



octobre  
2011

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## INTRODUCTION

*Qui aurait pensé, il y a encore quelques années, qu'un état de la zone euro pourrait être en quasi faillite ou que d'autres seraient aidés par le FMI, à l'instar de l'Argentine et du Mexique quelques années auparavant?*

*Du point de vue de la croissance, la situation n'est pas plus brillante : les Etats-Unis et la zone euro risquent tous deux de retomber en récession à peine quelques trimestres après en être sortis.*

*Afin de pallier ces problèmes, les banques centrales ont utilisé des moyens jusqu'ici jamais imaginés : acceptation de garanties de plus en plus faibles en contrepartie d'emprunts, rachat d'obligations pour influencer les taux longs et financer les états, octroi illimité de liquidité aux banques...*

*Confrontés à un monde qu'ils ne connaissent pas, les marchés ont exploré des niveaux jusqu'alors jamais observés. Le Bund allemand à 10 ans a vu son rendement chuter sous les 1.70% durant ce mois de septembre tandis que le taux grec à 2 ans culmine au-delà des 60%! Et la situation n'est guère meilleure au niveau des obligations d'entreprises ou des actions.*

*L'impact de la crise des subprimes est en partie passé des banques aux états mais la crise de la dette souveraine risque désormais de se répercuter sur les banques.*

## SOMMAIRE

<b>Contexte de marché en Europe</b>	<b>4</b>
<b>Contexte de marché aux Etats-Unis</b>	<b>6</b>
<b>Politique monétaire et banques centrales</b>	<b>7</b>
<b>Taux courts</b>	<b>8</b>
<b>Taux longs - Obligations gouvernementales</b>	<b>9</b>
<b>Covered bonds</b>	<b>11</b>
<b>Obligations d'entreprises</b>	<b>12</b>
<b>Actions</b>	<b>13</b>
<b>Taux de change et matières premières</b>	<b>15</b>

## EN BREF...

- L'environnement macroéconomique pointe actuellement vers un risque de récession plus important en Europe qu'aux Etats-Unis. La crise de la dette pèse directement sur le moral des entrepreneurs et des consommateurs.
- Dans ce contexte, la BCE va probablement arrêter ses hausses de taux, voire peut-être baisser son taux directeur.
- Les taux du marché monétaire ont freiné leur progression suite à la révisions des attentes de politique monétaire.
- Les taux de référence (Bund et Swap) ont donc encore baissé tandis que le prix des obligations des états périphériques a reculé suite à l'absence de décision concrète sur la Grèce.
- Les obligations d'entreprises ont-elles-aussi subi l'aversion au risque ambiante et les spreads de crédit se sont approchés de leur record.
- Les actions ont continué à chuter tant en Europe qu'aux Etats-Unis (EuroStoxx : -5.32%, S&P:-7.18%).
- L'or a stoppé son ascension et a perdu quelques 11% (1623.97).

**Pour faciliter la compréhension de cette publication, nous proposons un lexique expliquant les principaux termes financiers à l'adresse suivante :**

[www.ethias.be/lexique](http://www.ethias.be/lexique)



## CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

Les chiffres macroéconomiques parus le mois dernier n'ont pas eu beaucoup d'impact sur les marchés et c'est surtout la situation de la **Grèce** qui monopolise toujours l'attention des observateurs.

En effet, la situation économique de la Grèce continue de générer une certaine panique avec des rumeurs persistantes sur un défaut du pays qui attend toujours de recevoir la dernière tranche de prêt de 8 milliards d'euros. En fait, **la Troïka (UE, FMI et BCE)** considère que les réformes ne se font pas suffisamment rapidement. Le nombre de fonctionnaires ne diminue pas assez vite et le plan de privatisation n'a pas encore réellement débuté.

Dans ce contexte, le premier ministre grec a présenté de **nouvelles mesures** à hauteur de **2 milliards** pour combler le déficit du pays avec une baisse des salaires des élus ou une hausse des taxes foncières prélevées via les factures d'électricité pour assurer une collecte plus rapide.

Le marché s'inquiète également de la **confusion qui règne en Europe** pour apporter une solution définitive à la crise financière. Une illustration de cette cacophonie est la démission de Jurgen Stark. En effet, la démission de l'économiste en chef de la BCE souligne son opposition au programme de rachat de dettes souveraines (très contesté en Allemagne) et révèle les dissensions existantes au sein de la BCE.

Sur le front des données économiques, on constate un bond surprenant de **l'inflation** dans la zone euro en septembre. Si ce chiffre se confirme, il s'agira d'un plus haut depuis 35 mois .

Du point de vue de l'activité, la **production industrielle** continue à pointer vers un ralentissement mais pas de baisse.

L'avenir semble par contre plus préoccupant car suite à la crise de la dette, **la confiance des consommateurs et des entrepreneurs se détériore.**

**Les indices PMI** par exemple sont de nouveau en baisse pour le mois de septembre et suggèrent désormais **une contraction de l'activité en Europe.** Il sont à leur plus bas niveau depuis juillet 2009.

	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
EZ Unemployment rate	10,00	10,00	10,00 →
EC Consumer Confidence	-16,50	-18,90	-19,10 ↓
EZ Retail sales	-0,40	-0,70	-1,00 ↓
<b>Industry &amp; Services</b>			
Ifo Business Climate	108,70	106,50	107,50 ↑
EC Composite PMI	50,70	49,20	49,10 ↓
EC Business climate	0,06	-0,12	-0,06 ↑
EZ new orders (YoY)	10,60	10,50	8,40 ↓
EZ industrial production (YoY)	2,70	4,60	4,20 ↓
<b>Monetary developments</b>			
EZ Producer prices (YoY)	6,10	5,80	5,90 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,50	2,50	3,00 ↑
EZ Core Inflation (YoY)	1,20	1,20	1,20 →
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

Le Président américain a dévoilé un plan de relance **de 447 milliards de dollars**, mais celui-ci doit encore être validé par le parti d'opposition. Le discours du président américain a déçu les marchés qui doutent surtout des capacités des élus américains à s'entendre rapidement sur les points de ce plan.

Sur le plan des **données économiques**, aucune amélioration substantielle n'a été observée aux US où l'emploi et l'immobilier restent à des niveaux très bas.

Concernant **l'activité aux Etats-Unis**, les résultats des indices ISM ne témoignent pas d'une contraction comme on le craignait suite à la baisse d'indicateurs de confiance.

Par ailleurs, **l'inflation**, hors prix alimentaires et énergétiques, remonte. Elle a atteint en août la barre des 2%, ce qui ne s'était plus produit depuis 2008.

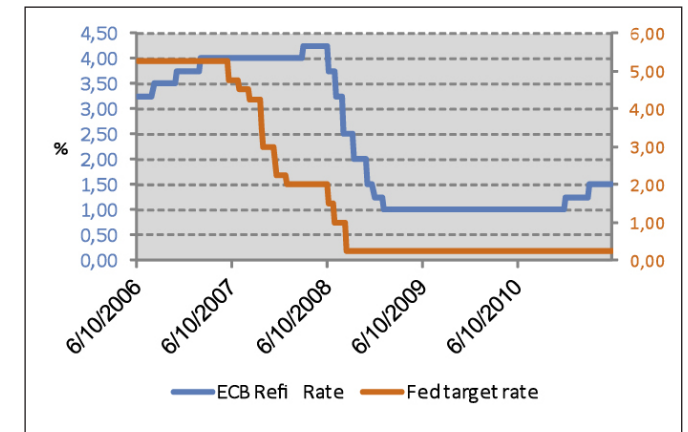
	Prior	Survey	Current*
<b>Employment &amp; Consumption</b>			
Non-farm payrolls	85,00	67,50	0,00 ↓
Unemployment rate (%)	9,10	9,10	9,10 →
Fed Consumer Confidence	45,20	46,00	45,40 ↓
Retail sales (YoY)	8,30		7,20
<b>Housing market</b>			
S&P/CS Home price (YoY)	-4,40	-4,40	-4,11 ↑
<b>Industry &amp; Services</b>			
ISM Services	53,30	52,80	53,00 ↑
ISM Manufacturing	50,60	50,50	51,60 ↑
Industrial Production (MoM)	0,90	0,00	0,18 ↑
Industrial Production (YoY)	3,39		3,35
<b>Money, prices &amp; monetary policy</b>			
Producer prices	7,20	6,50	6,50 →
Headline inflation	3,60	3,60	3,80 ↑
Core inflation	1,80	1,90	2,00 ↑
Fed Funds target rate	0,25		0,25

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

## POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANQUES CENTRALES

Comme prévu, **la BCE** n'a pas modifié son **taux directeur (1,50%)** mais le discours a changé. En effet, face au ralentissement économique, à la diminution des pressions inflationnistes, et à la crise de la dette, la politique monétaire de la BCE semble s'inverser. Alors qu'il y a un mois, il était toujours question de risques haussiers pour la stabilité des prix, la BCE devrait très probablement **abandonner son resserrement monétaire**.

**La Fed de son côté** a annoncé la semaine dernière un programme de 400 milliards de dollars, pour céder les titres d'Etat de maturité inférieure à 3 ans afin d'acheter des titres de maturité de 6 à 30 ans. L'objectif de ce programme est « d'apaiser les tensions sur les taux longs et de créer des conditions de financement plus accommodantes » dans le but de relancer la croissance.

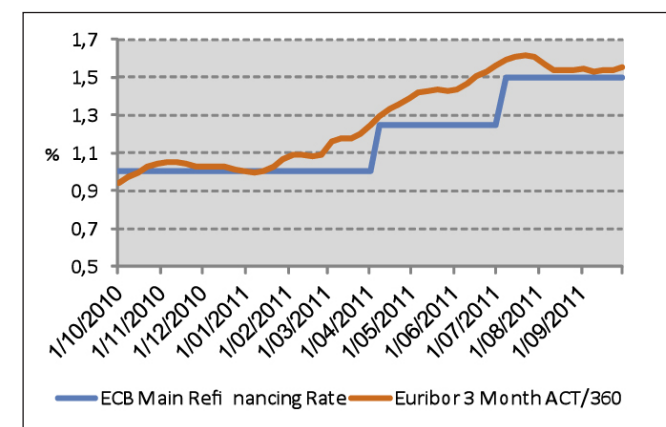
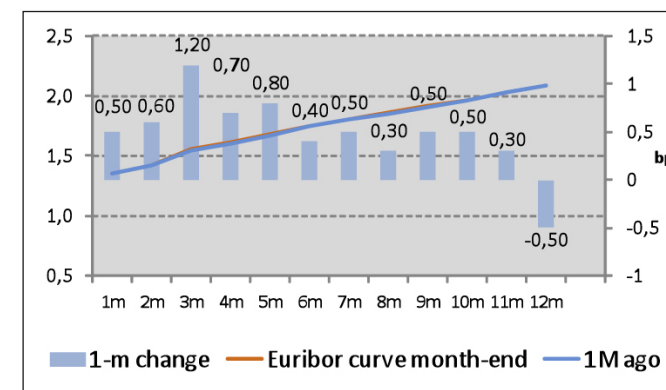


## TAUX COURTS

Les **taux interbancaires** ont connu une **stagnation** suite aux prévisions de croissance revues à la baisse en zone euro. De plus, ces taux anticipent également un changement de la politique monétaire par la BCE et une éventuelle baisse du taux directeur.

Dans ce contexte, le taux euribor **trois mois** se situe désormais à **1.554 %** au 30/09/2011.

Par ailleurs, on observe un manque de confiance flagrant entre les institutions bancaires européennes. En effet, **le montant des dépôts** faits auprès de la **BCE** ne cesse d'augmenter depuis juin 2011. En d'autres termes, les banques préfèrent prêter de l'argent à la banque centrale plutôt que de faire circuler la liquidité entre elles.



## TAUX LONGS OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Risque de récession, de faillite de la Grèce, de baisse de taux directeur... la plupart des informations publiées ce mois ont contribué à générer un **climat de méfiance** et donc exacerber la demande pour les actifs les plus sûrs.

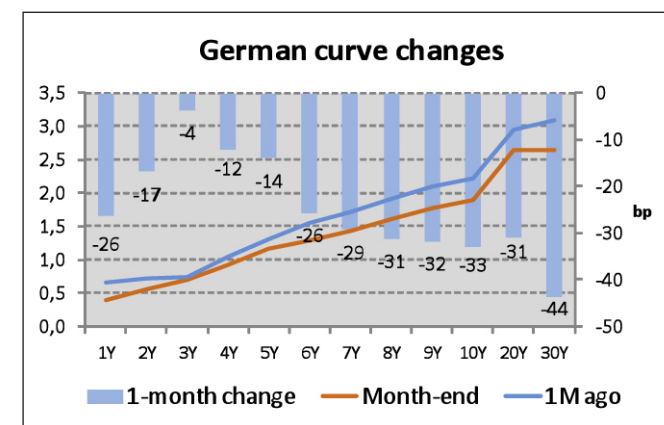
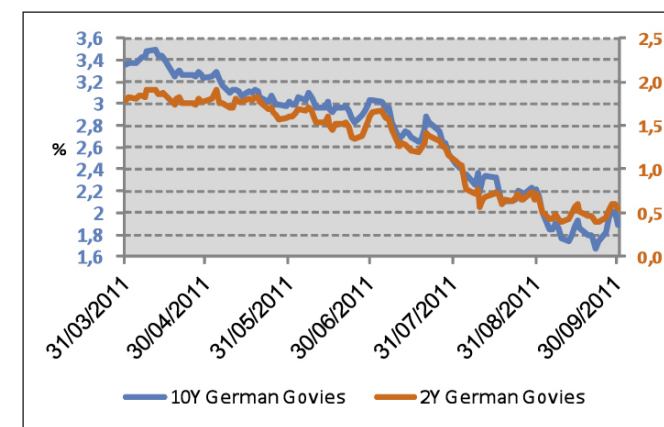
En conséquence, les **taux allemands** ont battu leur record de l'année passée en descendant jusqu'à 1.67% à 10 ans. Ils n'ont pas réussi à repasser la barre des 2.00% durant le mois.

Les **taux swap** sont en général moins affectés par la demande de sécurité et n'ont donc pas atteint leur record de l'année passée. Le risque de récession aux US et en Europe et la chute des marchés d'actions ont néanmoins causé un déclin de presque 40bp sur le mois pour le taux à 10 ans.

Sans surprise, les **obligations grecques** ont encore vu leur prix baisser à mesure que le risque grandissait de ne pas recevoir la prochaine tranche de l'aide du FMI. Les nouvelles mesures d'austérité prises par le gouvernement augmentent les chances de recevoir cette aide mais les incertitudes persistent. Le taux à 2 ans culmine désormais à plus de 60% !

Que cela soit dans l'absolu ou par rapport aux obligations allemandes, les obligations des autres **états périphériques** ont, pour la plupart, montré une performance négative au cours du mois de septembre.

Le **Portugal** et **l'Italie**, qui a subi récemment un downgrade par S&P malgré de nombreuses nouvelles mesures d'austérité, ont été les deux pays les plus impactés par le risque de contagion grecque.

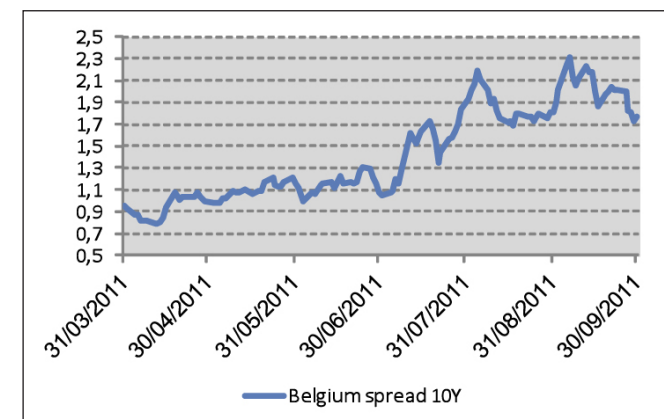


Les **obligations espagnoles** sont restées plus stables tandis que les **irlandaises** sont les seules à avoir gagné de la valeur. Ce mouvement fait suite aux chiffres de PIB satisfaisants qui montrent que le pays est en bonne voie pour rétablir sa situation financière.

Mais la **meilleure performance** du mois est à attribuer à la **Belgique** dont les taux à 10 ans ont baissé de 38 points de base en un mois.

Il semble en effet que le pays bénéficie de vagues d'achats obligataires depuis que certaines avancées ont été engrangées dans la formation du gouvernement. Ce mouvement est un signal d'autant plus positif que le climat sur les marchés s'est encore dégradé au cours du mois.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
<b>German Bonds</b>				
2 Year	0,55	-17	-106	-37
5 Year	1,17	-14	-111	-74
Germany 10 Year	1,89	-33	-114	-114
30 Year	2,64	-44	-112	-83
2-10 spread	1,34	-16	-8	-76
<b>Belgian gov. yields</b>				
2Y	1,81	-47	-63	-20
5Y	2,98	-31	-47	-23
10Y	3,65	-38	-44	-33
15Y	3,98	-31	-49	-12
<b>10Y gov. yields</b>				
Netherlands	2,29	-34	-106	-92
Austria	2,68	-18	-83	-88
Portugal	10,93	55	4	433
Spain	5,14	9	-31	-27
Ireland	7,64	-99	-406	-142
Italy	5,54	40	66	80
France	2,60	-31	-81	-81
Greece	22,69	488	635	1030



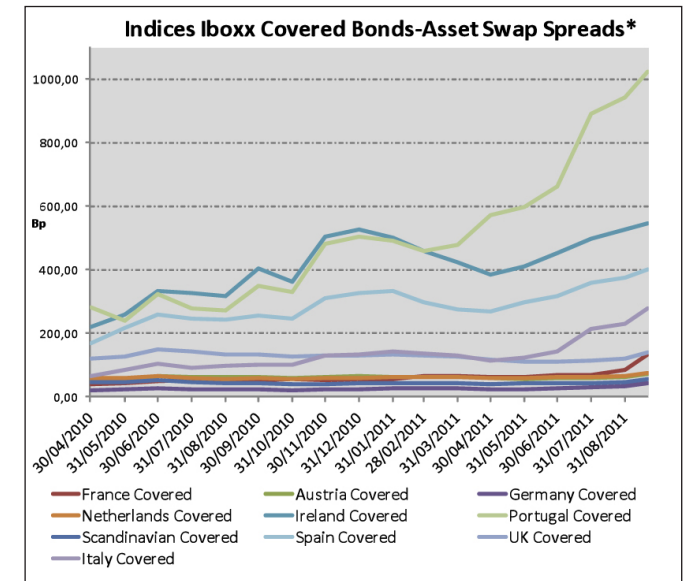
## COVERED BONDS

Les **covered bonds** émises par les banques ont globalement suivi le même mouvement que les obligations d'états, montrant des contre-performances sur les états périphériques.

Les obligations portugaises ont subi une forte décote mais au contraire des obligations gouvernementales, les irlandaises et les espagnoles ont elles aussi chuté.

On a aussi pu observer un mouvement d'écartement sur les obligations françaises, le secteur financier du pays étant l'objet de nombreuses rumeurs durant ce mois de septembre.

Etant donné l'aversion au risque ambiante, le **marché primaire** est très peu actif.



## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les **spreads** de crédit, qui représentent les obligations d'entreprises, sont restés très **volatils** durant tout le mois de septembre et ont réagi à la moindre nouvelle, bonne ou mauvaise. L'incertitude sur le sort de la Grèce est évidemment resté l'élément dominant.

Sur le mois, les spreads ont continué à souffrir de l'aversion au risque liée au risque souverain. Ils se sont donc écartés jusqu'à dépasser les 210 bps en séance, niveau proche de leur plus haut historique.

Les incertitudes ont conduit le **secteur des financières** à des écartements de spreads particulièrement importants. En effet, ce secteur est davantage exposé au risque souverain et il est donc actuellement corrélé aux décisions politiques et économiques concernant l'aide apportée aux pays en difficultés.

Dans ce contexte, les **banques italiennes et françaises** s'inscrivent dans les chutes les plus marquantes.

D'autant que la dégradation surprise de la note de l'Italie par S&P à « A avec perspective négative » a logiquement conduit à des dégradations de notation pour les banques italiennes.

L'exposition aux périphériques pèse également sur le **rating** du secteur bancaire et des assurances. Ainsi, les banques françaises ont été prises pour cible en ce mois de septembre.

Le **marché primaire** a testé quelques retours auprès des investisseurs, profitant de rares fenêtres d'accalmie sur les marchés.

Ces offres ont été dans l'ensemble bien accueillies, mais en dépit de primes généreuses versées, la performance limitée sur le marché secondaire de ces nouvelles émissions a montré que l'appétit des investisseurs était moins important qu'attendu. Pour en citer quelques-uns, on notera KPN, Vinci, Saint-Gobain, RCI Banque, Unibail-Rodamco.



# ACTIONS

## Indices

La **tendance** est restée **baissière** sur le mois de septembre (Eurostoxx50:-5.32% et S&P:-7.18%) avec des avancées mineures en Europe et des inquiétudes grandissantes sur l'économie mondiale.

Les marchés actions sont pénalisés par l'absence de décisions concrètes européennes et par des craintes sur l'ampleur du ralentissement de la croissance économique mondiale.

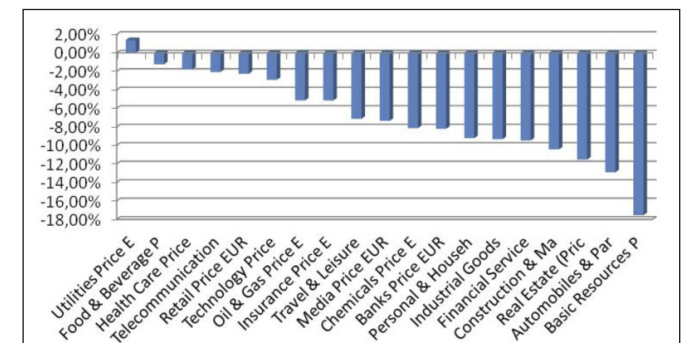
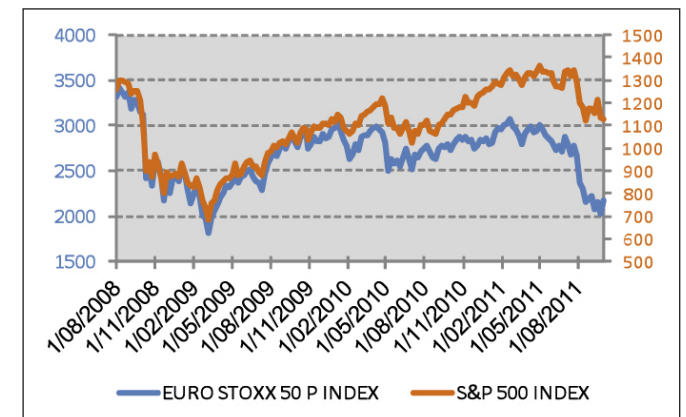
## Secteurs

Dans ce contexte de crainte de récession, les **secteurs cycliques** ont été les plus impactés. Les matières premières (-17.55%) et l'auto (-12.93%) ont encore perdu beaucoup de valeur ce mois-ci.

Les valeurs **bancaires** ont été extrêmement volatiles (l'indice Eurostoxx banque a perdu plus de 20% en cours de mois pour récupérer quelques 15% sur la dernière semaine de septembre). **L'aide conjointe des banques centrales** pour alimenter en dollars US les banques européennes ainsi que la ratification de l'Allemagne sur **l'extension du FESF** ont, entre autres, participé au mouvement haussier des banques.

Le secteur du **luxe** (indice « Personal and household goods ») qui avait relativement bien tenu jusqu'à présent commence aussi à décrocher sur les inquiétudes d'un ralentissement en Chine.

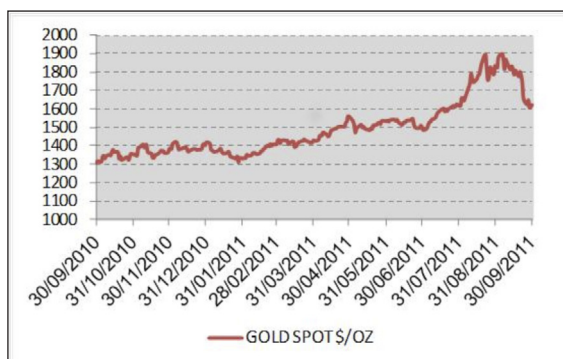
Index	30/09/2011	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2179,66	-5,32%	-23,48%	-21,95%
CAC 40 INDEX	2981,96	-8,44%	-25,12%	-21,63%
DAX INDEX	5502,02	-4,89%	-25,41%	-20,42%
IBEX 35 INDEX	8546,6	-1,97%	-17,50%	-13,31%
AEX-Index	280,18	-4,35%	-17,51%	-20,98%
FTSE MIB INDEX	14836,33	-4,67%	-26,51%	-26,46%
BEL 20 INDEX	2131,28	-6,02%	-17,15%	-17,35%
S&P 500 INDEX	1131,42	-7,18%	-14,33%	-10,04%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2415,4	-6,36%	-12,91%	-8,95%
DOW JONES INDUS. AVG	10913,38	-6,03%	-12,09%	-5,74%



## TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

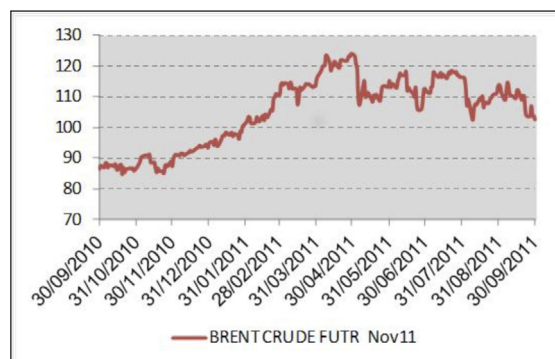
### Or

Depuis le début du mois, l'**or** chute pour la 1ere fois cette année de 11.05% (1623.97).



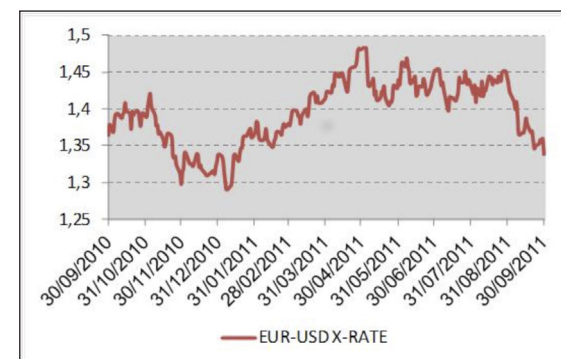
### Pétrole

Le **pétrole** abandonne aussi de la valeur sur fond de ralentissement économique (-10%) (102.76 usd).



### Eurodol

L'**eurodol** continue à s'affaiblir à 1.3449 (-6.66%).



## 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
<b>Monetary policy</b>					<b>German Bonds</b>				
Fed Funds Target Rate US	0,25	0	0	0	2 Year	0,55	-17	-106	-37
Refinance Rate	1,50	0	25	50	5 Year	1,17	-14	-111	-74
<b>EUR Money Markets</b>					Germany 10 Year	1,89	-33	-114	-114
Euribor 1M ACT/360	1,36	0	3	57	30 Year	2,64	-44	-112	-83
Euribor 3 Month ACT/360	1,55	1	1	55	2-10 spread	1,34	-16	-8	-76
Euribor 6 Month ACT/360	1,75	0	-3	53	US-EU 10Y Spread	0,03	2	-11	-27
<b>EUR Swap Rates</b>					<b>Belgian gov. yields</b>				
EURO SWAP 1 YR	1,59	-3	-38	25	2Y	1,81	-47	-63	-20
EURO SWAP 2 YR	1,50	-7	-67	-11	5Y	2,98	-31	-47	-23
EURO SWAP 3 YR	1,58	-15	-81	-35	10Y	3,65	-38	-44	-33
EURO SWAP 5 YR	1,96	-20	-84	-57	15Y	3,98	-31	-49	-12
EURO SWAP 7 YR	2,26	-28	-85	-72	<b>10Y gov. yields</b>				
EURO SWAP 10 YR	2,53	-34	-88	-84	Netherlands	2,29	-34	-106	-92
EURO SWAP 15 YR	2,80	-43	-96	-88	Austria	2,68	-18	-83	-88
EURO SWAP 20 YR	2,84	-47	-105	-91	Portugal	10,93	55	4	433
EURO SWAP 30 YR	2,72	-48	-112	-82	Spain	5,14	9	-31	-27
<b>Swap Spread</b>					Ireland	7,64	-99	-406	-142
2Y EUR Swap Spread	95,59	10	3858	27	Italy	5,54	40	66	80
10Y EUR Swap Spread	64,77	-1	2534	29	France	2,60	-31	-81	-81
					Greece	22,69	488	635	1030

## Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
<b>Stock Markets</b>				
IBEX 35 INDEX	8546,60	-2%	-18%	-13%
EURO STOXX 50 P INDEX	2179,66	-5%	-23%	-22%
DAX INDEX	5502,02	-5%	-25%	-20%
BEL 20 INDEX	2131,28	-6%	-17%	-17%
S&P 500 INDEX	1131,42	-7%	-14%	-10%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2415,40	-6%	-13%	-9%
DOW JONES INDUS. AVG	10913,38	-6%	-12%	-6%
<b>Volatility</b>				
V2X	46,68	11	25	23
Vix Index	42,96	11	26	25
<b>iTraxx Indices</b>				
MARKIT ITRX EUROPE 12/16	201,98	49	96	97
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/16	839,05	193	444	402
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/16	277,82	47	126	101
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/16	527,51	103	256	187
<b>Forex &amp; Commo Markets</b>				
EURO	1,34	-7%	-8%	0%
BALTIC DRY INDEX	1899,00	17%	34%	7%
WTI Cushing Crude Oil Spot Px	79,20	-11%	-17%	-13%
GOLD SPOT \$/OZ	1623,97	-11%	8%	16%



## DIRECTION FINANCE

[front-office.finances@ethias.be](mailto:front-office.finances@ethias.be)

Editeur responsable :  
Sébastien Gillis, rue des Croisiers 24 à 4000 LIÈGE

Mise en page :  
[infographie@ethias.be](mailto: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.