



avril
2013

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Les nouvelles sont mitigées pour la zone euro. Du côté positif, une forte baisse des taux périphériques a été observée, ce qui induit un financement plus facile pour les entreprises comme pour les gouvernements de ces pays en difficulté. L'Italie, par exemple, n'avait plus vu son taux à 10 ans passer sous les 4.00% depuis 2010. Ces taux plus bas auront un impact positif sur l'activité économique ainsi que sur le budget des Etats.

Malheureusement, cet impact n'a pas encore pu être observé sur l'économie réelle. Jusqu'à présent, les statistiques montrent que la zone euro continue à s'enfoncer dans la récession, faisant de plus en plus douter du rebond attendu au deuxième semestre. Or, la croissance est cruciale pour permettre un assainissement des finances publiques. Il semble d'ailleurs que petit à petit, la priorité des politiques économiques porte plus sur la croissance que sur le déficit budgétaire.

Ce retour à la croissance devient de plus en plus urgent car une grande partie des outils dont disposent les gouvernements et la banque centrale ont déjà été utilisés.

SOMMAIRE

Introduction	2
En bref...	3
Contexte de marché mondial	4
Contexte de marché en Europe	5
Contexte de marché aux Etats-Unis	6
Politique monétaire	7
Taux courts	8
obligations gouvernementales	9
Covered bonds	11
Obligations d'entreprises	12
Actions	13
Taux de change et matières premières	15
Annexes	16

EN BREF...

- **Aux Etats-Unis**, les derniers indicateurs sont mitigés mais confirment tout de même une reprise progressive de l'économie pour l'année 2013.
- **En Europe**, la situation économique se dégrade toujours et de plus en plus de voix s'élèvent contre l'austérité. Dans ce contexte délicat, la BCE a décidé de baisser son principal taux directeur à 0,50%.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, la recherche de rendement et l'afflux de liquidités ont encore poussé l'ensemble des taux à la baisse.
- Sur les marchés de **covered bonds**, l'offre limitée continue de provoquer une contraction des spreads.
- Sur les **obligations d'entreprises**, les spreads de crédit se sont comprimés, ramenant en cette fin de mois, l'indice iTraxx 5 ans eur sous les 100bps. Le marché primaire est resté actif malgré la saison des résultats des sociétés qui a commencé.
- Les indices **actions** progressent grâce aux espoirs de soutien des banques centrales en réaction à la dégradation des indicateurs économiques.

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 MONDIAL

Pour ce mois d'avril, **deux nouvelles internationales** ont eu un impact direct sur les marchés européens :

➤ **La Banque Centrale Japonaise** a annoncé la mise en place d'une politique **d'assouplissement quantitatif** sans précédent. En effet, la BoJ a indiqué vouloir injecter des liquidités sur les marchés monétaires de telle manière que la base monétaire augmenterait à un rythme annuel d'environ 60 000 à 70 000 milliards de yens (€500 à €580 milliards). Cette nouvelle politique est censée **permettre d'atteindre d'ici deux ans l'objectif de 2%** d'inflation fixé par le Premier ministre et de relancer la croissance dans le pays.

➤ **La publication du PIB** chinois pour le 1er trimestre 2013 a déçu les marchés. **En recul à 7,7%**, le taux de croissance est en dessous des 8% du consensus et des 7,9% du dernier trimestre de 2012. Malgré la volonté politique de réformes et de transformation du modèle de croissance, la consommation et les services peinent à prendre le relais des exportations et de l'industrie.

Dans ce contexte, le FMI a révisé **sensiblement à la baisse ses prévisions de croissance mondiale pour 2013** pour la plupart des pays. Au-delà de ce ralentissement généralisé, des disparités importantes persistent entre les différentes régions du monde. Ainsi pour 2013, **le FMI prévoit une croissance du PIB pour la zone Euro, les Etats-Unis et la Chine de respectivement -0,3% , 1,9% et 8%.**

CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

L'actualité européenne du mois d'avril inclut la **formation d'un gouvernement en Italie** après deux mois de négociations. Les 21 nouveaux ministres de cette coalition gauche-droite constituent un gouvernement hétérogène excluant le mouvement contestataire et anti-européen « 5 étoiles » de Beppe Grillo. Mais le nouveau **Premier Ministre, Enrico Letta**, a déjà précisé que la réduction de la pression fiscale sans endettement supplémentaire sera un objectif permanent de ce gouvernement dans tous les domaines.

De manière globale, **les pays en difficultés** de la zone euro souhaiteraient réduire leurs efforts budgétaires afin d'atténuer la récession qui les frappe actuellement. De fait, **l'austérité est de plus en plus controversée** avec notamment la remise en cause d'un article de K. Rogoff et C. Reinhart qui liait un taux d'endettement supérieur à 90% à une croissance faible. Beaucoup d'économistes et d'hommes politiques ont utilisé cette étude mondialement reconnue **pour justifier une politique économique de rigueur**.

Comme lors des mois précédents, les indicateurs de confiance dans la zone euro illustrent toujours **une situation économique très problématique**.

Les indicateurs PMI restent tous sous la barre de 50, qui est le niveau distinguant une expansion d'une contraction de l'économie. **Le PMI du secteur manufacturier s'est encore replié**, passant de 46,8 à 46,5 en avril. Cette baisse a été compensée par une légère hausse du PMI dans les services (46,6 contre 46,4).

L'enquête de la Commission européenne montre également que **le sentiment économique** (entreprises et ménages confondus) **est en baisse**. Il est passé de 90,1 en mars à 88,6 en avril.

Dans le même temps, **le taux de chômage de la zone euro a augmenté** pour atteindre un nouveau record historique à 12,1%. Sans surprise, le chômage touche particulièrement les pays sud-européens avec notamment **un taux supérieur à 27% en Espagne**.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	12,00	12,10	12,10 →
EC Consumer Confidence	-23,50	-22,30	-22,30 →
EZ Retail sales	-0,10	1,20	-1,40 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	106,70	106,20	104,40 ↓
EC Composite PMI	46,80	46,60	46,50 ↓
EC Business climate	-0,75	-0,91	-0,93
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-2,40	-2,50	-3,10 ↓
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	1,70	1,40	1,30 ↓
EZ Headline Inflation (YoY)	1,70	1,60	1,20 ↓
EZ Core Inflation (YoY)	1,50	1,50	1,50 →
ECB Refi rate	0,75	0,75	0,50

* : 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, bien que tous les indicateurs indiquent une reprise, les chiffres économiques parus au mois d'avril montrent que **cette reprise économique reste vulnérable**.

Tout d'abord, **l'indice ISM** de l'industrie manufacturière pour mars est redescendu de 54,2 à 51,3, soit **le niveau le plus faible des trois derniers mois**. Les principales composantes de l'indicateur se sont repliées et certaines sont même repassées sous le seuil de 50. Ce déclin montre que **l'incertitude relative aux finances publiques américaines persiste**.

De plus, **le marché du travail américain semble s'être affaibli quelque peu**. En effet, le chiffre de créations d'emplois s'élève à 88.000, ce qui est largement inférieur aux 190.000 créations d'emplois attendues et au chiffre définitif pour février (268.000). Le taux de chômage est par contre redescendu en mars à 7,6%, contre 7,7% le mois précédent.

Enfin, tout comme dans la zone euro, **les pressions inflationnistes ne cessent de diminuer** laissant donc les coudées franches aux **banques centrales pour une politique monétaire accommodante**.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	268,00	190,00	88,00 ↓
Unemployment rate (%)	7,70	7,70	7,60 ↑
Fed Consumer Confidence	61,90	61,00	68,10 ↑
Retail sales (YoY)	4,40		2,80
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	8,08	9,00	9,32 ↑
Industry & Services			
ISM Services	56,00	55,50	54,40 ↓
ISM Manufacturing	54,20	54,00	51,30 ↓
Industrial Production (MoM)	1,06	0,20	0,41 ↑
Industrial Production (YoY)	2,49		3,47
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	1,70	1,40	1,10 ↓
Headline inflation	2,00	1,60	1,50 ↓
Core inflation	2,00	2,00	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

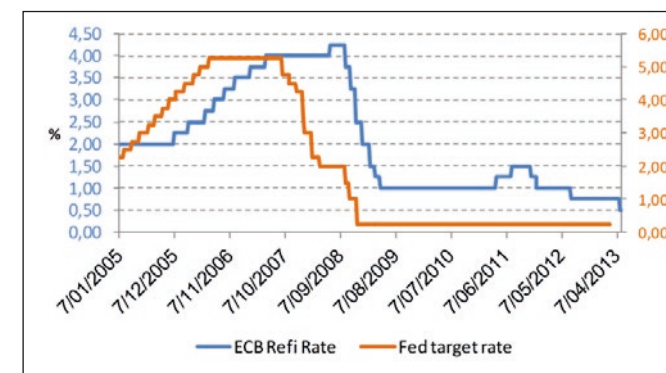
POLITIQUE MONÉTAIRE

Lors de la réunion monétaire **au début du mois d'avril**, la BCE a laissé les taux inchangés. En dépit du repli des indicateurs de confiance en mars, le ton de la BCE à propos de l'économie est resté quasiment identique. La BCE continuait à s'accrocher à l'idée que **les améliorations sur les marchés financiers** depuis l'été dernier finiront par **se répercuter sur l'économie réelle**.

Cependant, les indicateurs qui laissent envisager une telle reprise économique en zone euro sont de plus en plus rares. C'est pourquoi un nombre croissant d'analystes a émis l'idée qu'une nouvelle baisse des taux était de plus en plus probable, tout en convenant que des mesures monétaires non conventionnelles seraient plus efficaces dans le contexte actuel.

C'est finalement une nouvelle baisse des taux de 25bp du taux directeur qui est survenue ce 2 mai.

Aux Etats-Unis, la publication du compte-rendu de la dernière réunion de politique monétaire dresse un état plutôt positif de la reprise économique. C'est pourquoi plusieurs membres de **la Fed** laissent entendre que **l'assouplissement quantitatif pourrait être diminué** prochainement compte tenu des développements favorables de l'économie américaine.



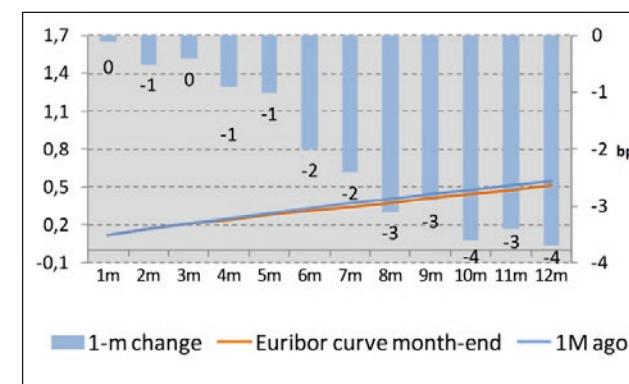
TAUX COURTS

Aucun fait marquant n'est à noter durant le mois d'avril. **Jusqu'à ce jour, les taux courts n'ont pas subi de modification notable.** Il est évident que la BCE a pour volonté de maintenir les taux interbancaires à des niveaux bas afin de stabiliser le système bancaire européen. Au vu du nouvel abaissement du principal taux directeur de la BCE, on ne devrait pas assister à une hausse des taux courts dans les prochains mois.

Au niveau des liquidités, les banques européennes ont remboursé près de 275 milliards d'euros, soit 27% des fonds empruntés auprès de la BCE dans le cadre **des opérations LTRO 1 et 2** de décembre 2011 et février 2012, une aubaine pour l'institution qui voit son bilan se réduire.

Depuis mi-mars, les établissements de la périphérie, principalement espagnols et italiens, semblent préférer rembourser la BCE de manière anticipée plutôt que de bénéficier des liquidités dont elles disposent.

Ce mouvement témoigne d'une amélioration du refinancement des banques en Europe et d'un système bancaire encore largement excédentaire en liquidité.



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

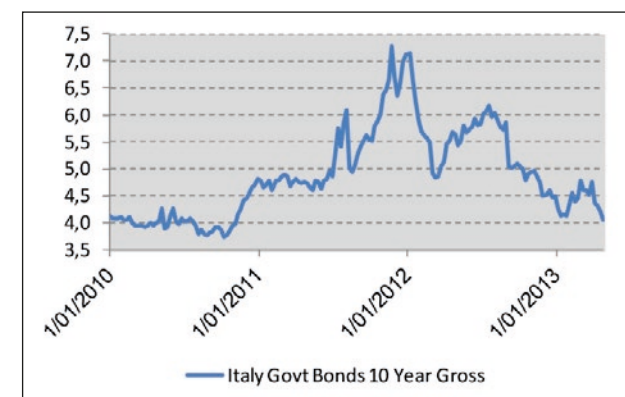
En Europe, les données macroéconomiques ont surpris négativement et en conséquence, les **taux « core » ont encore un peu baissé** pour terminer le mois d'avril proches de leurs points bas historiques. Les **taux belges** n'ont pas fait exception.

Mais au-delà de ce mouvement, on notera surtout la **forte baisse des rendements obligataires périphériques**, et notamment ceux de l'Italie dont le 10 ans est passé sous les 4.00%, ce qui n'avait plus été observé depuis fin 2010. Pour ce pays, le mouvement peut-être en partie justifié par la formation d'un gouvernement.

L'Irlande et le Portugal ont aussi eu leur lot de bonnes nouvelles car les prêts qui leur ont été accordés par l'Union Européenne ont été prolongés de 7 ans.

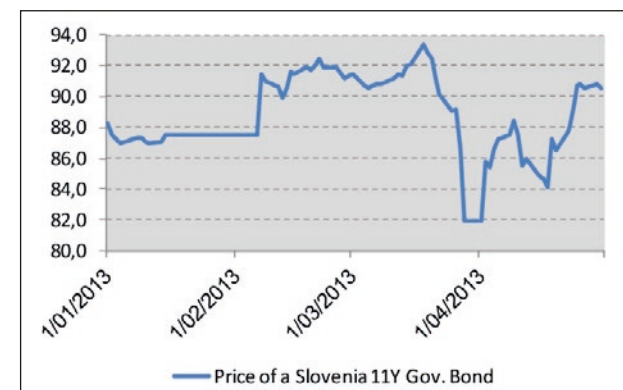
Mais le mouvement global sur les périphériques s'explique principalement par une **recherche avide de rendement** dans un environnement où les placements les plus sûrs ne rapportent même pas 2.00% à 10 ans.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,01	4	4	3
5 Year	0,33	2	2	4
Germany 10 Year	1,22	-7	-7	-10
30 Year	2,10	-11	-11	-7
2-10 spread	1,20	-11	-11	-13
Belgian gov. yields				
2Y	0,12	-8	-8	0
5Y	0,84	-21	-21	8
10Y	1,96	-28	-28	-10
15Y	2,40	-28	-28	-3
10Y gov. yields				
Netherlands	1,58	-19	-19	8
Austria	1,63	-6	-6	-11
Portugal	5,71	-66	-66	-130
Spain	4,14	-93	-93	-113
Ireland (8Y)	3,22	-64	-64	-108
Italy	3,89	-87	-87	-61
France	1,71	-31	-31	-29
Greece	11,02	-142	-142	-88



Cette recherche de rendement est exacerbée par la **politique monétaire agressive** qui a été annoncée **au Japon** et qui consiste à inonder le marché de liquidité. Cette liquidité va devoir être placée au Japon mais aussi dans le reste du monde, ce qui crée donc une vague d'achats sur différentes classes d'actifs, et pousse les prix obligataires à la hausse (et donc les rendements à la baisse).

Enfin, la **Slovénie**, dont les craintes d'un scénario à la Chypriote poussaient les prix obligataires à la baisse, a suivi le mouvement des périphériques durant le mois d'avril. Les prix obligataires sont donc sensiblement remontés aussi. Cependant, le dernier jour du mois, Moody's a annoncé le downgrade du pays en catégorie spéculative.



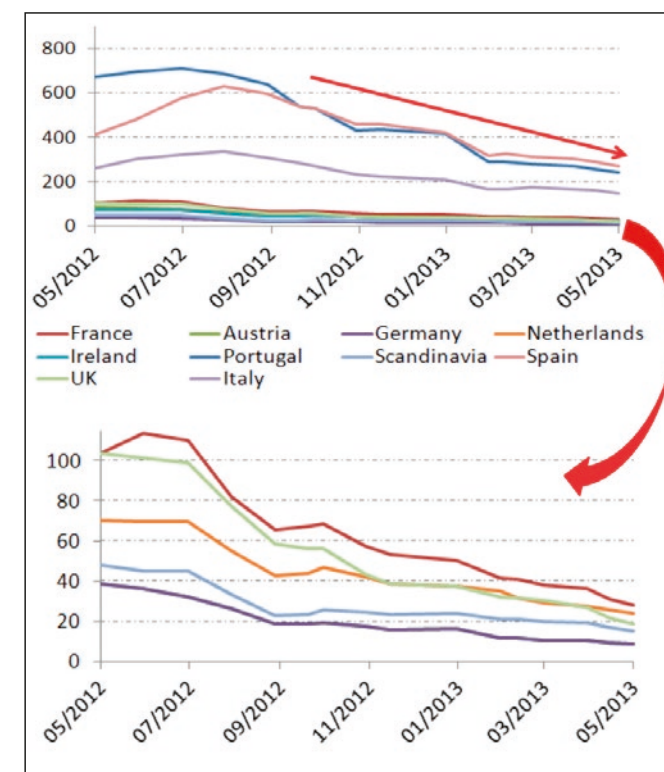
COVERED BONDS

On a observé **une relance du marché primaire en milieu de mois** avec une dizaine d'émissions sur les pays Core. Toutes ont été bien reçues, conduisant à un **resserrement des courbes secondaires** (diminution des primes de risque) de 2 à 5 points de base.

En fin de mois, **l'offre relativement limitée** de ce type d'obligations a continué de provoquer une **contraction des spreads**.

La plupart des covered périphériques ont **suivi les mouvements de leurs souverains sous-jacents**. Les titres espagnols, irlandais et italiens sont ceux qui en ont le plus bénéficié.

Spreads par rapport aux taux swaps des Covered Bonds par juridiction



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

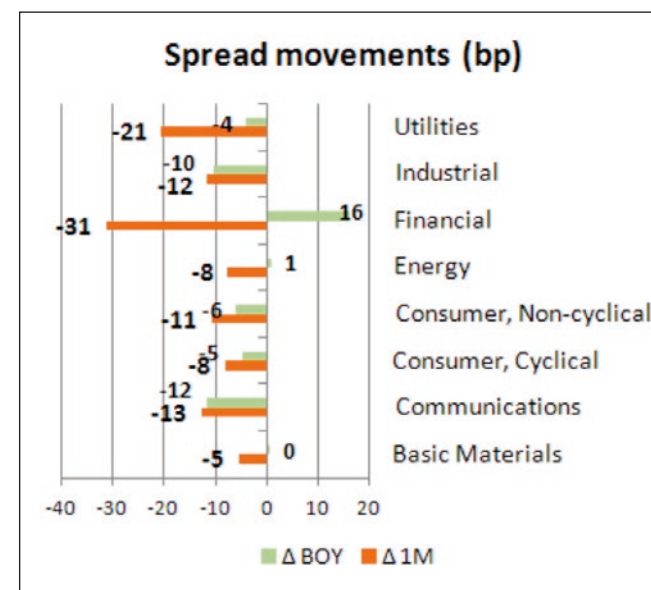
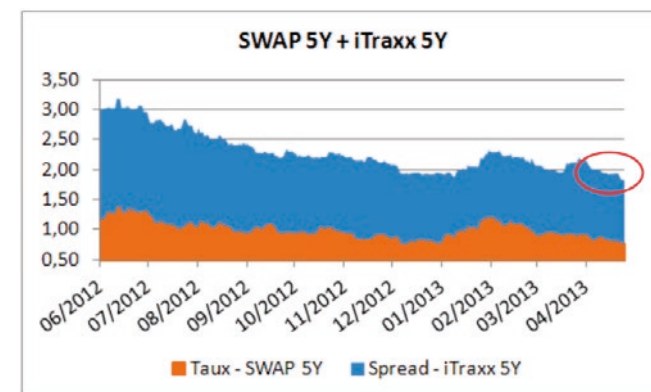
Le mois d'avril a été « **risk on** ». Les investisseurs sont prêts, voire obligés de prendre du risque pour capter un peu de rendement. Ce phénomène s'est reflété dans la prime de risque qui n'a cessé de se réduire après le point haut observé fin mars. Ainsi l'iTraxx Main **aura baissé de plus de 25bp** pour atteindre un niveau de 98 bps à la clôture ce 30 avril.

Les obligations d'entreprises se sont renchériées alors que la saison des publications de résultats par les sociétés a débuté et s'avère en moyenne 'neutre'. Cette bonne tenue du marché crédit semble donc être due à un **effet technique**. Les investisseurs sont confrontés à un **manque d'alternatives** en cette période de taux bas et n'ont donc que peu de choix d'investissements.

La base « taux » se réduit et les spreads de crédit suivent la même tendance ce qui rend le **rendement absolu de plus en plus faible** (voir graphique).

Le **marché primaire** a continué à être actif malgré la saison des résultats qui a en général tendance à ralentir le volume d'émission. Nous avons continué de voir des **profils tout à fait différents** allant du High Yield au AAA (cela existe encore, Microsoft 20 ans offrant du 2.63%) en passant par du non raté.

D'un **point de vue sectoriel**, ce sont à nouveau les secteurs les plus corrélés aux souverains qui bénéficient de la compression de spreads la plus importante, à savoir les Financières et les Utilities.

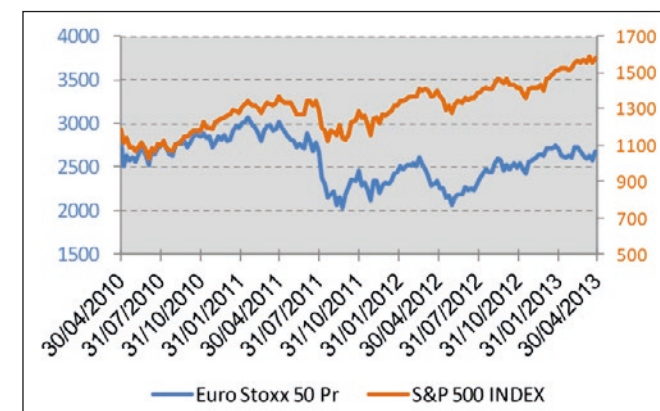


ACTIONS

Indices

Les marchés actions ont connu un mois **d'avril très volatil**. Les actions ont d'abord été pénalisées par des **données économiques décevantes**, en provenance de Chine et d'Europe, qui témoignent d'une perte de dynamisme de l'économie mondiale. Ensuite, ils sont remontés avec **l'anticipation de mesures de soutien des banques centrales**. Sur le mois, les indices américains ont progressé de 1,8% et l'Eurostoxx50 a gagné 3,35%.

En Europe, on observe **les meilleures performances pour les pays du Sud** : +9,32% en Italie (qui a un nouveau gouvernement) et +6,30% en Espagne. Par contre, l'économie allemande montre des signes de faiblesse et son indice de référence, le Dax, ne progresse que de 1,52%.



Index	30/04/2013	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2712	3,35%	3,35%	2,89%
CAC 40 INDEX	3856,75	3,36%	3,36%	5,92%
DAX INDEX	7913,71	1,52%	1,52%	3,96%
IBEX 35 INDEX	8419	6,30%	6,30%	3,08%
AEX-Index	351,39	0,95%	0,95%	2,53%
FTSE MIB INDEX	16767,66	9,32%	9,32%	3,04%
BEL 20 INDEX	2643,42	1,98%	1,98%	6,77%
S&P 500 INDEX	1597,57	1,81%	1,81%	12,02%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3328,79	1,88%	1,88%	10,24%
DOW JONES INDUS. AVG	14839,8	1,79%	1,79%	13,25%

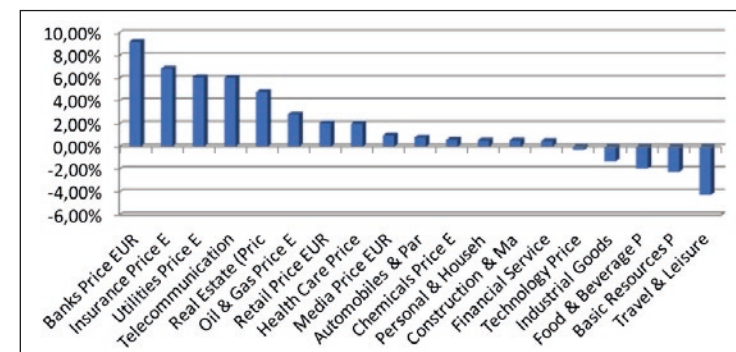
Secteurs

Le secteur **bancaire** (+9,21%) a été porté par les anticipations de soutien de la BCE.

Le secteur des **utilities** (+6,11%) a progressé en raison de sa faible valorisation et du dividende élevé qu'il procure, tout comme les **télécoms** (+6,06%), qui en plus, font l'objet de rumeurs de consolidation.

Le secteur « **alimentation et boissons** » a reculé de 1,94% après les nombreuses déceptions lors des publications trimestrielles.

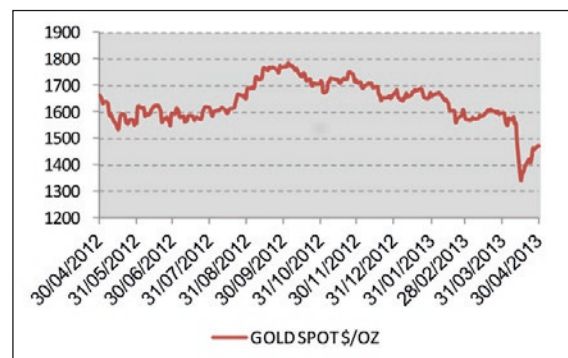
Le secteur des **matériaux de base** (-2,22%) est pénalisé par la chute des matières premières suite aux chiffres économiques inférieurs aux attentes, notamment en provenance de Chine.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

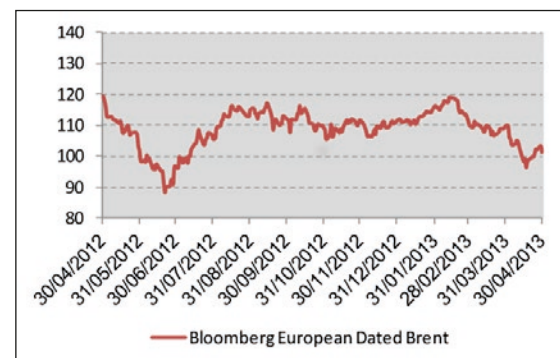
Or

L'**or**, au plus bas depuis 2011, est pénalisé par les craintes de ventes massives de la part des banques centrales européennes. Il perd 7,63% sur le mois et clôture à 1476,75\$ l'once.



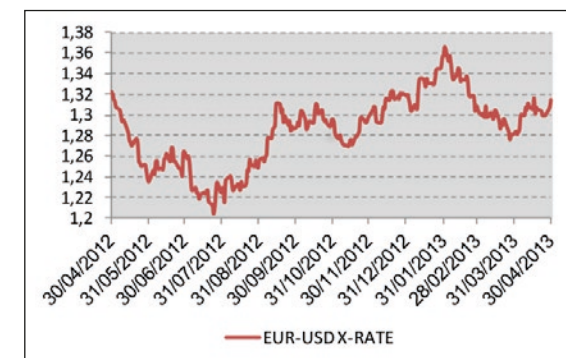
Pétrole

Le **brent** a chuté de 6,83% (à 101,81\$) sur fond d'anticipations de baisse de la demande.



Eurodol

L'**eurodol** a terminé le mois à 1,3158, en hausse de 2,64%.



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	0,01	4	4	3
Refinance Rate	0,75	0	0	0	5 Year	0,33	2	2	4
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,22	-7	-7	-10
Euribor 1M ACT/360	0,12	0	0	1	30 Year	2,10	-11	-11	-7
Euribor 3 Month ACT/360	0,21	0	0	2	2-10 spread	1,20	-11	-11	-13
Euribor 6 Month ACT/360	0,32	-2	-2	-1	US-EU 10Y Spread	0,46	-10	-10	1
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,33	-8	-8	0	2Y	0,12	-8	-8	0
EURO SWAP 2 YR	0,40	-10	-10	2	5Y	0,84	-21	-21	8
EURO SWAP 3 YR	0,48	-13	-13	2	10Y	1,96	-28	-28	-10
EURO SWAP 5 YR	0,75	-16	-16	-2	15Y	2,40	-28	-28	-3
EURO SWAP 7 YR	1,06	-19	-19	-6	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,47	-20	-20	-9	Netherlands	1,58	-19	-19	8
EURO SWAP 15 YR	1,90	-20	-20	-10	Austria	1,63	-6	-6	-11
EURO SWAP 20 YR	2,07	-19	-19	-10	Portugal	5,71	-66	-66	-130
EURO SWAP 30 YR	2,15	-17	-17	-8	Spain	4,14	-93	-93	-113
Swap Spread					Ireland (8Y)	3,22	-64	-64	-108
2Y EUR Sw ap Spread	38,60	-13	-13	-97	Italy	3,89	-87	-87	-61
10Y EUR Sw ap Spread	25,87	-11	-11	75	France	1,71	-31	-31	-29
					Greece	11,02	-142	-142	-88

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8419,00	6,30%	6,30%	3,08%
EURO STOXX 50 P INDEX	2712,00	3,35%	3,35%	2,89%
DAX INDEX	7913,71	1,52%	1,52%	3,96%
BEL 20 INDEX	2643,42	1,98%	1,98%	6,77%
S&P 500 INDEX	1597,57	1,81%	1,81%	12,02%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3328,79	1,88%	1,88%	10,24%
DOW JONES INDUS. AVG	14839,80	1,79%	1,79%	13,25%
Volatility				
V2X	20,26	-1	-1	-5,12%
Vix Index	13,52	1	1	-24,97%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 06/18	96,48	-30	-30	-17,82%
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/18	395,89	-90	-90	-17,87%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/18	145,67	-49	-49	3,07%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/18	234,94	-77	-77	-0,16%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,32	2,72%	2,72%	-0,19%
BALTIC DRY INDEX	863,00	-5,16%	-5,16%	23,46%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	101,81	-6,83%	-6,83%	-9,05%
GOLD SPOT \$/OZ	1476,75	-7,63%	-7,63%	-11,85%



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.