

2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

1. Le marché de la dette souveraine	24
2. Risque de refinancement des banques	27
3. Les marchés actions	30
4. Les marchés de matières premières	33
5. Les marchés des changes	35



LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

Au cours de la période sous revue, les marchés financiers ont suivi de très près le rythme des évolutions de la crise de la zone euro. Cette évolution a été riche en événements, de sorte que les marchés financiers ont connu une série d'épisodes à volatilité accrue : les investisseurs ont souvent alterné des stratégies plus risquées et des stratégies d'aversion au risque. Les stratégies avec une préférence plus marquée pour le risque ont dominé la situation sur les marchés depuis l'annonce du programme OMT (Outright Monetary Transactions) de la Banque centrale européenne.

Bien que les problèmes inhérents à la crise de la zone euro soient loin d'être résolus et que bon nombre d'incertitudes persistent quant à l'évolution future des économies de la périphérie, il n'en est pas moins que la situation générale sur la plupart des marchés financiers s'est nettement améliorée : les écarts de taux entre les pays de la périphérie et ceux du cœur de la zone euro se sont nettement resserrés, les marchés interbancaires ont connu moins de stress de liquidité (grâce notamment au recours au financement sécurisé) et les bourses se sont généralement redressées sur fond de prévisions macroéconomiques en légère amélioration.

Malgré cette fin de période teintée d'optimisme, il convient de rester prudent quant à l'évolution future des marchés financiers. En effet, dans un contexte de rendements très déprimés et d'un environnement macroéconomique fragilisé, les marchés restent à l'affût de la moindre détérioration et pourraient la sanctionner. L'exemple récent de la crise chypriote en est l'illustration : les rendements des obligations du cœur de la zone euro ont chuté immédiatement, au détriment de ceux de la périphérie, et les bourses ont connu une série de corrections assez marquées.

1. LE MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE

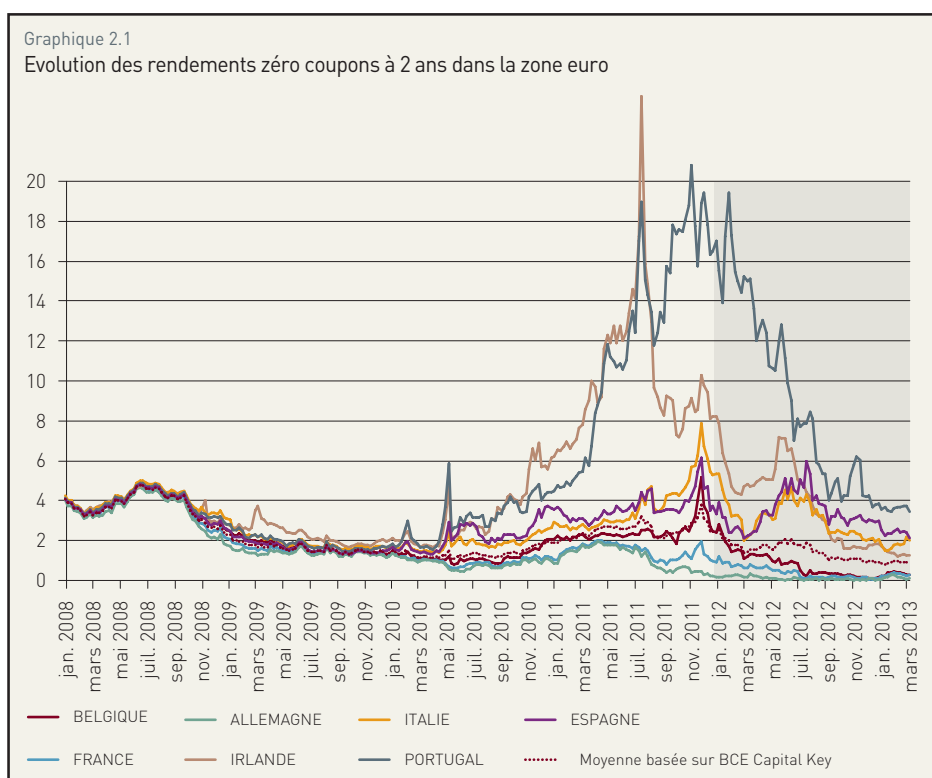
La période sous revue a été marquée, d'une part, par des périodes d'extrême volatilité sur les marchés des obligations d'États et par la normalisation des courbes de taux et des réductions de spreads de l'autre.

L'année 2012 a commencé sous l'influence des deux baisses consécutives des taux directeurs de la BCE fin 2011 et de l'annonce et de la mise en œuvre réussie du double programme LTRO à 3 ans (Long Term Refinancing Operation – deux opérations de refinancement à 3 ans qui ont permis d'allouer 489 milliards d'euros fin 2011 et 529 milliards d'euros en février 2012, l'apport net de liquidités de ces deux opérations était de EUR 311 milliards). À la suite de ces mesures, les courbes de taux des pays de la périphérie se sont déplacées vers le bas, ce qui a entre autres permis aux courbes des taux du Portugal et de l'Irlande de se normaliser. Les écarts de taux avec les pays du cœur de la zone se sont fortement resserrés. Au cours de ces premiers mois de 2012 on a également constaté un abaissement sensible des taux de la Belgique. Ceux-ci avaient fortement montés fin 2011 en raison de craintes liées à un éventuel effet de contagion de la crise des pays périphériques à la Belgique.

Parallèlement l'Eurogroupe finalisait le deuxième plan d'aide à la Grèce portant sur un emprunt de 100 milliards d'euros. Ce deuxième plan d'aide s'accompagnait du plan PSI grec (private sector involvement – mise à contribution du secteur privé) qui portait sur un notionnel de 206 milliards d'euros d'obligations grecques et qui en ramèna la valeur de remboursement à 46,5% du pair. Le deuxième

plan d'aide prévoyait en outre un nouveau plan de mesures d'austérité pour la Grèce. Par conséquent, de nouvelles craintes surgissent autour d'une sortie de la Grèce de l'Eurosystème. Fin février 2012, suite à l'annonce unilatérale de l'Espagne d'assouplir son objectif de déficit budgétaire, les rendements obligataires des pays de la périphérie s'étaient de nouveau orientés à la hausse. Par effet de contagion, les marchés sanctionnaient également la dette du Portugal et de l'Italie. Conjointement on a pu observer un resserrement des rendements dans les pays cœur. Etant en mode de réduction des risques, les marchés préféraient s'orienter vers les dettes souveraines de pays moins risqués : Allemagne, Finlande et Pays-Bas, dont les rendements tombaient à de nouveaux plus bas historiques. On remarquera également la bonne tenue des taux Irlandais au cours de cette période ; il semble que les marchés estiment que l'Irlande a déjà fait des progrès dans l'assainissement de sa situation économique et financière.

Cette situation de tension sur les marchés obligataires a continué jusqu'à l'intervention du 26 juillet du Président de la BCE à la Global Investment Conference à Londres. Dans son discours, M. Draghi affirmait que dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire tout le nécessaire pour préserver l'euro. Ceci a eu comme conséquence que les rendements des obligations court-moyen terme de la périphérie se sont sensiblement réduits. La partie longue des courbes des pays de la périphérie n'a cependant pas réagi de la même manière : sur cette partie de la courbe, les rendements ont, au mieux, stagné. Ce n'est d'ailleurs qu'à la conférence de presse du Conseil des Gouverneurs de la BCE de début septembre qu'un réel changement est apparu : l'annonce du programme OMT (programme de rachat illimité en soutien à des rendements souverains sous stress) en remplacement du programme SMP (Securities Markets Programme) a apaisé les craintes du marché vis-à-vis de la viabilité économique et financière des pays de la périphérie et a eu un effet considérable sur les rendements des titres émis par ces pays : à la suite de la conférence de presse, ces rendements ont baissé immédiatement de plus de 100 points de base et, dans la foulée, les credit default swaps (CDS) se sont également réduits.

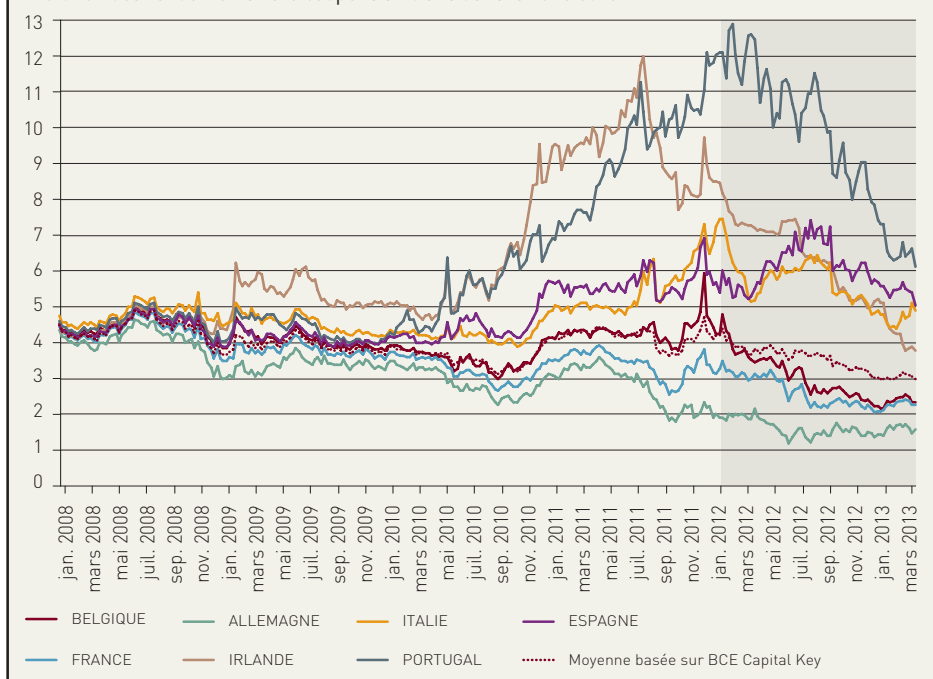


Cette tendance baissière des rendements obligataires de la périphérie se poursuit jusqu'à la fin de la période d'analyse, même si elle s'accompagne de quelques épisodes de volatilité accrue.

Même au niveau de la Grèce la situation du marché obligataire s'est améliorée fin 2012. En effet, suite à un programme de rachat d'obligations PSI propres (EUR 10 milliards pour un notionnel de EUR 30 milliards),

Graphique 2.2

Evolution des rendements zero coupons à 10 ans dans la zone euro



Source : Bloomberg

les rendements grecs se sont sensiblement améliorés : le rendement sur le 10 ans passe de près de 30% à fin juin à près de 11% en fin de période d'analyse.

En résumé, l'année 2012 a donc été une année favorable quant aux performances des obligations souveraines : malgré une assez forte volatilité des rendements en cours d'année, les écarts de taux entre la périphérie et le cœur de la zone euro se sont considérablement réduits. Remarquons que ce mouvement s'est produit sans qu'il y ait eu pour autant une détérioration des rendements des obligations du cœur de la zone euro.

Le resserrement des écarts de taux n'est cependant pas nécessairement assimilable à une réduction du risque pays, du moins si on en

croit les notations souveraines. En effet, au niveau des notations pays, la situation s'est encore détériorée au cours de la période sous revue : un certain nombre de pays de la zone euro ont vu leur rating diminuer de plusieurs crans et le club des pays AAA devient de plus en plus restreint.

Tableau 2.1 :

Ratings Eurozone

	MOODY'S			S&P		
	2013	12/31/11	VARIATION	2013	12/31/11	VARIATION
AUSTRIA	Aaa	Aaa		AA+	AAA	-1
BELGIUM	Aa3	Aa3		AA	AA	
CYPRUS	Caa3	Baa3	-7	CCC+	BBB	-8
ESTONIA	A1	A1		AA-	AA-	
FINLAND	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
FRANCE	Aa1	Aaa	-1	AA	AAA	-1
GERMANY	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
GREECE	C	Ca	-1	B-	CC	+4
IRELAND	Ba1	Ba1		BBB+	BBB+	
ITALY	Baa2	A2	-3	BBB+	A	-2
LUXEMBOURG	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
MALTA	A3	A2	-1	BBB+	A	-2
NETHERLANDS	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
PORTUGAL	Ba3	Ba2	-1	BB	BBB-	-2
SLOVAKIA	A2	A1	-1	A	A+	-1
SLOVENIA	Baa2	A1	-4	A-	AA-	-3
SPAIN	Baa3	A1	-5	BBB-	AA-	-6

Source : Bloomberg

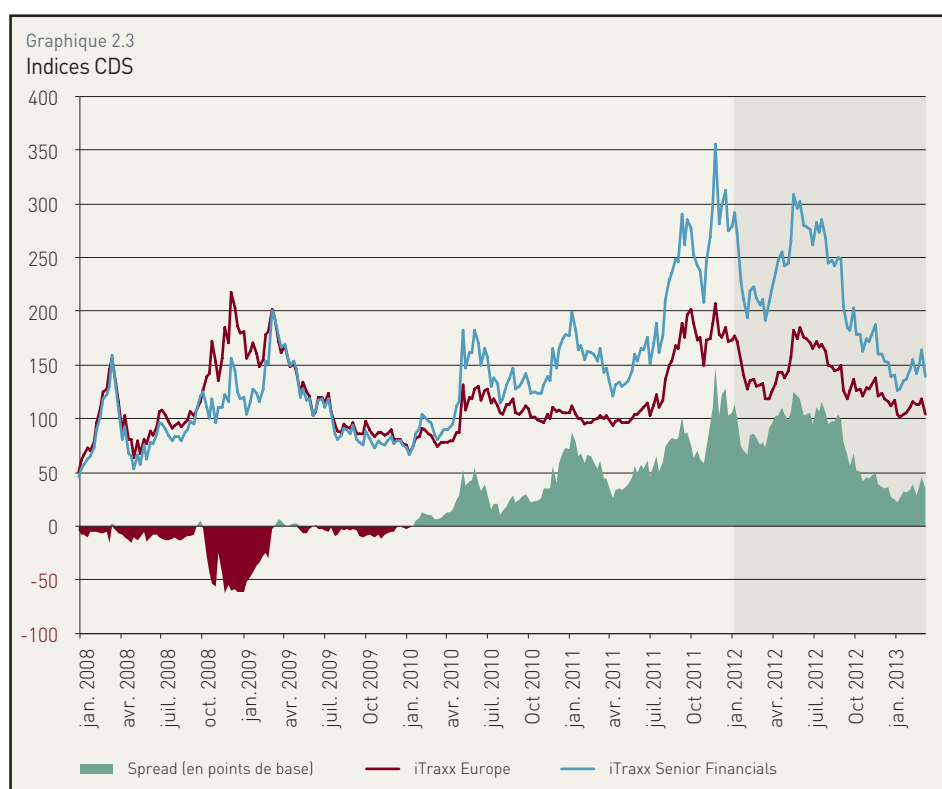
Dans la période récente, c'est-à-dire depuis le début de 2013, on a constaté un léger regain de volatilité sur les marchés de dette souveraine : l'imbroglio italien suite aux élections législatives de février ainsi que les développements récents en Chypre (plan de sauvetage) ont renforcé la préférence des investisseurs pour la dette des pays du cœur de la zone euro, surtout celle de l'Allemagne qui semble rester le principal pays de la zone euro à continuer de bénéficier du statut de « risk free ». Bien que la réaction initiale des marchés face aux élections en Italie fût assez limitée, les investisseurs suivront de très près toute dérive de la situation actuelle et la sanctionneront aussitôt.

En guise de conclusion, même si les écarts de taux entre la périphérie et les pays du cœur de la zone euro se sont réduits de manière substantielle au cours de la période sous revue, il n'en demeure pas moins que la situation reste extrêmement tendue sur le marché des obligations souveraines. L'endettement des Etats, les déficits budgétaires et les perspectives de croissance économique ne se sont guère optimistes. De la sorte, il semble improbable que les rendements des pays de la périphérie puissent encore baisser sensiblement depuis les niveaux actuels.

Eu égard à la politique actuelle de la Banque centrale européenne et au statut de refuge des pays du cœur, les rendements obligataires de ces pays devraient rester bas dans les mois à venir. Ceci vaudra surtout pour les pays à statut AAA et particulièrement à l'égard des titres émis par l'Allemagne qui sont perçus comme étant des valeurs refuges.

2. RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

En rendant moins probable la défaillance d'une banque du fait d'un manque de liquidité, les mesures adoptées par la Banque centrale européenne ont permis un redémarrage du fonctionnement autonome des marchés monétaire et obligataire. Plusieurs indicateurs de liquidité et de coût du financement des banques se sont en effet nettement améliorés au cours de la période sous revue. Il convient cependant d'analyser ces indicateurs avec prudence, étant donné qu'ils constituent une moyenne du secteur financier et qu'ils ne sont donc pas nécessairement représentatifs d'une institution financière en particulier. Il persiste en effet une assez forte hétérogénéité entre les banques de la périphérie et celles du cœur de la zone euro. On peut même constater une diversité des situations similaire pour



Source : Bloomberg

les banques d'un même pays selon la plus ou moins grande stabilité de leurs ratios de fonds propres et de leur solvabilité.

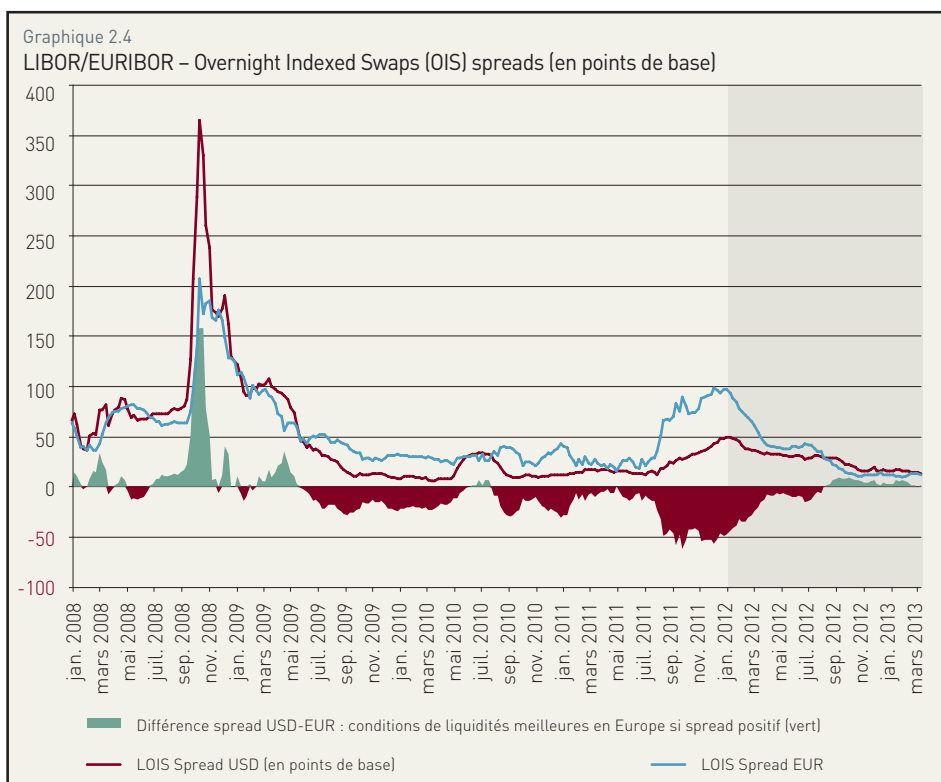
Au niveau des *credit default swaps* (CDS), qui mesurent le prix de l'assurance contre le défaut d'une banque et qui peuvent donc être considérés comme un indicateur des primes de financement à payer par les banques, cette amélioration ressort assez nettement, même si les niveaux absolus restent élevés par rapport aux moyennes historiques et supérieurs à ceux des entreprises non-financières.

L'amélioration constatée ne s'est cependant pas faite de manière linéaire : si en tout début d'année les CDS des valeurs financières se sont fortement contractés suite au programme LTRO 3 ans, à l'assouplissement des critères de collatéral et à l'abaissement du coefficient des réserves obligatoires de 2% à 1%, le renouveau des incertitudes concernant la viabilité économique des pays de la périphérie au printemps 2012 a créé de nouvelles tensions sur le marché des CDS des entreprises financières. L'exposition des banques du cœur de la zone euro à la dette de la périphérie n'y est sans doute pas étrangère. Ce n'est qu'après le discours de juillet du Président de la BCE et l'annonce du programme OMT en septembre que les niveaux de CDS se sont réduits. Par ailleurs, il est utile de noter que les niveaux de CDS des entreprises financières ne se sont pas contractés uniformément : il persiste de très fortes différences entre les CDS des entreprises qui composent l'iTraxx Senior Financials. Ainsi les entreprises financières du cœur de la zone euro, de la Suisse et du Royaume Uni présentent des CDS inférieurs à ceux de la périphérie. Il existe aussi une différence non négligeable entre les entreprises du secteur des assurances et les banques ; les premières présentant des CDS nettement moins élevés.

Les niveaux de CDS des obligations d'entreprises non-financières se sont également réduits, mais dans une moindre mesure: le spread entre l'indice iTraxx Europe et l'indice iTraxx Senior Financials

s'est réduit de plus de 80 points de base à la fin 2012.

L'activité sur le marché des obligations sécurisées (covered bonds) s'est sensiblement améliorée au cours de la période sous revue. Les volumes d'émissions restent assez limités, mais la demande d'obligations sécurisées sur le marché secondaire a fortement progressé, de sorte que les rendements se sont tassés. A titre d'exemple on peut citer les rendements des obligations gagées par des créances hypothécaires espagnoles à 10 ans pour lesquelles le rendement a baissé de 350 points de base. En général, les obligations gagées par des biens immobiliers et par l'automobile étaient assez recherchées. Notons encore la fin du programme CBPP2 (covered bonds purchase program 2) en octobre 2012 et ce avant d'avoir atteint le volume



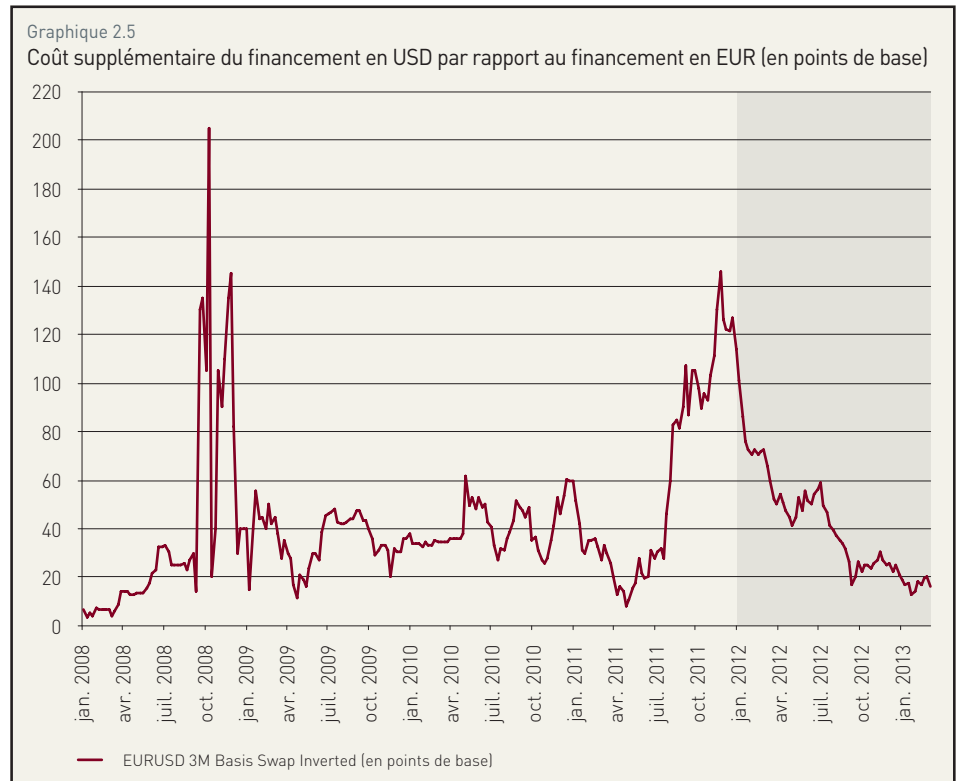
Source : Bloomberg

initialement prévu de EUR 40 milliards.

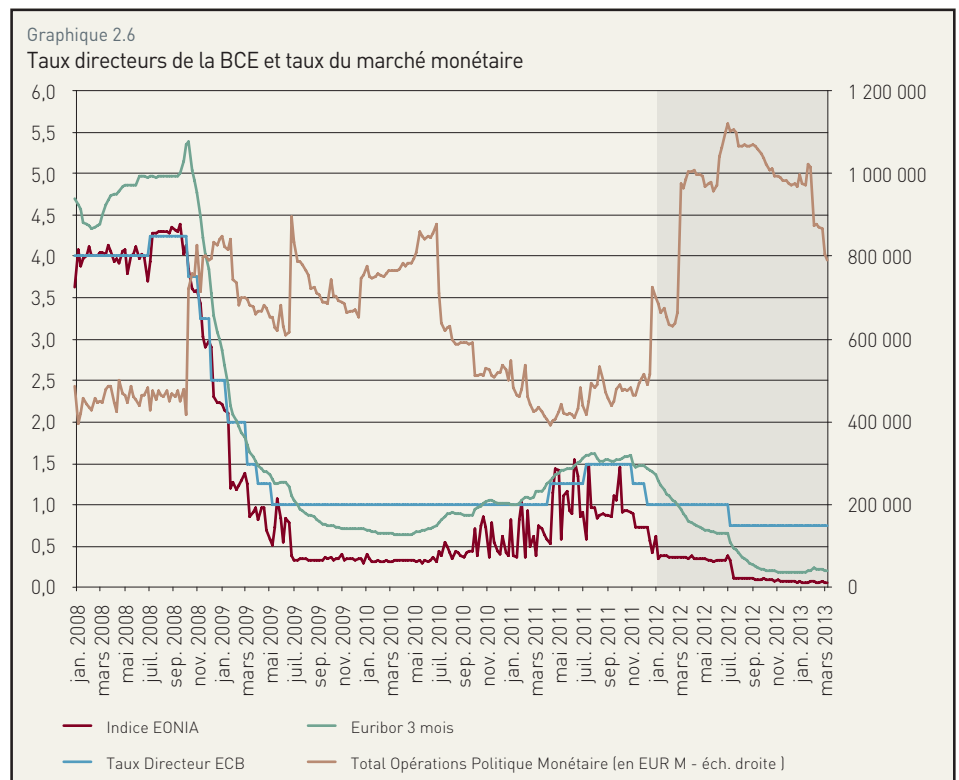
Une autre indication d'un certain regain de santé du système bancaire est la réduction continue du spread entre les taux interbancaires (Euribor 3 mois et Libor USD 3 mois) et les taux Overnight Indexed Swap (EUR swap Eonia 3 mois et USD swap OIS 3 mois). Cet écart est une mesure du stress sur le marché interbancaire et peut être interprété comme la volonté des banques à pourvoir des liquidités: un écart réduit étant synonyme d'une volonté accrue des banques à prêter sur le marché interbancaire.

Depuis le milieu de l'année 2012, les fonds monétaires américains ont recommencé à augmenter leur exposition aux banques européennes, améliorant ainsi les capacités de refinancement en dollars US des banques de la zone euro. De la sorte, les prix des swaps de devises EUR/USD, qui représentent le surcoût (ou la prime de risque) d'un financement en USD se sont fortement réduits et sont actuellement à des niveaux représentatifs d'une situation normalisée.

Sur le marché monétaire, la très forte volatilité de l'EONIA, constatée tout au long de 2011, a disparu fin 2011 avec l'annonce de la double tranche du LTRO 3 ans en décembre 2011. Suite à cet afflux de liquidités, les taux EONIA et Euribor se sont fortement réduits et reflètent une situation de liquidité améliorée sur le marché interbancaire. Ce même phénomène peut d'ailleurs être observé sur les marchés de financement sécurisés (repo). Un deuxième glissement



Source : Bloomberg



Source : Bloomberg



des taux Euribor et EONIA s'est produit en juillet 2012 lorsque la BCE a fixé son taux directeur à 0,75% et la rémunération de la *deposit facility* à 0%. Il persiste malgré tout une segmentation entre les pays du cœur et de la périphérie sur ces marchés.

Malgré le remboursement anticipé d'une partie des deux tranches LTRO à trois ans (pour un encours de 137 milliards d'euros en janvier 2013 et EUR 61 milliards en février 2013), le total des opérations de politique monétaire de la BCE demeure important et les banques continuent de recourir à la liquidité fournie par la Banque Centrale Européenne. Aussi est-il intéressant de constater que la majeure partie des remboursements réalisés avant l'expiration des échéances se concentre sur les banques du cœur ainsi que sur les banques espagnoles. Ceci valide plus ou moins l'existence d'un important clivage entre les banques de la périphérie et celles du cœur de la zone euro.

Encadré 2.1 :

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCL EN 2012

Sur le montant de 5,09 trillions d'euros servi par l'Eurosystème lors des MRO en 2012, 9,48 milliards d'euros ont été alloués par la BCL à des contreparties luxembourgeoises, soit 0,19% du total. Par ailleurs, l'Eurosystème a injecté 702,07 milliards d'euros dans le cadre des opérations de refinancement de long terme (à 3 mois, 6 mois, 1 an et 3 ans), dont 0,31% au bénéfice de contreparties luxembourgeoises, soit 2,19 milliards d'euros.

Dans l'ensemble du refinancement en euro, la part du Luxembourg s'est réduite en 2012, après la stabilisation observée en 2011. La baisse de la part du Luxembourg dans l'ensemble des opérations de politique monétaire reflète l'amélioration de situation de la liquidité globale des banques luxembourgeoises et, a contrario, de la place croissante prise par les pays périphériques, dont les systèmes bancaires affichent une forte dépendance de l'eurosystème pour combler leurs besoins de liquidité.

Les montants alloués en USD à des contreparties européennes ont plus que doublé par rapport à 2011. Sur les 275 milliards de dollars injectés dans le cadre des adjudications hebdomadaires et des opérations à 3 mois en USD, la part allouée par la BCL a légèrement reculé par rapport à 2011, s'élevant à 3,91%.

En conclusion, même si les indicateurs révèlent une amélioration sensible de la situation des banques, il convient de retenir la persistance d'un important clivage entre la santé financière des banques de la périphérie et celles du cœur de la zone euro. Même pour les banques du cœur, il serait utile de poursuivre l'assainissement des bilans des banques et en veillant à leur adéquate capitalisation.

3. LES MARCHÉS ACTIONS

Eu égard aux problèmes macroéconomiques actuels et à l'incertitude quant aux perspectives de croissance économique, la performance des marchés actions au cours de la période sous revue a été plus qu'appréciable. Un certain nombre d'indices ont même pu retrouver leurs niveaux d'avant crise, voire même les dépasser, comme c'est le cas des indices Dow Jones et S&P 500.

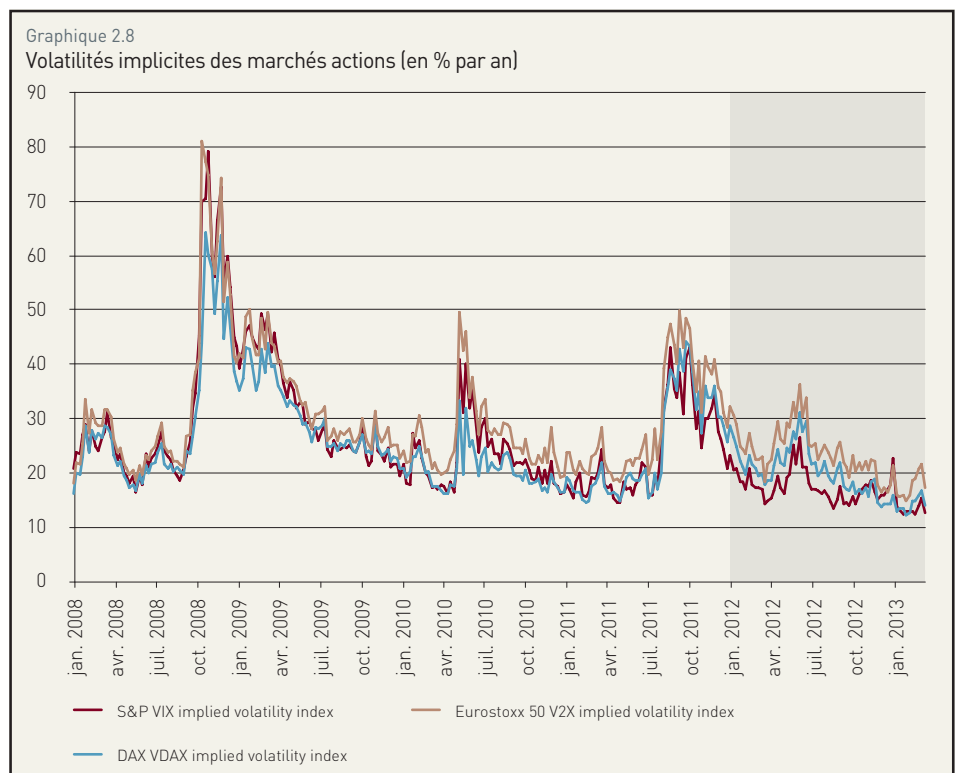
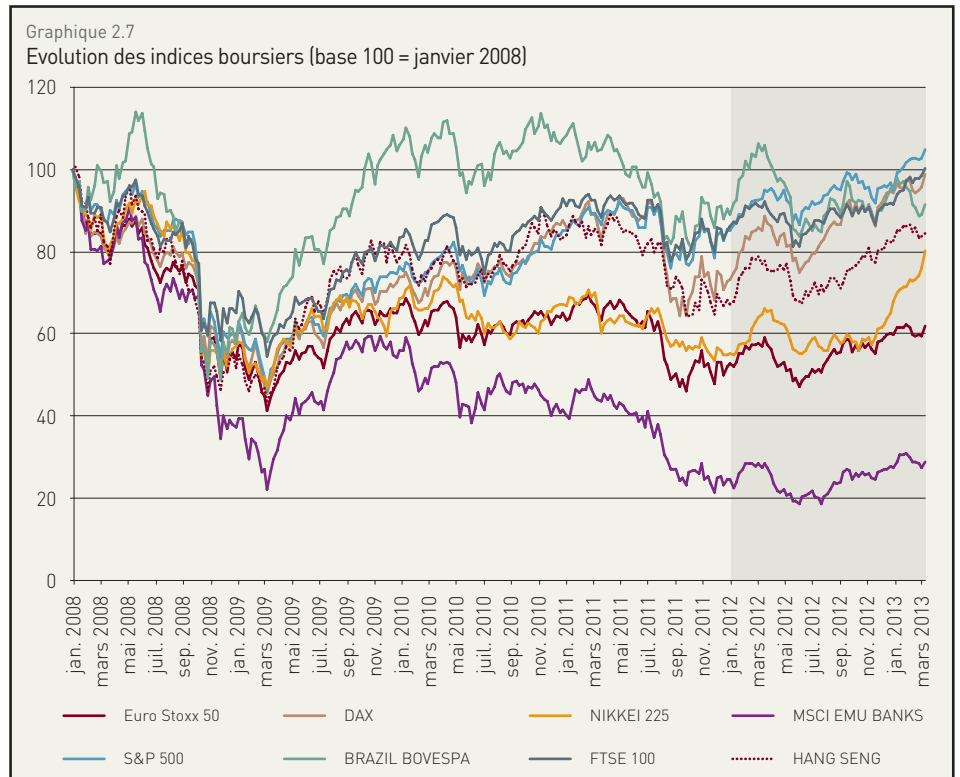
L'évolution des performances boursières a été intimement liée aux développements économiques et politiques dans la zone euro. Ainsi, les marchés d'actions se sont montrés nettement plus volatils dans


la phase d'incertitude au printemps 2012: imbroglio autour des élections grecques et intensification de la crise grecque, problèmes du secteur financier chypriote, contagion accrue de la crise à l'Espagne et à l'Italie, ...

En ce qui concerne les performances des marchés des actions de la zone euro, on constate de nouveau une sorte de clivage entre les pays cœur et la périphérie et c'est encore l'Allemagne qui joue le rôle de moteur avec un DAX en hausse de 29% sur l'année 2012. Parmi les grandes places financières de la zone euro, seul l'Espagne affiche un résultat en recul (-4% pour l'indice IBEX). La performance de l'indice pan-Eurozone Eurostoxx 50 (+13%) quant à elle reste en-deçà de celles des pays cœur. Ce phénomène est en partie attribuable aux faibles performances des valeurs bancaires italiennes et espagnoles.

Notons qu'au niveau international, l'indice japonais Nikkei a, fin 2012 et début 2013, rattrapé une partie de son retard sur les autres places boursières sur fond de projections de croissance économique plus optimistes et de mesures d'assouplissement quantitatif de la part de la Banque du Japon.

Au niveau des volatilités, on peut observer un pic intermédiaire entre mai et juin. Ce pic correspond à la correction des marchés actions au cours de la même période. Hormis cela, les volatilités implicites se sont constamment réduites au cours de la période de référence pour s'établir à des niveaux historiquement bas. Le niveau de volatilité implicite légèrement plus





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.

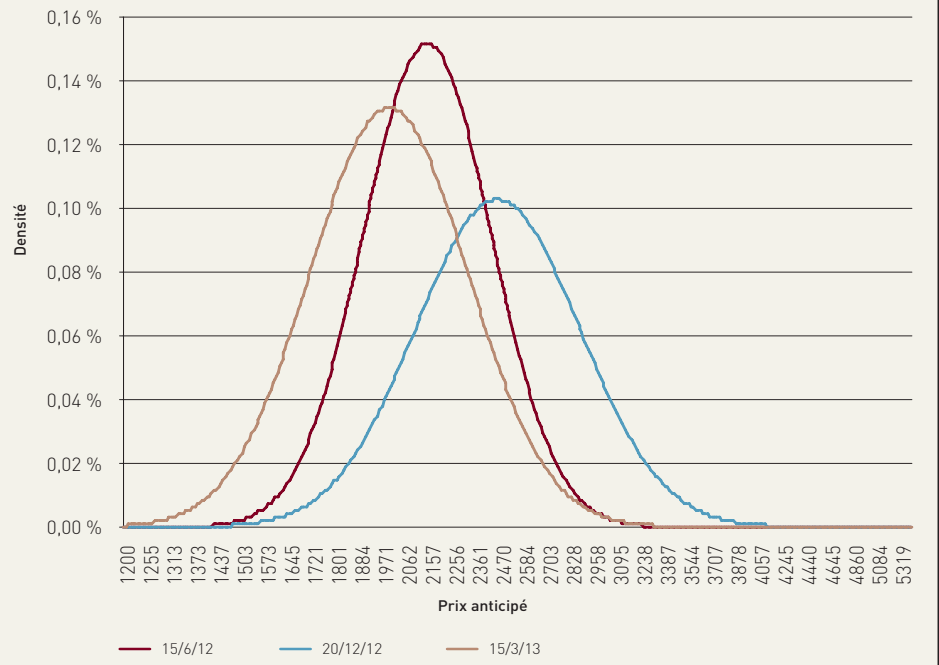
Les distributions sont estimées à partir des prix quotidiens de l'indice boursier Dow Jones Euro Stoxx 50 et des prix d'une gamme d'options à fréquence identique pour ce même sous-jacent. Les informations nécessaires aux estimations sont extraites de la base de données Bloomberg. Il y a lieu de noter 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.

Graphique 2.9

Evolution des fonctions de densité neutre au risque



Source : Bloomberg, calculs BCL

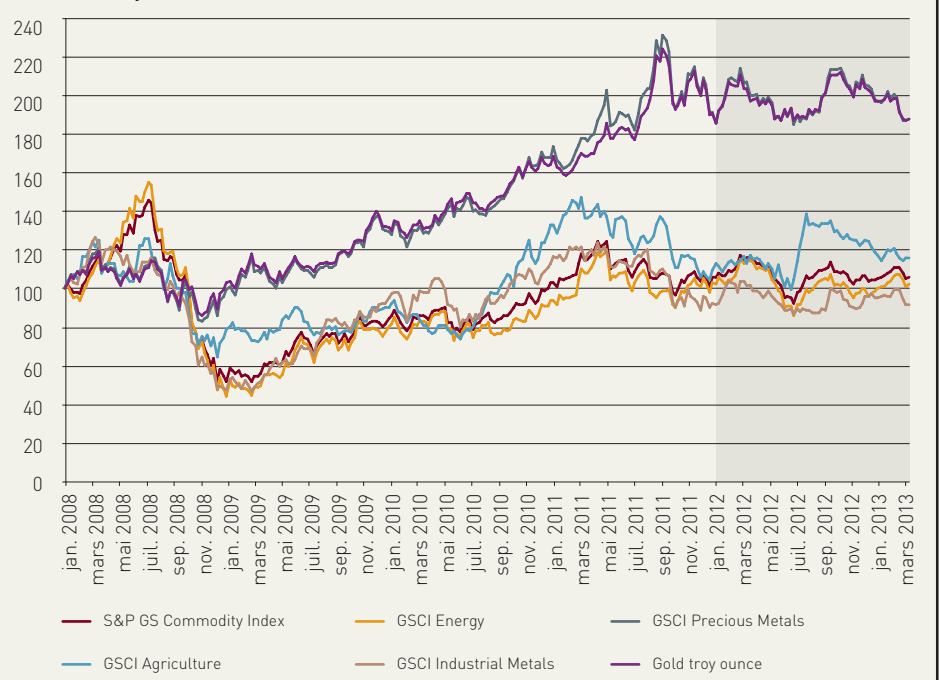
4. LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

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

Graphique 2.10

Evolution des matières premières (indices S&P Goldman Sachs Commodity indices : en base 100 = janvier 2008)

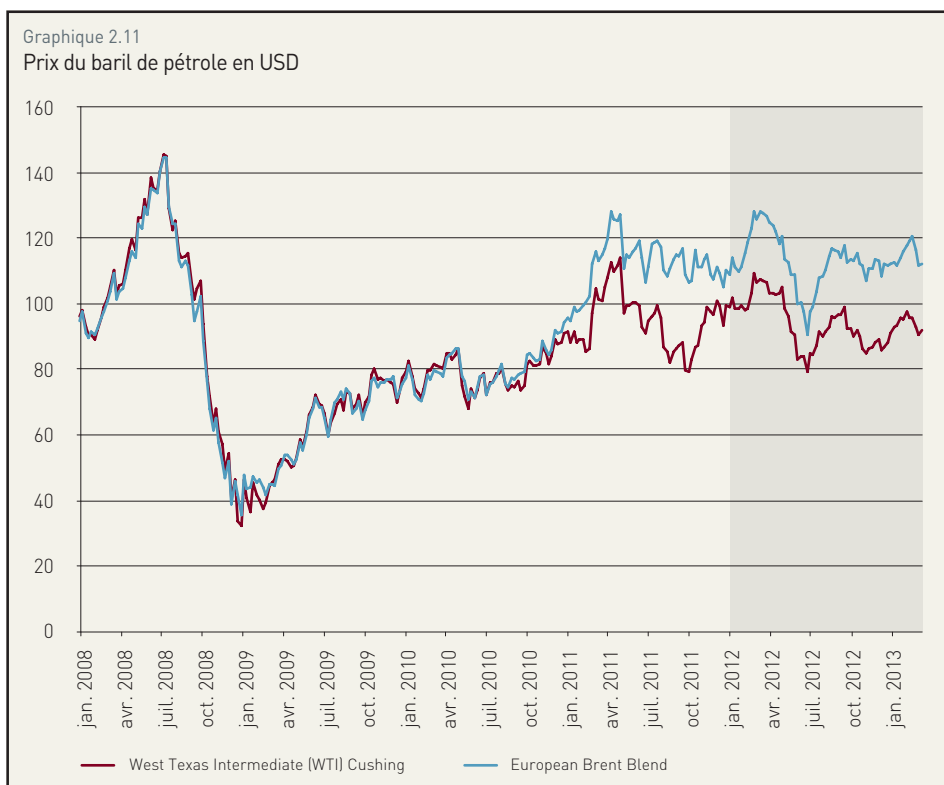


Source : Bloomberg

prix s'explique par plusieurs facteurs : baisse de la demande indienne et chinoise d'or physique, baisse des prévisions d'inflation dans les pays industrialisés (l'or demeure un des moyens de couverture traditionnels contre l'inflation), la relative stabilité de l'USD face aux grands blocs de devises et l'absence d'épisodes de crise sévère. Pour ce qui est de l'indice des métaux précieux, il faudra noter que celui-ci est largement influencé par l'évolution des prix de l'or. Les prix du groupe du platine (platine, palladium, rhodium, iridium...) sont, cependant, assez dé-corrélés des prix de l'or : leur usage principal est dans les applications de catalyse chimique et ce surtout dans les catalyseurs de moteurs à combustion. Leurs prix sont donc influencés, entre autres, par les volumes de production de l'industrie automobile ainsi que ceux de l'industrie chimique, difficilement prévisibles dans le contexte économique actuel.

L'évolution des métaux industriels est fortement liée à l'évolution de la conjoncture et des grands projets d'infrastructure en Chine. La Chine est devenue de loin le premier consommateur mondial de métaux industriels et il n'est donc pas étonnant de voir ceux-ci réagir très fortement aux prévisions de l'évolution conjoncturelle chinoise. Les incertitudes quant à un éventuel essoufflement de la conjoncture chinoise ont, d'ailleurs, pesé sur l'évolution des prix de ces métaux. La demande de métaux industriels en Europe souffre toujours de la faiblesse de la conjoncture. En ce qui concerne l'évolution future de ces métaux, il faudra bien distinguer les métaux de par leurs usages finaux et identifier d'éventuels goulots d'étranglement qui sont souvent à la base d'importants mouvements de prix.

Au niveau des prix des produits agricoles, on constate une période de très forte hausse initiée en juin 2012 et qui a continué jusqu'à la fin de l'été. Ce mouvement s'explique par l'explosion des prix du blé et du maïs suite à la sécheresse de l'été 2012 aux Etats-Unis et à une série de mauvaises récoltes sur le plan international.



L'évolution du prix du pétrole a été assez volatile et largement influencée par le contexte économique en Europe et aux Etats-Unis : le ralentissement économique déprime en général la demande de pétrole et donc les prix. Cependant, étant donné la forte utilisation des capacités de productions des pays de l'OPEP, il se pourrait qu'une aggravation des tensions géopolitiques actuelles fasse rapidement monter les prix du brut. A moyen-long terme, le programme d'exploitation américain des gaz de schiste ainsi qu'une exploration accrue des gisements offshore dans les bassins antésalifères devraient cependant augmenter l'offre globale de produits pétroliers et poser un frein à une progression des prix préjudiciable à la croissance économique.

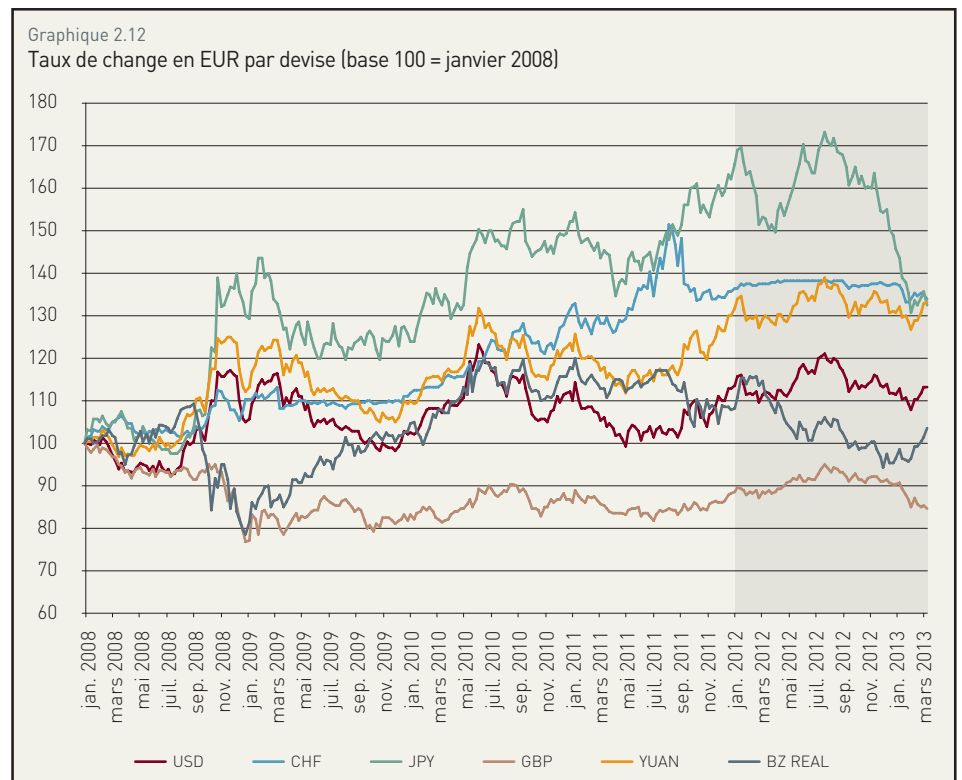
Source : Bloomberg

En conclusion on peut noter que l'évolution des cours des matières premières a été fortement influencée par le ralentissement continu des économies européennes et nord américaines. Cette évolution a été bénéfique en ce sens qu'il a permis d'amoindrir le niveau d'inflation importée dans la zone Euro et aux Etats-Unis. Les cours des matières premières constituent en effet le plus grand risque pour la zone Euro dans la mesure où un choc exogène brutal pourrait rapidement faire monter les prix des matières premières et handicaper la reprise économique. Ce risque existerait aussi dans le cas d'un découplage trop violent de la conjoncture de la zone Euro par rapport au reste du monde : en effet, dans un tel cas, le reste du monde ferait monter les prix en raison d'une demande accrue en dehors de la zone Euro.

5. LES MARCHÉS DES CHANGES

Au cours de la période d'analyse, l'euro est resté assez stable contre la plupart des devises de référence et ce malgré les craintes du marché liées à une éventuelle matérialisation du risque de redénomination. En faisant abstraction des fluctuations intermédiaires, les niveaux d'échange de l'euro à l'égard du dollar US, du franc suisse et du yuan chinois de fin de période sont assez proches des niveaux de début de période. En ce qui concerne le franc suisse, rappelons que la Banque Nationale Suisse a maintenu son programme de lutte contre l'appréciation de la monnaie helvétique au niveau EURCHF de 1,20, c'est-à-dire qu'elle intervient sur le marché à chaque fois que le cours EURCHF risque de tomber en-dessous de la marque de 1,20 francs suisse pour un euro. Force est de constater aussi la faiblesse du yen depuis la deuxième moitié de 2012. Cette tendance s'est d'ailleurs accentué au cours de la fin de période d'analyse.

Dans le contexte actuel de faiblesse conjoncturelle, tous les grands blocs de devises sont bien sûr tentés par les effets bénéfiques d'une devise moins forte sur les exportations. Les politiques et les dirigeants des banques centrales sont, néanmoins, conscients du fait que des dévaluations compétitives n'offrent pas de perspectives meilleures sur le moyen-long terme.



Source : Bloomberg