

2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

1. Le marché de la dette souveraine	30
2. Risque de refinancement des banques	33
3. Les marchés des actions	36
4. Les marchés de matières premières	41
5. Les marchés des changes	42



LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

L'année 2017 pourrait probablement être considérée comme la dernière année d'accalmie sur les marchés financiers avant la transition vers des politiques monétaires moins accommodantes et le retour de la volatilité déjà constaté en janvier 2018. En dépit de la poursuite par l'Eurosystème de ses programmes d'achat d'actifs à un rythme de 60 milliards d'euros par mois en 2017, la question de la sortie de l'assouplissement quantitatif a été omniprésente sur les marchés financiers au cours de la première moitié de l'année 2017. Parallèlement, la Réserve fédérale des États-Unis (FED) a commencé à réduire la taille de son bilan et a poursuivi sa politique d'augmentation des taux d'intérêt, avec trois hausses au cours de l'année 2017. Toutefois, les marchés financiers ayant anticipé les hausses de taux d'intérêt, la progression des actifs risqués a continué tandis que les rendements obligataires sont restés à des niveaux historiquement bas en raison des liquidités abondantes mises à disposition par les banques centrales.

Bien qu'en début d'année 2017 le climat politique en Europe ait pu faire craindre la victoire de partis populistes, les marchés financiers sont restés relativement sereins et se sont caractérisés par une volatilité réduite. En revanche, les actifs risqués ont connu des performances remarquables : il est à relever, entre autres, la performance positive ininterrompue au cours de l'année 2017 de l'indice américain S&P 500 qui a terminé l'année en progression de 19,4 %, ainsi que la performance de 12,5 % du DAX, le principal indice boursier allemand, qui a atteint son plus haut niveau historique en janvier 2018.

Les matières premières ont enregistré de fortes hausses des prix en 2017 en raison d'une situation économique globale très favorable. Sur les marchés des changes, l'année s'est caractérisée par une appréciation de l'euro face à la plupart des principales devises et par une relative faiblesse du dollar américain.

Cependant, le début de l'année 2018 a été marqué par un retour soudain de la volatilité. Le vote d'une nouvelle loi fiscale aux États-Unis en décembre 2017 – le *Tax Cuts and Jobs Act* – a poussé les marchés obligataires à prendre en compte la perspective de taux directeurs plus élevés. Les taux des obligations d'État américaines et allemandes à 10 ans ont ainsi augmenté de près de 50 points de base en quelques semaines. Ceci a entraîné une montée brusque des indices de volatilité qui s'est propagée aux marchés des actions dès février 2018.

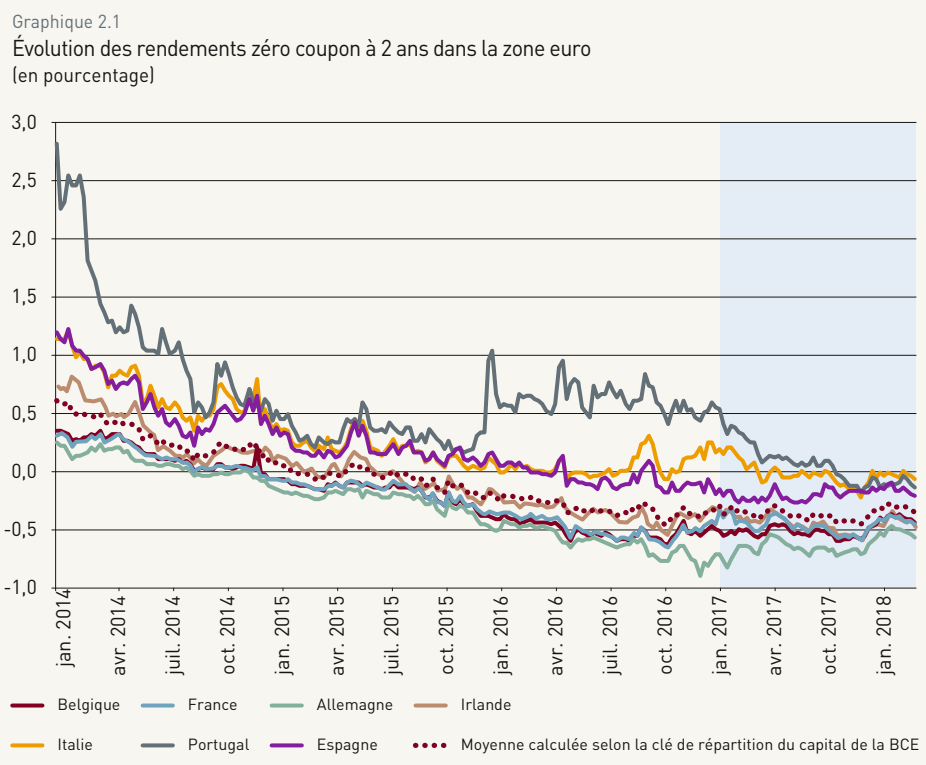
1. LE MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE

Dans la zone euro, le marché de la dette souveraine a connu une année 2017 relativement stable. Tout au long de l'année, la poursuite de la politique monétaire très accommodante de l'Eurosystème a été un facteur de soutien pour ce marché. Après une longue période de tendance baissière des rendements entamée fin 2013, la plupart des taux obligataires souverains ont fluctué pendant l'année 2017 dans un intervalle relativement étroit sans réelle tendance. Le Portugal et la Grèce font figure d'exceptions, puisque l'amélioration de leurs fondamentaux économiques a entraîné une sensible baisse des coûts de financement de ces États.

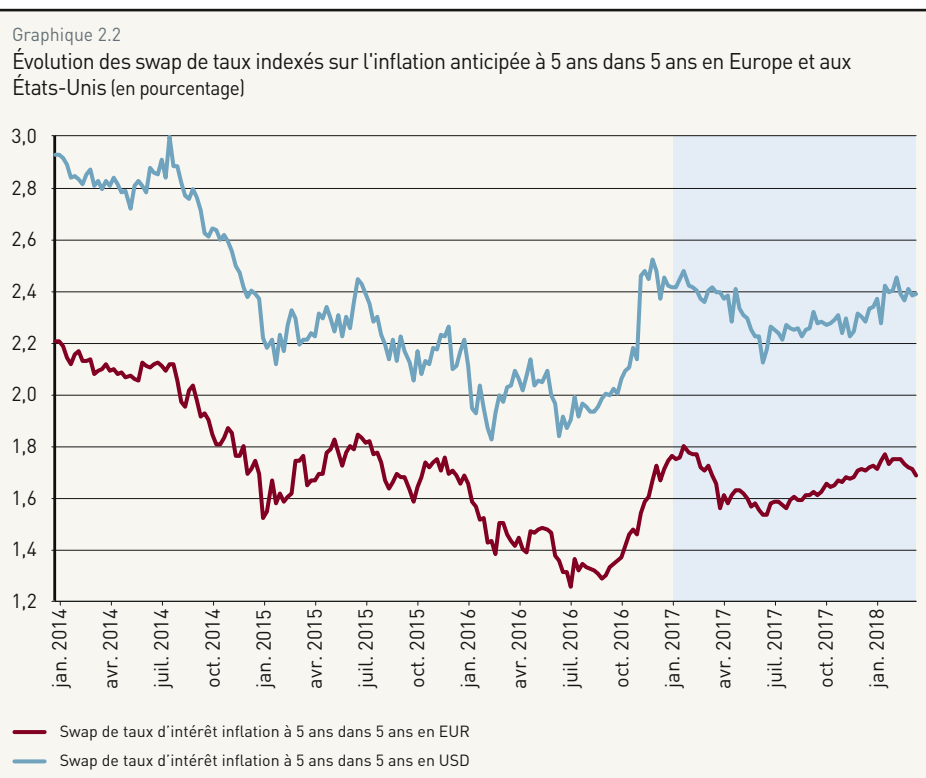
Au début de l'année 2017, les rendements ont été impactés par la réduction de 80 à 60 milliards d'euros des achats mensuels d'actifs décidée par le Conseil des Gouverneurs de la BCE en décembre 2016. Cette réduction s'est traduite par une hausse du rendement des obligations d'État à 10 ans d'environ 30 points de base en Allemagne, 45 points de base en France et même de 60 points de base en Italie.

Au printemps 2017, les événements politiques en Europe ont créé un climat d'incertitude. Les élections présidentielles et législatives en France, les élections législatives aux Pays-Bas, ainsi que la décision de la Cour constitutionnelle italienne de réformer la loi électorale étaient au centre de ces inquiétudes. Le différentiel de rendement entre les obligations souveraines allemandes et françaises s'est accentué au cours de cette période. Juste avant le second tour des élections présidentielles françaises, le rendement des obligations allemandes à 10 ans avait atteint son niveau le plus bas de l'année à 0,15 %, tandis que celui des obligations françaises à 10 ans s'établissait aux alentours de 0,90 %. Suite à la victoire d'Emmanuel Macron aux présidentielles en France et de la victoire du VVD, parti libéral pro-européen aux Pays-Bas, les craintes d'une éventuelle déstabilisation politique de l'Union européenne se sont apaisées.

En sus des incertitudes politiques, l'évolution moins favorable des indicateurs économiques et surtout la faible inflation au premier semestre ont contribué à la baisse des rendements des obligations souveraines. Au début de l'année

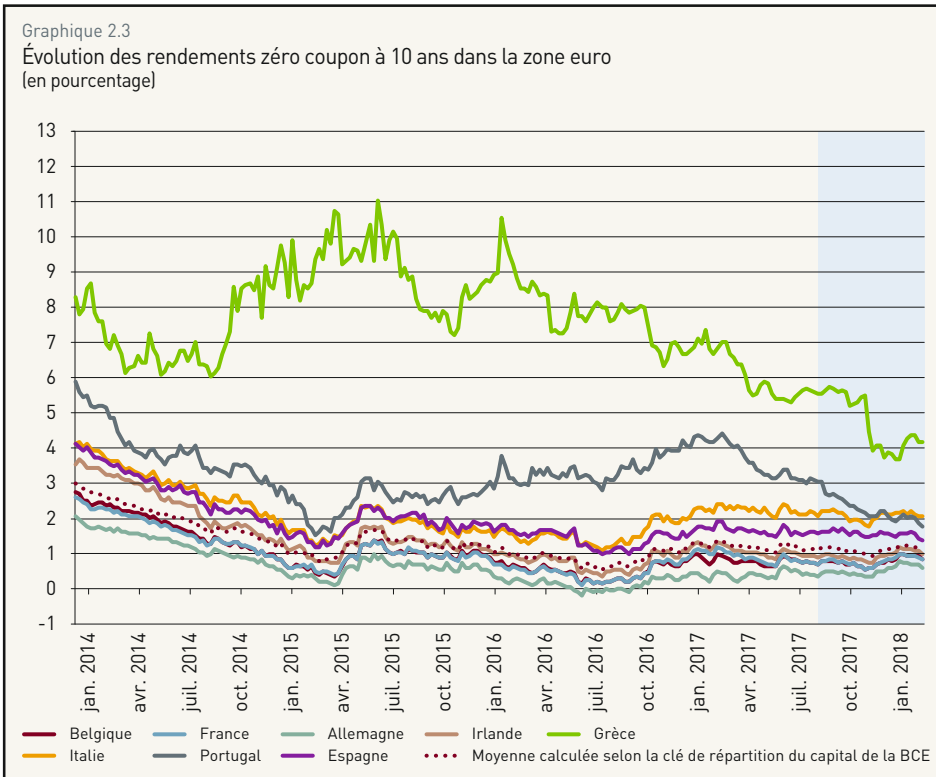


Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

Graphique 2.3
Évolution des rendements zéro coupon à 10 ans dans la zone euro
(en pourcentage)



Source : Bloomberg

significative. L'Italie, qui enregistrait un différentiel de 210 points de base au printemps par rapport à l'Allemagne, a vu ce dernier se réduire à 130 points de base au cours de l'année. De même celui de l'Espagne, qui culminait à 146 points de base a atteint 76 points de base début 2018. Le marché obligataire le plus performant a été le Portugal qui avait débuté l'année 2017 avec un écart de 380 points de base par rapport à l'Allemagne, pour atteindre un différentiel de 135 points de base début 2018.

L'amélioration des indicateurs économiques s'est poursuivie en 2018 et, en conséquence, les rendements obligataires dans la zone euro ont substantiellement augmenté en janvier et février 2018 avant de retomber en mars, en particulier pour les échéances plus longues. Au cours du mois de janvier 2018, le rendement de l'emprunt d'État allemand à 10 ans est ainsi en progression de 33 points de base, passant de 0,42 % à 0,75 %. Les rendements des obligations souveraines des autres États membres de la zone euro ont suivi cette tendance. Cette évolution s'est accompagnée d'une augmentation marquée de la volatilité des taux.

2017, le taux d'inflation publié par Eurostat était passé à 2 %, principalement en raison des effets de base, avant de retomber à 1,3 % en milieu d'année. L'indicateur de marché permettant de projeter l'inflation future (exprimé par les swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans) est passé de 1,79 % en début d'année à 1,49 % en milieu d'année avant de revenir proche de son niveau initial fin 2017.

L'amélioration progressive des fondamentaux économiques au cours du deuxième semestre et les annonces de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la BCE ont eu un effet positif sur les différentiels de rendement entre les pays européens. Les différentiels de taux des obligations des pays de la zone euro par rapport au taux de référence allemand à 10 ans ont ainsi chuté de manière

L'amélioration des fondamentaux économiques a également eu un impact positif sur les notations de plusieurs pays de la zone euro. Moody's et S&P ont ainsi augmenté les notations de Chypre, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Portugal et de la Slovaquie.

Tableau 2.1 :

Notations des pays de la zone euro

	MOODY'S			S&P		
	20/03/2018	01/01/2017	VARIATION	20/03/2018	01/01/2017	VARIATION
ALLEMAGNE	Aaa	Aaa		AAAu	AAAu	
AUTRICHE	Aa1	Aa1		AA+	AA+	
BELGIQUE	Aa3	Aa3		AAu	AAu	
CHYPRE	Ba3	B1	+1	BB+	BB	+1
ESPAGNE	Baa2	Baa2		BBB+u	BBB+	
ESTONIE	A1	A1		AA-	AA-	
FINLANDE	Aa1	Aa1		AA+	AA+	
FRANCE	Aa2	Aa2		AAu	AAu	
GRÈCE	B3	Caa3	+3	B	B-	+1
IRLANDE	A2	A3	+1	A+	A+	
ITALIE	Baa2	Baa2		BBBu	BBB-u	+1
LUXEMBOURG	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
MALTE	A3	A3		A-	A-	
PAYS-BAS	Aaa	Aaa		AAAu	AAAu	
PORTUGAL	Ba1	Ba1		BBB-u	BB+u	+1
SLOVAQUIE	A2	A2		A+	A+	
SLOVÉNIE	Baa1	Baa3	+2	A+	A	+1

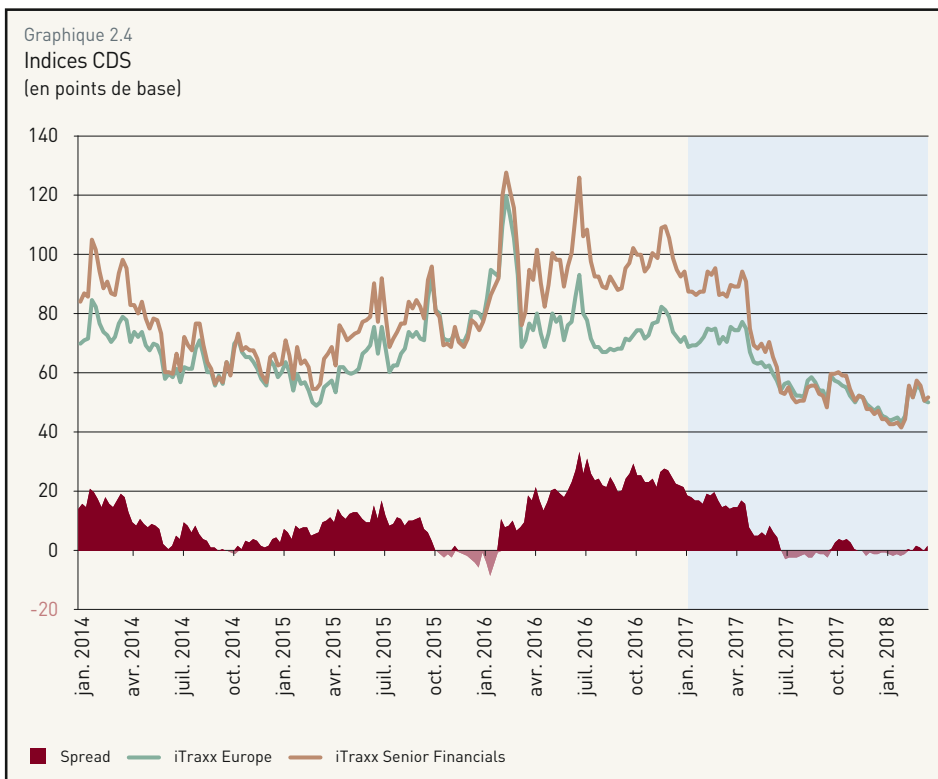
Source : Bloomberg

2. RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

Comme au cours des années précédentes, l'Eurosystème a veillé à ce que les liquidités mises à disposition des banques demeurent abondantes afin d'assurer la stabilité des conditions de refinancement. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement est ainsi resté inchangé en 2017 à 0 %.

Les achats mensuels d'obligations par l'Eurosystème dans le cadre des programmes d'achats d'actifs ainsi que la fourniture de liquidités à travers les opérations de refinancement ont continué à faire croître l'excédent de liquidités. Ce dernier a largement contribué au maintien de conditions de financement favorables pour les banques et les entreprises. Le montant de l'excédent de liquidité est ainsi passé de 1 200 milliards d'euros début 2017 à près de 1 800 milliards d'euros fin mars 2018.

Toutefois, les primes de risque sont restées élevées au cours des premiers mois de l'année 2017 en raison des incertitudes politiques en Europe. Les Credit Default Swaps (CDS) mesurent le prix de l'assurance contre le défaut d'une contrepartie et peuvent donc être considérés comme un indicateur des primes de financement à payer par les sociétés émettrices. Les indices composites iTraxx, qui synthétisent un panier de CDS, permettent de représenter le coût de protection par rapport à un secteur donné. Ainsi, l'indice iTraxx Europe a débuté l'année 2017 à un niveau de 73 points de base tandis

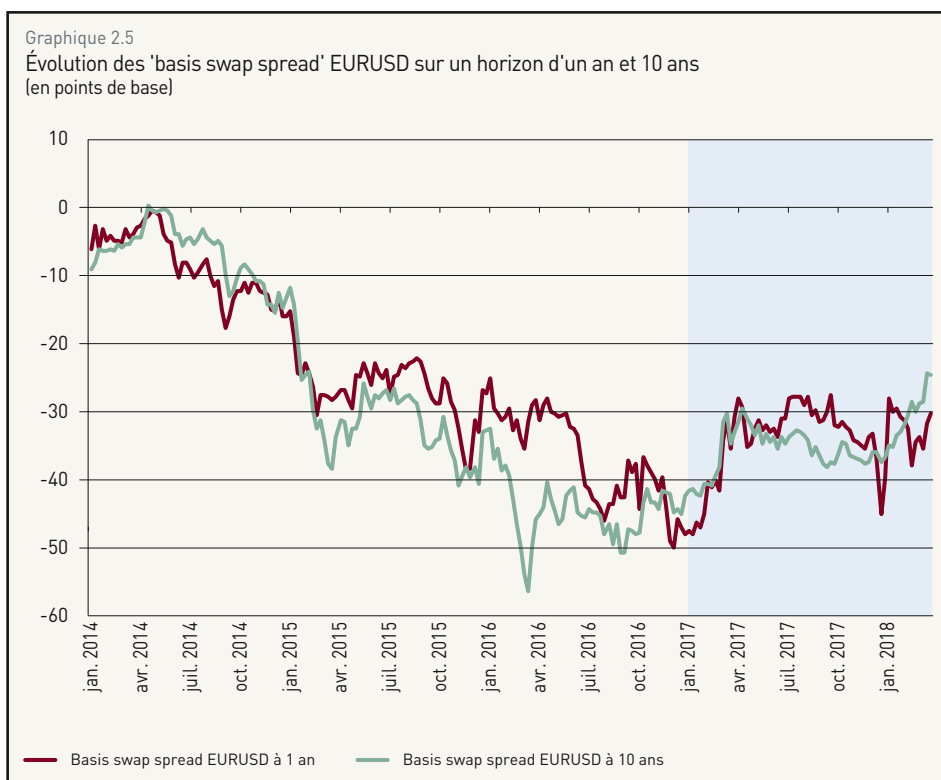


Source : Bloomberg

que l'indice iTraxx des valeurs financières a débuté l'année 2017 à un niveau de 93 points de base. Bien que ce dernier s'était déjà amélioré par rapport à fin 2016, il reflétait néanmoins un niveau de risque plus élevé que l'indice iTraxx Europe. En effet, le secteur bancaire était considéré comme étant particulièrement à risque en cas de victoire des partis populistes aux élections françaises ou d'une aggravation des difficultés politiques en Italie.

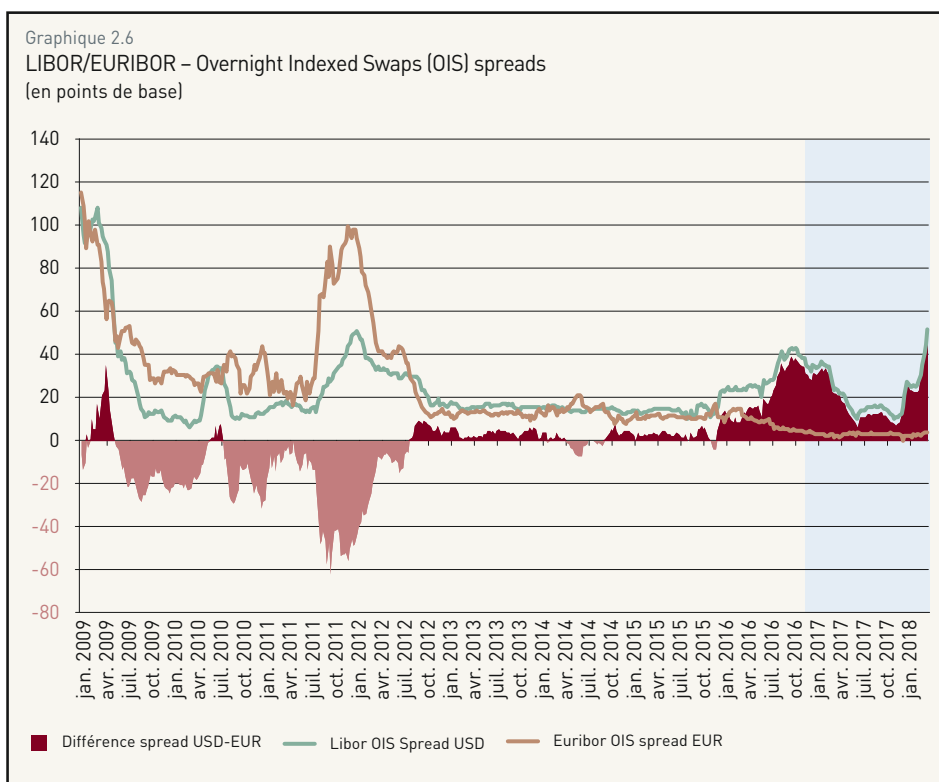
À la suite des élections françaises, la prime de risque des actifs européens a diminué de manière significative. L'indice iTraxx Europe, qui cotait à 50 points de base en été 2017, a continué de baisser jusqu'en 2018. Le niveau le plus bas a été observé en janvier 2018, atteignant 44 points de base. Le risque pour les institutions financières a diminué de manière plus significative: ainsi, l'indice iTraxx des valeurs financières a résorbé l'écart avec l'indice iTraxx Europe et s'établit quasiment au même niveau depuis mai 2017.

Grâce aux conditions de financement favorables dans la zone euro, les émissions obligataires ont fortement progressé en 2017. Les émetteurs publics ont placé 1 398 milliards d'euros de nouvelles obligations, soit une augmentation de 28 % par rapport à 2016. Les émetteurs du secteur financier ont augmenté leurs émissions de dette de 47 % à 1 287 milliards d'euros, tandis que les sociétés non financières ont émis 12 % d'obligations en plus par rapport à 2016, avec un volume total de nouvelles émissions de 432 milliards d'euros.



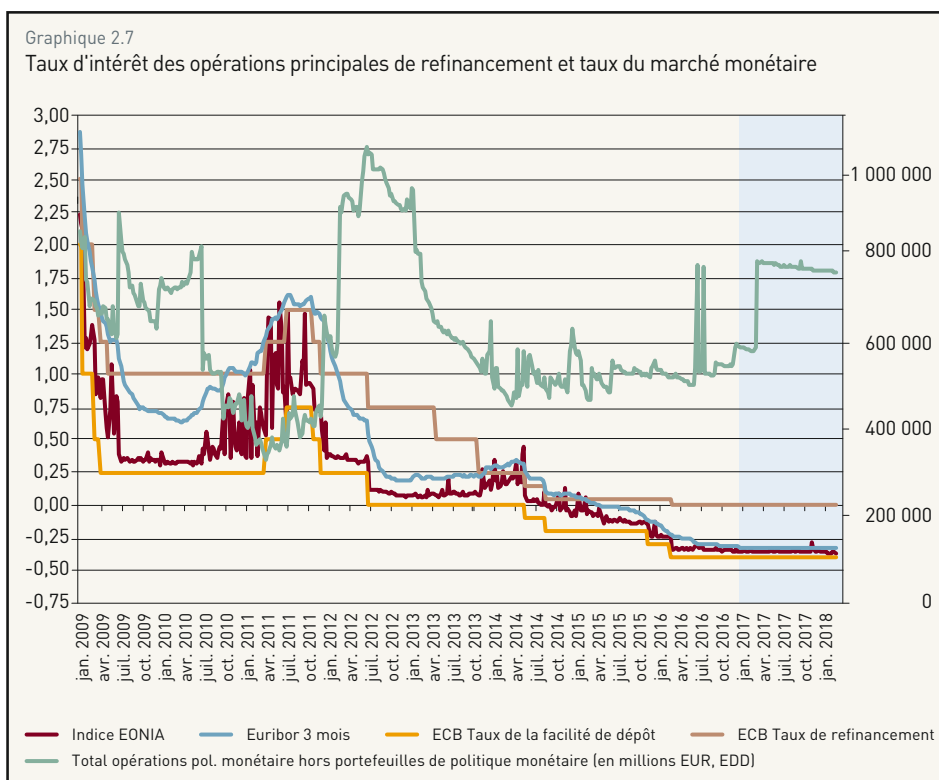
Source : Bloomberg

Alors que les conditions de financement pour les émetteurs européens ont été avantageuses en euros, il en a été autrement pour des émissions libellées en dollars américains, puisque le « basis swap spread » entre l'euro et le dollar est resté négatif tout au long de l'année. Le « basis swap spread » représente la marge qui doit être ajoutée au dollar lorsque ce dernier est financé par un swap de change euros contre dollars. Ceci étant, le swap de base pour une année est passé de -50 à -30 points de base, rendant ainsi le financement à court terme en dollar moins onéreux par rapport au début de l'année. Ce mouvement s'est également reflété dans les conditions de refinancement en dollar à plus long terme, puisque le swap de base à dix ans est passé de -40 à -35 points de base au cours de l'année 2017.




Source : Bloomberg

Les écarts entre les taux interbancaires (Euribor 3 mois ou Libor USD 3 mois) et les taux Overnight Indexed Swap (EUR swap Eonia 3 mois ou USD swap OIS 3 mois) sont considérés comme une mesure de la perception de l'évolution du risque par les opérateurs du marché interbancaire. Ainsi, un écart réduit est synonyme de moindres tensions sur le marché interbancaire, tandis qu'un écart croissant est synonyme d'une augmentation du degré de tension sur le marché interbancaire. Pour la zone euro, cet indicateur n'a montré aucun signe de stress tout au long de l'année. La différence entre Euribor et Euro OIS est restée proche de zéro. Aux États-Unis, l'écart LIBOR et OIS s'est réduit de 7 points de base en un an, passant de 33 points de base à 26 points de base. Cependant, cet



Source : Bloomberg



écart a augmenté depuis fin 2017 : l'indicateur a dépassé 55 points de base en mars 2018. L'accroissement de l'indicateur de signal de stress résulte principalement de la hausse du taux d'intérêt en raison des nouveaux plans de dépenses du gouvernement américain, de la réduction du bilan et des hausses de taux anticipées de la FED.

Les taux du marché monétaire à court terme dans la zone euro, comme l'EONIA ou l'Euribor 3 mois, sont restés inchangés en 2017. Le niveau du taux de la facilité de dépôt a continué d'être le principal facteur déterminant des taux d'intérêt à court terme. Ce taux étant resté inchangé à -0,40 %, l'EONIA, tout comme l'Euribor 3 mois, sont restés proches de ce niveau.

Encadré 2.1 :

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCL EN 2017

Alors que l'Eurosystème a alloué en moyenne 13,12 milliards d'euros par opération principale de refinancement (*Main Refinancing Operations* – MRO) en 2017, l'adjudication moyenne aux banques luxembourgeoises était de 0,29 milliard d'euros, soit 2,21 % du total de la zone euro. L'allocation moyenne de l'Eurosystème dans les 12 opérations de refinancement à plus long terme (*Longer Term Refinancing Operations* – LTRO) conduites en 2017 était de 2,54 milliards d'euros, dont 0,012 milliard ou 0,47 % étaient en moyenne destinés à des banques luxembourgeoises.

En 2017, 5 banques luxembourgeoises ont participé aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations* – TLTRO) pour un montant de 1,525 milliards d'euros (0,65 %) sur les 233,47 milliards d'euros alloués dans la zone euro en 2017.

Au 31 décembre 2017, les banques luxembourgeoises avaient un encours de 5,62 milliards d'euros toutes opérations de refinancement confondues, sur un total de 764,16 milliards attribués à l'ensemble des banques de la zone euro à cette même date (soit 0,74 %).

Dans l'ensemble des refinancements accordés par l'Eurosystème, la part de la BCL est restée stable à un niveau faible.

3. LES MARCHÉS DES ACTIONS

Sur l'année 2017, les principaux marchés d'actions ont affiché des performances positives. Pour le marché européen, cette progression s'est faite en trois grandes étapes. Le début de l'année, jusqu'à la mi-juin 2017, a été marqué par la poursuite de la tendance haussière initiée par l'élection présidentielle de novembre 2016 aux États-Unis. Seuls quelques épisodes de volatilité accrue ont entrecoupé cette tendance aux alentours de l'élection présidentielle française. Au cours de l'été 2017, les indices boursiers européens ont connu une tendance baissière suite aux prises de bénéfices déclenchées par l'appréciation de l'euro vis-à-vis des autres devises principales et surtout vis-à-vis du dollar américain. À partir du mois de septembre, ces indices ont connu un rebond supporté principalement par de meilleurs indicateurs macroéconomiques.

Sur l'ensemble de l'année 2017, les actions européennes ont ainsi globalement progressé et ce malgré l'appréciation de l'euro. Il est à rappeler que l'indice allemand DAX affichait une performance de 12,5 % en 2017, par rapport à 6,9 % en 2016. La performance de l'indice Stoxx Europe 600 était de 7,7 % en 2017, par rapport à -1,2 % en 2016. L'indice Euro Stoxx 50, qui regroupe les 50 sociétés ayant la plus forte capitalisation boursière au sein de la zone euro, a affiché une performance de 6,5 % en 2017, par rapport à 0,7 % en 2016.

Les performances enregistrées par les marchés des actions européennes en 2017 se sont traduites par un amenuisement significatif de l'aversion des investisseurs à l'égard du risque. Cependant, les marchés d'actions au premier trimestre de l'année 2018 se sont caractérisés par une progression importante de l'incertitude dont le niveau a atteint celui observé au premier trimestre de l'année 2017 (voir encadré 2.2).

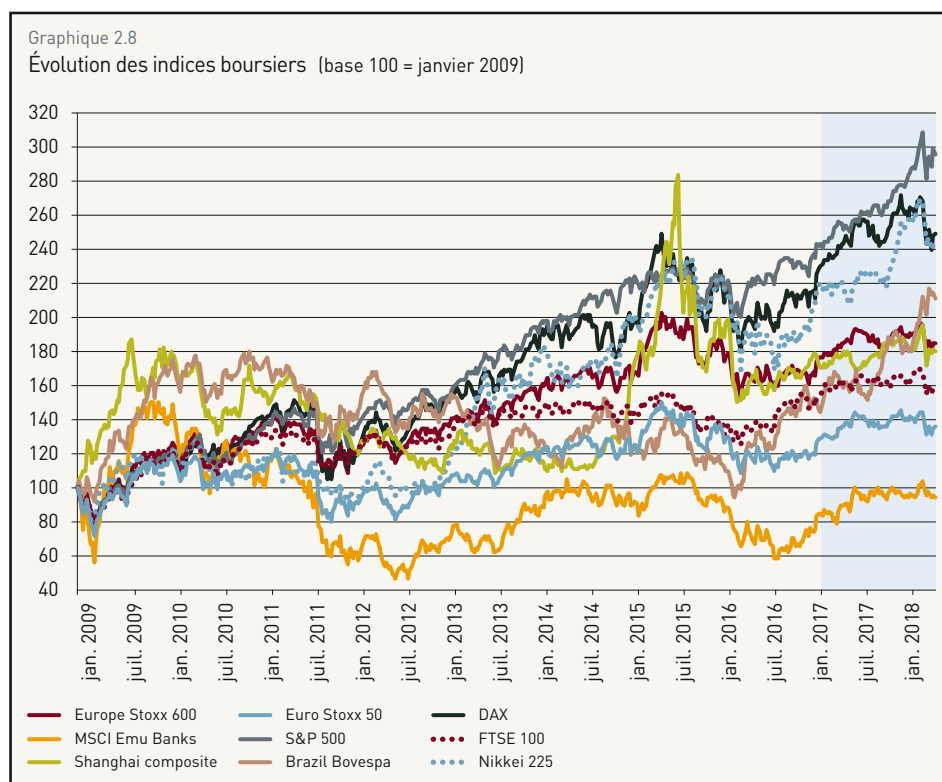
En 2017, la décomposition sectorielle de l'indice Stoxx Europe 600 a révélé que les secteurs des télécommunications, du commerce de détail, des médias et de l'énergie ont affiché des performances négatives de respectivement -3,6 %, -3 %, -2,5 % et -2,2 %. Les meilleures performances ont été réalisées par les secteurs des ressources de base (19,3 %), des technologies de l'information et de la communication (19,3 %) et des services financiers (17,1 %).

Les actions américaines ont progressé de façon continue tout au long de l'année. Cette progression s'explique par l'anticipation d'une réforme fiscale ayant un impact positif sur l'économie américaine pour les années à venir. La solidité des fondamentaux économiques a également été un levier à la performance des indices boursiers américains : la croissance du PIB réel a atteint 2,7 % en 2017 et le taux de chômage a poursuivi son recul vers un niveau de 4,4 %. L'indice S&P 500 a ainsi enregistré une hausse de 19,4 % en 2017, par rapport à une hausse de 9,5 % en 2016. Cette performance sur l'année, exprimée en euros, était de 4,8 %.

L'indice japonais Nikkei a affiché une progression de 19,1 % en 2017 (par rapport à 0,4 % en 2016).

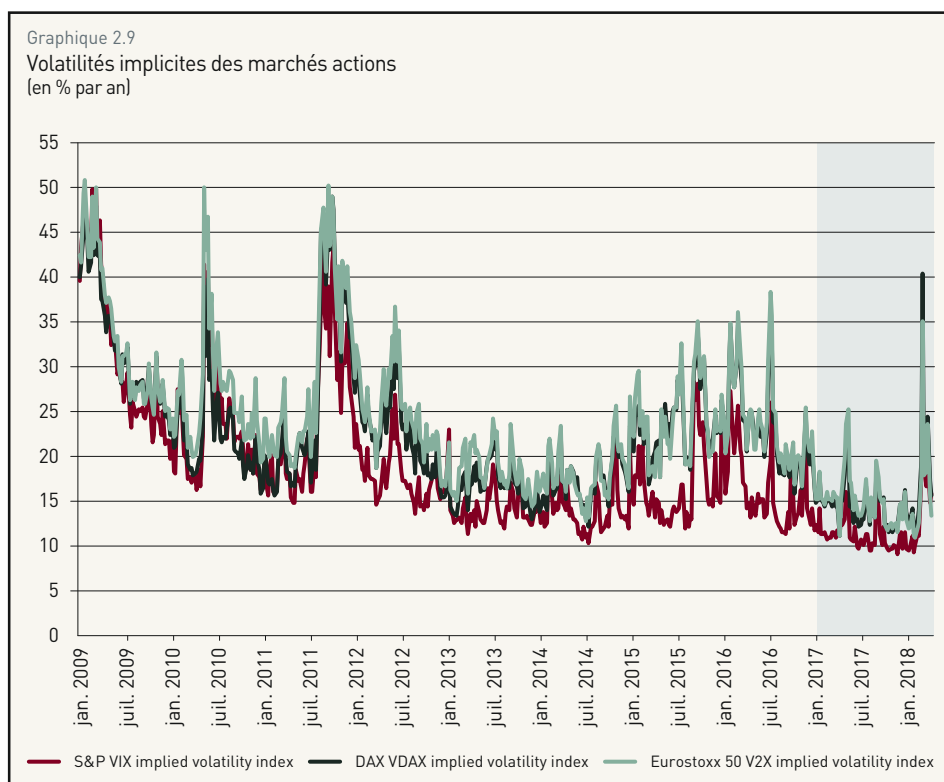
Les performances des indices boursiers des pays BRICS ont été plus contrastées. Ainsi, en monnaie locale, l'indice boursier de l'Inde (Sensex) et celui du Brésil (Bovespa) ont enregistré des gains importants de 27,9% et 26,9%, tandis que l'indice boursier de la Chine (Shanghai composite) n'a progressé que de 6,6 % sur l'année. À l'opposé, l'indice boursier russe (Micex) a affiché une baisse de 5,5 % sur la même période.

La volatilité implicite hebdomadaire de l'indice DAX, telle que mesurée par l'indice VDAX-NEW,



Source : Bloomberg

Graphique 2.9
Volatilités implicites des marchés actions
(en % par an)



Source : Bloomberg

a évolué dans un intervalle historiquement bas de 11% à 22%, avec une moyenne de 14% (par rapport à 22% en 2016). Il est à noter que l'indice VDAX-NEW a enregistré un niveau légèrement plus élevé en avril durant l'élection présidentielle française.

Avec la baisse des marchés des actions au début du mois de février 2018, les volatilités implicites des principaux marchés des actions ont nettement progressé. Ainsi, l'indice VDAX-NEW est passé de 22 % à 40 % entre le 1er et le 9 février 2018. La situation s'est, néanmoins, normalisée par la suite et l'indice VDAX-NEW a évolué dans un intervalle de 15 % à 25 % entre mi-février et mi-mars 2018.

Encadré 2.2 :

MESURE DE L'ATTITUDE DES INVESTISSEURS FACE AU RISQUE : ANALYSE DU MARCHÉ DES ACTIONS DE LA ZONE EURO

Les indices d'aversion ou d'appétit pour le risque sont des outils importants pour appréhender les facteurs comportementaux sous-jacents à la volatilité des marchés. L'attitude face au risque des investisseurs en actions est mesurée par la comparaison de deux distributions de densité, en l'occurrence la distribution objective (neutre au risque) du rendement futur de l'indice boursier et la distribution statistique de ce même indice, qualifiée dans la littérature de subjective. La construction de cet indice est basée sur la comparaison de la surface des extrémités des deux distributions afférentes à un recul minimum de 10 % du prix de l'actif sous-jacent.

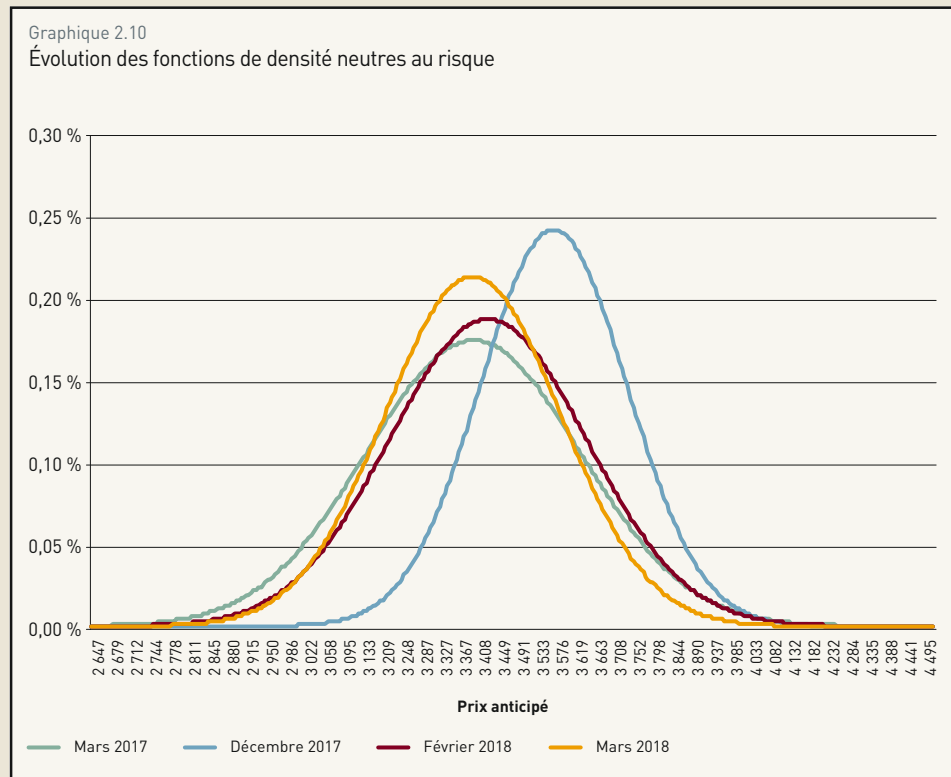
Les deux distributions sont estimées à partir des prix quotidiens de l'indice boursier Dow Jones Euro Stoxx 50 et des prix d'une gamme d'options à fréquence identique pour ce même sous-jacent. Les informations nécessaires aux estimations sont extraites de la base de données Bloomberg. Il y a lieu de 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 donnent un aperçu sur les anticipations des investisseurs concernant le prix du sous-jacent à la date de maturité ou de l'exercice de l'option. La combinaison du 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. Il s'agit d'estimer les deux premiers moments (moyenne et variance) de la distribution log-normale tout en minimisant la somme des écarts quadratiques entre le prix théorique de l'option obtenu à partir de la formule de Black et Scholes (1973, *Journal of Political Economy*, vol. 81) et le prix observé sur le marché. L'estimation de cette densité est fondée sur le principe d'absence d'opportunités 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'esti-

mation de cette dernière est obtenue à partir des prix des options sur l'indice Euro Stoxx 50 à 45 jours de l'échéance du contrat. Le graphique 2.10 affiche la densité de probabilité neutre au risque estimée à quatre dates différentes. Il illustre à la fois la variabilité des anticipations des investisseurs relatives aux prix des sous-jacents, ainsi que l'importance de l'incertitude quant à l'évolution de ces derniers.

En effet, depuis le début du premier trimestre de l'année 2017, l'étalement des distributions neutres au risque est devenu plus prononcé, en particulier en mars de l'année dernière. Cette progression de la dispersion s'explique principalement par les incertitudes induites par le Brexit, mais aussi par la politique économique de la nouvelle administration américaine. En dépit de l'accroissement de l'incertitude qui caractérise la distribution neutre au risque de mars 2017, la poursuite de politiques monétaires accommodantes au niveau international s'est traduite par un étalement de la fonction de densité moins prononcé jusqu'à la fin de l'année 2017. Depuis la fin de l'année 2017, les fonctions de densité ont affiché un étalement beaucoup plus prononcé que précédemment, traduisant ainsi l'incertitude grandissante induite par les craintes des répercussions des mesures protectionnistes annoncées par l'administration américaine.

Quant à l'estimation de la densité statistique, dite « subjective », elle est obtenue par un modèle GARCH asymétrique appliqué, dans une première étape, aux rendements quotidiens de l'indice boursier Euro Stoxx 50. Le modèle estimé est ensuite simulé 10 000 fois afin d'obtenir la distribution des rendements anticipés de l'indice à un horizon de 45 jours ouvrables. Ainsi, l'étendue de la période de prévision est d'une distance identique à celle de l'échéance du contrat des options.



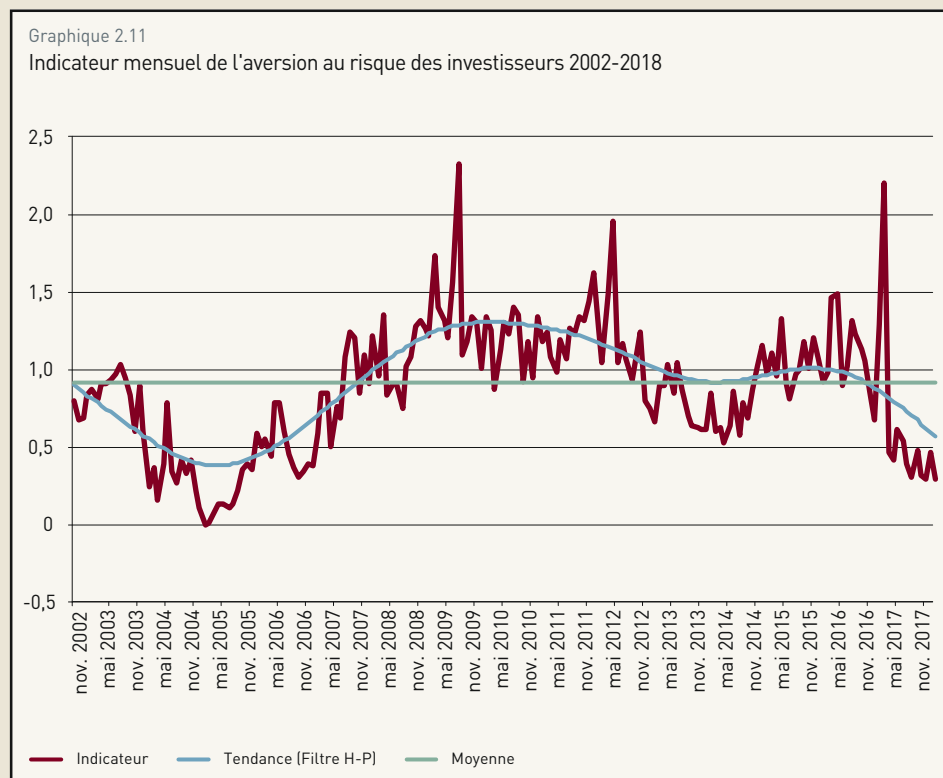
Une fois les deux distributions (objective et subjective) estimées, la méthode de Tarashev et al. (2003) pour le calcul de l'indicateur de l'aversion des investisseurs au risque est utilisée. L'indicateur est exprimé en termes de rapport entre :

- la probabilité objective (neutre au risque) d'un recul de 10% de l'actif sous-jacent estimée à partir des prix des options attachées à l'indice boursier Euro Stoxx 50 ; et
- la probabilité subjective d'une chute équivalente des prix issue de la simulation du modèle GARCH.

RÉSULTATS ET ANALYSE DE L'INDICATEUR D'APPÉTIT À L'ÉGARD DU RISQUE

Compte tenu de l'existence d'une seule échéance mensuelle pour l'exercice des options européennes, la méthodologie exposée précédemment est adoptée pour construire un indicateur à fréquence mensuelle reflétant ainsi l'attitude des investisseurs à l'égard du risque.

Le graphique 2.11 illustre l'évolution de l'indicateur d'aversion au risque au cours de la période allant de novembre 2002 à mars 2018. Le niveau de cet indicateur est plus élevé lorsque la tolérance de l'investisseur à l'égard du risque est plus faible. L'indicateur affichait des valeurs supérieures à sa moyenne historique depuis le milieu de l'année 2008 avec des phases d'amplification de l'aversion au risque au cours des années 2009, 2011, 2012 et 2017. Ces périodes de hausse persistante de l'aversion au risque coïncident avec l'amplification des turbulences financières, de la crise de la dette souveraine en Europe et de l'annonce de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis dans le contexte du Brexit. Cette tendance s'est inversée dès le début du second semestre de l'année 2012 avec une progression appréciable de l'optimisme des investisseurs et de leur appétit pour le risque jusqu'au troisième trimestre de l'année 2014. Depuis cette dernière date et à l'exception du troisième trimestre de l'année 2015, le niveau de l'indicateur demeure supérieur à sa moyenne historique, ce qui laisse supposer que les investisseurs sont peu enclins à une prise de risque excessive. Ce constat est d'autant plus vrai que le niveau de cet indice a affiché un saut significatif en mars 2017, en cohérence avec la progression des incertitudes induites par le déclenchement du processus des négociations pour le Brexit. Enfin, la récente progression de la volatilité enregistrée au début du mois de février 2018 fut temporaire dans la mesure où le niveau de l'indice d'aversion au risque a poursuivi une évolution inférieure à son niveau historique.

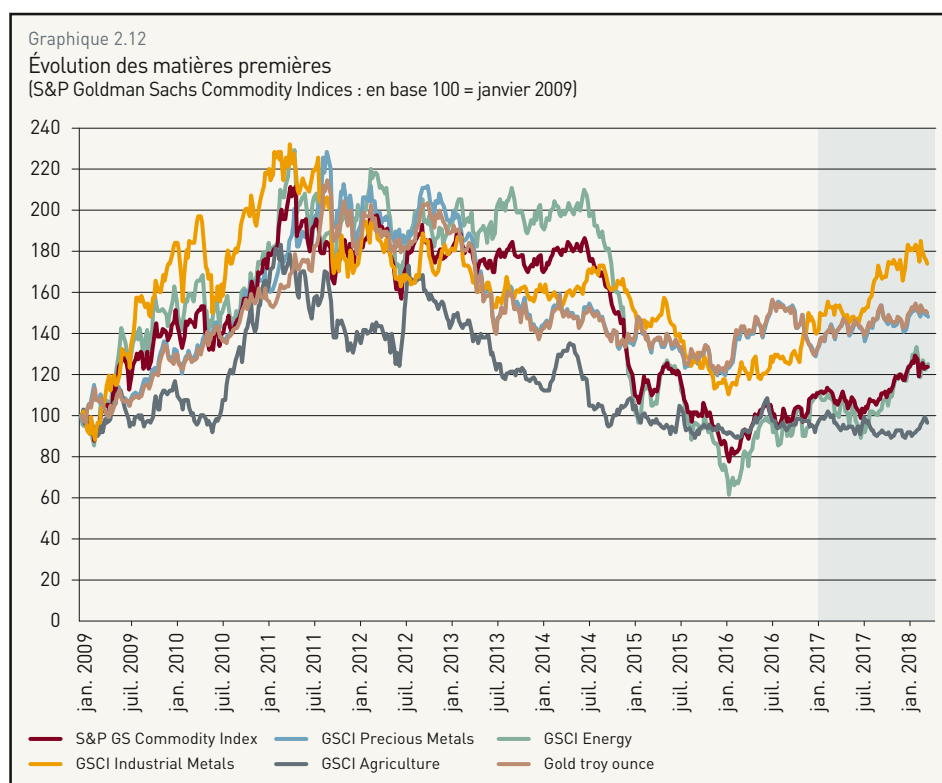


Sources : Bloomberg, calculs : BCL

L'évolution de cet indice permet d'appréhender les facteurs explicatifs du comportement des investisseurs qui impactent la volatilité des marchés. Dans ce cadre, la récente amplification de la volatilité enregistrée au début du mois de février semble avoir été passagère dans la mesure où les craintes des conséquences des mesures protectionnistes prises par l'administration américaine se sont atténuées. Ainsi, la tendance récente est plutôt en faveur d'un appétit ascendant des investisseurs à l'égard du risque.

4. LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Dans l'ensemble, l'évolution des prix des matières premières, telle qu'elle est synthétisée par le S&P Goldman Sachs Commodity Index, mesuré en dollars, a été positive en 2017. Au cours des trois premiers mois de l'année, les prix des matières premières ont quasi-stagné et la hausse des prix ne s'est véritablement enclenchée qu'au second semestre. Les principaux contributeurs à la performance de l'indice mondial ont été l'énergie et les métaux industriels. L'indice GSCI Industrial Metals a ainsi affiché une hausse de 32 % au cours de la période sous revue, tandis que l'indice GSCI Energy a progressé de 13 %. Les deux secteurs ont été soutenus par la croissance économique mondiale. Le seul secteur affichant une performance négative a été l'indice agricole GSCI Agricultural qui a perdu 11 % depuis le début de 2017.

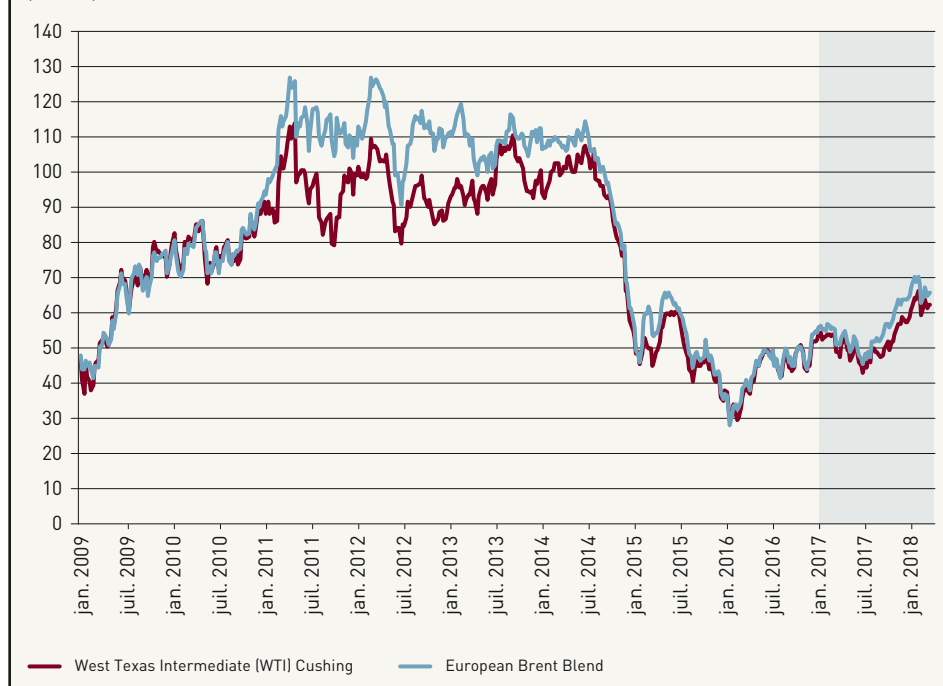


Source : Bloomberg

L'or a connu une appréciation significative en 2017. Alors qu'au début de l'année son prix était de 1 150 dollars l'once, il se situait à 1 359 dollars à la fin de l'année, ce qui correspond à une augmentation de 18%. En dépit des trois hausses de taux décidées par la FED en 2017, de nombreux facteurs ont influencé le cours du métal précieux de manière positive, notamment la faiblesse du dollar, le redressement de l'inflation, le contexte géopolitique tendu, ainsi que les remaniements dans l'Administration américaine.

Graphique 2.13

Prix du baril de pétrole
(en USD)



Source : Bloomberg

En 2017, le prix du baril de pétrole a connu quatre trimestres fondamentalement différents. Les perspectives de marché positives du début de l'année, basées sur les décisions de l'OPEP, contrastaient avec l'évolution réelle du marché au cours du printemps et de l'été. Le cours du baril de Brent a débuté l'année à un niveau de 58 dollars, mais est retombé à 51 dollars en juin, car la décision de l'OPEP en mai de continuer à réduire les stocks existants de produits pétroliers n'a pas réussi à convaincre le marché. Par la suite, le cours du baril s'est redressé et le Brent a clôturé l'année 2017 à un niveau de près de 66 dollars. Cette hausse du cours du baril a finalement reflété le succès de la mise en œuvre de l'accord de l'OPEP conclu en novembre 2016, suite à la réunion annuelle de l'OPEP à Vienne et

dont l'objectif principal était de réduire les stocks existants de produits pétroliers et de limiter la production de brut.

Les conditions de marché plus favorables ont également entraîné une augmentation du taux d'utilisation des capacités d'extraction. En effet, les groupes pétroliers ont pu faire fonctionner de manière rentable des infrastructures à coût de production plus élevés. Ainsi, à titre d'exemple, le nombre de plateformes pétrolières américaines actives a augmenté de 44 % en 2017 par rapport à 2016.

5. LES MARCHÉS DES CHANGES

En 2017, les marchés des changes ont été marqués par la chute du dollar et l'appréciation de l'euro. Par ailleurs, la volatilité implicite a poursuivi sa trajectoire vers des niveaux historiquement bas.

Les mesures protectionnistes activées par les autorités américaines, notamment la remise en cause d'accords commerciaux et l'annonce de l'intention d'affaiblir le dollar, ont fait chuter le dollar par rapport à la plupart des autres devises. En début d'année, l'euro évoluait dans une fourchette stable comprise entre 1,05 et 1,08 dollars américains avant de fortement s'apprécier à partir d'avril, pour finir l'année 2017 à un niveau de 1,20 ; et ceci en dépit des trois hausses de taux d'intérêt de la FED.

La livre sterling a évolué très favorablement en 2017. Malgré la perspective du Brexit, l'économie britannique a bien résisté et la livre sterling s'est appréciée de plus de 8 % par rapport au dollar américain. Vis-à-vis de l'euro, la livre sterling s'est maintenue dans une fourchette allant de 0,84 à

0,88 livre pour un euro pendant la première moitié de l'année, avant de baisser jusqu'à un niveau de 0,92 fin août en raison de la robustesse de la monnaie européenne. Les deux devises se sont échangées à un cours de 0,89 livre pour un euro en fin d'année, soit une baisse de 4 % sur l'année pour la livre sterling. Cette chute est en partie imputable aux résultats des élections anticipées du 8 juin au Royaume-Uni.

Le franc suisse s'est fortement déprécié face à l'euro en 2017, perdant plus de 8 %. L'euro a commencé 2017 à un niveau de 1,07 par rapport au franc suisse et a terminé l'année aux alentours de 1,17 en raison de l'appréciation de l'euro et de l'anticipation de la fin de la politique monétaire accommodante de l'Eurosystème. Il est à noter également que la Banque nationale suisse (BNS) est régulièrement intervenue en faveur d'un franc plus faible. Ainsi, le 10 juillet 2017 la monnaie helvétique a dépassé le seuil de 1,10 pour terminer l'année à 1,17.

En ce qui concerne les devises asiatiques, le yen s'est légèrement apprécié face à l'euro en début d'année, passant de 122 à 115 yens pour un euro. À partir du mois d'avril et suite aux élections néerlandaises et françaises, la dissipation des incertitudes politiques dans la zone euro a propulsé l'euro vers un niveau de 135 par rapport au yen japonais, soit un gain de 10 %. Quant à la devise chinoise, le yuan s'est déprécié de 5,9 % face à l'euro, mais s'est apprécié de 6,7 % par rapport au dollar américain.

