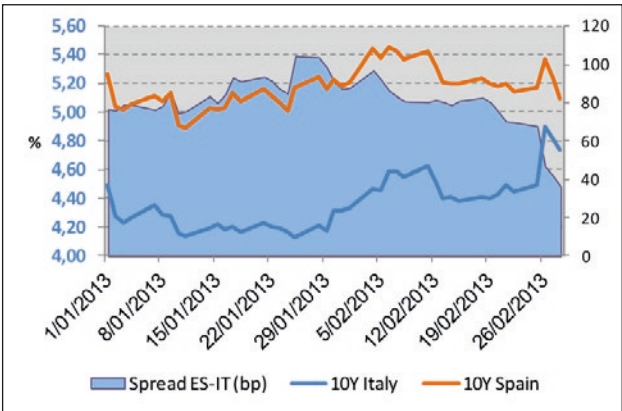
Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,04	-23	6	6
5 Year	0,44	-33	14	14
Germany 10 Year	1,45	-23	14	14
30 Year	2,32	-7	14	14
2-10 spread	1,41	0	8	8
Belgian gov. yields				
2Y	0,28	-24	17	17
5Y	1,02	-23	26	26
10Y	2,35	-13	29	29
15Y	2,74	-7	32	32
10Y gov. yields				
Netherlands	1,74	-13	24	24
Austria	1,82	-17	7	7
Portugal	6,32	20	-69	-69
Spain	5,10	-9	-17	-17
Ireland (8Y)	3,75	-36	-55	-55
Italy	4,73	42	24	24
France	2,17	-9	17	17
Greece	10,98	33	-92	-92





L'Irlande a par contre pu négocier la transformation de promissory notes qui avaient été émises pour soutenir le secteur bancaire en obligations d'Etat à plus long terme, ce qui lui permet de lisser les remboursements sur un plus grand nombre d'années à un taux d'intérêt inférieur et donc de réduire les besoins de financement de ces prochaines années. Cet arrangement est donc positif pour l'éventuelle sortie du plan d'aide européen.

Enfin, en Belgique, le taux à dix ans a suivi les meilleurs pays de la zone euro et a donc aussi baissé. En 2012, la Belgique affiche un déficit de 3.7% dont 0.7% sont dûs au sauvetage de Dexia. La croissance fut de -0.2%.



COVERED BONDS

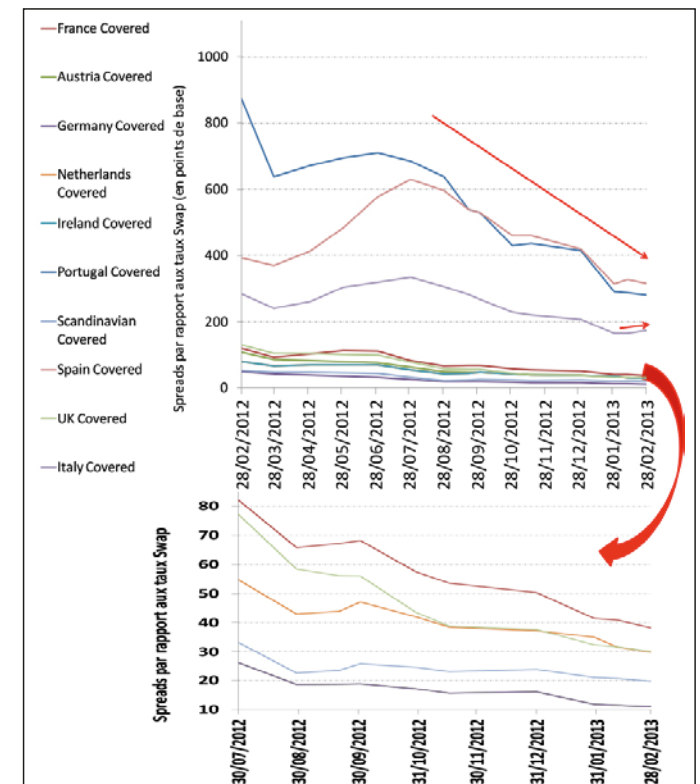
Il n'y a eu **aucune émission** sur le primaire les deux premières semaines du mois. La volatilité en termes de mouvements de spreads fut au plus faible depuis le début de l'année. Les deux dernières semaines, il y a eu moins de 10 émissions de pays Core en €.

L'activité sur le **marché secondaire** a été faible. On a cependant observé quelques intérêts vendeurs sur les Cédulas espagnoles et les Covered Bonds hollandais.

La dégradation de la notation du Royaume-Uni par Moody's n'a pas eu d'incidence du tout sur les spreads des titres britanniques

En Italie, nous avons observé un gros écartement des spreads des obligations d'Etat. Par contre, la prime de risque des obligations sécurisées italiennes ne s'est élargie que de 5 à 10 bps.

Spreads par rapport aux taux swaps des Covered Bonds par juridiction

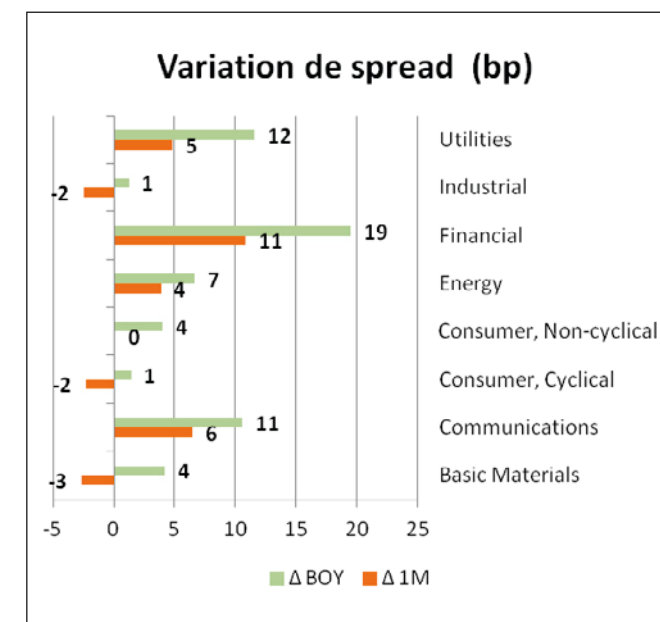
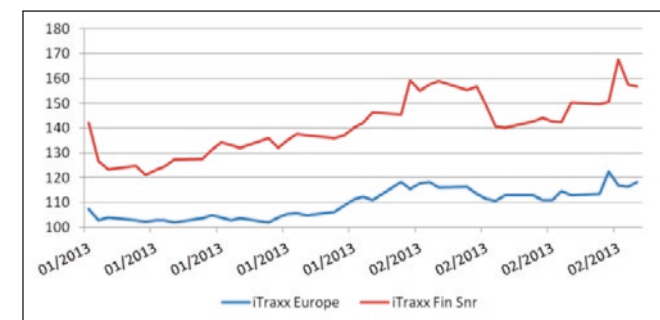


OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Le mois de février a été **neutre sur les spreads de crédit**. La faible remontée à laquelle nous avons assisté fin janvier s'est poursuivie en début de mois, tiré par des prises de bénéfices sur les périphériques et les bancaires. Ensuite, le marché est passé **en mode « pause » en attendant les élections italiennes** de fin de mois.

Sur le mois, l'indice l'iTraxx Main s'est écarté de 6bp, le Financial Senior de 13bp et le Fin Sub de 21bp. L'écartement aura été principalement marqué la dernière semaine suite aux élections italiennes; ce sont les utilities, telecom et financières italiennes qui ont été le plus touchées.

Les **flux observés** ont été plutôt vendeurs en début de mois et très limités sur les trois dernières semaines. Seules quelques nouvelles émissions sur le marché primaire ont timidement animé le marché mais de manière limitée en raison de la **publication des résultats**. Ces derniers ont été sans surprises et neutres dans l'ensemble: les sociétés voient un ralentissement de leurs résultats en Europe, un léger regain aux USA et des compensations provenant des émergents. Leurs **liquidités se renforcent** mais sans pour autant investir dans de nouvelles capacités de production ou des acquisitions.



Un fait marquant à mentionner dans le domaine des dettes subordonnées (*): le bancassureur néerlandais SNS, en proie à des difficultés avec son portefeuille de prêts immobiliers, a été nationalisé et a **exproprié ses détenteurs de dettes subordonnées**. Cette perte sèche a ravivé les craintes autour de cette classe d'actifs et des discussions autour du « **bail-in** » qui prévoit la participation aux pertes de la part des détenteurs d'obligations senior.

Du point de vue des **performances sectorielles**, sans surprise, les élections italiennes ont eu un impact sur les secteurs les plus exposés aux mesures budgétaires et à l'économie locale à savoir les financières, les utilities et les télécoms.

Plus globalement, l'ensemble de la performance de janvier a été perdue et les spreads terminent **plus larges qu'en début d'année** sur tous les secteurs.

(*) Rappel: une dette est dite subordonnée lorsque le remboursement, en cas de liquidation, n'intervient qu'après celui des autres dettes dites senior. Les créanciers subordonnés supportent donc un risque plus important de non-remboursement que les autres créanciers

ACTIONS

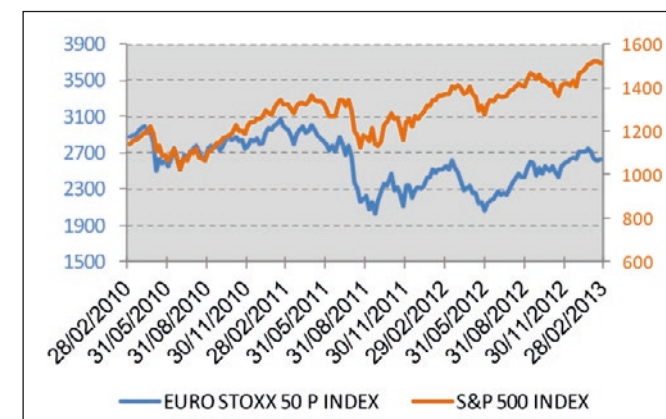
Indices

Aux **Etats-Unis**, les marchés actions continuent leur **progression** et retrouvent leurs niveaux de 2007 grâce à des données économiques en amélioration et des résultats de sociétés très bons qui confirment la reprise américaine et les espoirs d'une sortie de crise plus rapide.

Par contre, en **Europe**, l'eurostoxx50 a reperdu tout ce qu'il avait gagné sur janvier, mettant fin à une hausse ininterrompue de 8 mois.

Les éléments qui expliquent cette **baisse** sont le retour du risque politique suite aux élections italiennes, des données économiques décevantes ainsi que des perspectives de sociétés assez faibles suite à la publication de leurs résultats.

L'incertitude politique en Italie a fortement pesé sur la bourse italienne dont l'indice de référence a perdu 8,70% sur le mois.



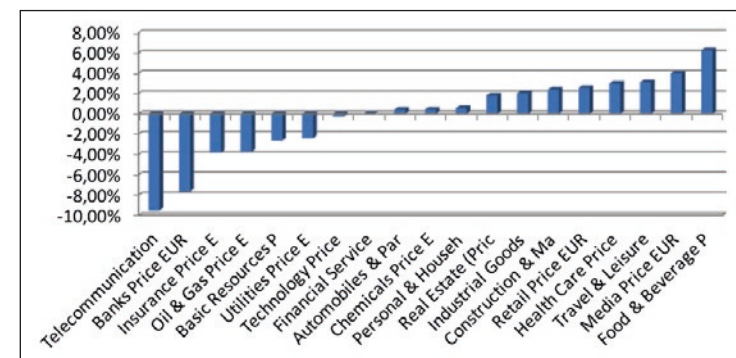
Index	28/02/2013	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2633,55	-2,57%	-0,09%	-0,09%
CAC 40 INDEX	3723	-0,26%	2,25%	2,25%
DAX INDEX	7741,7	-0,44%	1,70%	1,70%
IBEX 35 INDEX	8230,3	-1,58%	0,77%	0,77%
AEX-Index	340,53	-3,90%	-0,64%	-0,64%
FTSE MIB INDEX	15921,25	-8,70%	-2,16%	-2,16%
BEL 20 INDEX	2569,17	1,94%	3,77%	3,77%
S&P 500 INDEX	1514,68	1,11%	6,20%	6,20%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3160,19	0,57%	4,66%	4,66%
DOW JONES INDUS. AVG	14054,49	1,40%	7,25%	7,25%

Secteurs

Le secteur des **télécoms** signe la pire performance du mois avec une baisse de près de 10%. L'explication de cette baisse provient des publications de résultats des opérateurs historiques qui révisent à la baisse leurs perspectives suite à l'accélération de la concurrence en Europe. Nous notons également la chute de 37% du titre KPN après l'annonce d'une augmentation de capital.

Le secteur **bancaire** a corrigé de 7,65% avec le retour au premier plan des craintes entourant la zone euro et notamment le risque politique en Italie.

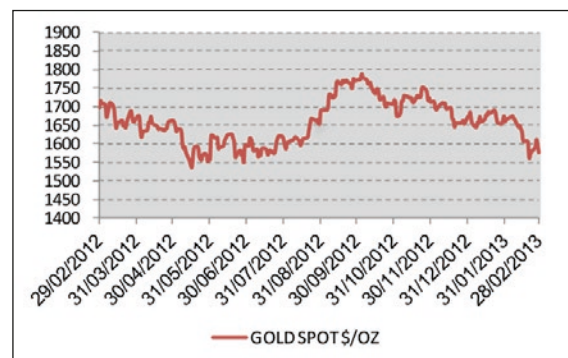
La hausse de 6,27% du secteur « **alimentation et boissons** » s'explique par les bonnes publications de résultats ainsi que par son caractère défensif.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

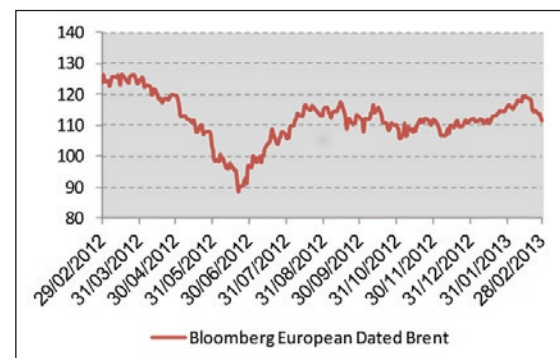
Or

L'**or** continue à chuter, il a perdu 5,05% (1579,58\$).



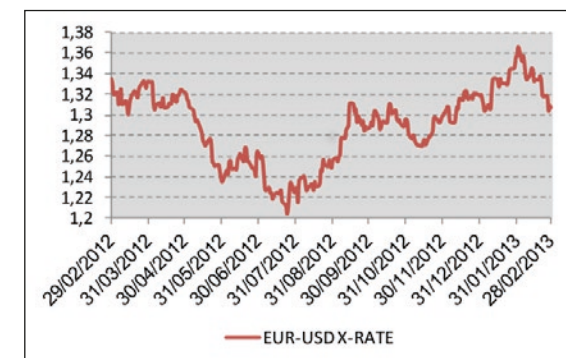
Pétrole

Le **brent** est monté jusqu'à 120\$ mi-février puis a corrigé pour finalement clôturer le mois à 111,66\$, en baisse de 4,19%.



Eurodol

Après avoir atteint 1,3671 le 1er février, l'**eurodol** s'est continuellement affaibli pour terminer le mois à 1,3083 (- 3,69%). En effet, la force du dollar US ainsi que l'incertitude politique en Italie ont pesé sur l'eurodol.



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	0,04	-23	6	6
Refinance Rate	0,75	0	0	0	5 Year	0,44	-33	14	14
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,45	-23	14	14
Euribor 1M ACT/360	0,12	0	1	1	30 Year	2,32	-7	14	14
Euribor 3 Month ACT/360	0,21	-2	2	2	2-10 spread	1,41	0	8	8
Euribor 6 Month ACT/360	0,33	-4	1	1	US-EU 10Y Spread	0,42	12	-2	-2
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,33	-18	0	0	2Y	0,28	-24	17	17
EURO SWAP 2 YR	0,45	-25	7	7	5Y	1,02	-23	26	26
EURO SWAP 3 YR	0,58	-28	11	11	10Y	2,35	-13	29	29
EURO SWAP 5 YR	0,92	-27	15	15	15Y	2,74	-7	32	32
EURO SWAP 7 YR	1,30	-22	18	18	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,75	-16	19	19	Netherlands	1,74	-13	24	24
EURO SWAP 15 YR	2,19	-9	18	18	Austria	1,82	-17	7	7
EURO SWAP 20 YR	2,32	-8	16	16	Portugal	6,32	20	-69	-69
EURO SWAP 30 YR	2,40	-4	17	17	Spain	5,10	-9	-17	-17
Swap Spread					Ireland (8Y)	3,75	-36	-55	-55
2Y EUR Sw ap Spread	41,03	-2	146	146	Italy	4,73	42	24	24
10Y EUR Sw ap Spread	29,70	6	458	458	France	2,17	-9	17	17
					Greece	10,98	33	-92	-92

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8230,30	-1,58%	0,77%	0,77%
EURO STOXX 50 P INDEX	2633,55	-2,57%	-0,09%	-0,09%
DAX INDEX	7741,70	-0,44%	1,70%	1,70%
BEL 20 INDEX	2569,17	1,94%	3,77%	3,77%
S&P 500 INDEX	1514,68	1,11%	6,20%	6,20%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3160,19	0,57%	4,66%	4,66%
DOW JONES INDUS. AVG	14054,49	1,40%	7,25%	7,25%
Volatility				
V2X	21,00	4	0	-1,63%
Vix Index	15,51	1	-3	-13,93%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	116,32	4	-1	-0,92%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	446,54	4	-36	-7,37%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	157,07	11	16	11,14%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	267,65	19	32	13,74%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,31	-3,84%	-1,03%	-1,03%
BALTIC DRY INDEX	757,00	-0,39%	8,30%	8,30%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	111,66	-4,19%	-0,25%	-0,25%
GOLD SPOT \$/OZ	1579,58	-5,05%	-5,72%	-5,72%



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.