



important de l'Eurostoxx 50 s'explique par une plus grande exposition de cet indice aux pays de la périphérie de la zone EUR.

Les bonnes performances des marchés actions doivent être analysées avec prudence. Bien que les prévisions économiques se soient légèrement améliorées et que les incertitudes quant à la survie de la zone euro en tant que telle se soient dissipées avec l'annonce de l'OMT, il n'en demeure pas moins que la situation économique mondiale reste fondamentalement précaire. L'évolution de cette classe d'actifs restera fortement dépendante des développements futurs de la crise de la zone euro ainsi que des projections de croissance internationale. Aux niveaux actuels des indices, une recrudescence éventuelle de la crise européenne ou une réduction des prévisions de la croissance mondiale ou des pays émergents pourraient se solder très rapidement par des corrections substantielles sur les marchés actions. D'ailleurs cette incertitude est reflétée par l'étalement très prononcé des distributions neutres au risque estimées à partir des options dont le sous-jacent est l'indice Eurostoxx 50 (voir encadré ci-dessous).

Une bonne partie de la performance des marchés actions s'explique sans doute par le manque d'alternatives : face à des rendements obligataires à des niveaux historiquement bas et eu égard aux liquidités abondantes sur les marchés financiers, les investisseurs sont à la recherche d'alternatives de rendements supérieurs.

Encadré 2.2 :

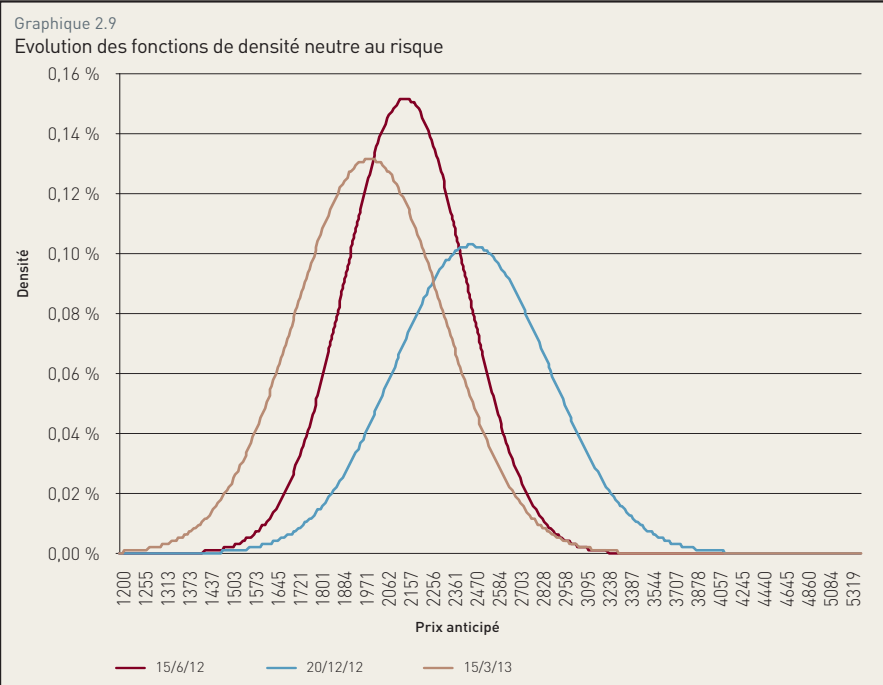
## L'IMPORTANCE DE L'INCERTITUDE DES ACTEURS DU MARCHÉ DES ACTIONS DE LA ZONE EURO

Dans cet encadré, nous nous basons sur les estimations des fonctions de densité neutres au risque afin d'appréhender le degré d'incertitude qui caractérise les acteurs du marché actions.

Les distributions sont estimées à partir des prix quotidiens de l'indice boursier Dow Jones Euro Stoxx 50 et des prix d'une gamme d'options à fréquence identique pour ce même sous-jacent. Les informations nécessaires aux estimations sont extraites de la base de données Bloomberg. Il y a lieu de noter que chaque option dans la gamme est associée à un prix d'exercice différent mais dont le terme de maturité est identique. Les prix des options nous donnent un aperçu sur les anticipations des investisseurs en matière du prix du sous-jacent à la date de maturité ou de l'exercice de l'option. La combinaison des prix de l'actif sous-jacent avec des prix d'options associées à différents prix d'exercice permet d'estimer la probabilité objective (neutre au risque) que les investisseurs attribuent aux rendements futurs de l'actif sous-jacent, qui est l'indice Euro Stoxx 50.

L'extraction de la densité neutre au risque à partir des prix des options est obtenue par la méthode des moindres carrés non-linéaires décrite par Syrdal (2002, Norges Bank Working Paper 13). Plus précisément, il s'agit d'estimer les deux premiers moments (moyenne et variance) de la distribution log-normale adoptée tout en minimisant la somme des écarts quadratiques entre le prix théorique de l'option issu de la formulation de Black et Scholes, (1973, Journal of Political Economy, 81) et le prix observé sur le marché. L'estimation de cette densité est fondée sur le principe d'absence d'arbitrage. Sous cette hypothèse, la dérivée seconde du prix de l'option relative au prix d'exercice donne la densité de la probabilité neutre au risque. L'estimation de cette dernière est obtenue à partir des prix des options afférentes à l'indice, Euro Stoxx 50, 45 jours ouvrables avant l'échéance du contrat. Le graphique ci-dessous affiche la densité de probabilité neutre au risque estimée à trois dates différentes. Il illustre à la fois la variabilité des anticipations des investisseurs relatives aux prix des sous-jacents,

ainsi que la progression de l'incertitude quant à l'évolution de ces derniers. En effet, l'étalement de la distribution du mois de décembre 2012 est beaucoup plus prononcé que celle qui caractérisait la distribution estimée du mois de juin 2012. En dépit d'une certaine amélioration de la distribution du mois de mars 2013, l'incertitude des investisseurs quant à l'évolution future des prix de l'indice sous-jacent, en l'occurrence l'indice Eurostoxx 50, demeure importante.

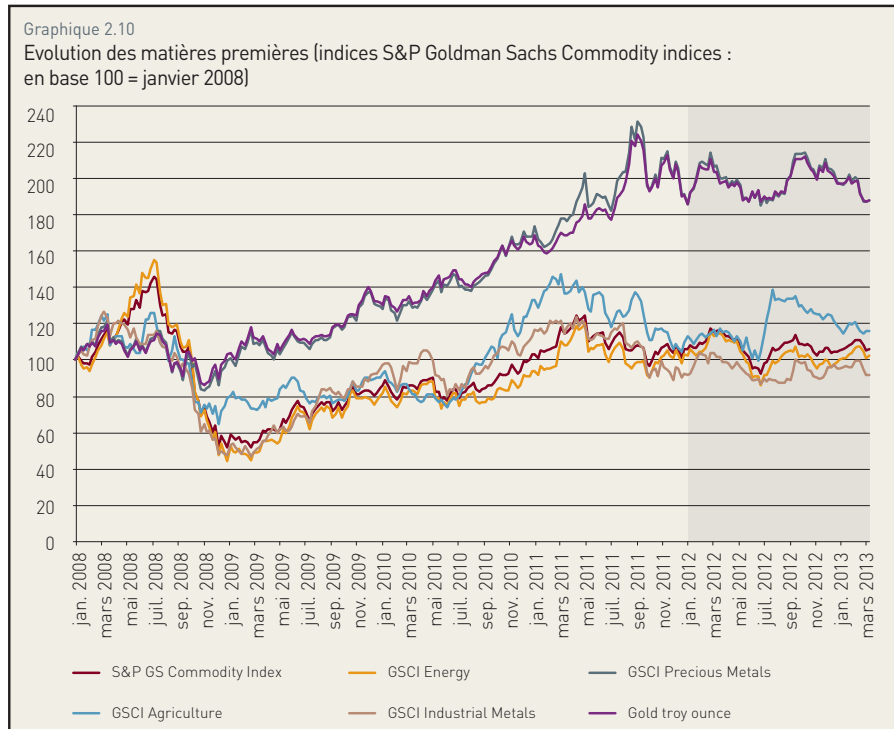


Source : Bloomberg, calculs BCL

#### 4. LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Sur la période analysée, l'évolution globale des prix des matières premières a été fortement imprégnée par l'évolution générale des marchés financiers et ce malgré le fait que la performance finale de cette classe d'actifs ait été proche de zéro. Il faudra distinguer l'évolution des différentes classes de matières premières qui composent le S&P Goldman Sachs Commodity Index, étant donné que les facteurs qui influencent l'évolution des classes de matières premières sont divers.

L'or et l'indice des métaux précieux ont connu de fortes corrections en fin de période d'observation. En ce qui concerne l'or, cette baisse des



Source : Bloomberg