



mars
2013

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Avec des élections qui n'ont toujours pas abouti en Italie et des négociations cahoteuses entre Chypre et l'Union Européenne qui devraient mener à des pertes pour les déposants détenant plus de 100.000 euros, l'Europe se met en position de faiblesse sur les marchés financiers.

La baisse des taux obligataires observée ce mois dans les pays les plus sûrs de la zone euro semble bien répondre à une certaine aversion au risque. Il est cependant intéressant de noter que sur le mois, les taux des pays périphériques et les indices actions sont restés relativement stables. Les optimistes y verront le signe d'une moindre sensibilité des marchés financiers qui se décideraient à voir le verre à moitié plein.

Quoi qu'il en soit, un retour de la croissance économique aiderait à solutionner bon nombre de problèmes européens. Malheureusement, les données de ce mois ont été dans un tout autre sens.

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...

- **Aux Etats-Unis**, l'activité économique se redresse petit à petit mais la réduction du déficit budgétaire risque de peser sur la croissance future.
- **En Europe**, les marchés ont suivi attentivement les développements à Chypre et en Italie. L'Italie n'a toujours pas de gouvernement tandis qu'à Chypre, une aide sera accordée mais les déposants dont le compte dépasse 100.000 euros subiront des pertes.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, les taux des pays les plus sûrs se sont rapprochés de leurs records à la baisse tandis que les périphériques sont restés relativement stables
- **Les primes de risque des Covered bonds sont restées stables** de par la pénurie de l'offre et l'activité modérée.
- Sur les **obligations d'entreprises**, les spreads de crédit sont aussi restés assez stables avant un fort écartement en fin de mois. Le marché primaire a retenu toute l'attention.
- Quant aux **actions**, le mois de mars est un peu dans la continuité de février: une progression constante des indices américains et des indices européens en statu quo, hormis l'Italie et l'Espagne dont les indices perdent encore plus de 3,5%.

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

A nouveau, c'est le contexte politique plutôt que l'économie qui a influencé les marchés durant le mois de mars, avec une attention particulière pour les développements à Chypre et en Italie.

Pour rappel, Chypre a demandé une aide financière en juin dernier de 17 Mds €, soit l'équivalent de son PIB. Les banques chypriotes ont été durement touchées par **la restructuration de la dette grecque** et sont exsangues, ne vivant que grâce aux liquidités d'urgence accordées par la BCE. Le **secteur bancaire chypriote représentant 5 fois le PIB de l'île**, le sauvetage des banques par l'Etat est un poids bien trop lourd pour les finances publiques et celles-ci sont déjà en mauvaise posture compte tenu de la crise économique. Chypre ne représentant que **moins de 0,5% du PIB** de la zone euro, on aurait pu penser qu'accorder une aide ne serait qu'une formalité. L'importance systémique du secteur financier chypriote, notamment pour la Grèce, devait convaincre les plus réticents d'intervenir. Cependant, l'hypertrophie du secteur financier de l'île a

été encouragée par une fiscalité très faible sur les entreprises (10%) et l'attrait pour des capitaux russes à l'origine parfois peu claire. Dès lors, un **sauvetage exclusivement de l'extérieur, sans contribution de ceux qui ont profité des largesses du secteur financier chypriote devenait difficile à accepter par certains partenaires européens.**

Du côté de l'Eurogroupe, la réunion mensuelle s'est conclue par la volonté des ministres des Finances de mettre en place un **plan d'aide pour Chypre** car le pays a montré des signes de bonne volonté en acceptant de se soumettre à un audit privé et indépendant sur le blanchiment d'argent.

Après de longues négociations, il a donc finalement été conclu que les **institutions européennes et le FMI prêteront €10 milliards pour refinancer Chypre.** La BCE, la Commission Européenne, le FMI et les ministres des Finances de la zone euro **se sont aussi accordés sur une mise en faillite ordonnée de Laiki Bank**, la deuxième banque de Chypre. Elle sera scindée entre une «bad bank», qui reprendra ses

actifs toxiques et une «good bank», qui regroupera les dépôts inférieurs à 100.000 euros, bénéficiant d'une garantie. **Tous les dépôts de la banque allant jusqu'à 100.000 euros seront à terme transférés vers la première banque du pays Bank of Cyprus.** Pour les dépôts supérieurs à 100.000 euros, la décote dans ces deux banques sera par contre d'environ 30%.

En **Italie**, le flou quant à la formation d'un gouvernement persiste. Le « Mouvement cinq étoiles (M5S) » de l'**ex-comique** Beppe Grillo, qui a cristallisé le vote contestataire, a réitéré son refus de voter la confiance à un éventuel gouvernement dirigé par le leader de la gauche Pier Luigi Bersani. Dans ce contexte politique difficile, le FMI attire l'attention sur la fragilité des banques italiennes. Selon le Fonds Monétaire International, le système financier italien n'est pas à l'abri de difficultés futures, notamment à cause de la faiblesse prolongée de l'économie réelle en Italie et du lien entre le secteur financier et la dette étatique.

Parallèlement à ces négociations politiques, le contexte macroéconomique s'est encore dégradé en zone euro. Le **chômage** continue de grimper et battre des records tandis que les indices de confiance des entreprises ne présentent aucun redressement.

Le net recul de la première estimation de **l'indice PMI** composite de la zone euro a déçu la semaine passée. L'indice est ainsi redescendu de 47,9 en février à 46,5 en mars, ce qui correspond à une prévision de contraction du PIB de 0,3% au premier trimestre. L'indice PMI manufacturier a reculé tant en France qu'en Allemagne. D'autres indices, comme l'Ifo, ont aussi montré que la première économie de la zone euro subissait elle aussi une décrue de l'activité.

Conséquence de ce ralentissement, l'inflation européenne continue son déclin.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,80	11,80	11,90
EC Consumer Confidence	-23,60	-23,50	-23,50
EZ Retail sales	-3,00	-2,90	-1,30
Industry & Services			
Ifo Business Climate	107,40	107,80	106,70
EC Composite PMI	47,90		46,50
EC Business climate	-0,72	-0,79	-0,86
EZ new orders (YoY)	-4,30		-6,10
EZ industrial production (YoY)	-1,70	-2,00	-1,30
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	2,10	1,90	1,90
EZ Headline Inflation (YoY)	2,00	1,90	1,80
EZ Core Inflation (YoY)	1,30	1,30	1,30
ECB Refi rate	0,75		0,75

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Comme en Europe, la question de la réduction du déficit public est fortement débattue aux Etats-Unis.

En l'absence d'accord, le président américain Barack Obama a déclenché **des coupes budgétaires de USD 85Mds**. Il en a imputé la responsabilité aux républicains, après avoir averti **qu'elles devraient peser lourdement sur la croissance de l'économie**. Le secteur de la défense et les infrastructures financées par l'Etat fédéral (sociétés du secteur de la construction) seront les plus exposés.

L'économie US se porte cependant beaucoup mieux qu'en zone euro. Les **créations d'emplois** se sont affichées à un très bon niveau (+236.000 unités) qui a permis au **chômage** d'un peu reculer tandis que la **production industrielle** et la consommation ont accéléré leur croissance.

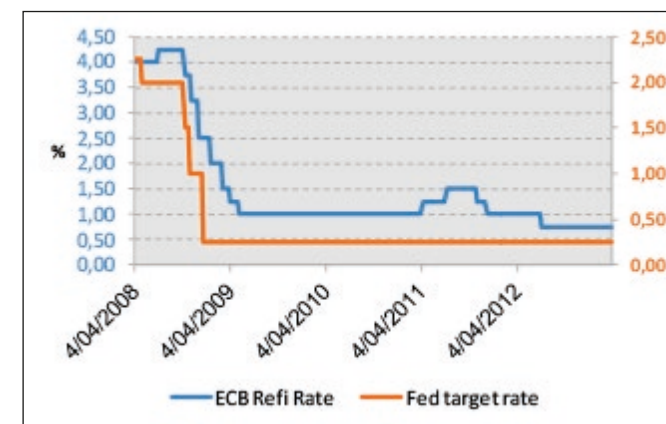
	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	119,00	165,00	236,00
Unemployment rate (%)	7,90	7,90	7,70
Fed Consumer Confidence	68,00	67,50	59,70
Retail sales (YoY)	4,20		4,60
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	6,84	7,85	8,08
Industry & Services			
ISM Services	55,20	55,00	56,00
ISM Manufacturing	54,20	54,00	51,30
Industrial Production (MoM)	0,15	0,40	0,75
Industrial Production (YoY)	2,19		2,46
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	1,40	1,80	1,70
Headline inflation	1,60	1,90	2,00
Core inflation	1,90	2,00	2,00
Fed Funds target rate	0,25		0,25

POLITIQUE MONÉTAIRE

En ce qui concerne la politique monétaire en zone euro, l'appréciation macro-économique est restée globalement inchangée, si ce n'est que le cours de change de l'euro n'a plus été présenté comme un risque à la baisse sur l'inflation, comme c'était le cas en février. Les taux de la BCE devraient donc rester inchangés dans les prochains mois, sauf si la situation économique devait soudainement se détériorer. Mais actuellement, l'institution européenne préfère ne pas se risquer à pousser le taux de dépôt taux en territoire négatif. **Les mesures non-standards ont donc toujours la préférence.**

Malgré les chiffres économiques encourageants, le président de la Reserve fédérale américaine a été clair : les conditions ne sont pas réunies pour arrêter la politique monétaire ultra-accommodante, notamment parce que la conjoncture risque encore de se dégrader dans les prochains mois suite au durcissement de la politique budgétaire.

La banque centrale américaine a ramené son **taux de chômage attendu** pour 2013 de 7,4-7,7% à 7,3-7,5%. Le seuil de 6,5% que la Fed s'est imposé avant de relever les taux ne devrait être atteint qu'en 2015.



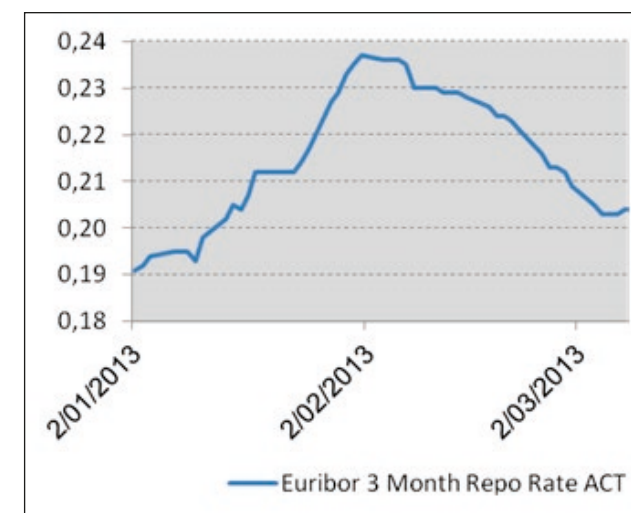
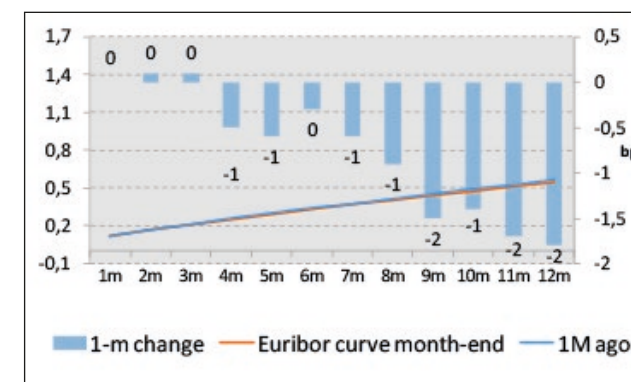
TAUX COURTS

Le mois de mars fut particulièrement calme pour les taux de court terme. En effet, ils n'ont que très légèrement diminué par rapport au mois dernier.

De manière plus globale, cette stabilisation des taux euribor s'explique par trois principaux facteurs:

- Une politique monétaire accommodante et pas de probable remontée du taux directeur prochainement
- Le ralentissement des remboursements des LTRO (opération de refinancement des banques à long terme)
- Le ralentissement de la croissance et de l'inflation en zone euro

Par ailleurs, les conditions sont réunies pour que cette situation perdure dans les prochaines semaines.



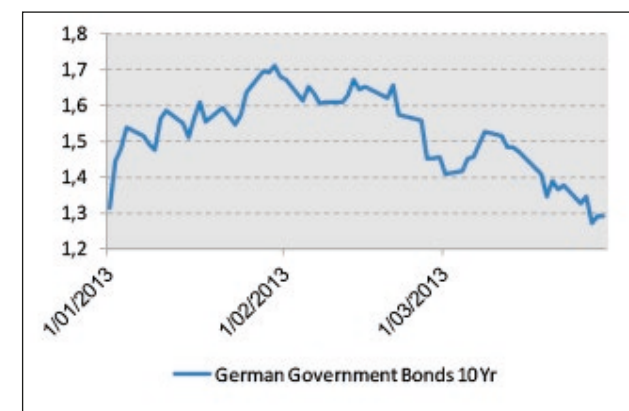
OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Avec Chypre, les élections italiennes et les données économiques décevantes, **le contexte n'est évidemment pas favorable à la prise de risque** sur les obligations d'Etats. Les obligations les plus sûres, c'est-à-dire issues notamment d'Allemagne et de France, ont donc vu leur prix grimper et leur rendement associé baisser.

Cette tendance à la baisse, initiée au mois de mars, a pour conséquence de faire revenir les taux à 10 ans des deux pays précités à des **niveaux proches de leur record historique**.

La **Belgique** reste considérée par les investisseurs comme un pays « core » et a même vu ses taux à 5 ans brièvement passer sous les taux français.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	-0,02	-6	-1	-1
5 Year	0,31	-12	2	2
Germany 10 Year	1,29	-17	-3	-3
30 Year	2,22	-10	4	4
2-10 spread	1,31	-10	-2	-2
Belgian gov. yields				
2Y	0,20	-8	9	9
5Y	1,05	3	30	30
10Y	2,24	-12	18	18
15Y	2,68	-6	26	26
10Y gov. yields				
Netherlands	1,77	3	27	27
Austria	1,70	-13	-5	-5
Portugal	6,37	4	-64	-64
Spain	5,06	-4	-21	-21
Ireland (8Y)	3,86	12	-44	-44
Italy	4,76	3	27	27
France	2,03	-14	3	3
Greece	12,44	146	54	54





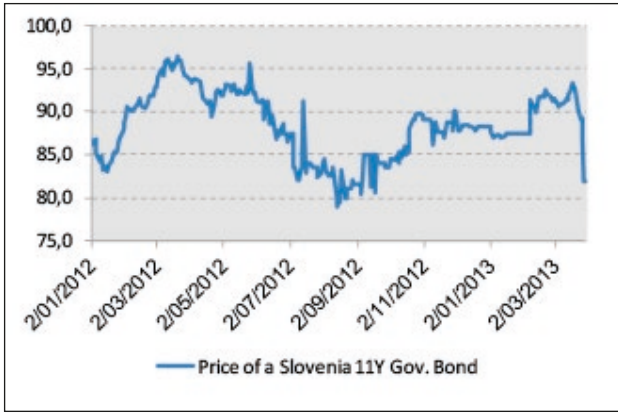
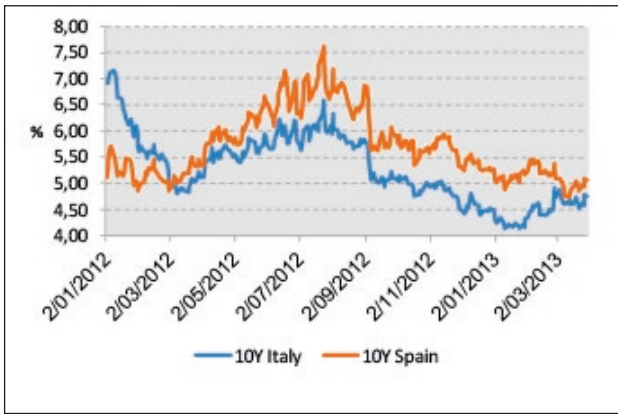
Malgré un environnement instable, les obligations des **pays périphériques** sont toutes restées relativement **inchangées**. L'Irlande a même pu émettre une nouvelle obligation à 10 ans, ce qui laisse entrevoir un avenir un peu plus positif pour ce pays ainsi que pour le Portugal qui bénéficie lui aussi d'un plan d'aide européen.

En effet, la capacité à émettre de nouvelles obligations, couplée à un plan d'aide, permet au pays concerné de bénéficier, en cas de stress sur les marchés, d'achats d'obligations par la Banque Centrale Européenne (programme OMT).

Les **raisons** derrière la relative stabilité des obligations périphériques ne sont pas précisément définies mais on peut néanmoins invoquer ce **programme OMT** de la BCE ainsi que le manque d'opportunités d'investissements qui offrent des rendements similaires aux pays périphériques.

Par contre, les craintes des marchés se sont focalisées sur la **Slovénie**. En effet, ce pays présente des similitudes avec Chypre car son secteur bancaire est aussi relativement important et connaît des problèmes.

La **comparaison avec Chypre** est cependant **limitée**. La part des avoirs bancaires rapportée au PIB en Slovénie (140%) est beaucoup moins importante qu'à Chypre (700%) et la Slovénie a beaucoup moins d'obligations d'Etat arrivant à échéance à court terme, ce qui ne l'oblige pas à se refinancer rapidement comme Chypre.



COVERED BONDS

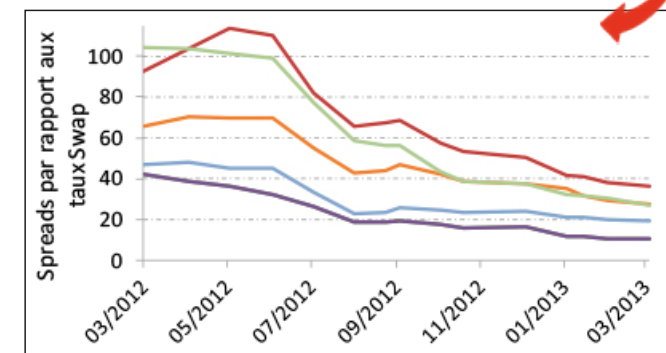
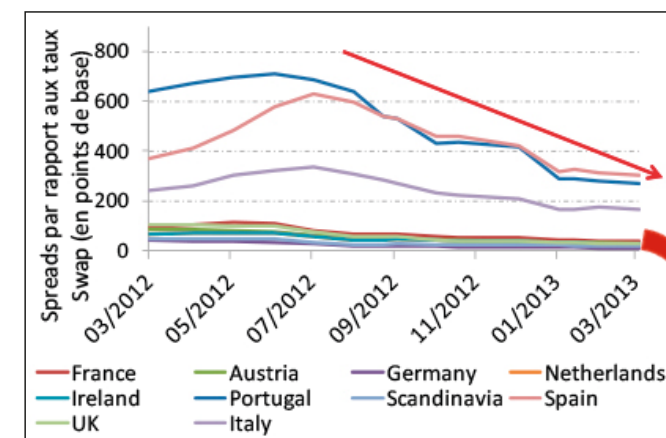
Début du mois, le marché primaire en euros était **actif** avec 5 émissions, dont deux de pays périphériques sur 5 ans : Caixabank et Bank of Ireland. Sur le **secondaire, les papiers périphériques** attiraient **beaucoup d'intérêt**, en particulier les noms plus faibles espagnols et les Multi-Cédulas.

La **situation chypriote** a quelque peu affecté le marché. Le **primaire fut réduit à néant**, et sur le secondaire la demande des investisseurs pour les papiers périphériques a fléchi.

S&P a downgradé 29 Multi-Cédulas espagnoles fin mars pour refléter une augmentation du risque de crédit.

Dans l'ensemble, **les primes de risque** des Covered bonds **sont restées stables** de par la pénurie de l'offre et l'activité modérée.

Spreads par rapport aux taux swaps des Covered Bonds par juridiction

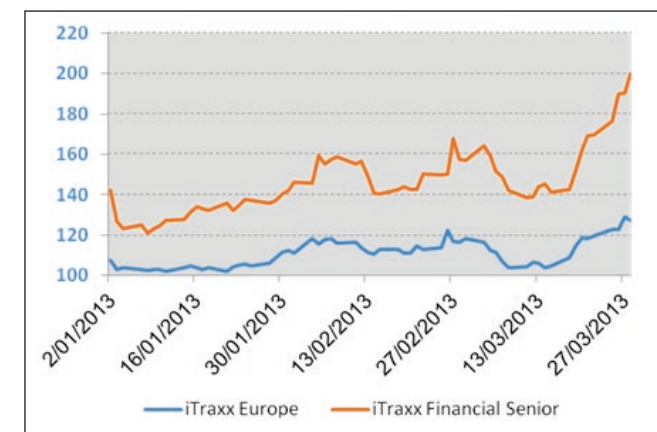


OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Alors que les **spreads de crédit** étaient restés stables en février, ils ont eu une tendance baissière en début de mois de mars suivi d'une période de latence pour enfin **terminer par un écartement violent**.

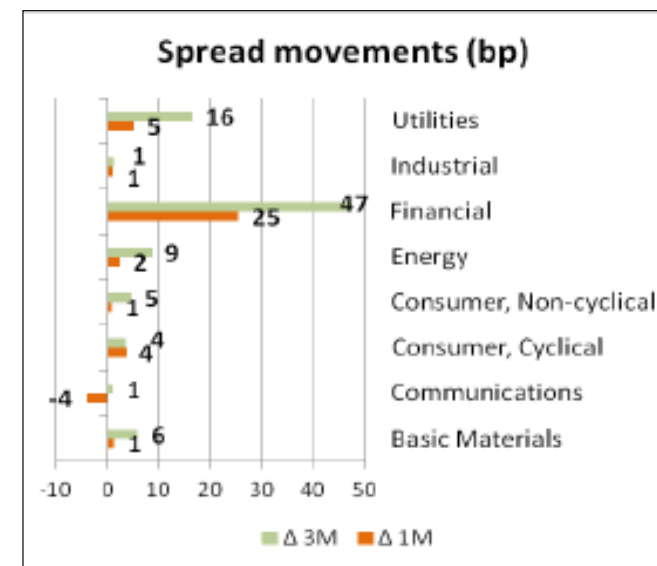
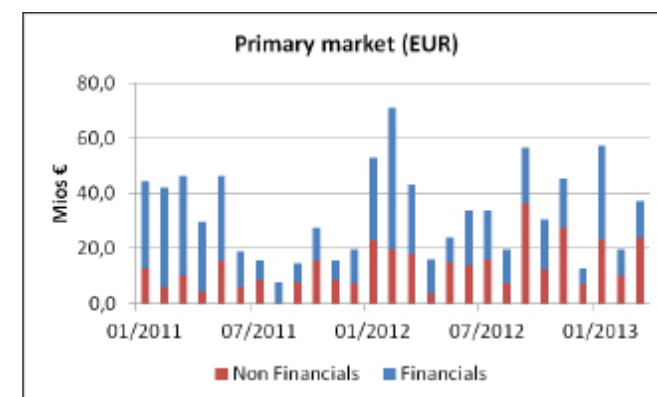
Ce bon comportement des spreads en début de mois a été soutenu par certains **indicateurs économiques encourageants ainsi que par un marché primaire très actif**. Les craintes autour de Chypre et plus particulièrement du « bail in » (participations des détenteurs de dettes aux pertes) ont ensuite repris le dessus.

Sur le mois, l'indice l'iTraxx Main s'est écarté de 8bp, le Financial Senior de 30bp et le Fin Sub de 34bp. Par **contagion**, les dettes d'**émetteurs italiens et espagnols** ont souffert. Nous avons repassé le cap psychologique de 120 points sur l'iTraxx Main qui avait été abandonné fin novembre.



En mars, les flux sont restés concentrés sur le marché **primaire** qui a vu des émissions pour 24 Mds en Corporate et 13 Mds en Financières. Le mois de **mars est traditionnellement riche** en remboursements et en refinancements par de nouvelles émissions. Les deals ont été très bien accueillis et de nouveaux émetteurs sont apparus sur le marché. On notera également une **grande diversité** avec des émissions hybrides, retails, private placements, non notés... Globalement les émetteurs se financent à long terme et à des taux faibles.

D'un **point de vue sectoriel**, ce sont les financières qui ont le plus souffert sur le mois avec un écartement de 25bp en raison des problèmes bancaires à Chypre et d'une crainte de contagion à l'ensemble du secteur.



ACTIONS

Indices

Les **marchés US** ont terminé **encore plus haut** que le mois précédent et au plus haut historique depuis 30 ans, toujours soutenus par des données économiques positives. Sur ce 1er trimestre, le S&P et le Dow Jones enregistrent une performance de respectivement +10,03% et +11,25%.

Les **indices européens** avaient finalement 'digéré' les incertitudes politiques italiennes puisque mi-mars, ils étaient remontés aux niveaux de début d'année, récupérant la faiblesse de février. Mais la solution 'atypique' à Chypre a fait craindre des mesures similaires aux autres pays périphériques (risque de contagion). Au global, les rendements mensuels en Europe sont à nouveau contrastés entre les indices des pays du Sud (IBEX:-3,77%, FTSE MIB:-3,66%) ou du Nord (AEX:+2,22%, DAX:+0,69%).



Index	28/03/2013	M/M	Quarter to	
			date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2.624,02	-0,36%	-0,45%	-0,45%
CAC 40 INDEX	3.731,42	0,23%	2,48%	2,48%
DAX INDEX	7.795,31	0,69%	2,40%	2,40%
IBEX 35 INDEX	7.920,00	-3,77%	-3,03%	-3,03%
AEX-Index	348,10	2,22%	1,57%	1,57%
FTSE MIB INDEX	15.338,72	-3,66%	-5,74%	-5,74%
BEL 20 INDEX	2.592,19	0,90%	4,70%	4,70%
S&P 500 INDEX	1.569,19	3,60%	10,03%	10,03%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3.267,52	3,40%	8,21%	8,21%
DOW JONES INDUS. AVG	14.578,54	3,73%	11,25%	11,25%

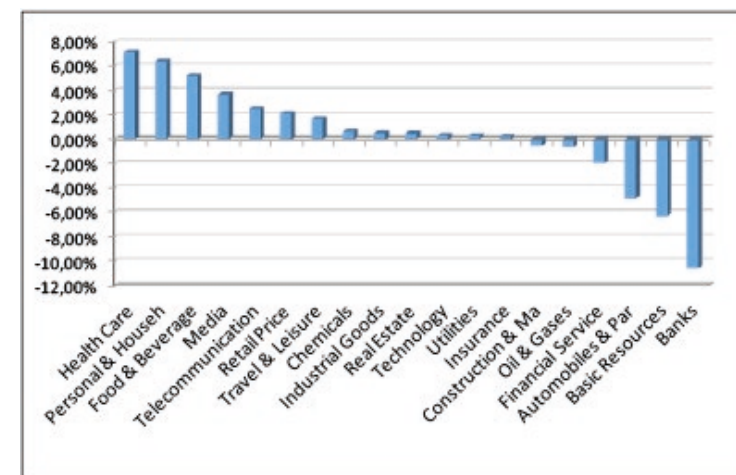
Secteurs

Les actions **bancaires** sont les titres les plus sensibles au risque systémique européen. L'Europe est à nouveau mise à mal et la crainte de contagion aux pays périphériques amplifie le mouvement. Le secteur abandonne quelques -10.58% sur le mois.

Le net recul des immatriculations de véhicules en Europe, le niveau le plus bas depuis octobre 2011, a participé à la faiblesse du secteur **auto** (-4.88%).

Le caractère défensif des secteurs **pharmaceutiques** (+7.17%) et des **boissons** (+5.20%) attirent toujours les investisseurs à la recherche de rendement.

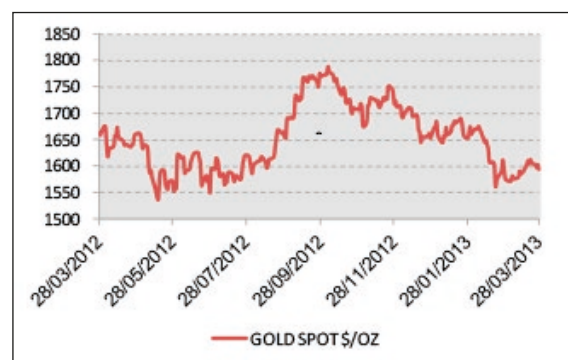
Le secteur du **luxe** (+6.39%) est toujours porté par son exposition internationale, dans des zones géographiques à croissance économique espérée supérieure à l'Europe.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

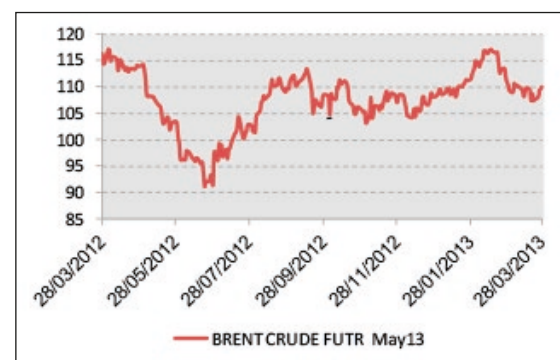
Or

L'or est légèrement remonté à 1579,58\$, soit +1%.



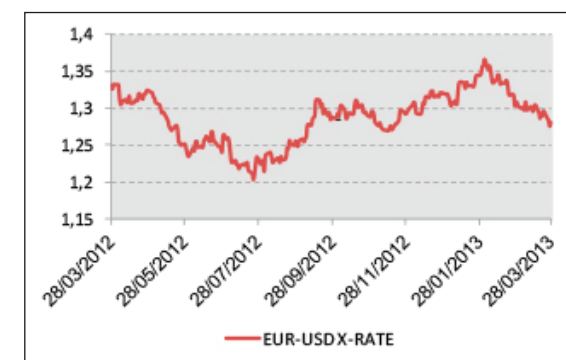
Pétrole

Le **brent** est resté quasi inchangé à 110.02\$ (-0.59%).



Eurodol

L'**eurodol** a continué à s'affaiblir, soit -2% sur le mois. Il clôture à 1,2822.



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	-0,02	-6	-1	-1
Refinance Rate	0,75	0	0	0	5 Year	0,31	-12	2	2
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,29	-17	-3	-3
Euribor 1M ACT/360	0,12	0	1	1	30 Year	2,22	-10	4	4
Euribor 3 Month ACT/360	0,21	0	2	2	2-10 spread	1,31	-10	-2	-2
Euribor 6 Month ACT/360	0,34	0	2	2	US-EU 10Y Spread	0,56	14	12	12
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,41	8	8	8	2Y	0,20	-8	9	9
EURO SWAP 2 YR	0,50	5	12	12	5Y	1,05	3	30	30
EURO SWAP 3 YR	0,61	4	14	14	10Y	2,24	-12	18	18
EURO SWAP 5 YR	0,91	-1	14	14	15Y	2,68	-6	26	26
EURO SWAP 7 YR	1,25	-4	13	13	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,67	-8	11	11	Netherlands	1,77	3	27	27
EURO SWAP 15 YR	2,10	-8	10	10	Austria	1,70	-13	-5	-5
EURO SWAP 20 YR	2,25	-7	9	9	Portugal	6,37	4	-64	-64
EURO SWAP 30 YR	2,32	-8	9	9	Spain	5,06	-4	-21	-21
Swap Spread					Ireland (8Y)	3,86	12	-44	-44
2Y EUR Sw ap Spread	52,07	11	1251	1251	Italy	4,76	3	27	27
10Y EUR Sw ap Spread	37,32	8	1220	1220	France	2,03	-14	3	3
					Greece	12,44	146	54	54

Actions, matières premières et forex

Instrumenta	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
BEX 35 INDEX	7920,00	-3,77%	-3,03%	-3,03%
EURO STOXX 50 P INDEX	2624,02	-0,36%	-0,45%	-0,45%
DAX INDEX	7795,31	0,69%	2,40%	2,40%
BEL 20 INDEX	2592,19	0,90%	4,70%	4,70%
S&P 500 INDEX	1569,19	3,60%	10,03%	10,03%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3267,52	3,40%	8,21%	8,21%
DOW JONES INDUS. AVG	14578,54	3,73%	11,25%	11,25%
Volatility				
V2X	20,89	0	0	-2,15%
Vix Index	12,70	-3	-5	-29,52%
ITraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 06/18	126,00	10	9	7,32%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/18	486,06	40	4	0,83%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/18	194,35	37	53	37,52%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/18	312,12	44	77	32,63%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,28	-1,82%	-2,83%	-2,83%
BALTIC DRY INDEX	910,00	20,21%	30,19%	30,19%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	109,27	-2,14%	-2,39%	-2,39%
GOLD SPOT \$/OZ	1598,75	1,21%	-4,57%	-4,57%



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.