



DeriveXperts
*Spécialiste de la valorisation indépendante
des produits structurés*

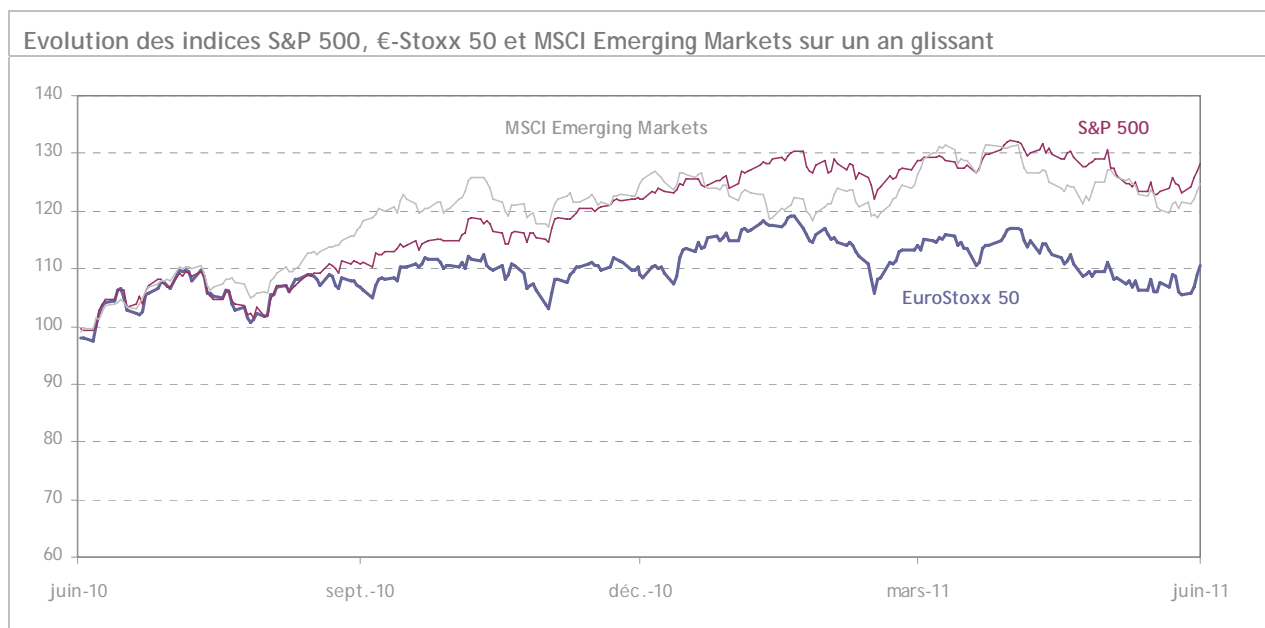
Paramètres de marché au 30 juin 2011

La croissance économique, reflétée par les indicateurs, a marqué le pas au cours du second trimestre. Dans ce contexte, l'aversion au risque des opérateurs a augmenté en raison des craintes pesant sur la solidité de la reprise. Les inquiétudes sur la santé des finances publiques de certains états européens, notamment la Grèce, ont également affecté la confiance des investisseurs.

1 Marchés Action

Les valorisations actions sont restées stables au cours du second trimestre. Les révisions à la baisse sur la solidité de la reprise économique ainsi que des tensions croissantes sur les dettes souveraines européennes ont eu un impact baissier sur les marchés actions. Les marchés ont pourtant comblés leurs pertes en fin de trimestre, profitant d'un relatif relâchement des tensions sur la dette des états européens.

Le S&P 500 et l'Eurostoxx 50 affichent des baisses respectives de 0.4% et 2.1%. L'indice MSCI Emerging Markets termine le trimestre en baisse de 2,1%.

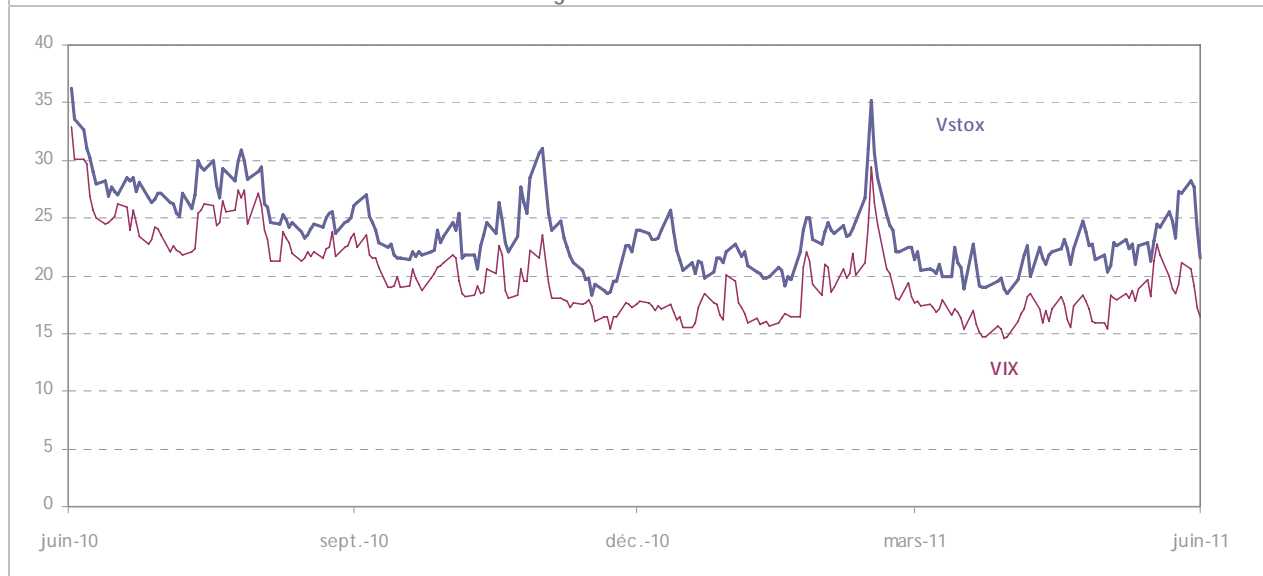


2 Volatilité Action

L'incertitude mesurée par la volatilité implicite a fortement progressé des deux côtés de l'Atlantique au cours du trimestre. Le relatif apaisement sur le front des dettes souveraines européennes permet toutefois à la volatilité implicite sur le S&P 500 et l'Eurostoxx 50 de terminer le trimestre en légère baisse.

L'indice VStoxx (volatilité implicite des options sur l'indice EuroStoxx 50) termine le trimestre à 21.6 points, à un niveau inférieur de 0.5 points à son niveau de mars 2011, et le VIX clôture le trimestre à 16.5 points.

Evolution des indices V-Stoxx et VIX sur un an glissant



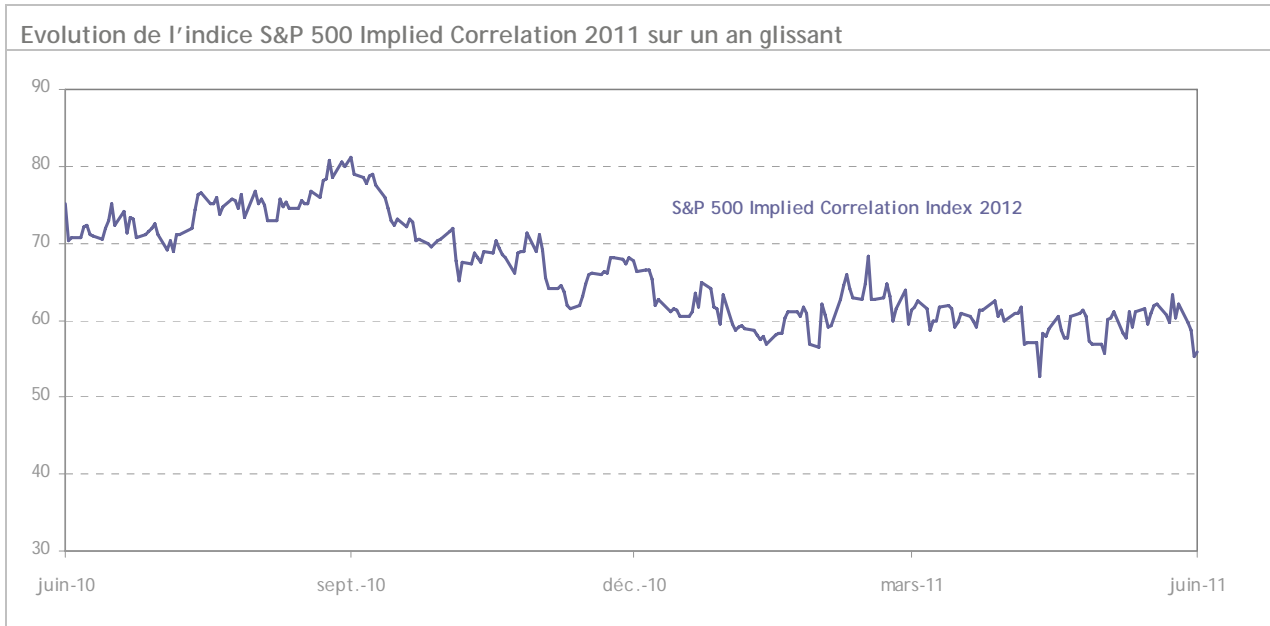
Source : Reuters

La baisse de la volatilité aura un impact positif sur la valorisation des produits présentant une sensibilité négative aux variations de la volatilité, tels que les autocalls.

3 Corrélation Action

L'indice S&P 500 Implied Correlation 2012 reflète la corrélation implicite entre les 50 plus grosses capitalisations du S&P 500 à partir des options d'échéance Décembre 2011.

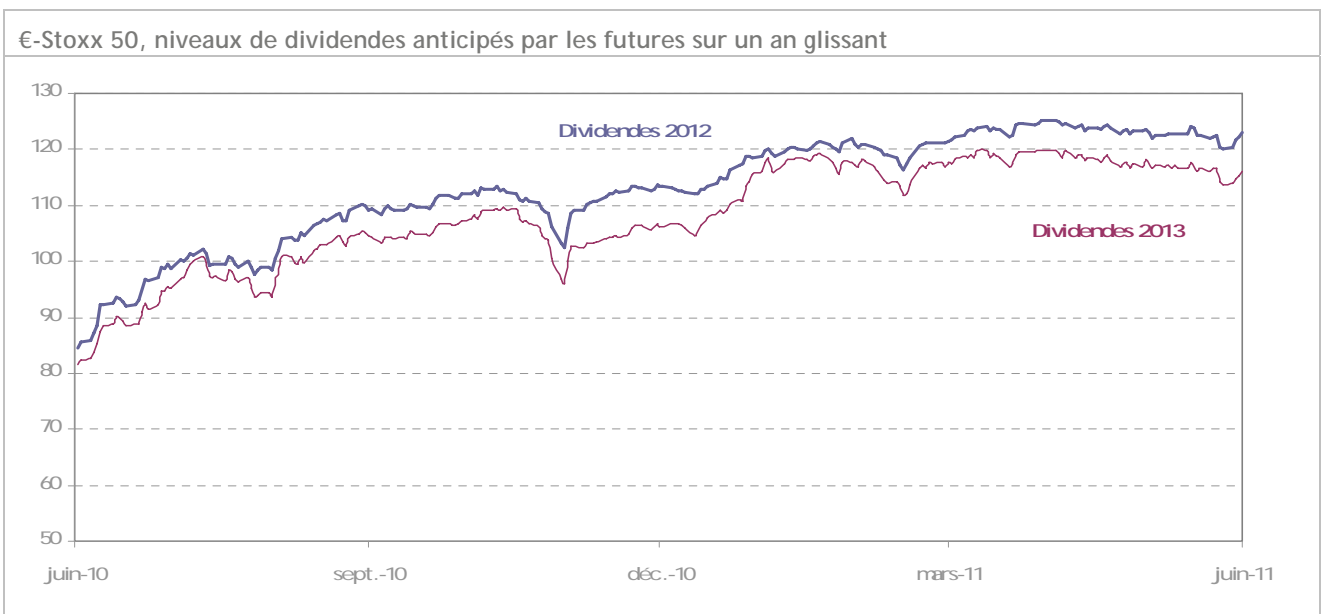
Suivant la tendance haussière des marchés en fin de trimestre, l'indice abandonne 5.9 points entre le 31 mars et le 30 juin.



3 Dividendes

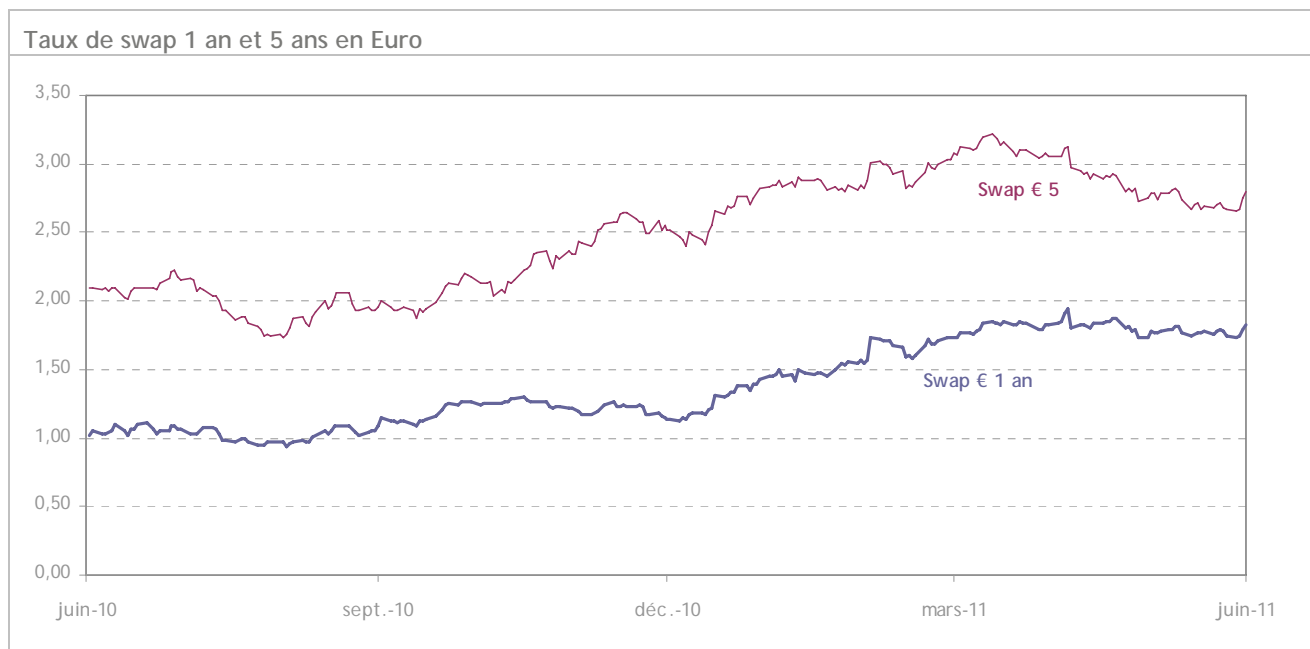
Le graphique suivant décrit les évolutions des contrats futures sur dividendes EuroStoxx 50 correspondant aux années 2012 et 2013.

Les futures de dividende pour les années 2012 et 2013 sont restés stables au second trimestre de l'année 2011. Les marchés actions en Europe ayant légèrement baissé, les taux de dividendes ont mécaniquement progressés pour s'installer au-dessus de 4.3% en zone Euro.



4 Taux d'intérêt

Le graphique suivant décrit les évolutions des taux de swap en Euro à 1 et 5 ans sur un an glissant.



Source : Reuters

L'incertitude sur la solidité de la reprise économique ainsi que les craintes sur la solvabilité des états en zone euro ont entraîné un aplanissement de la courbe des taux au cours du second trimestre de l'année 2011.

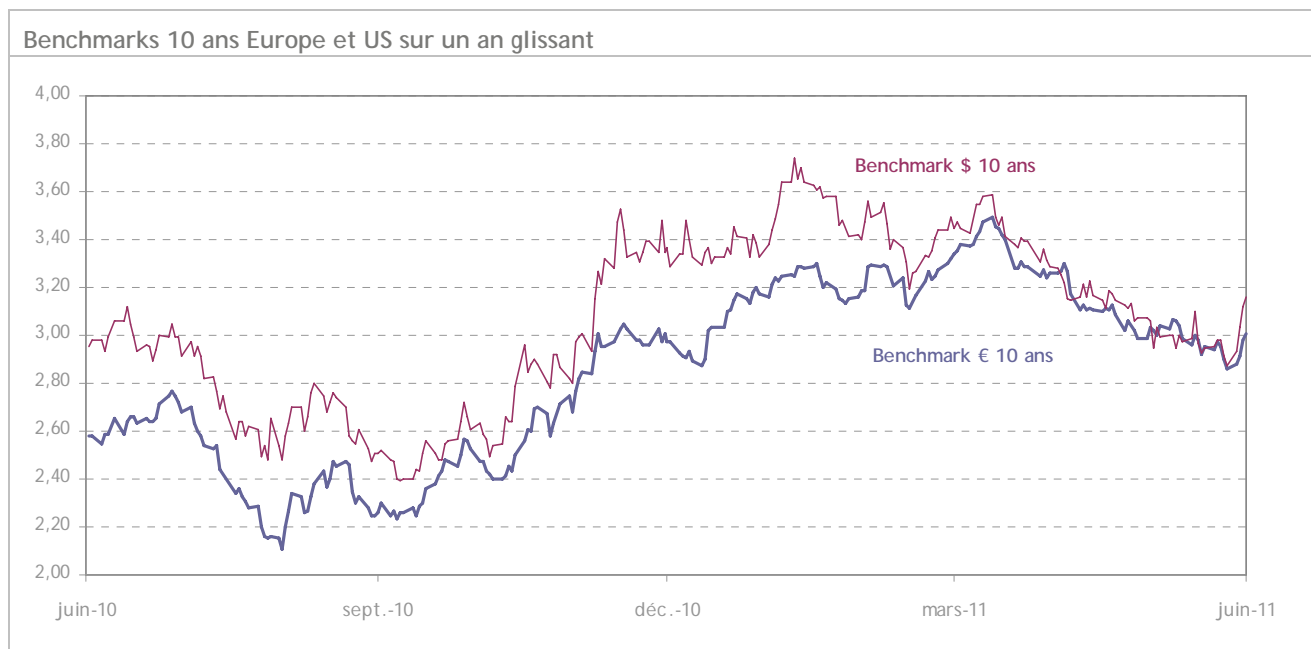
Ainsi, entre le 31 mars et le 30 juin 2011, le taux de swap 1 an a progressé de 9bps, tandis que le taux de swap 5 ans a abandonné de 28bps.

Le graphique suivant décrit les évolutions des taux des emprunts d'état à 10 ans en Europe (Allemagne) et aux Etats-Unis.

L'évolution des taux 10 ans au cours du second trimestre reflète les inquiétudes des investisseurs.

En effet, les indicateurs macroéconomiques publiés en Europe et aux Etats-Unis au cours du trimestre, plutôt mal orientés, ont exercé une pression baissière sur les taux longs. La baisse a été accentuée par un regain des tensions sur le marché des dettes souveraines européennes, notamment sur la dette grecque. Le benchmark américain abandonne 31 points de base et le benchmark européen 34 points de base.

La baisse des taux a toutefois été limitée en fin de trimestre à la faveur d'une relative accalmie sur le marché de la dette européenne. L'aversion au risque a ainsi légèrement diminuée.



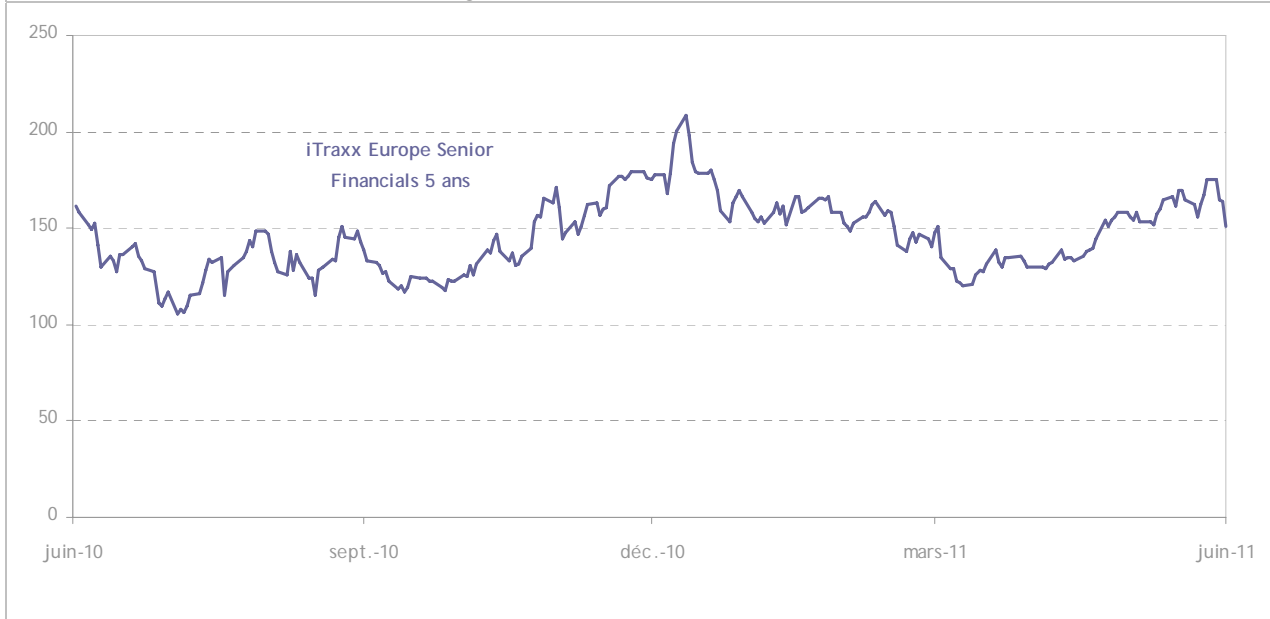
Cette tendance baissière sur le marché des taux aura un impact positif sur la valorisation de la plupart des produits structurés, particulièrement sur les produits dont le capital est garanti.

5 Crédit

Au cours du second trimestre, les spreads de crédit des corporates et des institutions financières sont restés relativement stables. Ainsi, l'indice iTraxx Crossover abandonne 0.14 points sur la période et le l'indice iTraxx Financials a progressé de 0.54 points.

La tendance sur les spreads bancaires reste toutefois haussière en raison de l'exposition des banques au risque souverain, notamment à la dette grecque. L'abaissement de la notation du Crédit Agricole par l'agence S&P au mois de mai illustre cette tendance.

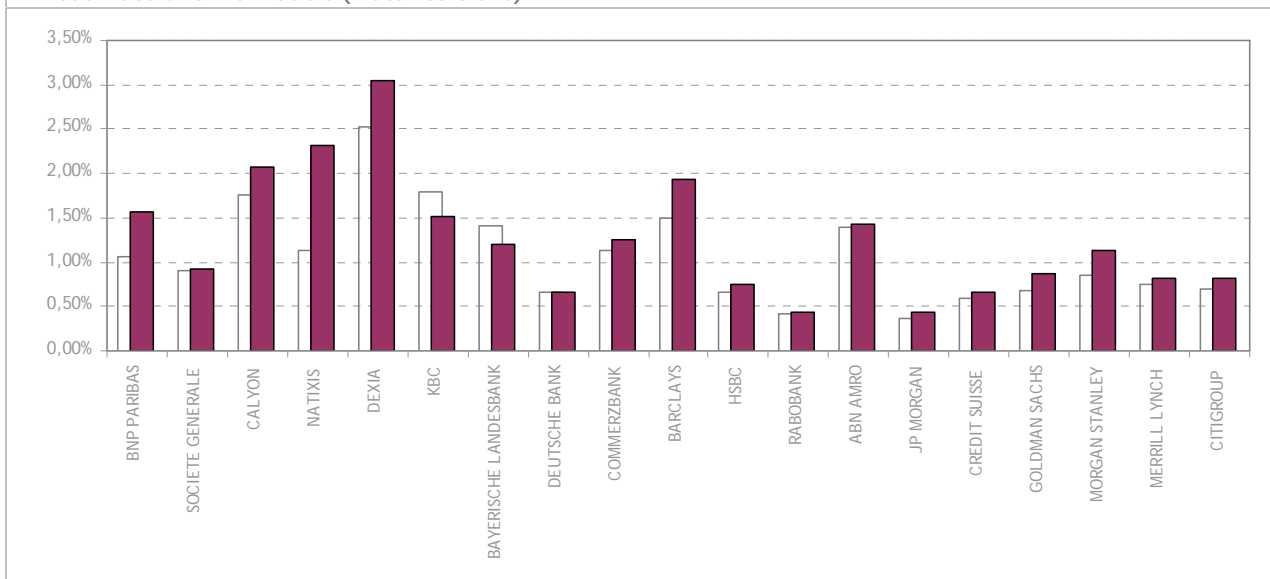
Indice iTraxx Financials 5ans sur un an glissant



Source : Reuters

Le graphique suivant présente le niveau des CDS (cotés ou estimés par DeriveXperts) au 30 juin 2011 pour les principaux émetteurs des produits structurés et le compare au niveau observé fin mars 2011:

Niveaux des CDS individuels (maturité 3 ans)



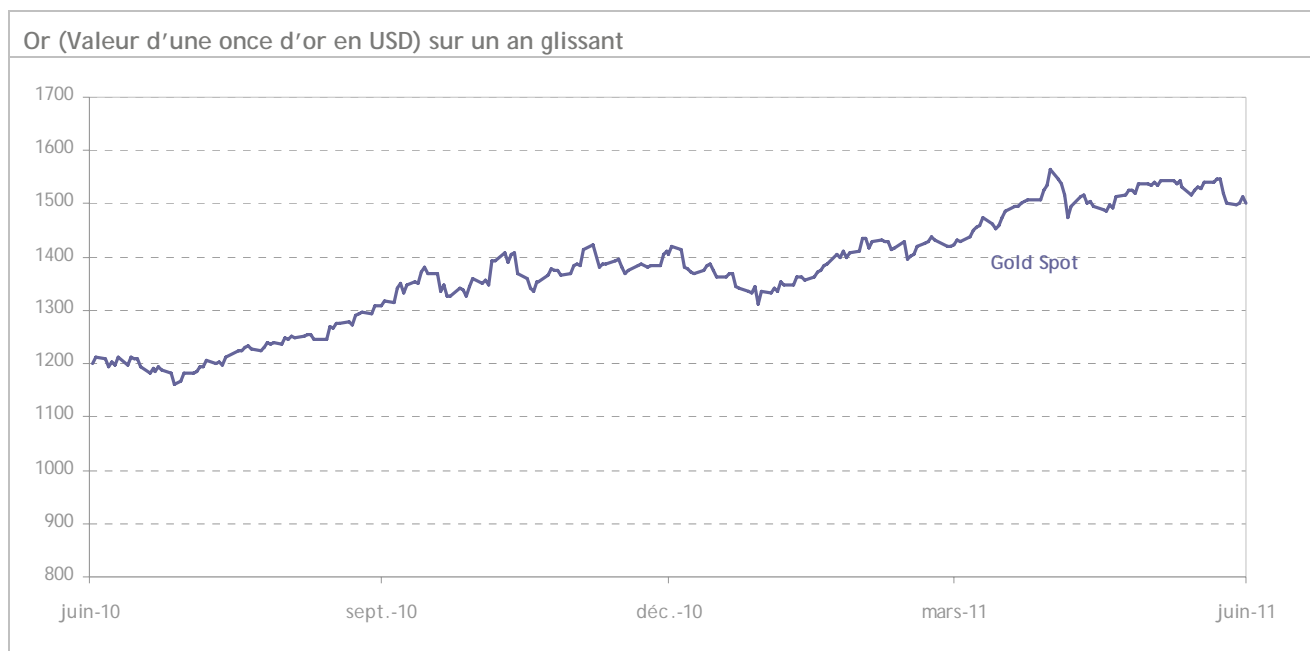
Source : Reuters, DeriveXperts

Nous observons que la plupart des émetteurs européens ont vu leur spread de crédit s'écarter au cours du second trimestre. Les établissements qui ont vu leur spread de crédit augmenter le plus fortement sont des établissements européens, plus exposés au risque souverain européen et notamment grec.

Les niveaux de risque de crédit des émetteurs de produits structurés sont élevés au 30 juin 2011. Cela aura une incidence défavorable sur la précision des valorisations des produits structurés.

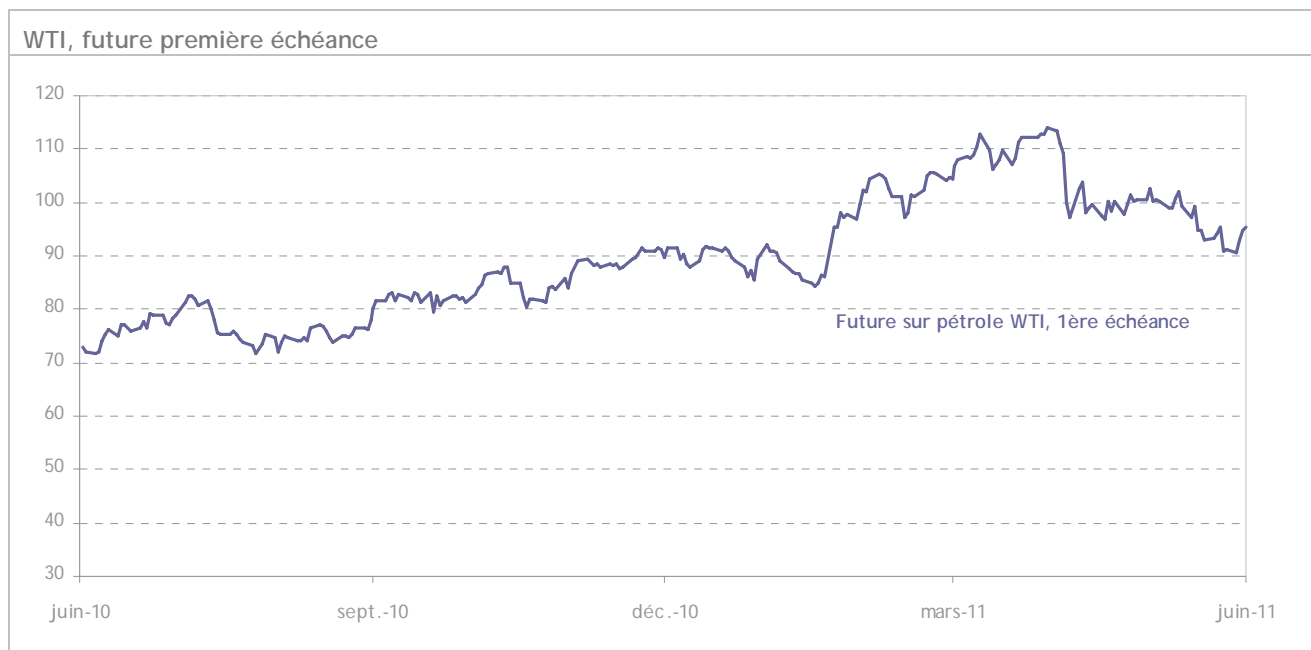
6 Matières premières

L'aversion au risque est restée élevée au second trimestre 2011. Dans ce contexte, l'or a poursuivi son ascension et termine le trimestre à 1500 USD. Sur un an, l'or a progressé de 21%.



Source : Reuters

Le prix du baril de brut WTI a chuté ce trimestre pour s'établir à 95 USD au 30 juin 2011. Les observateurs associent cette chute à une réévaluation à la baisse de la demande mondiale.



Source : Reuters

7 Marché des changes

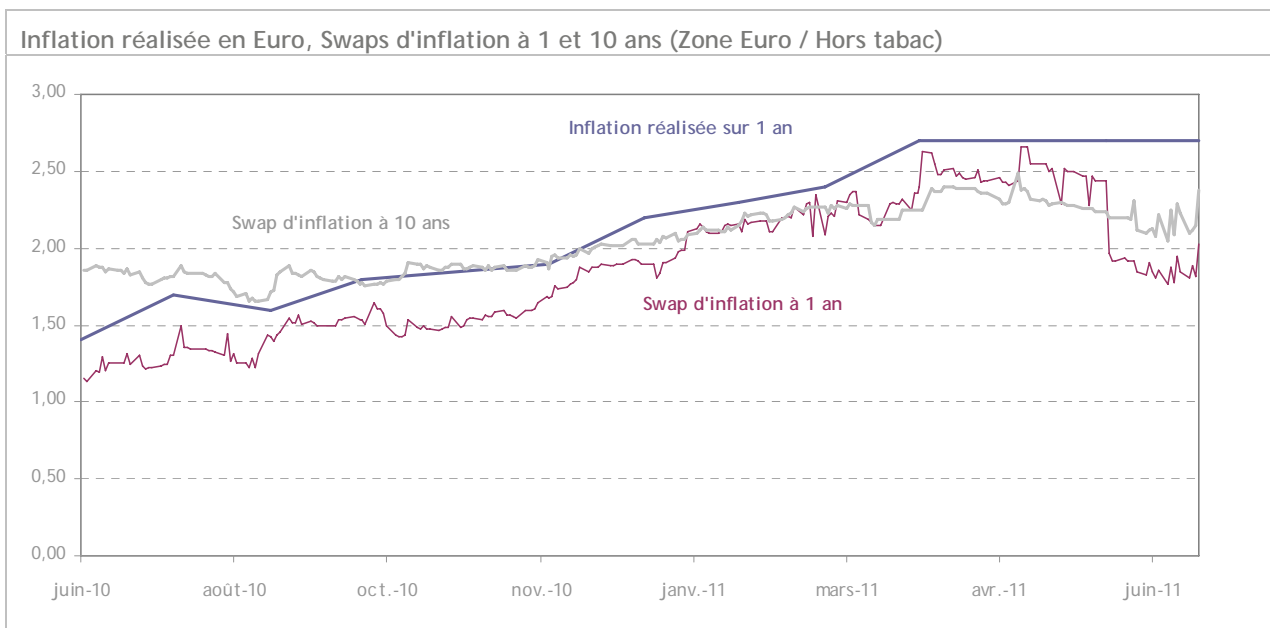
L'Euro est resté relativement stable face au Dollar US entre le 31 mars et le 30 juin 2011. La volatilité du taux de change EUR/USD a pourtant été très élevée au cours trimestre, principalement en raison des craintes sur la santé des finances publiques de certains états européens.



8 Inflation

L'inflation réalisée en zone Euro est restée à 2.7% au 30 juin 2011. Les craintes sur la solidité de la reprise ont entraîné une baisse des anticipations d'inflation à court terme en zone euro.

Au second trimestre, le swap 1 an chute de 37 centimes pour s'établir à 2.3%. Le swap 10 ans progresse quant à lui de 13 centimes sur la même période.





Après un premier trimestre où la tendance sur les marchés a été plutôt positive, le second trimestre a été marqué par un retour des inquiétudes sur la solidité de la croissance économique. Les craintes pesant sur la solvabilité de certains états de la zone euro ont également eu un impact négatif sur la confiance des investisseurs.

Dans ce contexte, un relatif apaisement en fin de période des craintes sur la capacité des états européens à combler leur déficit public a permis aux marchés actions de terminer le trimestre sur une note stable. Il en est de même sur le marché du crédit corporate, tandis que les spreads de crédit des institutions financières restent sous pression en raison de leur exposition au risque souverain européen.

Le ralentissement de la croissance économique mondiale a entraîné un aplanissement de la courbe des taux : la tendance sur les taux moyen et long terme a donc été baissière sur le trimestre. Ce ralentissement a également eu un impact sur les anticipations d'inflation à cours terme qui ont baissé au cours du trimestre.

Au 30 juin, les niveaux de volatilité demeurent relativement faibles. Cela aura un impact positif sur la précision des valorisations. Il convient toutefois de noter que les spreads bancaires, qui interviennent directement dans l'évaluation du risque de crédit des produits structurés, restent élevés.