



octobre
2011

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Après des mois d'hésitations et d'incertitudes, les marchés financiers ont accueilli avec soulagement l'accord sur la Grèce intervenu entre les membres de la zone euro ce 26 octobre.

Même si les détails ne sont pas encore connus, les dirigeants européens se sont entendus sur un effacement de 50% de la dette souveraine grecque, la recapitalisation des banques à hauteur de 106 milliards d'euros et la démultiplication des capacités du FESF jusqu'à un montant de 1.000 milliards d'euros.

Malheureusement, l'annonce faite quelques jours plus tard par le premier ministre grec d'organiser un referendum sur ce plan de sauvetage a fortement compromis les chances de voir ce plan s'appliquer, ce qui pourrait mener à une faillite de la Grèce.

Au-delà de la perte de crédibilité de l'Europe, le risque de contagion aux autres pays européens semble s'accroître. Cela s'est traduit directement par une augmentation des spreads des taux longs vis-à-vis de l'Allemagne.

Au niveau international, le ralentissement de la croissance en Chine et le très lent redressement aux Etats-Unis ne sont pas de nature à rassurer les marchés sur la santé de l'économie mondiale.

SOMMAIRE

Contexte de marché en Europe	4
Contexte de marché aux Etats-Unis	6
Politique monétaire et banques centrales	7
Taux courts	8
Taux longs - Obligations gouvernementales	9
Covered bonds	11
Obligations d'entreprises	12
Actions	13
Taux de change et matières premières	16

EN BREF...

- Durant le mois d'octobre, la perspective croissante d'une restructuration d'envergure de la dette grecque et les difficultés auxquelles font face les marchés financiers ont freiné les prévisions de croissance de l'économie de la zone euro.
- Même si la situation des Etats-Unis s'améliore légèrement, beaucoup d'incertitudes planent toujours sur la vigueur de la reprise économique dans ce pays.
- Les taux du marché monétaire sont restés stables. Ils sont actuellement tiraillés entre un ralentissement économique et la vive tension interbancaire.
- Les taux de référence (Bund et Swap) ont été très volatils et fortement liés à la décision sur la Grèce.
- La BCE a annoncé un nouveau programme d'achat de Covered Bonds de 40 milliards (CBPP2) pour favoriser la liquidité de ce marché.
- Les obligations d'entreprises ont également profité d'une vague positive avec des spreads revus fortement à la baisse et une réactivation du marché primaire.
- Le rebond des indices actions (Eurostoxx50 : +9,43% et S&P : +10,77%) a été alimenté par l'optimisme des investisseurs.

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

Dans la zone euro, la crise des dettes souveraines reste la problématique principale. Cela fut reflété par la nouvelle vague de dégradations de plusieurs états européens par les agences de notations, renforçant ainsi les craintes des marchés.

Ainsi la **dette espagnole** a été dégradée trois fois en deux semaines, la **note de l'Italie** a été abaissée d'un cran par Fitch et la menace sur les notations belge et française s'intensifie..

Dans ce contexte, les détails de **l'accord** arraché par le duo Sarkozy-Merkel **sur la Grèce** ont retenu l'attention des analystes. Ce plan de sauvetage comprend donc une décote de 50% sur les dettes souveraines grecques, ce qui reviendrait à effacer 100 milliards d'euros de créances et ramènerait la dette grecque de plus de 160% du PIB actuellement à 120% en 2020.

Les Européens se sont également entendus sur un **accroissement des capacités du FESF** jusqu'à un volume de 1.000 milliards d'euros auquel pourraient participer des investisseurs internationaux, comme la Chine ou d'autres grands pays émergents. L'union européenne s'est également engagée à **recapitaliser les banques** pour un montant de 106 milliards d'euros d'ici le 30 juin 2012.

Malheureusement, l'annonce d'un **referendum grec** sur l'adoption ou non de ce plan comme annoncé par Mr. Papandréou remet beaucoup de choses en question et inquiète fortement les marchés financiers.

Bien que meilleurs qu'attendu, les derniers chiffres parus au mois d'octobre confirment le ralentissement économique en Europe.

En effet, **les indices PMI** reflètent toujours **un repli de l'activité en Europe** avec un point d'attention particulier sur l'indice de la France qui est ressorti à 46.8, soit un plus bas depuis mai 2009.

Par ailleurs, la crise de la dette pèse aussi sur **la confiance des consommateurs** qui continue à se détériorer. La situation du marché du travail risque aussi de ralentir la consommation car le taux de chômage en zone euro est remonté à 10,2%.

Concernant **l'inflation**, les prix à la consommation ont grimpé de 3%, ce qui a largement joué en faveur d'un statut quo du taux directeur de la BCE à 1.50%.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	10,10	10,00	10,20
EC Consumer Confidence	-19,10	-19,90	-19,90
EZ Retail sales	-0,30	-0,70	-1,00
Industry & Services			
Ifo Business Climate	107,40	106,20	106,40
EC Composite PMI	49,10	47,20	47,20
EC Business climate	-0,06	-0,20	-0,18
EZ new orders (YoY)	8,90	5,80	6,20
EZ industrial production (YoY)	4,40	2,10	5,30
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	6,10	5,80	5,90
EZ Headline Inflation (YoY)	3,00	2,90	3,00
EZ Core Inflation (YoY)	1,20	1,50	1,60
ECB Refi rate	1,50	1,50	1,50

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

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Enfin un bon **signe pour l'emploi** aux Etats-Unis, où les nonfarm payrolls ont progressé au-delà des prévisions du marché. En effet, l'économie américaine a créé 103.000 emplois au mois de septembre. Cependant, le taux de chômage aux USA se maintient à 9.1 % pour ce même mois et du côté politique, le blocage est complet sur le plan proposé par Obama visant à soutenir l'emploi.

Dans le même temps, même si la **consommation** des ménages se maintient, les indices de confiance des consommateurs continuent à se dégrader.

Au niveau de **l'immobilier**, les derniers chiffres restent mitigés. Les mises en chantier et les ventes de maisons neuves ont rebondi mais les ventes des maisons existantes et les prix continuent à baisser.

Par ailleurs, **l'inflation**, hors prix alimentaires et énergétiques, se stabilise à 2%. Mais les prix à la production continuent à progresser et maintiennent donc une pression inflationniste.

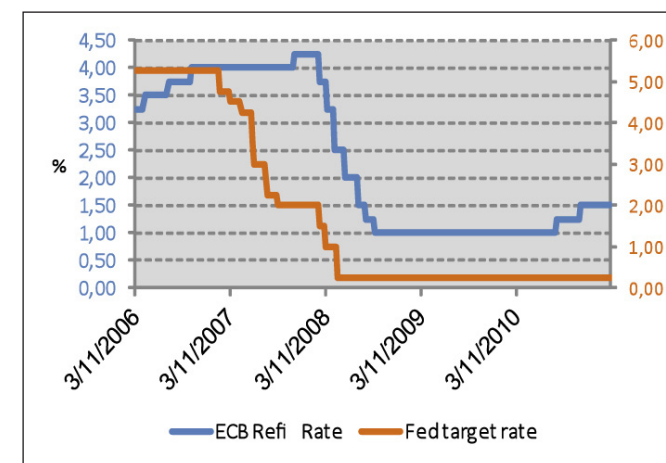
	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	10,10	10,00	10,20 ↑
EC Consumer Confidence	-19,10	-19,90	-19,90 →
EZ Retail sales	-0,30	-0,70	-1,00 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	107,40	106,20	106,40 ↑
EC Composite PMI	49,10	47,20	47,20 →
EC Business climate	-0,06	-0,20	-0,18 ↑
EZ new orders (YoY)	8,90	5,80	6,20 ↑
EZ industrial production (YoY)	4,40	2,10	5,30 ↑
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	6,10	5,80	5,90 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	3,00	2,90	3,00 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,20	1,50	1,60 ↑
ECB Refi rate	1,50	1,50	1,50 →

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

POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANQUES CENTRALES

Malgré le contexte économique défavorable, la **BCE** n'a pas modifié **son taux directeur en octobre (1,50%)**. Néanmoins le remplacement de J-C Trichet par Mario Draghi à la tête de la Banque Centrale Européenne ainsi que les turbulences liées à la crise de la dette pourraient influencer sur la politique monétaire de l'institution. D'ailleurs, la BCE utilise déjà d'autres instruments monétaires afin de calmer les marchés financiers.

Selon **la Fed**, beaucoup d'incertitudes pèsent sur l'économie américaine même si la croissance devrait être plus forte au second semestre. Dans ce contexte, la banque centrale américaine a dernièrement laissé la porte ouverte à un éventuel troisième « quantitative easing » (une injection massive de liquidités dans le marché). Quant au taux directeur, il devrait normalement rester à 0,25% jusqu'à la mi-2013.



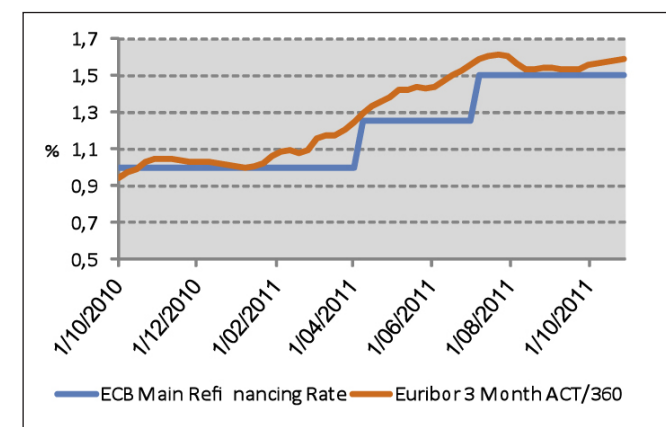
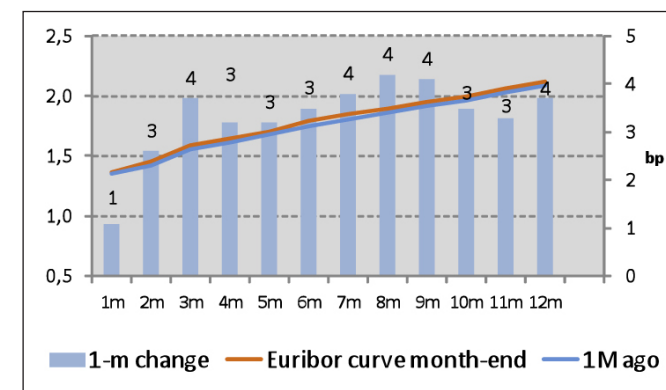
TAUX COURTS

Le **contexte économique** toujours défavorable en Europe et le **manque de confiance** entre les institutions bancaires entraînent une certaine stabilité des taux court terme.

Dans cet environnement, le taux Euribor **trois mois** se situait à 1.59% fin octobre.

De son côté, la **BCE** continue à assurer la liquidité dans le marché monétaire via différents instruments mais la situation reste tendue entre les banques européennes qui préfèrent ne pas se prêter de l'argent.

Cela se traduit par des dépôts anormalement élevés à la banque centrale.



TAUX LONGS OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

L'optimisme généré par les rencontres Sarkozy-Merkel ainsi que le sommet européen a fait décoller les taux de référence des planchers observés en septembre.

Le Bund allemand à 10 ans est ainsi passé d'un rendement inférieur à 1.70% à environ 2.20% pour finir le mois à 2.03%.

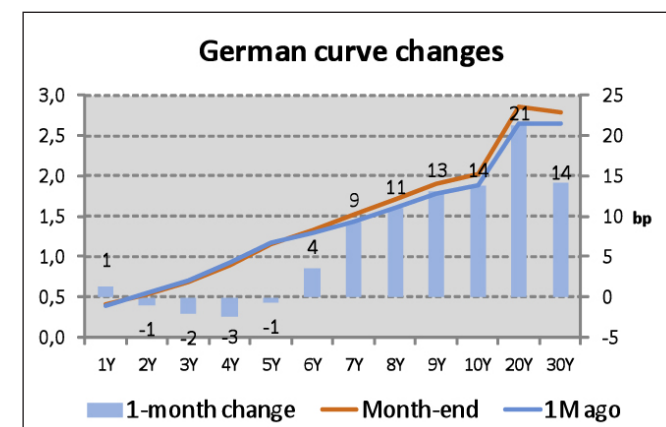
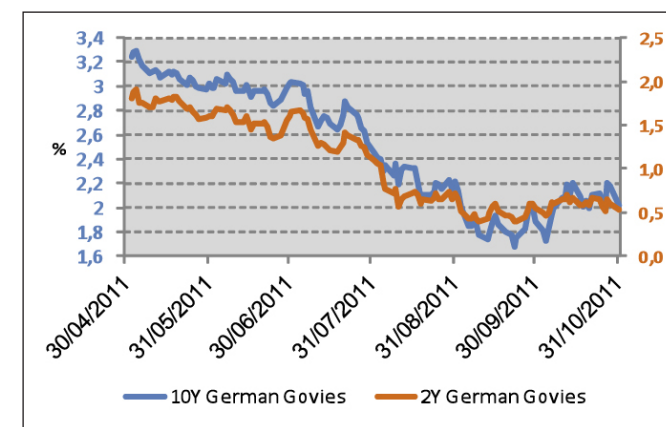
Bien qu'ayant donc gagné 30bp, les rendements restent à des niveaux extrêmement bas au regard de l'historique depuis la création de la zone euro.

Le fait que les investisseurs acceptent des rendements aussi bas montre qu'il persiste encore beaucoup d'incertitudes dans la zone euro, que cela soit sur le plan politique ou économique. Cela s'est d'ailleurs démontré avec l'annonce récente d'un référendum en Grèce sur le plan d'aide.

L'arrivée d'un nouveau plan de soutien à la **Grèce** ainsi que la confirmation du versement de la dernière tranche du premier plan ont été contrebalancées par la plus grande décote que devraient subir les investisseurs privés sur les obligations existantes. Les rendements grecs à deux ans ont en conséquence atteint un nouveau record à presque 80%.

Bien que l'optimisme ait poussé les taux de référence à la hausse, la grande incertitude quant à l'avenir des **pays périphériques** n'a pas permis de diminution de la prime de risque contre le Bund.

La différence entre **rendement portugais** et allemand s'est ainsi encore accrue de 72 points de base. Les **autres pays périphériques** s'en sont un peu mieux sortis mais ont néanmoins vu leur prime de risque augmenter au cours du mois.

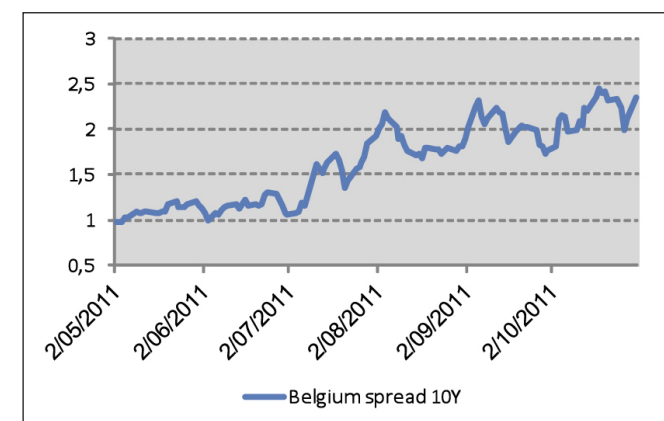


La **France**, qui fait pourtant partie des pays les plus solides de la zone monétaire, a par contre vu sa prime de risque battre un record historique. Ce mouvement est attribué au risque sur le secteur bancaire français et le spectre d'une recapitalisation massive qui aurait un impact sur les finances publiques et la notation du pays.

Avec la nationalisation de Dexia et les garanties apportées par l'état belge, les **OLOs** ont subi un sort similaire.

En effet, les investisseurs ont demandé des rendements plus élevés suite à l'augmentation du risque belge. Ainsi, le taux belge à 10 ans, qui étaient descendus jusqu'à 3.65% fin septembre, a grimpé jusqu'au-delà de 4.40% durant le mois d'octobre.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	0,54	-1	-1	-46
5 Year	1,16	-1	-1	-87
Germany 10 Year	2,03	14	14	-117
30 Year	2,79	14	14	-79
2-10 spread	1,49	15	15	-71
Belgian gov. yields				
2Y	2,59	78	78	81
5Y	3,68	70	70	62
10Y	4,38	73	73	44
15Y	4,62	63	63	59
10Y gov. yields				
Netherlands	2,44	15	15	-90
Austria	2,98	30	30	-57
Portugal	11,79	86	86	520
Spain	5,54	41	41	14
Ireland	8,21	57	57	-85
Italy	6,09	56	56	155
France	3,10	50	50	-22
Greece	23,24	56	56	1299



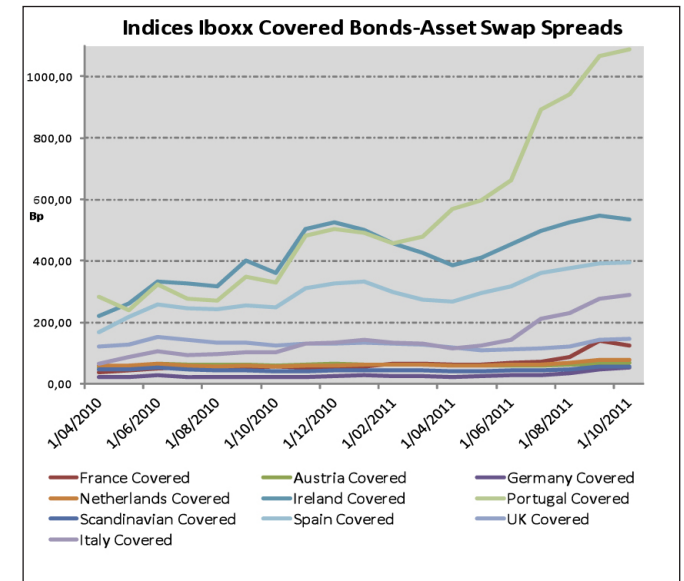
COVERED BONDS

Suite au downgrade des notes souveraines, plusieurs covered bonds portugais, italiens et espagnols ont aussi été downgradés.

D'un autre côté, la BCE a annoncé qu'elle lancera un **nouveau programme d'achat de Covered Bonds de 40 milliards** (CBPP2) afin de soutenir ce type d'actifs. Les interventions pourront se faire sur le marché primaire et secondaire.

Le marché est donc en attente de plus de détails : l'attention va-t-elle se porter sur le marché primaire ou secondaire ? Les rachats vont-ils être, comme la première fois, proportionnels aux PIBs, ou plutôt centrés sur les pays en difficulté ?

Concernant le marché primaire, **8 milliards ont été émis** en début de mois mais le retour des incertitudes a paralysé le marché durant la seconde partie du mois.



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les **spreads** de crédit se sont fortement resserrés sur le mois suite aux bonnes nouvelles du sommet des dirigeants européens, des chiffres macroéconomiques et des interventions de la banque centrale. Le marché a, dans l'ensemble, préféré ignorer les annonces négatives.

Sur le mois, les spreads se sont bien comportés avec un resserrement de plus de 50 bps. L'annonce le 26 octobre d'un accord européen a permis une baisse de 25 bps en une seule journée: un record historique!

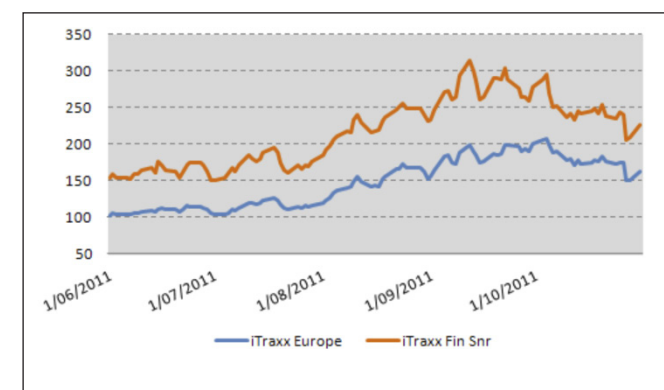
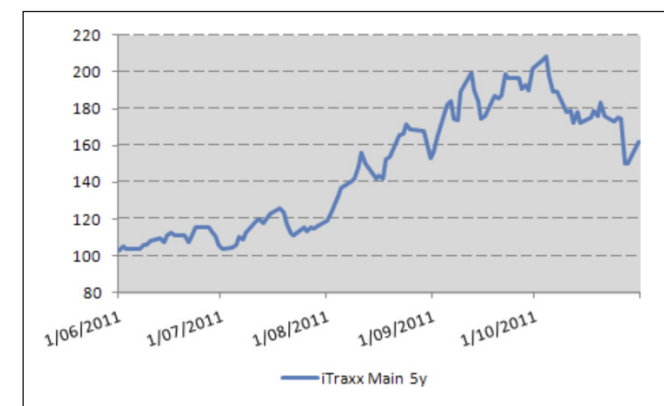
La **saison des résultats** a commencé en milieu de mois et s'est annoncée neutre à positive: les chiffres sont bons sans pour autant être extraordinaires. Cet élément conforte cependant les investisseurs dans leur intérêt pour les obligations d'entreprises.

Les **banques italiennes et espagnoles** ont néanmoins continué à souffrir suite aux downgrades de la part de Moody's et Fitch.

Les grandes banques dites « systémiques » ne sont pas en reste et ont également été dégradées par Fitch en raison de perspectives économiques en baisse. On notera notamment Rabobank, UBS, Deutsche Bank, BNP...

Comme pour les covered bonds, les émetteurs ont profité de ce niveau de spread à la baisse pour relancer le **marché primaire**. Ce sont les périphériques qui ont ouvert le bal avec des spreads particulièrement généreux.

Ces offres ont été accueillies avec succès avec des taux de souscriptions jusqu'à quatre fois supérieurs au montant émis. La performance était également au rendez-vous dans le marché secondaire et a permis d'avoir une certaine liquidité (flux vendeurs et acheteurs). Pour en citer quelques-uns, on notera Rabobank, ABN Amro, Telecom Italia, Iberdrola, Enel, Daimler, America Movil...



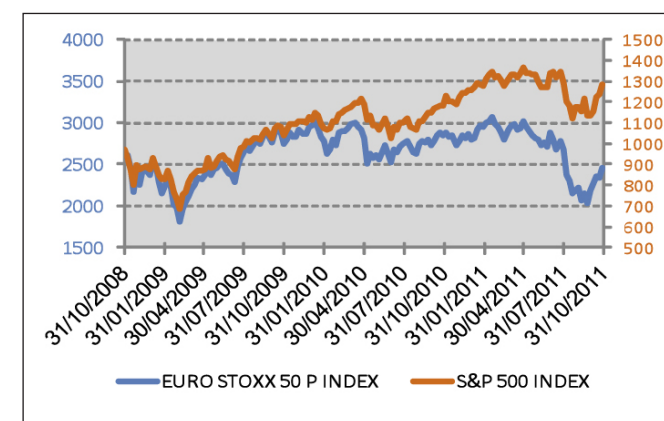
ACTIONS

Indices

Le **rebond des indices actions** (Eurostoxx50:+9,43% et S&P:+10,77%) a été alimenté par l'**optimisme des investisseurs** sur la crise de la zone euro à l'approche du sommet européen qui a finalement débouché sur des annonces conformes aux attentes.

Aux Etats-Unis, la hausse des actions observée au mois d'octobre a permis aux indices Dow Jones et Nasdaq de repasser en positif depuis le début de l'année.

Bien que la crise de la dette souveraine ait relégué la **saison des résultats** au second plan, nous remarquons qu'aux Etats-Unis, sur 72% des sociétés du S&P qui ont publié, 70% ont surpris favorablement alors que 21% ont déçu. Par contre, en Europe, nous ne sommes qu'au début des publications mais elles semblent plus mitigées.

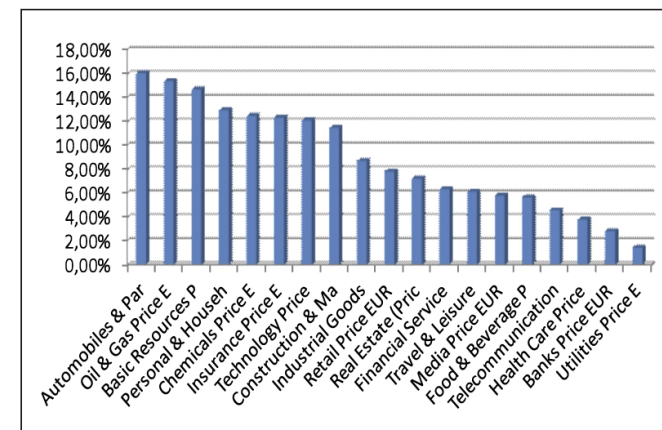


Index	31/10/2011	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2385,22	9,43%	9,43%	-14,59%
CAC 40 INDEX	3242,84	8,75%	8,75%	-14,77%
DAX INDEX	6141,34	11,62%	11,62%	-11,18%
IBEX 35 INDEX	8954,9	4,78%	4,78%	-9,17%
AEX-Index	307,5	9,75%	9,75%	-13,28%
FTSE MIB INDEX	16017,73	7,96%	7,96%	-20,60%
BEL 20 INDEX	2139,18	0,37%	0,37%	-17,04%
S&P 500 INDEX	1253,3	10,77%	10,77%	-0,35%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2684,41	11,14%	11,14%	1,19%
DOW JONES INDUS. AVG	11955,01	9,54%	9,54%	3,26%

Secteurs

Tous les secteurs européens ont évolué positivement sur le mois écoulé avec, entre autres, une **surperformance des secteurs cycliques** à connotation émergents (Automobile +16,05%, Matériaux de base +14,68%, Luxe +12,95%). Par contre, ce sont les **secteurs défensifs qui ont le moins progressé** (Utilities +1,42%, Pharmacie +2,80%, Télécoms +4,57%).

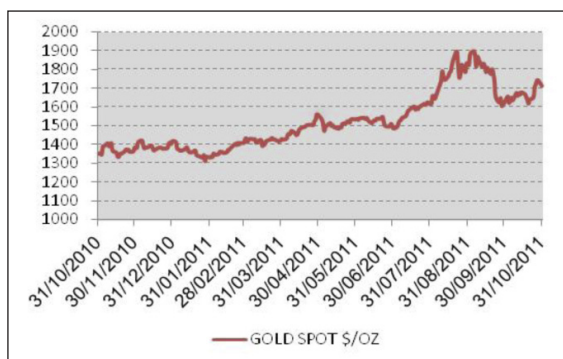
Le **secteur bancaire** est resté très volatil et a clôturé le mois en hausse de +2,80% après avoir gagné 9% le lendemain du sommet européen du 26 octobre (avec des gains individuels de + de 20% pour certaines banques françaises). Suite à l'annonce du plan de recapitalisation des banques de 106 milliards d'euros dont la majorité concernerait les banques grecques et espagnoles, il s'avère que le montant serait assez limité pour les banques françaises et allemandes qui devraient pouvoir éviter des augmentations de capital.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

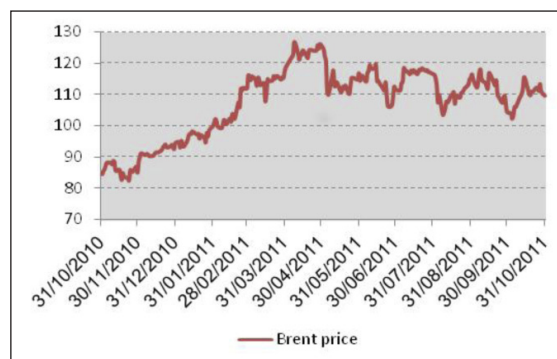
Or

Après sa chute du mois de septembre, l'**or** a repris 5,6% (1714,85 \$).



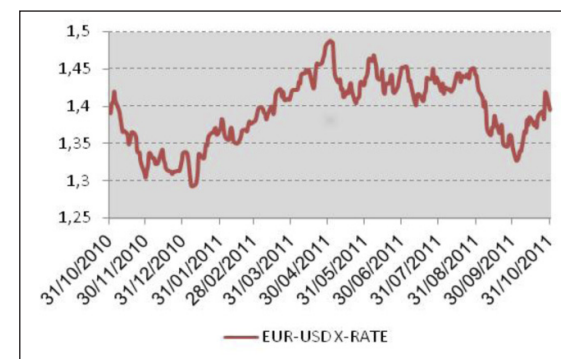
Pétrole

Le **brent** a progressé de 5,05% sur le mois (109,52 \$).



Eurodol

L'**eurodol** s'est apprécié de 3,7% à 1,3946 et a même atteint le niveau de 1,42 suite au sommet européen qui a acté plusieurs mesures destinées à contenir la crise souveraine.



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	0,54	-1	-1	-46
Refinance Rate	1,50	0	0	50	5 Year	1,16	-1	-1	-87
EUR Money Markets					Germany 10 Year	2,03	14	14	-117
Euribor 1M ACT/360	1,37	1	1	58	30 Year	2,79	14	14	-79
Euribor 3 Month ACT/360	1,59	4	4	58	2-10 spread	1,49	15	15	-71
Euribor 6 Month ACT/360	1,79	3	3	55	US-EU 10Y Spread	0,09	6	6	-16
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	1,60	1	1	25	2Y	2,59	78	78	81
EURO SWAP 2 YR	1,49	-1	-1	-11	5Y	3,68	70	70	62
EURO SWAP 3 YR	1,62	4	4	-35	10Y	4,38	73	73	44
EURO SWAP 5 YR	1,90	-6	-6	-60	15Y	4,62	63	63	59
EURO SWAP 7 YR	2,18	-8	-8	-73	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	2,48	-6	-6	-82	Netherlands	2,44	15	15	-90
EURO SWAP 15 YR	2,79	-1	-1	-84	Austria	2,98	30	30	-57
EURO SWAP 20 YR	2,83	-1	-1	-85	Portugal	11,79	86	86	520
EURO SWAP 30 YR	2,72	0	0	-74	Spain	5,54	41	41	14
Swap Spread					Ireland	8,21	57	57	-85
2Y EUR Swap Spread	95,87	0	28	35	Italy	6,09	56	56	155
10Y EUR Swap Spread	45,35	-19	-1942	34	France	3,10	50	50	-22
					Greece	23,24	56	56	1299

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8954,90	5%	5%	-13%
EURO STOXX 50 P INDEX	2385,22	9%	9%	-18%
DAX INDEX	6141,34	12%	12%	-14%
BEL 20 INDEX	2139,18	0%	0%	-20%
S&P 500 INDEX	1253,30	11%	11%	-2%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2684,41	11%	11%	0%
DOW JONES INDUS. AVG	11955,01	10%	10%	2%
Volatility				
V2X	35,12	-12	-12	18
Vix Index	29,96	-13	-13	15
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/16	162,19	-40	-40	70
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/16	659,77	-179	-179	286
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/16	226,48	-51	-51	76
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/16	426,52	-101	-101	130
Forex & Commo Markets				
EURO	1,39	4%	4%	2%
BALTIC DRY INDEX	1965,00	3%	3%	5%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	109,52	5%	5%	16%
GOLD SPOT \$/OZ	1714,85	6%	6%	22%



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.