

2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

1. Le marché de la dette souveraine	28
2. Risque de refinancement des banques	31
3. Les marchés des actions	33
4. Les marchés de matières premières	37
5. Les marchés des changes	39



LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

Au cours de la période sous revue qui s'étend du 1^{er} janvier 2014 au 20 mars 2015, les marchés financiers de la zone euro ont prolongé leurs tendances – ascendante pour plusieurs marchés des actions et descendante pour les marchés de taux – pour atteindre de nouveaux records.

Cette évolution semble précéder l'amélioration récente des fondamentaux économiques. Les signaux envoyés par les différentes économies de la zone euro sont, en effet, moins encourageants qu'ils ne l'étaient fin 2013 : la croissance du PIB a été moins élevée que les projections des différentes institutions internationales, l'inflation pourrait se maintenir à un faible niveau durant une période prolongée et le chômage demeure élevé à plus de 11% sur l'ensemble de la zone. Même si certains pays membres montrent des signes d'amélioration, d'autres connaissent une détérioration de leur situation économique. Ainsi, dans l'ensemble, le niveau de l'endettement des pays de la « périphérie » ne s'est guère amélioré et il est nécessaire de poursuivre les efforts en matière de réformes structurelles afin d'atténuer les entraves préjudiciables à une progression soutenue de la croissance potentielle.

Les bonnes performances des marchés financiers de la zone euro semblent avant tout tenir à la politique monétaire très accommodante menée par la Banque centrale européenne (BCE) et aux taux exceptionnellement bas qui en découlent. Afin de contrecarrer les risques de déflation émergeant dans la zone euro, la BCE a annoncé une série de mesures visant, entre autres, à soutenir l'activité économique et a lancé, en janvier 2015, un programme étendu d'achats d'actifs qui entraînera une augmentation significative de la taille du bilan de la BCE.

Il n'en reste pas moins que la situation économique de la zone euro, même si elle s'améliore, demeure fragile. A ce titre, il conviendra de prendre en considération la possibilité que des chocs exogènes surviennent sur les marchés financiers. En effet, les foyers de tensions géopolitiques sont nombreux et l'étendue des régions concernées est de plus en plus vaste, ce qui est susceptible d'entraîner une inversion de l'appétit des investisseurs pour le risque

1. LE MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE

En ce qui concerne les marchés de taux, la période sous revue se caractérise, d'une part, par la forte baisse des rendements obligataires – qui s'est accompagnée d'un aplatissement très marqué des courbes de taux – et, d'autre part, par la poursuite de la tendance à la contraction des écarts de taux entre les obligations souveraines des pays de la « périphérie » et du « centre » de la zone euro.

Depuis le début de l'année 2014, les marchés de taux de la zone euro semblent évoluer dans la même direction, celle d'une contraction des taux continue sur l'ensemble de la période sous revue. Il est intéressant de noter que ce phénomène est constaté pour toutes les maturités et pour l'ensemble de pays émetteurs (hormis la Grèce). Comme au cours de la période précédente, la contraction des taux est plus accentuée pour les pays de la « périphérie », ce qui pourrait être interprété comme une baisse de l'aversion pour le risque sur les marchés de taux de la zone euro.

La baisse des taux pourrait notamment être attribuée à la faiblesse des fondamentaux économiques de la zone euro décrite dans la partie précédente (Cf. section 1 sur le contexte international).

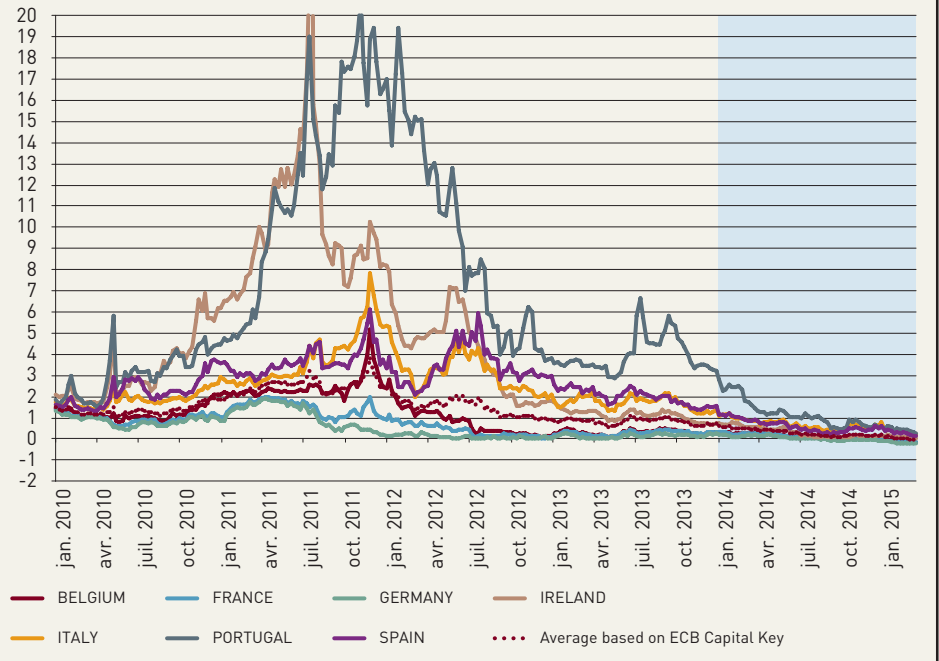
En janvier 2015, la BCE a annoncé le lancement, en mars de la même année, d'un programme d'achat d'obligations émises par les Etats membres de la zone euro ou par les agences et institutions européennes. Par le biais de ce programme étendu d'achat d'actifs (*Expanded Asset Purchase Programme - EAPP*), la BCE procédera à des achats mensuels d'obligations des secteurs privé et public pour un montant de 60 milliards d'euros et pour une durée minimale de 18 mois. L'objectif principal de ce programme est de remédier à la persistance d'une inflation très basse en augmentant la taille du bilan de l'Eurosystème. La BCE entend ainsi ramener l'inflation à un taux inférieur mais proche de son objectif de 2% à moyen terme.

Le marché avait toutefois anticipé l'éventualité d'un tel programme à la fin de l'année 2014, ce qui avait déjà donné lieu à une contraction des taux et à un aplatissement plus accentué de la partie inférieure à 10 ans de la courbe des taux. Suite à l'annonce du programme d'achats de titres de dette publique (*Public Sector Purchase Programme - PSPP*) en janvier et à son lancement début mars, cette tendance s'est même amplifiée et étendue à la partie longue de la courbe des taux.

Au cours de la période sous revue, le rendement du Bund allemand à 10 ans est passé de 2,07% à moins de 0,20%, soit une contraction de plus de 180 points de base. Comme cela a déjà été évoqué précédemment, les écarts de taux continuent de se réduire au sein de la zone euro, car les

Graphique 2.1

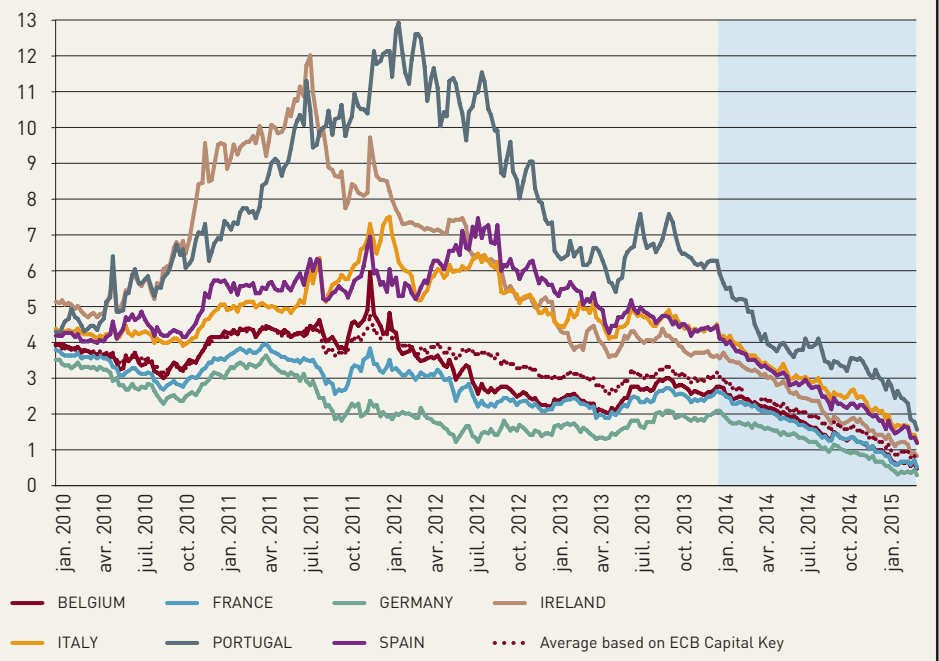
Evolution des rendements zéro coupons à 2 ans dans la zone euro



Source : Bloomberg

Graphique 2.2

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



Source : Bloomberg

baisses de taux pour les pays de la « périphérie » sont nettement supérieures à celles des pays du « centre ». Parmi les pays de la « périphérie », le rendement à 10 ans des obligations portugaises a connu une évolution particulièrement favorable avec une baisse de 470 points de base au cours de la période sous revue. Notons aussi que le Portugal a annoncé en mai 2014 qu'il sortait du programme d'ajustement dont il bénéficiait jusqu'alors. Enfin, il convient de noter le regain de volatilité sur les obligations helléniques observé à l'approche des élections législatives anticipées de janvier 2015. Cette forte volatilité s'explique par les incertitudes induites par l'élection qui ont pesé sur les taux des titres publics. Ces derniers dépassaient les 11% pour les titres génériques à 10 ans à la fin de la période sous revue.

Cependant, le resserrement des écarts de taux entre les pays de la « périphérie » et du « centre » de la zone euro n'est pas nécessairement assimilable à une réelle réduction de la prime du risque pays, du moins si l'on s'en tient aux évaluations des agences de notations. Dans ce cadre, le niveau des notations est resté assez stable au cours de la période sous revue, même si les agences Moody's et S&P ont salué les efforts fournis par plusieurs pays de la « périphérie ». On remarquera également l'abaissement des notations de trois pays du « centre » : la France, la Finlande et les Pays-Bas.

Tableau 2.1 :

Ratings Eurozone

	MOODY'S			S&P		
	2015	01/01/2014	VARIATION	2015	01/01/2015	VARIATION
AUSTRIA	Aaa	Aaa		AA+	AA+	
BELGIUM	Aa3	Aa3		AAu	AA	
CYPRUS	B3	Caa3	+3	B+	B-	+2
ESTONIA	A1	A1		AA-	AA-	
FINLAND	Aaa	Aaa		AA+	AAA	-1
FRANCE	Aa1	Aa1		AAu	AA+	-1
GERMANY	Aaa	Aaa		AAAu	AAA	
GREECE	Caa1	Caa3	+2	B-	B-	
IRELAND	Baa1	Ba1	+3	A	BBB+	+2
ITALY	Baa2	Baa2		BBB-u	BBB	-1
LUXEMBOURG	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
MALTA	A3	A3		BBB+	BBB+	
NETHERLANDS	Aaa	Aaa		AA+u	AAA	-1
PORTUGAL	Ba1	Ba3	+2	BBu	BB	
SLOVAKIA	A2	A2		A	A	
SLOVENIA	Baa3	Ba1	+1	A-	A-	
SPAIN	Baa2	Baa3	+1	BBB	BBB-	+1

Source : Bloomberg

Depuis le début de l'année 2015, le mouvement baissier des taux s'est encore amplifié, et ce, sur l'entièreté des courbes de taux de la quasi-totalité des pays de la zone euro. A la suite du lancement des opérations d'achats de titres du secteur public (PSPP), la courbe des rendements souverains allemands est passée en dessous de celle du Japon. Les rendements des titres à échéances inférieures à 7 ans émis par la première économie européenne sont devenus négatifs, tandis que celui du Bund à 10 ans a atteint 0,20% à la fin de la période sous revue. Les rendements des autres pays de la zone euro ont suivi ce mouvement et les écarts de taux avec le Bund se sont encore réduits. Dans ce contexte, il semble que le marché s'est focalisé essentiellement sur les nouvelles mesures non-conventionnelles décidées par le Conseil général de la BCE en faisant abstraction des écarts de notation entre les pays de la zone euro. Les primes de crédit se sont ainsi considérablement réduites.

2. RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

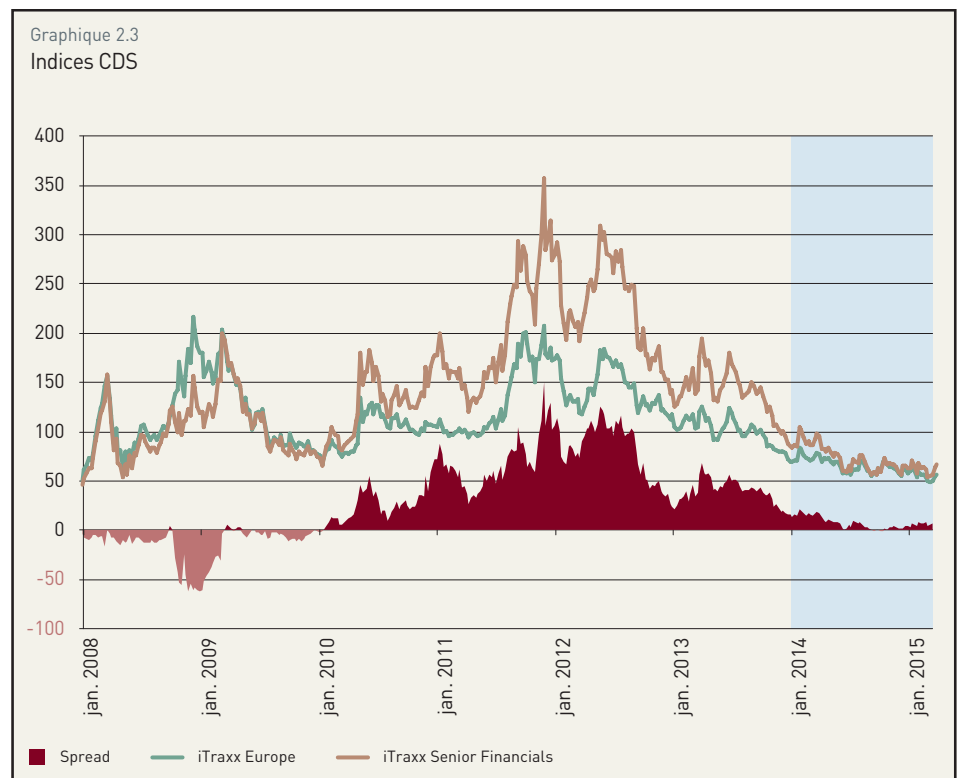
Comme au cours des deux années précédentes, la BCE a veillé à ce que les liquidités disponibles à l'intention des banques demeurent abondantes, de manière à ce que les conditions de refinancement des banques demeurent en moyenne inchangées. Malgré les améliorations observées, il persiste néanmoins une segmentation entre les banques des pays de la « périphérie » et celles des pays du « centre » de la zone euro. Une différenciation similaire peut être observée pour les banques d'un même pays selon la robustesse de leurs ratios de fonds propres et du degré de 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 sociétés émettrices, la situation s'est encore détendue depuis l'année dernière. Les niveaux de CDS moyens, tels que mesurés par les indices *iTraxx*, montrent que les CDS des émetteurs financiers et non financiers se sont désormais alignés sur les niveaux observés avant la crise.

Contrairement aux deux années précédentes, le mouvement baissier des indices CDS a été plus régulier, si l'on fait abstraction de quelques soubresauts de volatilité en début de période résultant principalement d'une croissance économique atone au sein de la zone euro, des incertitudes géopolitiques liées à la situation en Ukraine et du ralentissement économique saisonnier aux États-Unis. Par la suite, après les annonces de la BCE de juin 2014, la tendance baissière des indices CDS s'est encore accentuée.

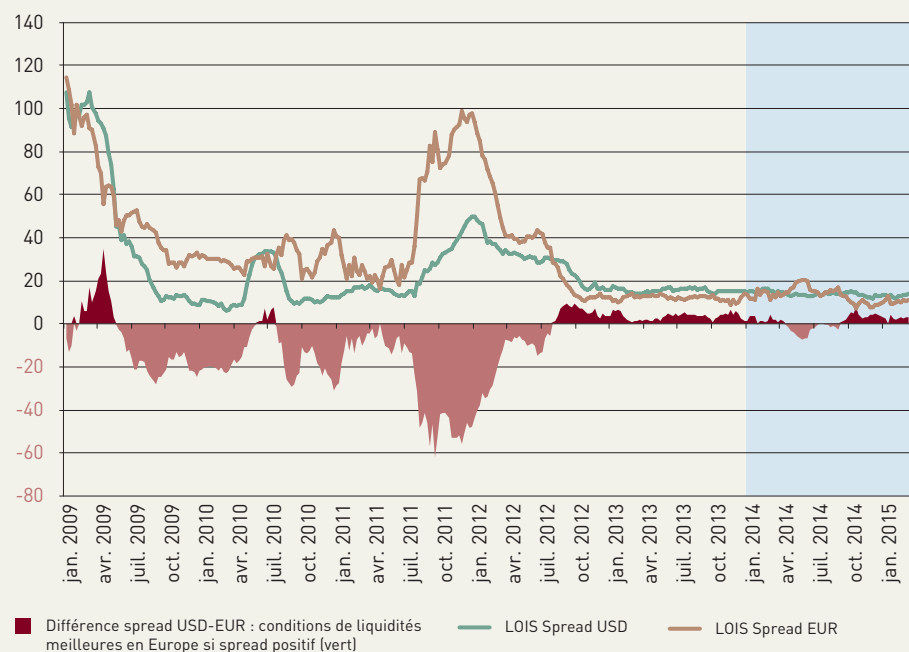
Comme au cours de la période précédente, il est utile de noter que les niveaux de CDS des entreprises ne se sont pas contractés uniformément. Des différences significatives persistent entre les CDS des entreprises qui composent *l'iTraxx Senior Financials* et *l'iTraxx Europe*. Ceci est reflété par les niveaux des CDS des entreprises financières des pays du « centre » de la zone euro et de la Suisse qui sont inférieurs à ceux des CDS des entreprises des pays de la « périphérie ».

L'activité sur le marché primaire a été particulièrement soutenue pour les émissions brutes d'entreprises non financières. Celles-ci ont émis un volume de plus de 330 milliards d'euros en 2014 – le plus élevé depuis la création de l'euro – et cette tendance est susceptible de se poursuivre en 2015. Les raisons de ces volumes d'émissions historiquement élevées, semblent tenir : au refinancement à des taux très bas et aux constitutions de réserves de liquidités à des conditions exceptionnelles pour des investissements



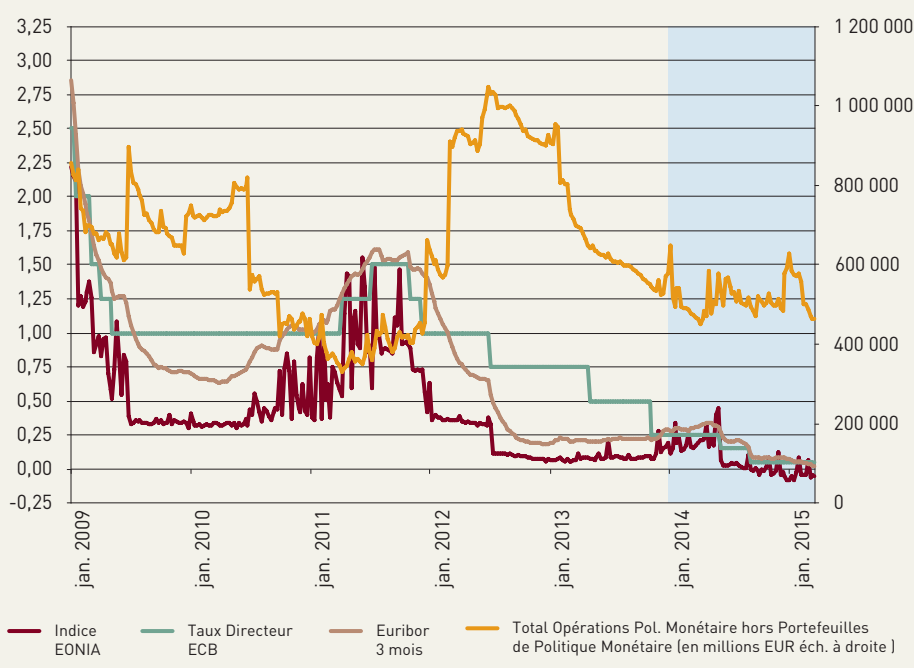
Source : Bloomberg

Graphique 2.4
LIBOR – Overnight Indexed Swaps (OIS) spreads
(en points de base)



Source : Bloomberg

Graphique 2.5
Taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et taux du marché monétaire



Source : Bloomberg

ou des acquisitions futurs. Les émetteurs britanniques et américains furent également très actifs sur le marché primaire en euros. Début 2015 on a notamment pu observer quelques émissions records en euros de multinationales américaines.

Au cours de la période sous revue, les émissions brutes par les entreprises financières ont également affiché une hausse par rapport à 2013, mais, avec un volume total de près de 380 milliards d'euros, elles sont restées en-deçà de la moyenne historique. L'activité sur le marché des obligations sécurisées (*covered bonds*) a sensiblement augmenté, mais l'encours des nouvelles émissions est resté inférieur au montant total des obligations venant à échéance. Si l'on ajoute à cela le programme d'achats d'obligations sécurisées CBPP3 de l'Eurosystème, une grande partie de l'enchérissement de cette classe d'obligations serait probablement justifiée.

Les écarts 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*) se sont maintenus aux niveaux bas observés au cours de la période précédente, ce qui témoigne d'une certaine normalisation de la situation financière sur le marché interbancaire. Cet écart est souvent considéré comme une mesure du degré de *stress* sur le marché interbancaire. Ainsi, un écart plus faible est synonyme de moindres tensions sur le marché interbancaire et d'une volonté accrue des banques d'y être actives.

Sur le marché monétaire, les taux *Eonia* et *Euribor* à 3 mois ont été un peu plus volatils tout au long du premier semestre de 2014 en raison des incertitudes liées à l'évolution des fondamentaux économiques au sein de la zone euro, mais aussi en raison des remboursements anticipés des fonds VLTRO¹ (les liquidités excédentaires étant passées périodiquement sous la barrière des 100 milliards d'euros). Suite aux baisses des taux directeurs de juin et septembre 2014, aux annonces des programmes d'achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées ainsi que des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et de l'annonce de la volonté d'augmenter le bilan de la BCE de manière substantielle, les taux *Euribor* à 3 mois et surtout *Eonia* se sont fortement tassés. Ce mouvement s'est encore accentué avec l'annonce du programme d'achats annoncé en janvier 2015.

Encadré 2.1 :

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCL EN 2014

Sur le montant de 5,76 billions d'euros servis par l'Eurosystème lors des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operations* – MRO) en 2014, 18,19 milliards d'euros ont été alloués par la BCL à des contreparties luxembourgeoises, soit 0,32 % du total. Par ailleurs, l'Eurosystème a injecté 437,12 milliards d'euros dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, dont 0,43% au profit de contreparties luxembourgeoises, soit 1,89 milliards d'euros.

Dans l'ensemble du refinancement effectué en euros, la part du Luxembourg est restée stable en 2014, à un niveau relativement faible, ce qui est synonyme d'un niveau global de liquidité satisfaisant des banques luxembourgeoises.

3. LES MARCHÉS DES ACTIONS

Même si les marchés d'actions de la zone euro et des Etats-Unis ont affiché des performances positives sur la période sous revue, ces deux marchés ont débuté cependant des évolutions distinctes. La conjoncture économique de la zone euro se rétablit lentement et les marchés européens restent largement tributaires des politiques monétaires accommodantes. Le marché américain, quant à lui, peut s'appuyer sur des fondamentaux économiques plus solides, et ce, malgré une croissance négative et une appréciation du dollar contre les devises majeures au premier trimestre : la croissance du PIB est de 2,4% en 2014 (2,5% à 3,1% prévus pour 2015) et le chômage est en recul constant à 5,7% au dernier trimestre 2014 (contre plus de 11,6% en zone euro). L'indice S&P 500 a augmenté de 14% au cours de la période dont plus de 11% en 2014. En raison de l'appréciation du dollar depuis la seconde moitié de 2014, la performance en euros du S&P 500 a atteint près de 45% au cours de la période sous revue.

Les marchés des actions de la zone euro, quant à eux, ont réalisé la majeure partie de leur performances au cours du premier trimestre 2015 et en particulier à la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE, lequel peut être associé à une moindre aversion au risque des investisseurs (voir encadré ci-dessous). Ainsi, l'indice allemand *DAX* a affiché une performance de 26% au cours de la période sous revue, dont seulement 2,7% de la valeur sont attribuables à l'année 2014 : plus de 23% de la performance a donc été réalisé en fin de période. Il en va de même pour l'indice paneuropéen *Dow Jones Europe Stoxx 600* qui a réalisé une performance de 4,7% en 2014 et a progressé de 23,5% au cours de la période sous revue.

1 *Very Long Term Refinancing Operations* – opérations de refinancement à très long terme de la BCE.

Encadré 2.2 :

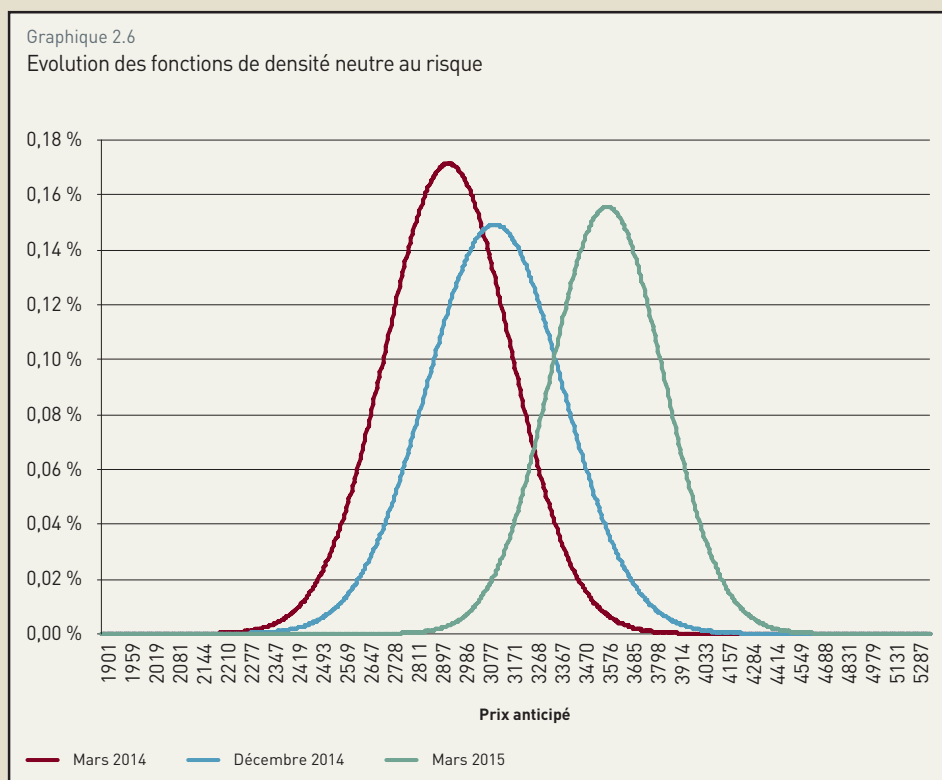
MESURE DE L'ATTITUDE DES INVESTISSEURS FACE AU RISQUE : ANALYSE DU MARCHÉ DES ACTIONS DE LA ZONE EURO

Les indices d'aversion ou d'appétit pour le risque sont devenus des outils importants pour appréhender les facteurs comportementaux sous-jacents à la volatilité des marchés. Dans cet encadré, 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 afférente suite 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 nous donnent un aperçu sur les anticipations des investisseurs en matière du prix du sous-jacent à la date de maturité ou d'exercice de l'option. La combinaison du prix de l'actif sous-jacent avec des prix d'options associés 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 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'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'estimation 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 2.6** ci-contre affiche la densité de probabilité neutre au risque estimée à trois dates différentes. Il illustre à la fois la variabilité des anticipations



Source : Bloomberg, calculs BCL

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 la fin du premier trimestre de l'année dernière, l'étalement des distributions neutres au risque est devenu plus prononcé, en particulier en fin d'année 2014. Cette progression de la dispersion s'explique principalement par des tensions géopolitiques et par l'émergence d'un risque politique qui pourrait être attribué à l'incertitude induite par les nouvelles élections en Grèce. Autrement dit, l'étalement des distributions est synonyme d'une certaine progression de l'incertitude quant à la trajectoire future des prix de l'actif sous-jacent. En dépit de l'accroissement de l'incertitude qui caractérise la distribution neutre au risque de décembre 2014, l'aplatissement de la fonction de densité du mois de mars 2015 est moins prononcé qu'auparavant, et ce dans un contexte où les anticipations des investisseurs relatives à l'évolution des prix de l'indice *Euro stoxx 50* sont plutôt orientées à la hausse au vu des déplacements vers la droite des fonctions de densité.

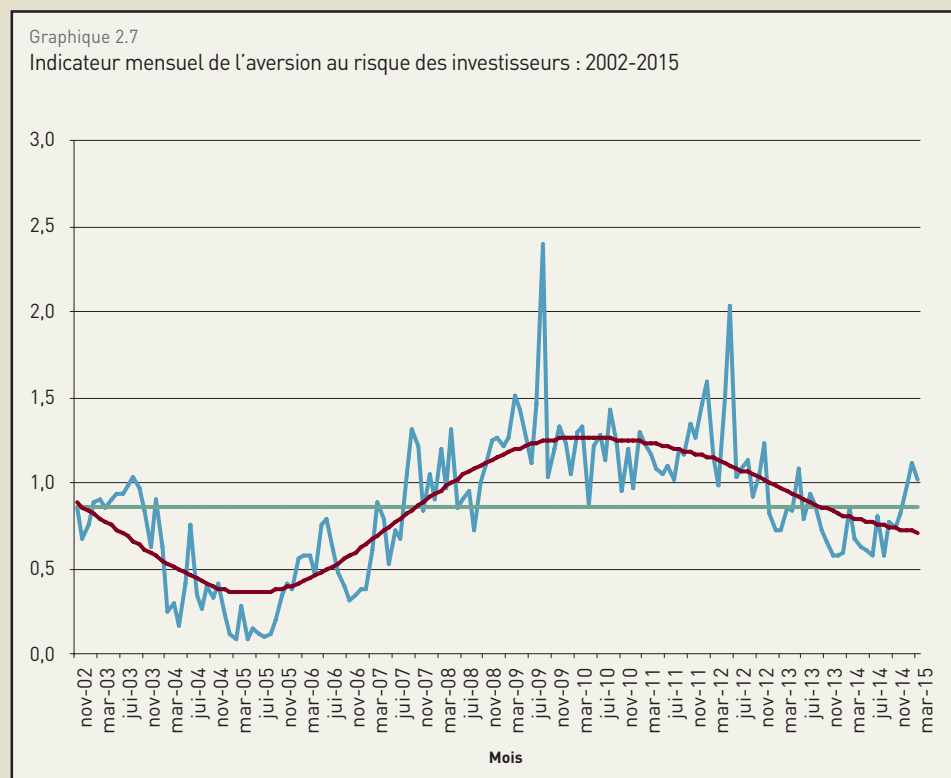
Quant à l'estimation de la densité statistique, dite « subjective », elle est obtenue par un modèle GARCH asymétrique appliqué, dans une première étape, aux rendements quotidiens de l'indice boursier. Le modèle estimé est ensuite simulé 10 000 fois afin d'obtenir la distribution des rendements anticipés 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, nous adoptons la méthode de Nikola Tarashev et al. (2003) pour le calcul de l'indicateur de l'aversion des investisseurs au risque. 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.

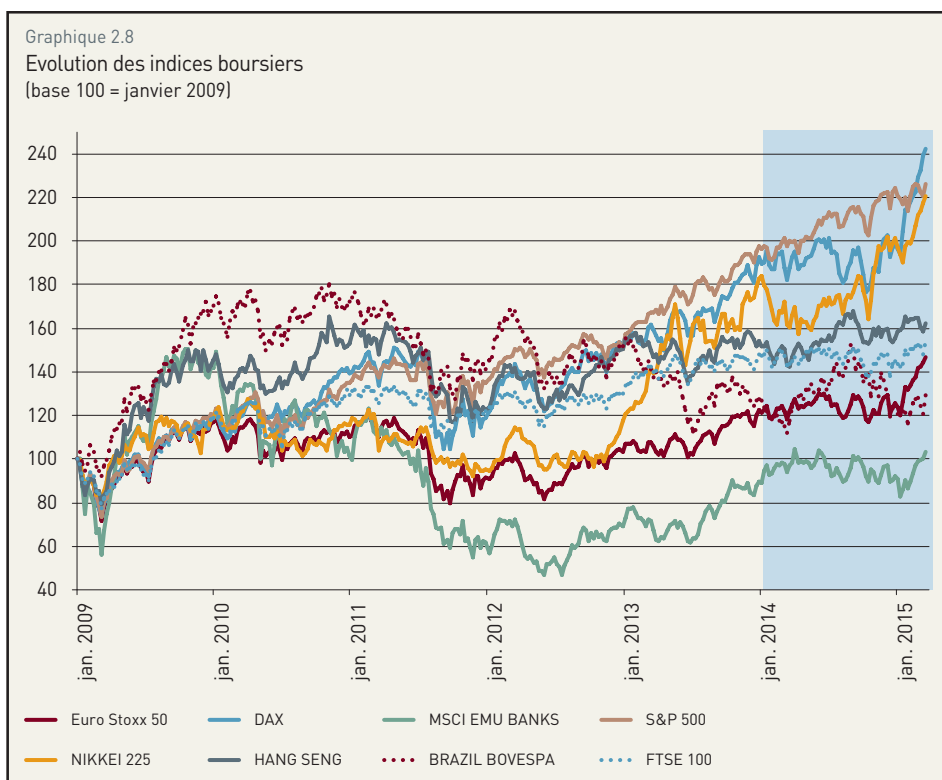


Source : Bloomberg, calculs BCL

Le graphique 2.7 illustre l'évolution de l'indicateur d'aversion au risque au cours de la période allant de novembre 2002 à mars 2015. Le niveau de cet indicateur est plus élevé lorsque la tolérance de l'investisseur à l'égard du risque est plus faible. En effet, le niveau de 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 et 2012. Ces périodes de hausse persistante de l'aversion au risque coïncident avec l'amplification des turbulences financières et de la crise de la dette souveraine en Europe. 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, le niveau de l'indicateur demeure supérieur, mais très proche de sa moyenne historique, ce qui laisse supposer que les investisseurs sont un peu moins enclins à la prise de risque. Ce résultat est cohérent avec la progression des incertitudes géopolitiques, mais aussi avec les signes affichés par la Fed quant à l'approche d'une normalisation des taux d'intérêt directs aux Etats-Unis.

CONCLUSION

L'évolution de cet indice permet d'appréhender les facteurs de comportements sous-jacents à la volatilité des marchés. Dans ce cadre, le récent retournement de la trajectoire de cet indice demeure contenu dans la mesure où le niveau actuel est très proche de la moyenne historique de l'indice. Il traduit plutôt un ajustement de l'appétit au risque des investisseurs face aux perspectives d'une normalisation des conditions monétaires aux Etats-Unis.



Source : xxxxxx

Au niveau de la décomposition sectorielle de l'indice *DJ Europe Stoxx 600*, seuls les secteurs des produits pétroliers et des matières premières ont affiché une évolution négative de leurs cours en 2014 de, respectivement, -11% et -3%. Ceci est sans doute dû à la contraction des marges pour les producteurs pétroliers ainsi qu'à la conjoncture économique mondiale défavorable. Les meilleures performances ont été réalisées par les secteurs de l'immobilier (+24%), des loisirs (+23%) et de la santé (+22%).

Notons qu'au niveau international, l'indice japonais *Nikkei* a progressé de 20% au cours de la période sous revue dont 7% ont été réalisés en 2014, après une performance exceptionnelle de +56% sur l'année 2013. La performance en euro de l'indice japonais se monte à +34%.

Les performances des indices actions des pays BRIC étaient fort contrastées. Ainsi, en monnaie locale, les indices boursiers de la Chine (*Shanghai composite* +70%) et de l'Inde (*Sensex* +33%) ont augmenté fortement sur la période observée, tandis que les indices de la Russie (*Micex* +11%) et du Brésil (*Bovespa* +3%) ont présenté des performances plus faibles.

Les volatilités implicites de l'indice *DAX*, mesurées par l'indice *VDAX*, ont évolué dans une fourchette hebdomadaire de 12% à 24%, avec une moyenne mobile cantonnée dans un intervalle de 15 à 16%. Au cours de la période récente, la moyenne mobile annuelle a augmenté légèrement et se situe aux alentours de 16,5% à la fin de la période sous revue. Ce niveau correspond, cependant, à des niveaux historiquement bas et ce même sur le long terme.

Eu égard aux rendements faibles des autres classes d'actifs financiers et de l'abondance de liquidités disponibles sur les marchés, les investisseurs continuent de ne percevoir que très peu d'alternatives aux marchés d'actions.

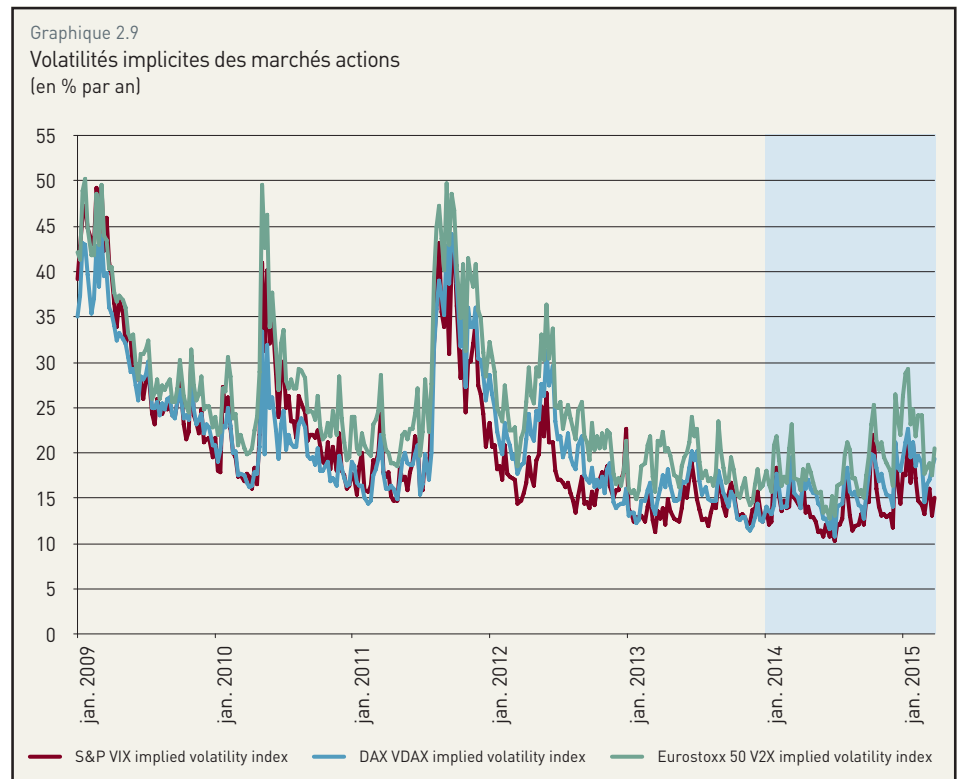
Ce phénomène s'est d'ailleurs amplifié dans la zone euro suite au lancement du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE. Il conviendra, néanmoins, de rester vigilant quant aux valorisations des marchés d'actions européens : dans la conjoncture actuelle de croissance économique relativement faible, les niveaux des indices semblent être surévalués. En effet, ces niveaux impliquent que la croissance future des bénéfices actualisés des entreprises serait suffisante pour justifier le caractère ascendant des cours observés.

4. LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Dans son ensemble, l'évolution des prix des matières premières, telle qu'exprimée par le *S&P Goldman Sachs Commodity Index*, a été très négative sur la période de référence, l'indice ayant perdu près de 38%. Néanmoins, il est utile de distinguer l'évolution des différentes classes de matières premières qui composent cet indice, étant donné que les facteurs d'influence sont fort différents.

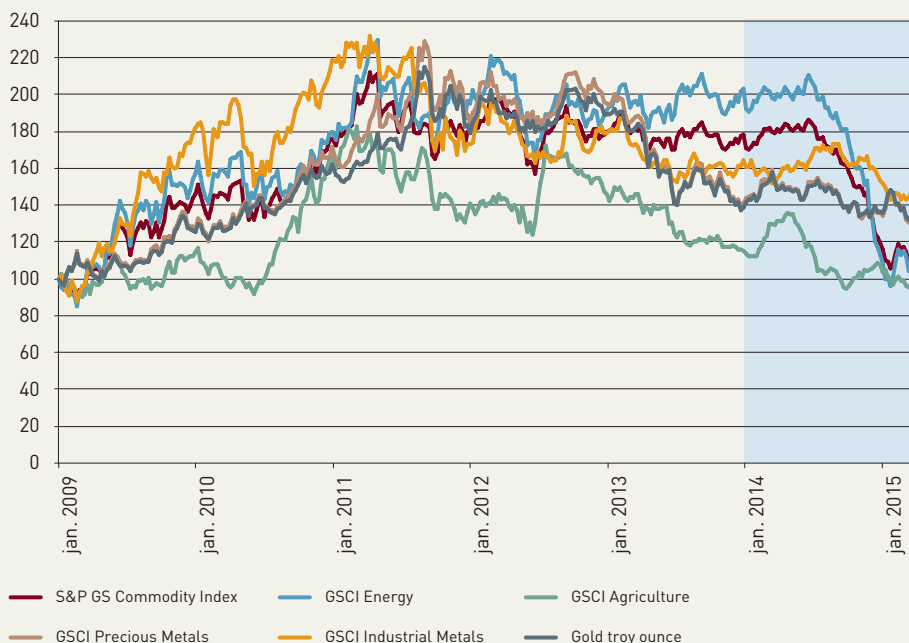
En comparaison avec d'autres indices de matières premières, les prix de l'or et des métaux précieux n'ont accusé qu'un léger recul au cours de la période sous revue. Depuis le début 2014, l'indice des métaux précieux a cédé quelque 4% contre un recul de 2,5% pour le prix de l'or.

Le prix de l'or a progressé de près de 10% au cours de la première moitié de 2014. Par la suite, l'appréciation du dollar US vis-à-vis de nombreuses devises internationales (exprimée par la hausse du *US Dollar Index*) ainsi que la diminution de la demande d'or émanant d'Asie – et en particulier de Chine – ont pesé sur le prix de l'or et ont ramené son cours à un niveau proche de celui du début de période (1182,63



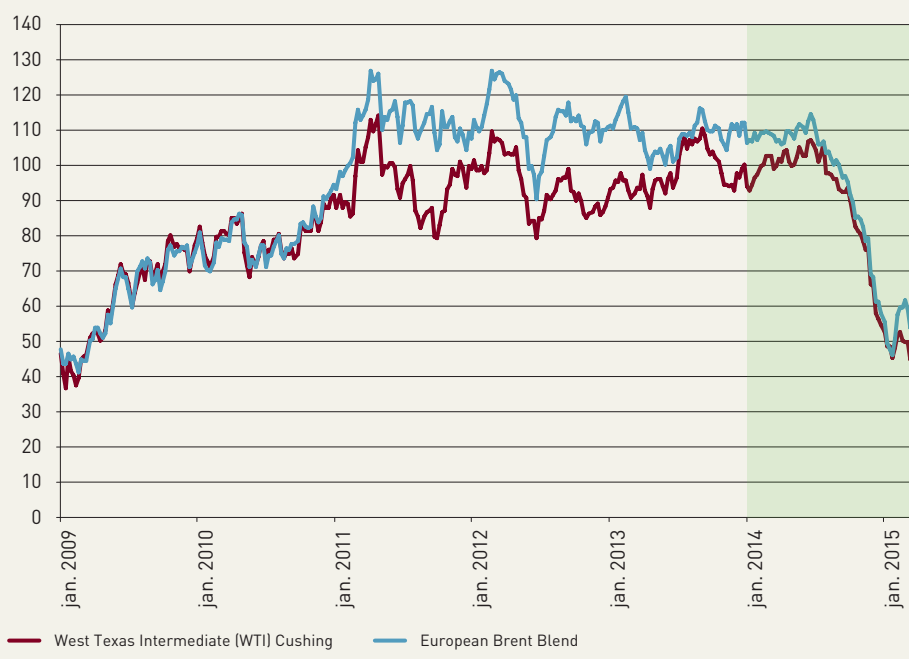
Source : Bloomberg

Graphique 2.10
Evolution des matières premières
(indices S&P Goldman Sachs Commodity indices : en base 100 janvier 2008)



Source : Bloomberg

Graphique 2.11
Prix du baril de pétrole en USD



Source : Bloomberg

dollars pour une once Troy au 20/03/2015).

Pour ce qui est de l'indice des métaux précieux, il est largement influencé par l'évolution des prix de l'or. Les prix du groupe du platine (platine, palladium, rhodium, iridium...) sont, cependant, assez décorrélés des prix de l'or, car 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 chiffres de production de l'industrie automobile ainsi que par ceux de l'industrie chimique qui sont difficilement prévisibles dans le contexte économique actuel. Ainsi, au cours de la période sous revue, le prix du platine a connu un recul de plus de 15% en raison de la faiblesse de la demande émanant de Chine, et ce, malgré une production fortement affectée par les mouvements sociaux en Afrique du Sud.

L'évolution des prix des métaux industriels reste fortement liée à l'évolution de la conjoncture économique 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 leurs prix réagir très fortement aux prévisions moins favorables concernant la conjoncture chinoise. De la même manière que pour l'indice des métaux précieux, il est utile de distinguer l'évolution de l'indice de celle de ses composantes. Dans l'ensemble, l'indice des métaux industriels a cédé quelque 10% sur la période, les prix du cuivre

et du plomb ayant perdu près de 20% tandis que les cours du nickel, du zinc et de l'aluminium se maintenaient à leurs niveaux de début de période.

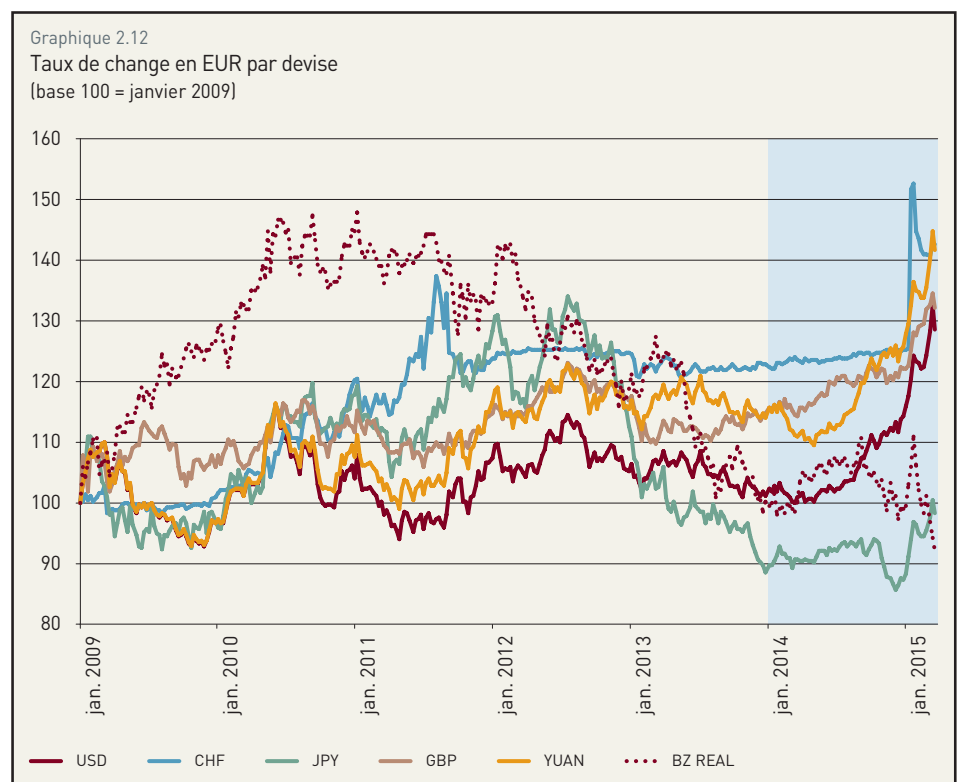
Au niveau des matières premières agricoles, ce sont les excellentes récoltes céréalières qui ont pesé sur les indices. Ainsi, la baisse des prix des céréales a fait perdre quelque 15% à l'indice *GSCI Agriculture* sur la période.

Enfin, les cours du prix du pétrole ont très fortement chuté depuis la seconde moitié de 2014. Le prix du baril de *Brent* a perdu près de 53% de sa valeur depuis la fin juin 2014, tandis que le *West Texas Intermediate* a chuté de manière encore plus prononcée avec une baisse de près de 57% sur l'ensemble de la période d'observation. Cette évolution est due aussi bien à une offre abondante qu'à des contraintes de demande induites par la faiblesse de la conjoncture économique mondiale. Du côté de l'offre, la production des pays de la péninsule arabique s'est maintenue à un niveau élevé, tandis que la production libyenne revenait à la « normale ». Du côté de la demande, la baisse des besoins énergétiques est liée à la faiblesse de la conjoncture dans plusieurs pays importateurs nets tels que la Chine, le Japon et l'Europe au niveau agrégé.

5. LES MARCHÉS DES CHANGES

La politique accommodante de la BCE a eu pour effet de modifier le niveau du taux de change de l'euro qui s'est déprécié par rapport à la plupart des grandes devises internationales.

Même si le dollar US est resté assez stable par rapport à l'euro et aux devises composant le *Dollar Index* au cours de la première moitié de 2014, par la suite il s'est fortement apprécié par rapport aux devises majeures. Le dollar US a en effet profité, d'une part, d'un contexte économique nord-américain plus favorable et d'attentes de resserrement de la politique monétaire de la *Federal Reserve* et, d'autre part, des annonces et exécutions de programmes de politique monétaire très accommodante de la part de certaines grandes banques centrales (BCE, Banque du Japon...). Ainsi, à la fin de la période d'observation, le dollar US s'était apprécié de plus de 21% par rapport à l'euro et de 22% par rapport aux devises composant le *Dollar Index*.



Source : Bloomberg



La livre Sterling est restée initialement assez stable face à l'euro avec un taux de change de l'ordre de 0,82, pour s'apprécier assez considérablement par la suite. A partir de mai 2014, la livre a commencé à s'apprécier en raison de la reprise économique outre-Manche. Le taux de change face à l'euro s'est finalement établi à 0,72 en fin de période.

Face à l'euro, le franc suisse est resté très stable jusqu'au 15 janvier 2015. A cette date, la Banque nationale suisse a décidé d'abandonner le cours cible du franc suisse par rapport à l'euro de 1,20 et de laisser à nouveau son cours flotter librement. La devise helvétique s'est alors appréciée très fortement dans l'immédiat (jusqu'à 0,85 franc suisse pour un euro) pour s'établir à un niveau de 1,05 francs suisse pour un euro à la fin de la période sous revue.

Au niveau des devises asiatiques, nous constatons la poursuite de la tendance baissière du yen par rapport au dollar. Face à l'euro, la devise nipponne est restée assez stable en 2014, pour s'apprécier de près de 10% début 2015.

Finalement, nous constatons que les devises de bon nombre de pays affectés par les évolutions négatives observées sur les marchés de matières premières demeurent à des niveaux assez faibles : le Brésil, le Canada, l'Australie et la Nouvelle Zélande.

