

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	35
5. Les marchés des changes	36



LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

Au cours de la période sous revue, les marchés financiers de la zone euro ont prolongé leur tendance de performances positives. Les signaux envoyés par les différentes économies de la zone sont en effet encourageants : sortie de récession de la zone euro au second semestre de l'année 2013, décélération de la croissance du chômage, sortie de l'Irlande et de l'Espagne des programmes de sauvetage, amélioration nette des balances courantes des pays de la périphérie et surtout amélioration des prévisions de croissance pour la zone euro.

Malgré ces bonnes nouvelles, il ne faudra cependant pas perdre de vue que la situation économique de la zone euro est toujours précaire. Le niveau de l'endettement des pays de la périphérie ne s'est guère amélioré et il faudra encore beaucoup d'efforts pour normaliser la situation à long terme. Par ailleurs, étant donné les très faibles niveaux d'inflation, le spectre d'un risque de déflation pèse toujours sur la zone avec le risque de faire remonter les taux réels et d'endiguer la croissance naissante.

Il ne faudra pas non plus négliger les possibilités d'un choc exogène sur les marchés financiers. Ce risque est réel et pourrait venir de plusieurs facteurs : tensions géopolitiques liés à la crise de la Crimée, ralentissement brutal de la Chine ou crise économique dans un pays émergent important : ainsi la Russie devrait souffrir des suites des sanctions liées à l'annexion de la Crimée et le Brésil de sa balance des paiements.

1. LE MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE

La période sous revue a encore une fois été marquée par la contraction des écarts de taux entre les obligations souveraines des pays de la périphérie et ceux du cœur de la zone euro. Cette contraction des spreads cœur-périphérie s'est produite sur l'ensemble de la courbe de taux, tandis que les courbes de taux des pays du cœur de la zone euro se sont déplacées vers le haut.

Au début de l'année 2013, on a pu assister à une continuation de la détente des taux de dette souveraine pour la majorité des pays membres de la zone euro. L'Italie, qui souffrait des incertitudes liées à l'issue des élections législatives, et Chypre, qui nécessitait un plan de sauvetage de son économie, étaient les seuls pays à éprouver une volatilité accrue de leurs rendements. Hormis dans la période immédiate de la crise chypriote, il n'y a cependant pas eu de contagion prolongée aux autres pays de la périphérie.

Vers la mi-mai, on a observé une recrudescence de la volatilité sur les marchés de taux. Celle-ci était due à l'effet conjoint de la baisse de taux de la BCE et des annonces faites par le gouverneur de la Réserve Fédérale des États-Unis. Le 22 mai, le Président Ben Bernanke annonçait en effet que la Fed allait, dans un avenir proche, réduire son programme de rachats d'actifs. L'annonce de ce *tapering* fera monter les taux moyens et longs aux États-Unis et dans la zone euro, tandis que parallèlement les marchés des actions remontent : il y a donc eu un déplacement des investissements en dette souveraine vers les marchés actions.

La rotation d'actifs a cependant été plus limitée aux niveaux des taux court terme : le ton extrêmement prudent des discours de la BCE et de la Fed a rassuré les investisseurs sur le maintien d'une politique de taux bas à court-moyen terme. C'est également à ce moment que la BCE innove en donnant sa première *forward guidance* sur sa politique monétaire. Si, auparavant, la BCE s'était toujours refusée de donner

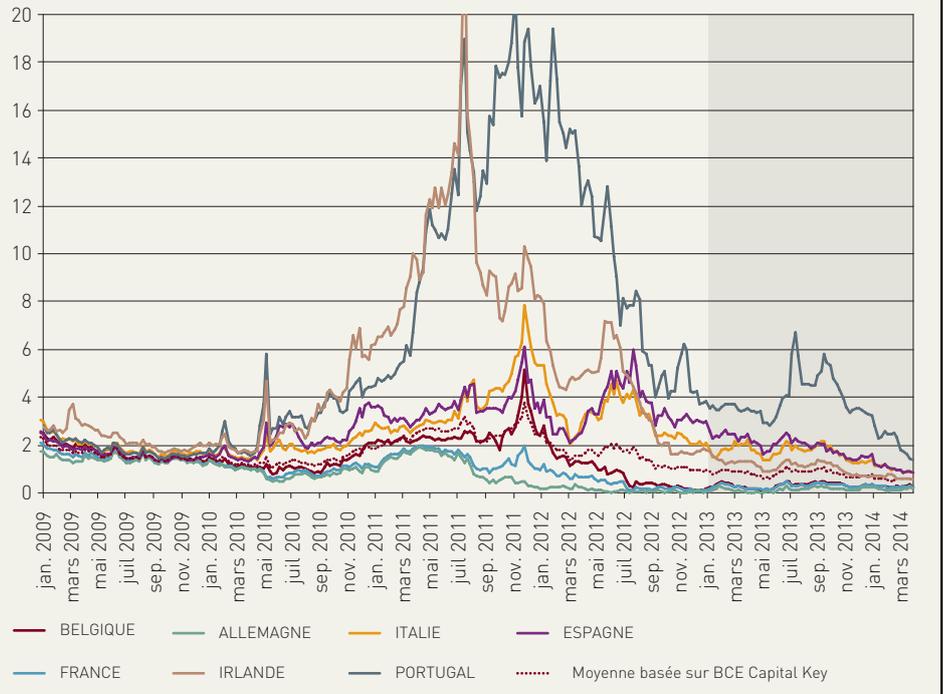
des indications quant à sa politique future, elle a communiqué en juillet 2013 qu'elle allait poursuivre sa politique de taux bas pour « une période prolongée » et ce au moins jusqu'en 2015. L'effet de cette annonce a initié une nouvelle détente des taux courts, tandis que les taux longs du cœur de la zone euro ont connu un peu plus de volatilité. Cette volatilité accrue a également été soutenue par la sortie de récession de la zone euro à la fin du deuxième trimestre : bien que la croissance de la zone euro demeure négative sur l'ensemble de l'année 2013, elle est redevenue positive en base de comparaison trimestrielle. Cette sortie de récession a accentué la rotation des investissements des obligations du cœur vers la périphérie et vers les marchés actions.

Vers la fin de l'année 2013 et suite aux remboursements anticipés de fonds VLTRO (Very Long Term Refinancing Operations de la BCE) par les banques, le marché a assisté à un regain de tension sur les taux courts : les remboursements anticipés ayant résorbé une partie des liquidités excédentaires, les taux Eonia et Euribors courts sont remontés. Parallèlement, les taux réels ont également subi l'influence de la baisse progressive de l'inflation. Pour contrecarrer ces effets, la Banque centrale européenne a procédé, mi-novembre, à une seconde baisse de taux de 25 points de base.

Comme déjà évoqué, les performances des obligations émises par les pays de la périphérie ont été supérieures à celles des pays du cœur de la zone euro. Parmi les pays PIIGS, on notera les très

Graphique 2.1

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



Source : Bloomberg

Graphique 2.2

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



Source : Bloomberg

bonnes performances de l'Irlande et de l'Espagne qui resserrent leurs spreads de 213 points de base respectivement de 218 points par rapport au Bund. Suite à l'amélioration de leur situation financière, ces deux pays ont également annoncé leur sortie du programme de sauvetage dès le début de l'année 2014. Notons encore que fin 2013 les rendements long terme espagnols sont repassés légèrement en-dessous des rendements italiens.

Parmi les pays de la périphérie, les rendements portugais ont suivi un parcours un peu plus atypique : suite aux difficultés politiques de faire passer certaines mesures imposées par les plans de sauvetage et invalidées par la Cour Suprême portugaise, les taux portugais ont connu une phase de très forte tension et les spreads par rapport au Bund 10 ans ont brutalement augmenté de près de 200 points de base à près de 6 % de spread (l'augmentation fut plus spectaculaire encore pour les taux courts 2 ans : +375 points de base à 6,5 % de spread). Ces tensions se sont cependant vite résorbées à la fin de l'été et le spread par rapport au Bund 10 ans n'a cessé de baisser pour finir la période à près de 2,8 % de spread.

Enfin, il convient également de noter la bonne performance de la dette grecque dont le rendement à 10 ans baisse de 11,6 % à près de 6,5 % en fin de période.

Le resserrement des écarts de taux n'est cependant pas nécessairement assimilable à une réelle réduction du risque pays, du moins si on en croit les ratings souverains. En effet, au niveau des notations pays, la situation est restée assez stable au cours de la période sous revue.

Tableau 2.1 :

Ratings Eurozone

	MOODY'S			S&P		
	2013	12/31/11	VARIATION	2013	12/31/11	VARIATION
AUSTRIA	Aaa	Aaa		AA+	AA+	
BELGIUM	Aa3	Aa3		AAu	AA	
CYPRUS	Caa3	Caa3		B-	CCC+	+1
ESTONIA	A1	A1		AA-	AA-	
FINLAND	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
FRANCE	Aa1	Aa1		AAu	AA+	-1
GERMANY	Aaa	Aaa		AAAu	AAA	
GREECE	Caa3	C	+2	B-	B-	
IRELAND	Baa3	Ba1	+1	BBB+	BBB+	
ITALY	Baa2	Baa2		BBBu	BBB+	-1
LUXEMBOURG	Aaa	Aaa		AAA	AAA	
MALTA	A3	A3		BBB+	BBB+	
NETHERLANDS	Aaa	Aaa		AA+u	AAA	-1
PORTUGAL	Ba3	Ba3		BBu	BB	
SLOVAKIA	A2	A2		A	A	
SLOVENIA	Ba1	Baa2	-2	A-	A-	
SPAIN	Baa2	Baa3	+1	BBB-	BBB-	

Source : Bloomberg

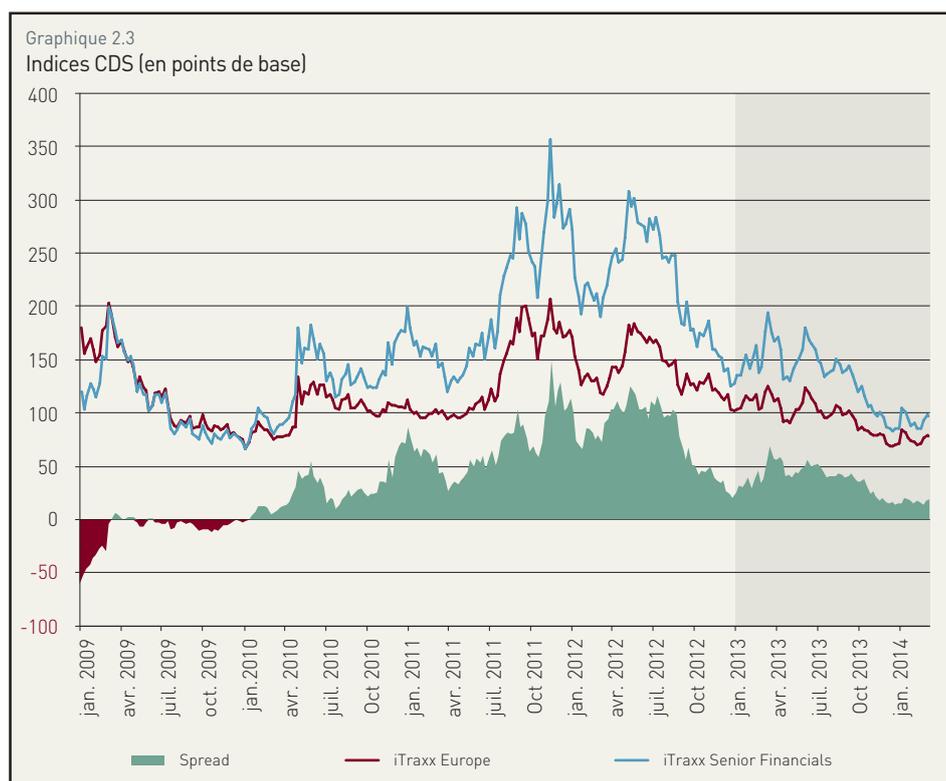
Depuis le début de 2014, on a constaté une certaine accélération de la détente des taux longs de la zone euro. Ce phénomène de regain d'intérêt pour la dette souveraine est encore plus prononcé pour la dette des pays de la périphérie et pourrait être associé à un certain regain d'aversion au risque : attentes plus pessimistes face à la conjoncture des pays émergents, tensions politiques avec la Russie suite à la crise de Crimée, marchés actions légèrement essoufflés.

2. RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

Les injections massives de liquidités de la part de la Banque centrale européenne, en début de l'année 2012, continuent de produire leurs effets positifs sur le refinancement des banques en 2013. Ainsi, les indicateurs de liquidité et de coût du financement des banques ont continué de s'améliorer au cours de la période sous revue. Comme l'année précédente, il convient encore 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 de l'ensemble des institutions financières. Malgré les améliorations observées, il persiste néanmoins une segmentation sensible entre les banques de la périphérie et celles du cœur de la zone euro. Une segmentation similaire peut être observée pour 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 sociétés émettrices, la situation s'est encore détendue depuis l'année dernière. De la même sorte, les écarts entre les émetteurs de l'économie réelle de la sphère financière.

Tout comme l'année dernière, l'amélioration constatée ne s'est pas faite de manière linéaire. Les niveaux de CDS ont en effet affiché une certaine volatilité en début d'année 2013 suite à l'imbroglio des élections italiennes et au plan de sauvetage de la Chypre. Ce n'est que vers la fin du deuxième trimestre 2013, suite à la *forward guidance* de la Banque centrale européenne et à la sortie de récession de la zone euro, que la situation s'est nettement améliorée. Par ailleurs, il est utile de noter que les niveaux de CDS des entreprises financières ne se sont pas contractés uniformément : des différences assez significatives persistent entre les CDS des entreprises qui composent l'iTraxx Senior Financials. Ainsi, les entreprises financières du cœur de la zone euro et de la Suisse présentent des CDS inférieurs à ceux de la périphérie. Mis à part pour les réassureurs, qui continuent de présenter les niveaux de CDS les plus bas des valeurs financières, l'écart des CDS entre les entreprises du secteur des assurances et celui des banques s'est partiellement réduit.

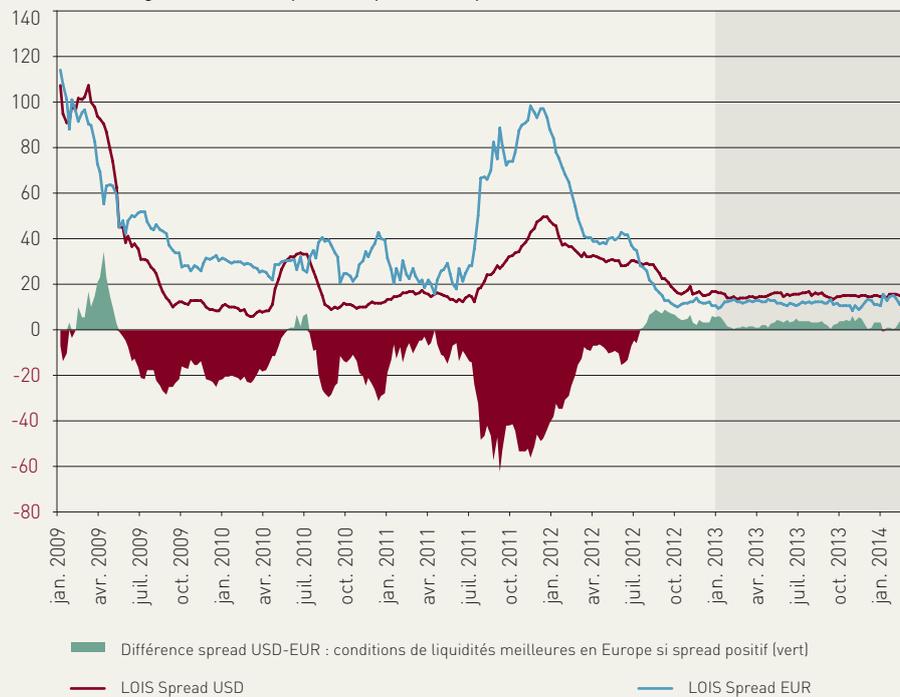


Source : Bloomberg

Les niveaux de CDS des obligations d'entreprises de l'économie réelle se sont également réduits, mais ils ont été sujets à moins de volatilité que les CDS des émetteurs financiers. En fin de période d'observation, les écarts de CDS étaient sensiblement identiques à ceux observés en début de période.

Graphique 2.4

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



Source : Bloomberg

Graphique 2.5

Coût supplémentaire du financement en USD par rapport au financement en EUR (en points de base)



Source : Bloomberg

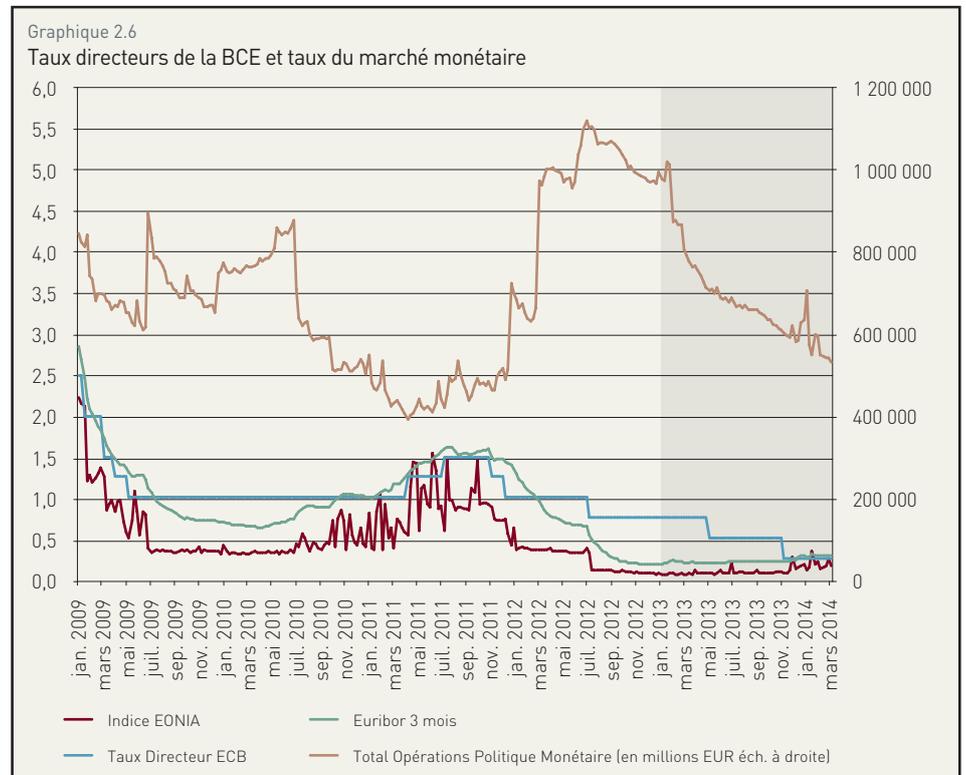
L'activité sur le marché d'obligations sécurisées (*covered bonds*) est restée faible au cours de la période sous revue et les volumes d'émissions demeurent assez limités. La demande d'obligations sécurisées reste néanmoins assez forte de sorte que les rendements de cette classe d'actifs ce sont encore réduits : ce phénomène peut être observé aussi bien dans le cœur de la zone euro que dans sa périphérie. A titre d'exemple, les rendements des *Cédulas* espagnoles à 5 ans ont affiché une contraction de près de 275 points de base à 2 % entre la fin 2012 et la mi-mars 2014. Sur la même période, le rendement souverain espagnol à 5 ans s'est resserré de 200 points de base pour finir la période au même niveau (2 %) que les *Cédulas*.

Les spreads entre les taux interbancaires (Euribor et Libor USD à 3 mois) et les taux Overnight Indexed Swap (EUR swap Eonia et USD swap OIS à 3 mois) se sont maintenus aux niveaux bas observés à la fin de la période précédente. Ceci témoigne d'une certaine normalisation de la situation financière sur le marché interbancaire. 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 retour des fonds monétaires américains sur la scène européenne vers le milieu de 2012, la capacité de refinancement en dollars US des banques de la zone euro n'a cessé de s'améliorer. 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 encore réduits et restent à des niveaux qui peuvent être qualifiés de « normaux ».

Sur le marché monétaire, les taux EONIA et Euribor 3 mois ont été très stables sur la majeure partie de l'année et sont restés bien en-deçà du taux directeur de la Banque centrale européenne jusqu'en début novembre, et ce malgré les deux baisses de taux en mai et en novembre. En même temps, les banques ont continué de rembourser par anticipation les fonds qui leur étaient alloués par les VLTRO. De la sorte, l'encours des opérations de politique monétaire s'est réduite presque de moitié et les liquidités excédentaires ont été résorbées et, en conséquence, les taux EONIA et Euribor 3 mois ont commencé à remonter depuis la mi-novembre 2013.



Source : Bloomberg

Encadré 2.1 :

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCL EN 2013

Sur le montant de 5,73 trillions d'euros servi par l'Eurosystème lors des MRO en 2013, 9,47 milliards d'euros ont été alloués par la BCL à des contreparties luxembourgeoises, soit 0,17 % du total, en baisse. Par ailleurs, l'Eurosystème a injecté 150,38 milliards d'euros dans le cadre des opérations de refinancement de long terme (à 1 mois et 3 mois), dont 0,44% au bénéfice de contreparties luxembourgeoises, soit 660 millions d'euros.

Dans l'ensemble du refinancement en euro, la part du Luxembourg s'est réduite en 2013, après la réduction observée en 2012. La baisse de la part du Luxembourg dans l'ensemble des opérations de politique monétaire reflète la bonne liquidité globale des banques luxembourgeoises et, a contrario, la place croissante prise par les pays périphériques, dont les systèmes bancaires affichent une forte dépendance à la fourniture de liquidités par l'Eurosystème.

Les montants alloués en USD ont fortement diminué par rapport à 2012. Sur les 18,92 milliards de dollars injectés dans le cadre des adjudications hebdomadaires et des opérations à 3 mois en USD (275 milliards en 2012), la part allouée à la BCL a été nulle.



En conclusion, même si l'accès des banques au refinancement (tant en EUR qu'en USD) s'est encore amélioré au cours de la période sous revue, il n'en reste pas moins que la situation financière des banques européennes demeurent fragile.

3. LES MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions européens et nord américains ont poursuivi leurs tendances haussières de ces dernières années. En 2013, ces tendances ont été soutenues principalement par une décreue de l'aversion des investisseurs à l'égard du risque (voir encadré ci-dessous). Une telle évolution peut s'expliquer d'une part par les signes de reprise économique en Europe et aux Etats-Unis et de l'autre, par les discours annonçant la sortie progressive des politiques monétaires ultra-accommodantes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Ces deux phénomènes ont en effet contribué à l'attractivité des actions de ces pays par rapport aux autres classes d'actifs.

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 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 à un recul minimum de 10 % des 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 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. 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 2.7 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 l'étendue de l'incertitude quant à l'évolution de ces derniers.

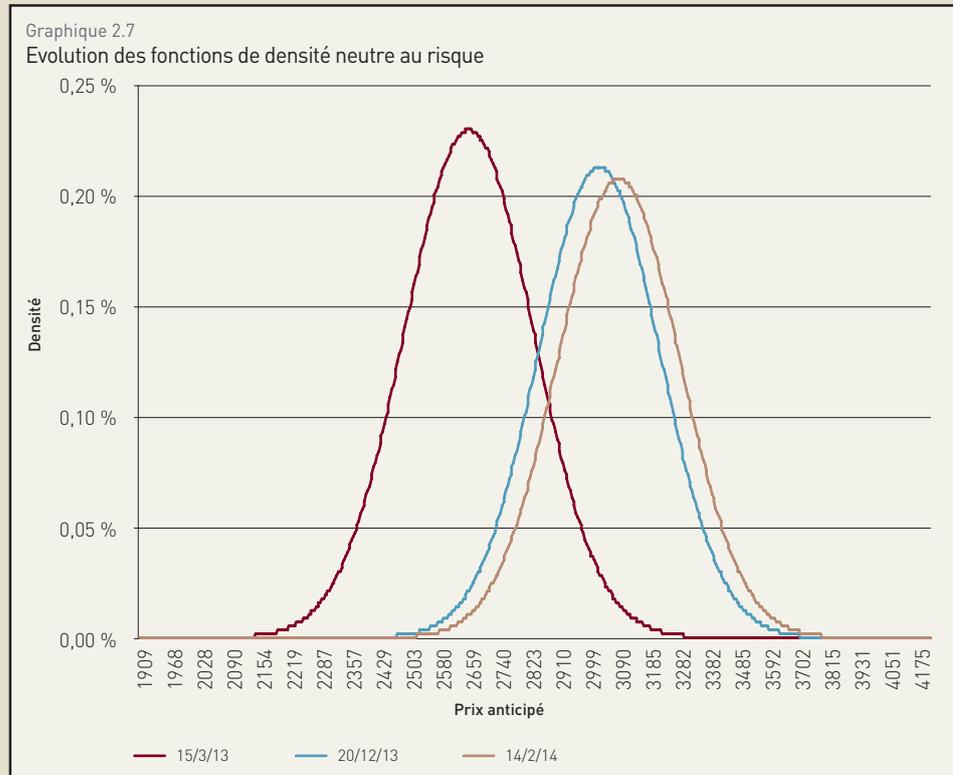
En effet, depuis la fin de l'année 2013 l'étalement des distributions est devenu plus prononcé depuis la fin de l'année 2013 que celui qui caractérisait la distribution du mois de mars de l'année dernière. La progression

de la dispersion 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 peut être attribuée aux perspectives d'une croissance économique plus forte que prévue, mais aussi aux facteurs de risques inhérents à une sortie prématurée de la FED de son programme d'achat des actifs, les anticipations des investisseurs relatives à l'évolution des prix de l'indice Euro stoxx 50 sont plutôt 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 :

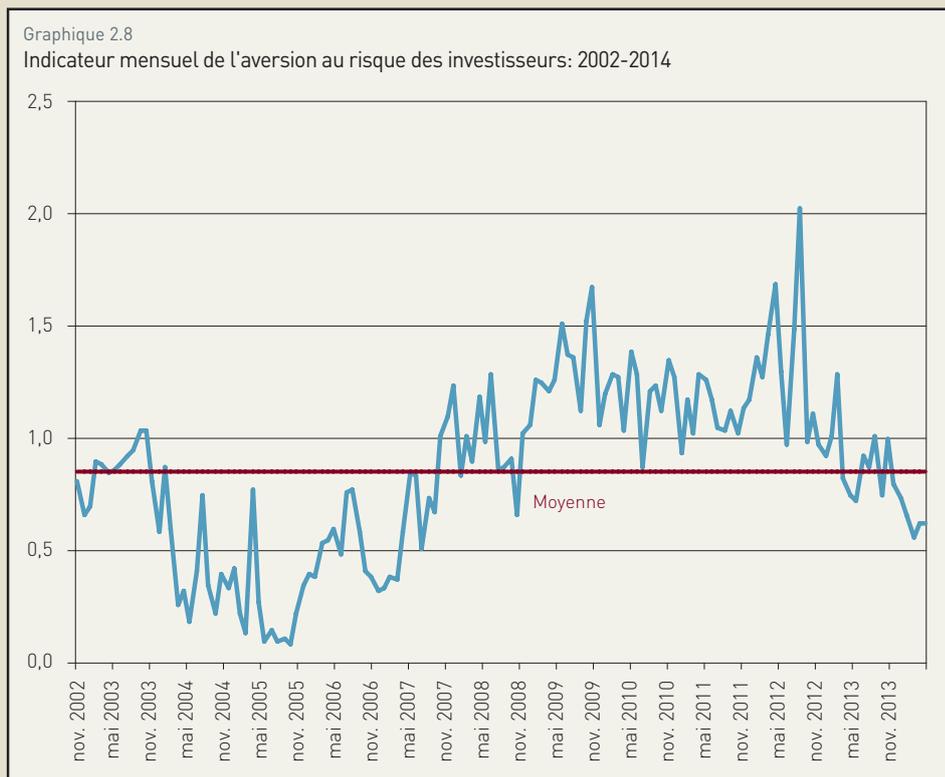
- La probabilité objective (neutre au risque) d'un recul de 10 % de l'actif sous-jacent estimée à partir des prix des options attachées à l'indice boursier Euro Stoxx 50 ;
- et la probabilité subjective d'une chute équivalente des prix issue de la simulation du modèle GARCH.



Source : Bloomberg, calculs BCL

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.



Sources : Bloomberg, calculs BCL

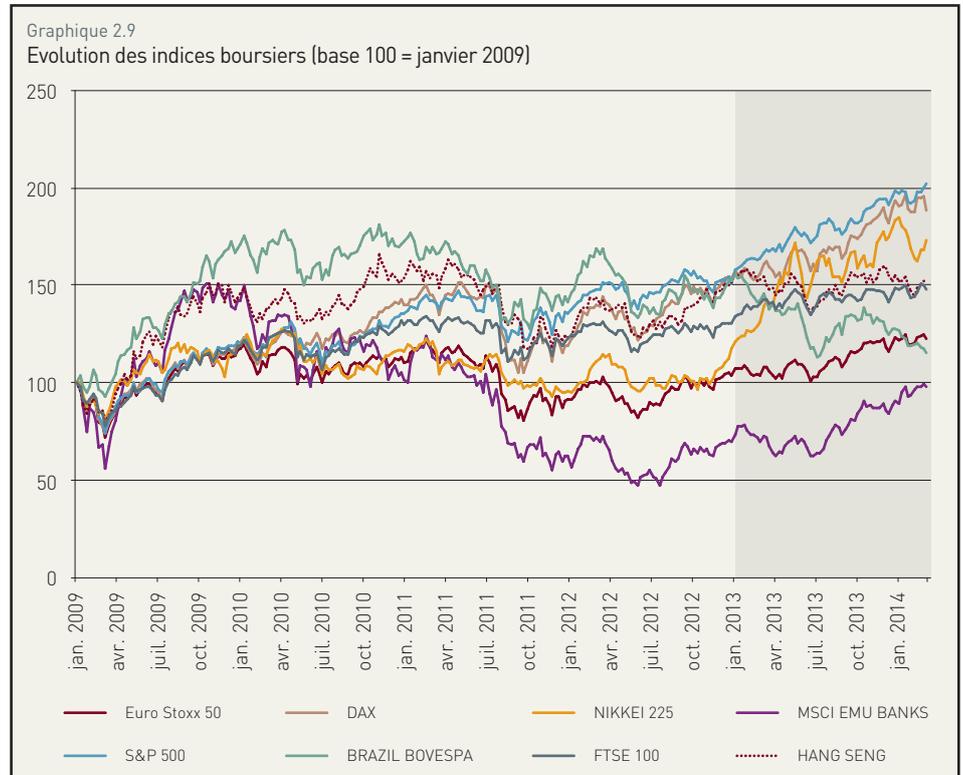
tendance s'est inversée dès le début du second semestre de l'année 2012 avec une progression appréciable de l'optimisme des investisseurs et de leur appétit pour le risque. Le niveau actuel de l'indicateur est inférieur à sa moyenne historique, ce qui laisse supposer que les investisseurs sont plus enclins à la prise de risque. Ce résultat concorde avec la progression rapide des rendements de l'indice euro stoxx 50 tout au long de l'année dernière et au début de l'année en cours. Il faut être attentif à la poursuite de cette évolution car les fondamentaux économiques de la zone euro demeurent fragiles.

CONCLUSION

L'évolution de cet indice permet ainsi 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 est plutôt appréciable dans la mesure où elle traduit une progression de l'attrait des investisseurs pour la prise de risque. Néanmoins, les perspectives de croissance économiques demeurent fragiles au sein de la zone euro et une inversion rapide de l'optimisme actuel serait préjudiciable à la légère amélioration de la situation économique en Europe.

Le graphique 2.8 illustre l'évolution de l'indicateur d'aversion au risque au cours de la période allant de novembre 2002 à mars 2014. 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 d'aversion coïncident avec l'amplification des turbulences financières et de la crise de la dette souveraine en Europe. Cette

Les marchés actions de la zone euro ont réalisé le gros de leur performance au courant du troisième trimestre après la sortie de récession de la zone euro au deuxième trimestre. Même si le clivage entre les performances actions des pays cœur et ceux de la périphérie (observé ces dernières années) semble avoir sensiblement diminué, c'est encore l'Allemagne qui continue de jouer le rôle de moteur avec un DAX en hausse de 25,5 % sur l'année 2013. Aucune des grandes places financières de la zone euro n'affiche un résultat négatif. La performance de l'indice pan-Eurozone Eurostoxx 50 (+18 %), quant à elle, reste proche de la moyenne des indices actions à forte capitalisation. Il est intéressant de noter la relative surperformance des indices small- et mid-caps (petites et moyennes capitalisations boursières) vis-à-vis des indices large-caps. Ainsi, à titre d'exemple, le MDAX affiche une performance de plus de 39 % sur l'année 2013.

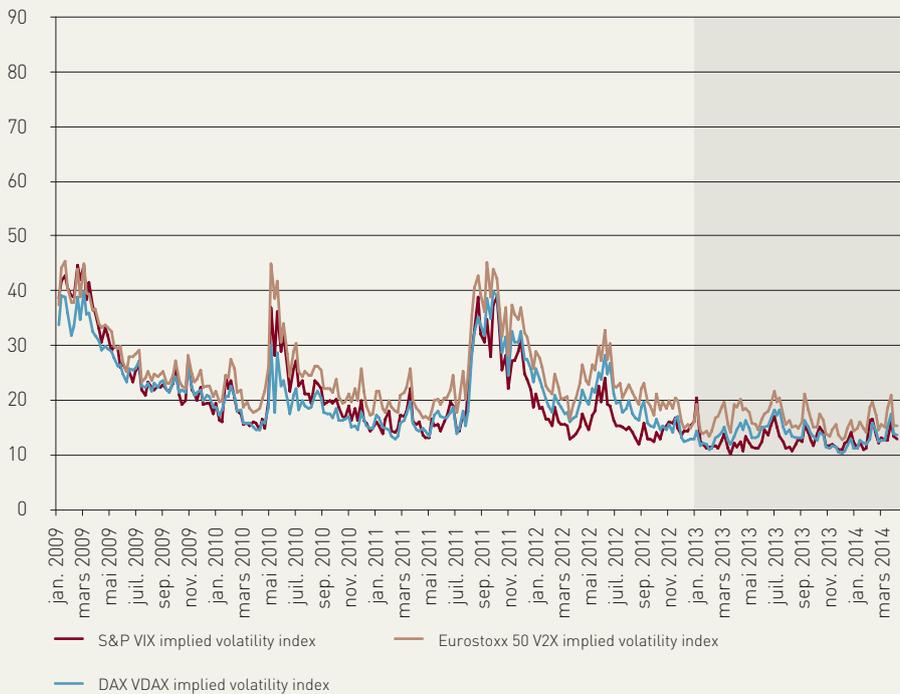


Au niveau sectoriel (sur base de l'indice DJ Europe Stoxx 600), seul le secteur des matières premières affiche une performance boursière négative en 2013 (-13 %). Ceci est sans doute dû à la faiblesse de la demande de matières premières et aux incertitudes quant à la croissance économique prévue pour certains pays émergents. Les meilleures performances ont été réalisées par les secteurs Automobiles (+37 %), Services Financiers (+35 %) et Médias (+33,7 %).

Notons qu'au niveau international, l'indice japonais Nikkei a continué sa tendance haussière entamé fin 2012 et affiche une performance de plus de 56 % sur l'année 2013. Les performances des indices actions des pays émergents étaient plus nuancées et largement en dessous de celles des pays développés : on remarquera le fort recul des indices chinois (-6,7 % pour le Shanghai Composite) et brésilien (-15,5 % pour le Bovespa).

Graphique 2.10

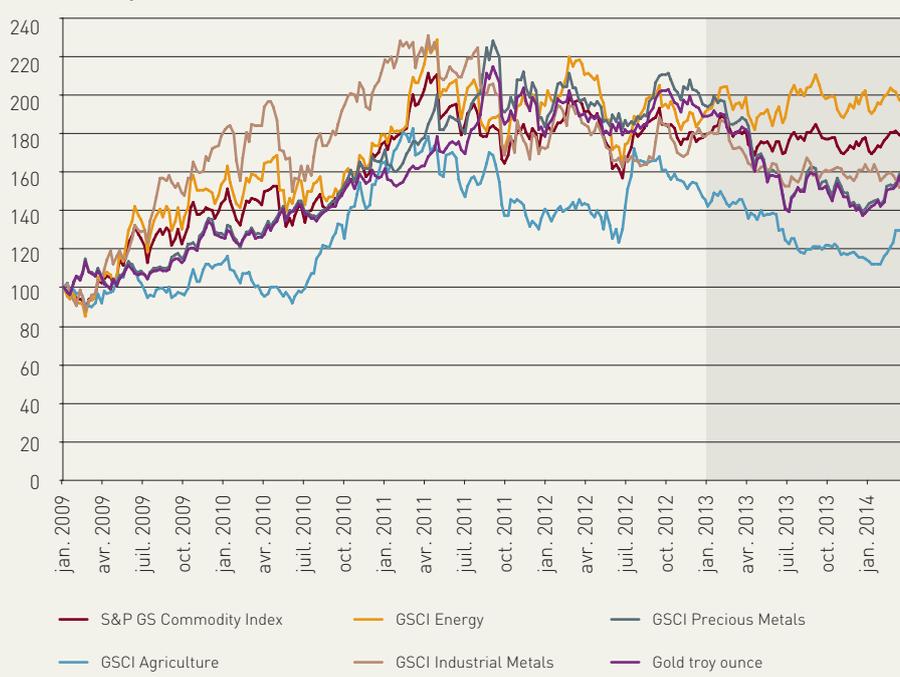
Volatilités implicites des marchés actions (en % par an)



Source : Bloomberg

Graphique 2.11

Evolution des matières premières (indices S&P Goldman Sachs Commodity Indices en base 100 = janvier 2009)



Source : Bloomberg

Les volatilités implicites ont évolué dans une fourchette hebdomadaire de 12 % à 24 % (avec une moyenne proche des 15 %). Ceci correspond à des niveaux historiquement bas, et ce même sur le long terme:

Eu égard aux rendements déprimés des autres classes d'actifs financiers et de la forte disponibilité de liquidités sur les marchés, les investisseurs continuent de ne percevoir que très peu d'alternatives par rapport aux marchés actions. Il faudra néanmoins rester vigilant par rapport à une éventuelle surchauffe des marchés actions US et européens : les primes de risques des actions ont fortement diminué et les valorisations fondamentales deviennent moins favorables. Même si, à court terme, les actions européennes devraient continuer de profiter des signes de reprise économique dans la zone euro, il faudra que la croissance des bénéficiaires des entreprises soit suffisante pour justifier les valorisations à moyen terme. Notons encore qu'une escalade de la situation en Ukraine ou un choc économique exogène (déclin de la croissance chinoise, possibilité d'une crise économique dans un pays émergent) pourraient venir précipiter une correction sur les marchés actions.

4. LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

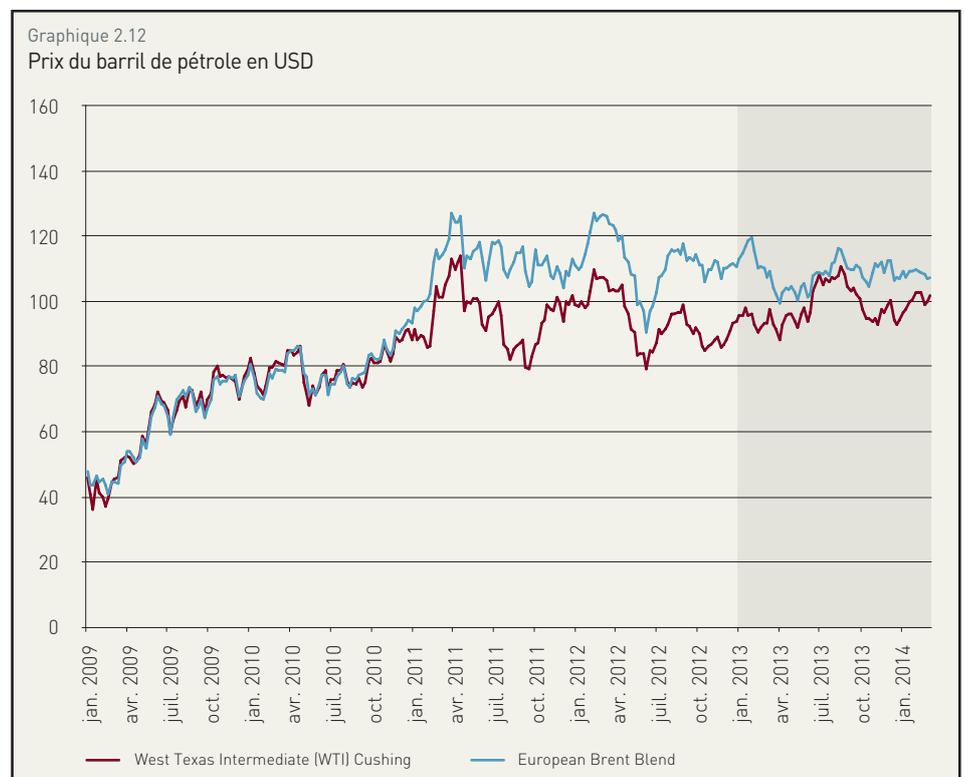
Dans son ensemble, l'évolution des prix des matières premières, exprimée par le S&P Goldman Sachs Commodity Index, a été neutre sur la période de référence. Comme toujours il faudra cependant distinguer l'évolution des différentes classes de matières premières qui composent cet indice, étant donné que les facteurs qui influencent l'évolution des classes de matières premières sont forts différents.

L'or et l'indice des métaux précieux ont continué leur mouvement de correction entamé depuis la fin de l'année 2012, début 2013. En ce qui concerne l'or, les facteurs d'influence ont quelque peu changé. Bien que la faible demande indienne d'or reste un des facteurs déterminants de cette baisse, d'autres facteurs non négligeables viennent supporter ce mouvement baissier : vente des réserves d'or de Chypre (et craintes que cette mesure d'assainissement puisse faire école dans d'autres pays européens fragiles), mouvement net vendeur des fonds physiquement adossés à l'or (pour un équivalent de près de 17 % de l'offre mondiale), et finalement augmentation du coût d'opportunité de l'or face à des taux longs américains en progression depuis les premières annonces (été 2013) d'une fin progressive des programmes d'achats d'actifs par la Fed.

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 chiffres 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 reste 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 la conjoncture économique chinoise. Ainsi, après un début d'année prometteur, la baisse de la demande chinoise a fortement pesé sur les prix des métaux de base.

Au niveau des produits agricoles, les prix se sont largement détendus depuis les pics de l'été 2012. Ce n'est que récemment, suite à une sécheresse au Brésil, que l'on a pu constater une légère hausse de l'indice.



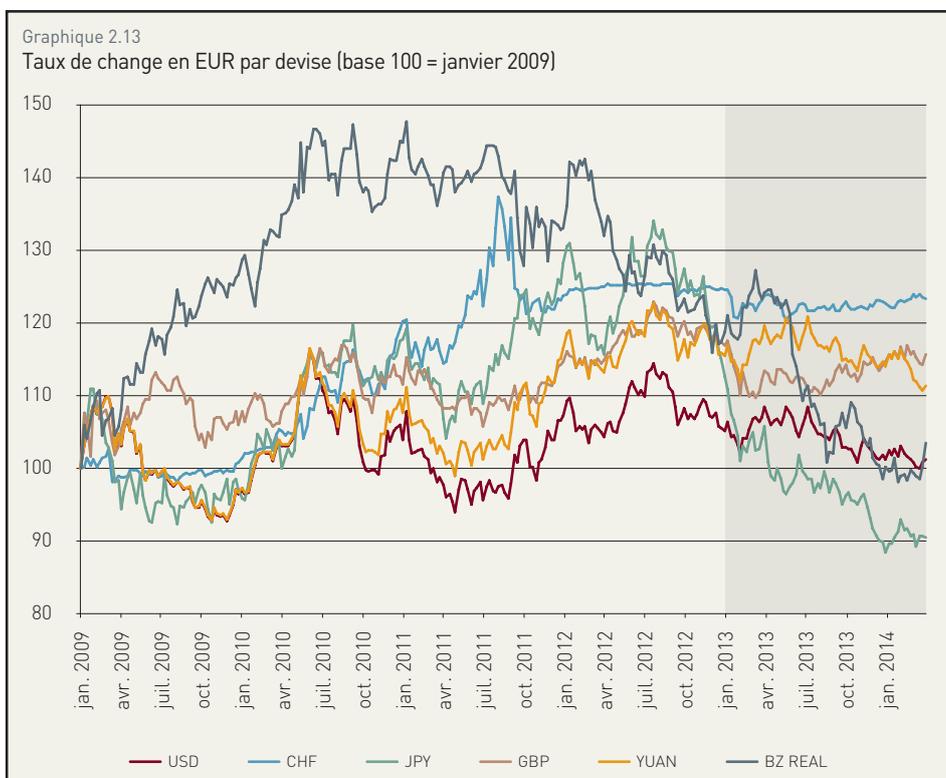
Source : Bloomberg

Les cours du prix du pétrole sont restés assez fermes tout au long de la période de référence : les prix étaient fortement influencés par les tensions politiques au Moyen-Orient et au Maghreb ainsi que par des diminutions de taux de production en Irak et en Libye. Ainsi les pays de l'OPEP se voyaient contraints de maintenir des taux d'utilisation de capacités de production proches des capacités maximales. D'autre part, on a constaté une reprise plus forte qu'attendue de la demande de produits pétroliers émanant des Etats-Unis et de la Chine. 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 la tendance ascendante.

Remarquons encore, la plus forte volatilité des prix WTI par rapport aux prix du Brent. Celle-ci est d'ordre technique et attribuable aux variations des disponibilités de stockage à Cushing.

5. LES MARCHÉS DES CHANGES

Malgré les deux baisses de taux de la BCE et la fragilité des fondamentaux économiques, l'euro s'est renforcé contre la plupart des devises de référence au cours de la période d'observation. Face à des signaux encourageants concernant la reprise future, les investisseurs ont massivement contribué à un mouvement de réduction / harmonisation des primes de risques à l'intérieur de la zone euro.



Source : Bloomberg

Suite aux annonces répétées d'une politique de taux bas pour une longue période, l'USD se déprécie marginalement par rapport à la plupart des monnaies des pays développés (hors Japon). Ainsi l'USD cède quelques 3,7 % face à l'EUR sur la période.

La livre Sterling perd initialement du terrain face à l'EUR, mais l'amélioration de la croissance outre Manche (due notamment à un secteur immobilier en recrudescence) soutient la reprise du GBP au second semestre : vers la fin de notre période d'observation, l'EURGBP revient à son niveau initial.

Face à l'EUR, le CHF est resté très stable sur la période. Rappelons que la Banque Nationale Suisse a maintenu son programme de lutte contre l'appréciation du franc suisse au niveau de 1,20, c'est-à-dire qu'elle intervient sur le marché à chaque fois que le cours de la monnaie helvétique risque de tomber en-dessous de la marque de 1,20 francs suisse pour un Euro.

Au niveau des devises asiatiques, nous remarquons la très forte dépréciation du JPY face aux grands blocs de devises des pays développés. Ainsi le yen a cédé près de 29 % face à l'Euro. Cette sous-performance de la devise nippone est largement attribuable à la politique monétaire très accommodante de la part de la Bank of Japan.

Finalement, nous constatons également la faiblesse de bon nombre de devises des pays émergents. Celle-ci est due à une détérioration de la situation économique ainsi qu'à des problèmes structurels dont souffrent certains de ces pays. La relative faiblesse de certaines matières premières contribue également à cette situation (un phénomène qu'on peut d'ailleurs également observer au niveau des devises des pays développés Canada, Australie et Nouvelle Zélande).