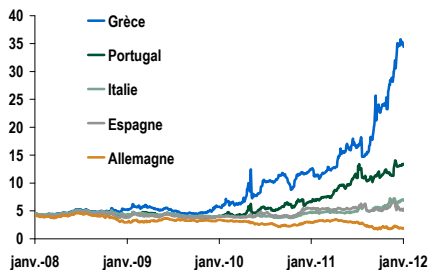


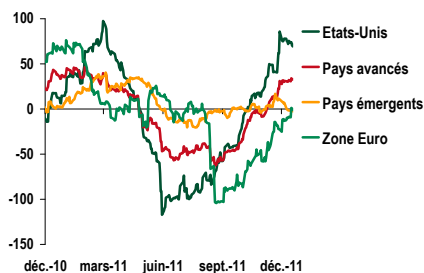
Europe : en dépit de toutes les décisions, le risque de défaut d'un pays de la zone Euro reste toujours d'actualité

Evolution du rendement du taux à 10 ans (en %)



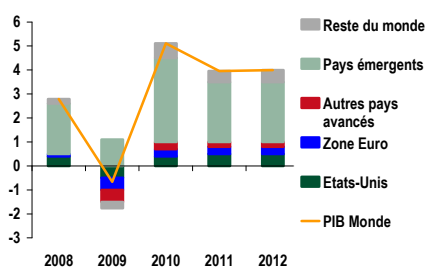
Etats-Unis : la bonne orientation des enquêtes de conjoncture a sérieusement réduit les risques d'une récession en 2012

Evolution des indicateurs de surprises économiques (en points)



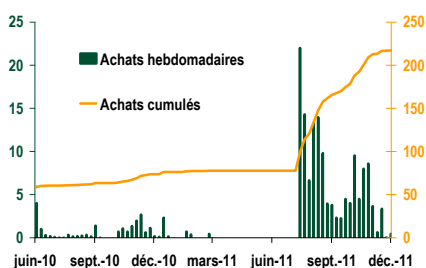
Monde : les Etats-Unis et les pays émergents porteront la croissance en 2012

Contribution à la progression du PIB mondial (en %)



Politique monétaire : les banques centrales auront un rôle crucial pour éviter une contraction durable de l'activité en 2012

Achats de dettes publiques par la Banque centrale européenne (en milliards d'euros)



Focus – Bilan 2011

- En 2011, la crise de la dette souveraine de certains pays de la zone Euro et les difficultés des dirigeants de l'Union européenne à trouver une solution durable ont relégué au second plan dans l'esprit des investisseurs les autres sources d'inquiétude (flambée du pétrole suite aux troubles sociaux dans le Monde arabe, catastrophe naturelle au Japon, dégradation de la note souveraine des Etats-Unis, etc.). Même si quelques coups importants sont à noter, l'essentiel est que, désormais, les dirigeants européens ont décidé de modifier les règles de fonctionnement de l'Union européenne afin d'assurer la viabilité de la zone Euro. Dans ces conditions, de nombreuses incertitudes restées sans réponse en 2011 devraient perdurer en 2012, ce qui rend l'exercice de la prévision extrêmement délicat.
- Si, sur le plan financier, de nombreuses incertitudes demeurent, sur le plan économique, le mal semble déjà fait. En effet, les principaux indicateurs économiques montrent que la zone Euro, fortement affectée par des restrictions budgétaires synchronisées, ne pourra pas échapper à une récession devenue désormais inéluctable. Pesant pour près de 15% de la croissance mondiale (en parité de pouvoir d'achat), la crise des dettes souveraines en Europe devrait avoir des répercussions plus ou moins fortes dans les autres pays de la planète. Notre prévision pour l'économie mondiale en 2012 ressort ainsi à 2,9%. Nous tablons donc sur une révision à la baisse des prévisions de croissance du Fonds monétaire international (4% pour 2012 et 2013).
- Les mauvaises nouvelles en provenance d'Europe ont été contrebalancées par un flux de vents favorables venant des Etats-Unis. Cependant, malgré leur retournement, les indicateurs avancés américains ne permettent pas de tabler sur une croissance soutenue de l'activité à venir. En dépit d'un léger rebond, le secteur de l'immobilier reste très en deçà de ses performances d'avant crise (2007). Le moral des ménages s'est redressé après son plongeon de l'été, soutenu principalement par la bonne orientation du marché de l'emploi. Toutefois, le rythme de création d'emplois reste encore trop insuffisant pour doper les dépenses de consommation des ménages. Au niveau des entreprises, en dépit d'un taux de profit record (près de 15% par rapport au PIB), les perspectives d'investissement devraient rester modestes, surtout dans le climat d'incertitude actuel.
- Les pays émergents devraient eux aussi subir un ralentissement de leur activité économique, même si l'ampleur de cette dernière reste difficilement mesurable. C'est du côté de la Chine que les inquiétudes sont les plus grandes. Même si, à l'heure actuelle, la croissance de 9,1% affichée au troisième trimestre est plus qu'honorable, force est de constater que les différentes mesures prises par les autorités chinoises en 2011 pour contrer les tensions inflationnistes vont avoir un impact considérable sur l'activité et pourraient même amener l'activité en deçà de l'objectif de croissance officiel de 8% pour 2012. Dans un tel contexte, appuyé par l'arrivée aux affaires d'une nouvelle classe dirigeante, la Chine devrait mettre en place des mesures de relance fiscales afin de stimuler la demande intérieure, notamment si l'inflation ralentit comme l'attestent les données les plus récentes.
- Au niveau des marchés financiers, 2011 restera pour les investisseurs comme une année de sinistre mémoire. Avec une baisse de près de 17%, le CAC 40 a connu une des pires performances boursières de son histoire. La Bourse de Paris n'est pas isolée. En effet, la crise de la dette a poussé les investisseurs à fuir les actifs risqués dans toute la zone Euro si bien que l'ensemble des indices boursiers de la zone ont clôturé l'année dans le rouge. Le plus fort dégagement a été enregistré en Italie (-25,4%) qui a subi un double choc politique et financier. A l'autre extrémité, les indices anglais (-5,55%) ont profité de la non-appartenance du Royaume-Uni à la zone Euro.
- L'évolution des marchés obligataires a été fortement dépendante des tensions financières en Europe. Or, même si de nombreuses décisions prises vont dans la bonne direction, ces inquiétudes devraient rester sans réponse une grande partie de l'année 2012, voire au-delà. Dans ces conditions, les banquiers centraux auront un grand rôle à jouer. Ainsi, les récentes baisses de taux de la Banque centrale européenne (BCE) devraient être suivies par d'autres mesures d'aide. Même si elle s'est montrée réfractaire à l'idée de financer directement les Etats, elle pourrait évoluer dans son discours en 2012 et imiter ses consœurs américaine, japonaise et anglaise qui devraient lancer de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif.

Etats-Unis

Même si le rythme de progression de l'activité au troisième trimestre 2011 a été révisé en baisse (de 2% à 1,8% en rythme annualisé), le pays est parvenu à éviter la récession qu'un grand nombre d'économistes pronostiquait.

La bonne orientation des enquêtes de conjoncture laisse penser que la croissance pourrait rester au-dessus de 2% au quatrième trimestre et que cet élan devrait se poursuivre en 2012, aidé principalement par la reconstitution des stocks, une composante très volatile.

Toutefois, les indicateurs avancés américains ne permettent pas à l'heure actuelle de tabler sur une progression soutenue de l'activité en 2012. Plusieurs facteurs viennent en effet grever les perspectives de croissance de l'activité.

En premier lieu, l'inaction politique est une des plus sérieuses menaces. En effet, en dépit de l'effet dévastateur des bisbilles au Congrès cet été (perte du AAA, plongeon du moral des ménages, etc.), les Républicains et les Démocrates ne sont pas parvenus à se mettre d'accord. Des coupes automatiques équivalentes à 1 200 milliards de dollars dans les dépenses militaires et civiles sont désormais à craindre sur les dix prochaines années. A plus court terme, cette impasse politique a des conséquences très néfastes comme l'édulcoration de l'*American Job Act* proposé par le président Obama et l'incertitude sur le prolongement des aides (baisse des charges sur les salaires et allongement de la durée d'indemnisation du chômage).

Ces mesures ont contribué à la bonne tenue de la consommation en 2011. Même si l'arrêt de ces mesures devrait avoir un impact limité sur le revenu personnel disponible, c'est au niveau de la confiance que les effets sont les plus à redouter. Les ménages pourraient ainsi réduire leurs dépenses de consommation, donnant des signaux néfastes aux investisseurs qui pourraient ouvrir la voie à une nouvelle dégradation de la notation souveraine du pays.

Consciente du risque que cette impasse fait peser sur l'économie, la Réserve fédérale (Fed) a annoncé qu'elle maintiendrait ses taux au niveau actuel jusqu'à la mi-2013. Elle devrait également annoncer bientôt un nouveau programme d'assouplissement quantitatif plus axé sur l'achat de titres hypothécaires. En effet, il ne faut pas oublier que le secteur immobilier demeure fragile. En dépit d'une légère amélioration observée en fin d'année, son rétablissement requiert beaucoup de patience, d'autant que les stocks de

logements vides restent importants, sans même tenir compte de toutes les maisons « fantômes » saisies par les banques.

C'est au niveau des crédits bancaires que nos inquiétudes sont les plus fortes. En effet, échaudées par les pertes enregistrées sur les dettes européennes, les banques américaines pourraient décider de réduire la voilure. Dans ces conditions, les PME, asphyxiées par le manque de financement, pourraient réduire leurs projets d'investissement, avec des conséquences fâcheuses sur le taux de chômage.

Tous ces facteurs militent pour une croissance molle en 2012. Nous la chiffrons à 1,5%.

Europe

En dépit de nombreux points positifs, plusieurs indicateurs avancés montrent que la récession frappe déjà la zone Euro. Les multiples mesures d'austérité annoncées pour réduire les déficits publics ont eu des conséquences sur la sphère réelle. Les investisseurs semblent douter des effets récessionnistes de ces politiques, ce qui risque de plonger la zone dans un cercle vicieux. Au niveau des ménages et des chefs d'entreprise, le moral s'est fortement effrité. Le risque est aujourd'hui de voir une défiance de ces derniers vis-à-vis des politiques.

En effet, l'incapacité des dirigeants de la zone Euro à trouver des solutions à la crise de la dette pourrait conduire à une contagion beaucoup plus grande, ce qui augmenterait le coût des emprunts, rendant ainsi la dette insoutenable pour plusieurs Etats. C'est ainsi qu'après l'Italie et l'Espagne, où l'activité devrait fortement se contracter, d'autres pays de la zone Euro pourraient se retrouver confrontés à des difficultés plus importantes.

Japon

Au Japon, 2011 a été marquée par le séisme de magnitude 9.0 qui a frappé la région de Tohoku et provoqué le plus grave accident nucléaire depuis Tchernobyl (1996). Cette catastrophe a plongé l'Archipel dans la récession. Le réseau d'approvisionnement en pièces détachées a été rétabli plus vite que prévu et la pénurie d'électricité tant redoutée en été n'a pas eu lieu, ce qui a permis à l'économie de bien rebondir au 3ème trimestre. L'activité a décéléré en fin d'année 2011, dans un contexte de ralentissement économique en Asie, notamment en Chine (principal partenaire du Japon), de vigueur du yen, de crise de la dette souveraine en Europe et d'inondations gigantesques en Thaïlande

qui ont perturbé la production d'automobiles et de semi-conducteurs.

La mise en œuvre du plan de reconstruction et « un effet de base favorable » sur les exportations devraient permettre au Japon d'afficher une des meilleures croissances du G7 en 2012. Mais les perspectives de hausse de la TVA pourraient entamer la confiance des ménages. Le Japon ne pourra pas reporter indéfiniment la consolidation budgétaire inéluctable devant l'importante dette publique du pays (233% du PIB en 2011 selon le FMI), d'autant que le vieillissement de la population pourrait faire baisser le taux d'épargne à terme et peser sur les taux longs. De plus, l'appréciation du yen handicape les exportateurs et la déflation persiste. La Banque du Japon devra encore maintenir l'assouplissement monétaire quantitatif.

Pays émergents

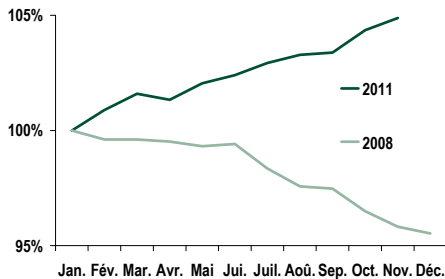
En 2011, les pays émergents ont perdu de leur attrait (plongeon des bourses et décrochage des devises à partir de l'été). En Chine, les mesures de lutte contre la spéculation immobilière et contre l'inflation ainsi que la décélération des exportations font craindre un atterrissage économique brutal. La Chine, qui enregistrera sa plus faible croissance depuis 2001 au 1er trimestre 2012, entre dans une phase de transition vers une économie plus domestique et plus mature. La période de taux de croissance à deux chiffres semble révolue et les coûts salariaux augmentent. L'exposition au secteur immobilier et à la dette des collectivités locales fragilise le système bancaire. Les autorités doivent rééquilibrer l'économie en faveur de la demande interne, améliorer l'accès aux crédits des PME, gérer le repli immobilier et le financement des gouvernements locaux etc. La Chine dispose de marges de manœuvre monétaire et budgétaire. Mais Pékin sait qu'elle doit agir avec finesse, pour ne pas réitérer l'erreur de 2008 où l'adoption d'un énorme plan de relance budgétaire avait favorisé une montée des créances douteuses des banques, une bulle immobilière et des investissements improductifs.

En Russie où l'économie a mieux résisté, soutenue par un niveau élevé des cours du brut, l'actualité est davantage dominée par la politique (suspicion de fraudes aux législatives du 4 décembre).

Au Brésil, le reflux des prix des matières premières agricoles et minières a ralenti la croissance économique, conduisant la Banque centrale à abaisser son taux directeur de 150 points de base depuis fin août 2011.

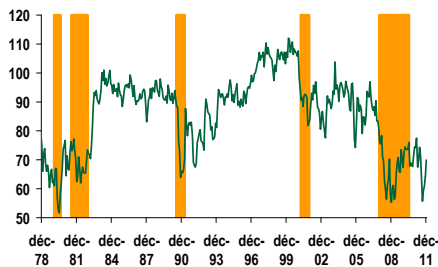
Etats-Unis : le contexte actuel est très différent de 2008

Comparaison de l'indicateur avancé du *Conference Board* entre 2008 et 2011 (en base 100, janvier)



Etats-Unis : le risque d'une récession en 2012 s'est considérablement réduit

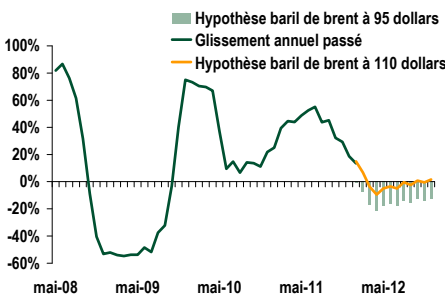
Evolution du moral des ménages américains en fonction du cycle économique (en points)



* Les parties orangées correspondent à des phases de récession.

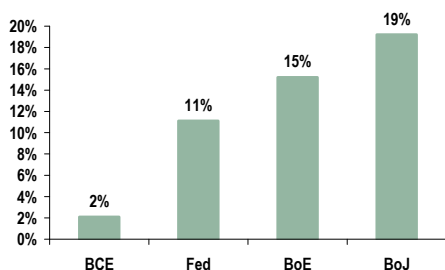
Inflation : les effets de base favorables du pétrole vont aider à l'assagissement des prix

Evolution du pétrole en fonction de différents scénarii (en %)



Europe : la baisse de la note d'un grand pays fera-t-elle évoluer le rôle de la BCE ?

Détention par la Banque centrale de dette publique, (en % du total de la dette publique)

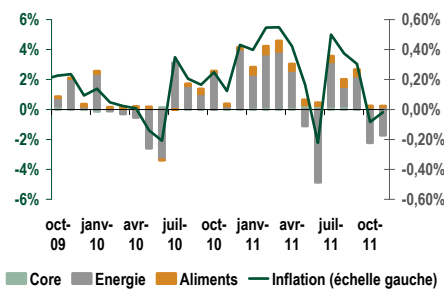


Perspectives

- Le scénario d'une propagation de la crise à d'autres Etats européens plus importants ne peut pas être écarté. Même si de nombreux actes allant dans le bon sens ont été réalisés, comme la formation de gouvernements de coalition (Grèce et Italie), la récession frappe déjà la zone Euro, ce qui pèsera fortement sur les rentrées fiscales. Dans ces conditions, le défaut d'un ou de plusieurs pays pourrait entraîner l'Europe dans le précipice.
- En effet, les difficultés financières rencontrées sur les marchés et la récession augmentent chaque jour un peu plus les risques d'une faillite bancaire majeure ou d'un défaut souverain.
 - Le tarissement des sources de liquidités et/ou la matérialisation des pertes enregistrées sur les dettes souveraines pourraient occasionner une faillite bancaire. Toutefois, les mesures mises en place par la BCE (liquidité à 3 ans à 1%, baisse de la qualité des collatéraux exigés, etc.) ont apporté une réelle bouffée d'oxygène au secteur financier.
 - C'est du point de vue des dettes souveraines que le risque d'un défaut est le plus significatif. Certes, au niveau de la Grèce, au prix de lourds sacrifices, le risque d'un défaut imminent s'est amoindri. Mais il n'est pas sûr que ces conditions soient renouvelées pour l'Italie et l'Espagne compte tenu de la taille de leur besoins de financement, d'où des primes de risque plus importantes exigées par les investisseurs pour prêter à ces pays. Si une perte en valeur venait à être constatée sur les titres de ces Etats, il y aurait un grand risque de crise bancaire. Les Etats devraient dans ces conditions recapitaliser voire nationaliser les banques, ce qui augmenterait leur dette. Or, se refinançant eux mêmes à un coût élevé, ces Etats éveilleront les soupçons des investisseurs, ce qui pourrait provoquer des dégradations de la part des agences de notation et une nouvelle panique sur les marchés financiers.
- Afin de conjurer un tel scénario, des mesures s'imposent. Dans un premier temps, les partenaires de l'Italie et de l'Espagne devraient financièrement les assister en cas d'assèchement des liquidités sur les marchés financiers. Puis, ces partenaires devront veiller à ce que ces pays mettent en place des mesures susceptibles de redresser la barre. Cependant, comment des partenaires, pour la plupart très endettés, pourraient-ils mobiliser, dans un délai très court, des ressources susceptibles de soulager deux pays importants comme l'Italie et l'Espagne ? Par ailleurs, comment ces partenaires peuvent-ils exiger des efforts de l'Italie et de l'Espagne alors que la règle de l'unanimité fait qu'une décision n'est prise dans la zone Euro que si tous les pays, Italie et Espagne inclus, sont d'accord ?
- La croissance mondiale a jusqu'ici toujours été portée par les pays émergents. Or, les principales locomotives de ces pays, les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) montrent des signaux de ralentissement. Ces signaux sont multiples : d'une part le ralentissement de l'Europe risque de peser, compte tenu de l'importance de cette zone pour les exportations des pays émergents, notamment chinoises. Le second frein provient des resserrements monétaires opérés par les autorités de ces pays afin d'éviter une surchauffe inflationniste. Dans la mesure où l'inflation doit ralentir, aidée par les effets de base favorables sur l'énergie, les gouvernements des pays émergents pourraient se lancer dans des politiques budgétaire et monétaire expansives. De plus, l'arrivée aux affaires d'une nouvelle classe de dirigeants en Chine va aider ce scénario.
- L'économie mondiale sera portée par les Etats-Unis, ce qui permettra à la planète d'afficher une croissance de l'ordre de 3% en 2012. Cependant, cet apport des Etats-Unis ne serait que temporaire dans la mesure où le pays devra lui-aussi résoudre ses problèmes structurels de longue date. Compte tenu du climat électoral, ces problèmes ont été repoussés. Il faut donc attendre 2013 pour voir les Etats-Unis commencer à s'attaquer à leur déficit public.
- Nous nous attendons à un assagissement des prix du pétrole. Même en retenant l'hypothèse d'un baril de pétrole à 110 dollars, le pétrole devrait commencer à contribuer négativement à la croissance des prix dès le mois de mars 2012. Cependant, des facteurs exogènes, tels que l'escalade des tensions en Iran autour du Détroit d'Ormuz, pourraient entraîner une nouvelle flambée des prix du pétrole, ce qui constituerait une ponction directe sur le pouvoir d'achats des consommateurs dans les pays importateurs.

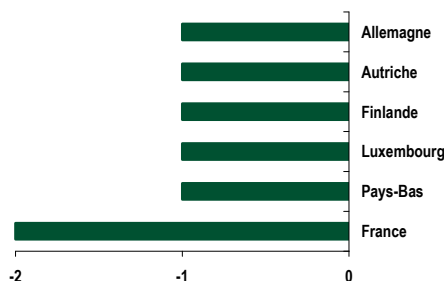
Inflation : plusieurs facteurs vont pousser les prix vers le bas en 2012

Evolution mensuelle de l'inflation américaine et des principaux contributeurs (en %)



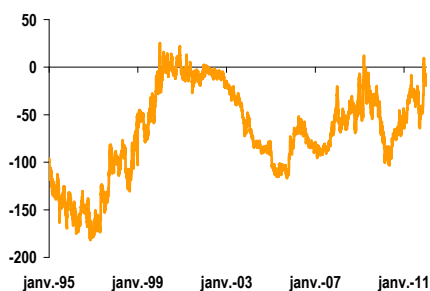
Notation des Etats : la perte du AAA est plus que jamais d'actualité

Menace de dégradation de la note (en crans)



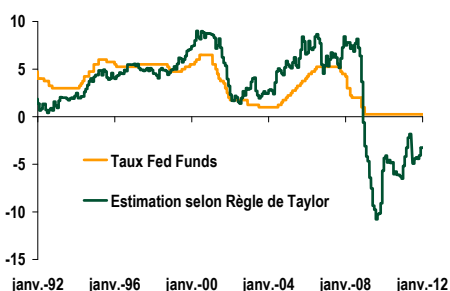
Europe : le Royaume-Uni paraît plus rassurant que l'Allemagne pour les investisseurs

Evolution de l'écart de rendement de taux à 10 ans entre l'Allemagne et le Royaume-Uni (en %)



Etats-Unis : la politique monétaire paraît accommodante

Evolution du taux directeur de la Fed et de son estimation selon la Règle de Taylor* (en %)



* Ecart entre la croissance, l'inflation et le chômage actuel par rapport à leur potentiel

Taux

■ Début 2011, les taux des emprunts d'Etat américains restaient orientés à la hausse (avec un plus haut à 3,76% le 9 février) dans un climat économique rassurant, même si les événements tragiques survenus au Japon le 11 mars ramenaient momentanément le taux à 10 ans sur des niveaux proches de 3,15%. Par la suite, la remontée de l'aversion aux risques liée aux événements politiques du « printemps Arabe » et les doutes sur la solvabilité de la Grèce exerçaient une pression à la baisse sur les taux américains, d'autant que le contexte économique s'assombrissait quelque peu. Durant l'été, l'intensification du débat budgétaire, le ralentissement économique lié notamment à la hausse du prix du pétrole et l'exacerbation de la crise grecque provoquaient une nouvelle chute des taux à long terme sur des niveaux inférieurs à ceux de fin 2008, malgré le retrait par S&P de la note AAA des Etats-Unis. Au plus bas, ils atteignaient 1,67% fin septembre 2011. Au cours du dernier trimestre, les statistiques économiques redevenant encourageantes et l'aversion aux risques diminuant légèrement en décembre, les taux à long terme remontaient à 1,88% le 30 décembre, soit une baisse de 141 points de base sur l'année. La déformation de la courbe des taux reflète pour l'essentiel l'évolution des taux à long terme : après s'être fortement aplatie jusqu'à la fin du mois de septembre, elle s'est très légèrement pentifiée. Au total, l'écart 2-10 ans s'élève à 164 points de base, contre 270 fin 2010.

■ En Europe, l'année 2011 restera dominée par la crise des dettes souveraines. Jusqu'à mi-avril, les taux des emprunts d'Etat allemands étaient orientés à la hausse alors que le prix du pétrole dépassait la barre des 100 dollars le baril (Brent), amenant la BCE à annoncer, puis réaliser, une hausse des taux directeurs (+25 points de base le 7 avril). Le 11 avril, le taux à 10 ans allemand atteignait son plus haut de l'année, à 3,51%. Ensuite, la remontée de l'aversion aux risques liée aux doutes sur la solvabilité de la Grèce, la succession des « sommets européens de la dernière chance », les craintes sur le maintien des notations AAA - notamment de la France - sur la solidité des secteurs bancaires et la propagation de la crise à plusieurs pays européens ont fait chuter les taux d'intérêt allemands (considérés comme valeur refuge) malgré une seconde hausse des taux directeurs. Au plus bas, le taux à 10 ans a atteint 1,64% le 23 septembre 2011. En fin d'année, alors que les statistiques économiques étaient de plus en plus inquiétantes, la BCE rebaisait ses taux à deux reprises. Mais les taux à long terme allemands s'orientaient de nouveau légèrement à la hausse dans un environnement un peu moins adverse aux risques (les chefs d'Etat s'engageaient notamment à figer dans un Traité leurs engagements de consolidation des finances publiques). Ainsi le taux à 10 ans allemand sera passé de 2,96% à 1,83% fin 2011, soit une baisse de 113 points de base. Le spread 2-10 ans allemand a diminué jusqu'à fin septembre avant d'augmenter en fin d'année pour s'établir à 169 points de base le 30 décembre 2011, contre 210 fin 2010. Les écarts de taux entre les différents Etats de la zone ont donc été très volatils et se sont globalement élargis. Les taux à 10 ans allemands ont sous-performé leurs homologues américains de 28 points de base sur l'année.

■ Durant l'année 2011, la Banque d'Angleterre, malgré une inflation toujours forte, a maintenu ses taux directeurs sur des niveaux très bas (0,50%) et a réactivé sa politique non-conventionnelle en fin d'année, les statistiques de croissance étant toujours très décevantes. Les taux à long terme ont fortement baissé (142 points de base à 1,98%) entraînant un aplatissement important de la courbe (le spread 2-10 ans se réduit de 65 points de base). L'écart avec l'Allemagne sur les taux à 10 ans s'est réduit à 15 points de base contre 44 fin 2010.

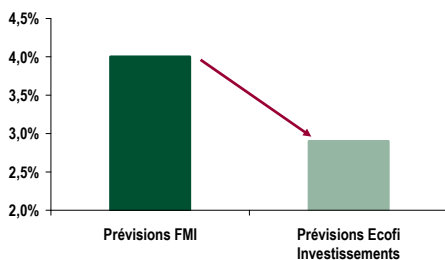
Perspectives

■ La Fed devrait maintenir ses taux directeurs à horizon juin 2012. Des signes d'amélioration de la conjoncture économique et un environnement légèrement moins adverse aux risques devraient faire remonter les taux des emprunts d'Etat à 10 ans américains sur des niveaux proches de 2,60%.

■ En Europe, la BCE pourrait de nouveau baisser ses taux dans un contexte économique très atone. Le marché obligataire allemand devrait donc surperformer son homologue américain compte tenu du décalage économique entre les deux zones. Les taux à 10 ans allemands ne pourraient donc remonter que très légèrement sur des niveaux de 2,20%.

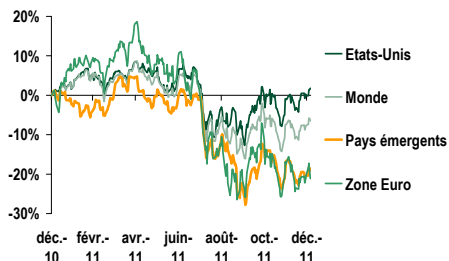
Monde : la révision des perspectives de croissance a pesé sur les marchés d'actions

Prévisions de croissance mondiale pour 2012 (en %)



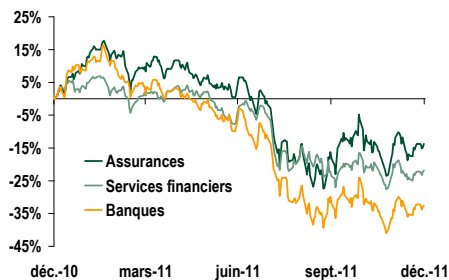
Marchés actions : L'année s'est caractérisée par une surperformance des marchés américains

Performance des indices MSCI en 2011 (en %)



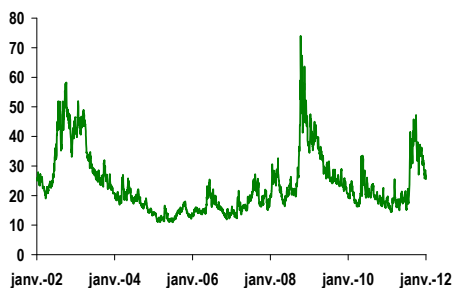
Marchés actions : les valeurs financières, directement impactées par la crise, ont été les plus malmenées

Evolution des valeurs bancaires, financières et d'assurances en 2011 (en %)



Marchés actions : malgré une détente en fin d'année, la volatilité est restée très élevée

Evolution de l'indice VIX mesurant la volatilité sur le S&P 500 (en %)



Actions

■ En 2011, les marchés ont accumulé les chocs : la catastrophe de Fukushima, l'extension des révoltes dans le monde Arabe, la flambée des prix du pétrole à 125 dollars le baril et surtout, à partir de l'été, l'accélération de la crise de la dette souveraine en Europe avec un risque d'éclatement de la zone Euro. Les attermoissements des politiques sur le sauvetage de la zone et sur l'élargissement des moyens pour y parvenir ont provoqué une contagion de la crise à l'Italie et à l'Espagne dont les taux se sont envolés en dépit des achats de la BCE et des opérations de refinancement à 12 et 36 mois. Aux Etats-Unis, le bras de fer entre Démocrates et Républicains autour du relèvement du plafond de la dette a abouti à la perte du triple AAA américain chez S&P, entraînant des rachats importants sur les « mutual funds » américains investis en actions.

■ La crise de confiance généralisée et l'accumulation des plans de rigueur en Europe ont eu pour effet une révision à la baisse des perspectives de croissance mondiale et une baisse des prix des matières premières dont l'indice s'est replié de 21,2% sur l'année, l'or faisant exception avec un nouveau record à 1920 dollars en septembre. L'économie américaine a surpris positivement depuis le mois de septembre et témoigne d'une bonne résistance à la crise, alors que les pays européens sont entrés en récession et que la décélération est forte dans les émergents, notamment en Chine et au Brésil. Les résultats des sociétés américaines ont continué à battre le consensus.

■ L'année s'est caractérisée par une surperformance des marchés américains et des larges capitalisations. Le MSCI World en dollars a reculé de 7,6%. Les marchés américains ont surperformé, le Dow Jones (+5,5%) réalisant la meilleure performance, le S&P étant resté étal et le Nasdaq en baisse de 1,8%. En Europe, la discrimination a été importante : le Stoxx a reculé de 11,3% alors que l'Euro Stoxx a perdu 17,7%. Au sein de l'Euroland, l'écart de performance entre les pays a été relativement faible, à l'exception de l'Italie qui a accentué la chute. L'Asie a sous-performé (Japon -18,9%, Hong Kong -20%). La théorie du découplage entre les émergents et le reste du monde a fait long feu, ces marchés ayant sous-performé, le MSCI pays émergents reculant de 20,4%.

■ Sectoriellement, au sein du MSCI World, les valeurs financières (-15,2%), directement impactées par la crise, ont été les plus malmenées avec les valeurs cycliques en raison du coup de frein à la croissance (produits de base -16,7%). Les secteurs défensifs ont le mieux tiré leur épingle du jeu (consommation non cyclique +12,8% ; santé +13,7% ; énergie +4,1% ; télécoms +5% ; services publics +0,9%).

Perspectives

■ La crise de la dette souveraine devrait continuer à être le principal catalyseur du marché au premier trimestre 2012 avec le risque de défaut grec et les incertitudes sur la capacité de refinancement de l'Italie et de l'Espagne. En revanche, des progrès notables devraient être faits dans la gouvernance de la zone Euro avec le vote du Traité sur la convergence budgétaire qui constitue un premier pas vers une réponse structurelle à la crise.

■ La valorisation des marchés actions est extrêmement attractive en dépit d'un momentum bénéficiaire toujours négatif. Le niveau des indices intègre les dégradations à venir de bénéfiques dans un contexte de récession modérée. Le spectre de la récession économique est écarté aux Etats-Unis, les indicateurs économiques ont surpris à la hausse et un point bas dans l'immobilier semble avoir été atteint. Dans les pays émergents, le resserrement monétaire touche à sa fin avec l'atténuation des pressions inflationnistes. En Europe, cependant, les ressernements budgétaires vont peser lourdement sur la croissance en 2012.

■ Les bilans sont beaucoup plus solides qu'en 2008, d'où une moindre sensibilité en cas de réduction de l'offre de crédit. Le niveau des stocks est bas.

■ Dans un contexte de faible croissance, les actions à cash-flow récurrent qui assurent la distribution régulière de dividendes élevés sont particulièrement attractives. Le taux d'investissement en actions des investisseurs est très faible. Toute solution durable à la crise de la dette en Europe devrait les conduire à renforcer leurs positions sur les actions à dividendes élevés pour obtenir une meilleure rentabilité.

Obligataire

Gestion taux macro

- En 2011, **Ecofi Monedym** a affiché un rendement de -0,07%. Les arbitrages long terme ont contribué positivement à la performance tandis que les arbitrages de taux à court terme, dans une moindre mesure, et surtout la partie du portefeuille investie en titres bancaires garantis par différents Etats ont pesé sur la performance. Les phénomènes extra-financiers (tsunami au Japon, « printemps Arabe ») ainsi que l'exacerbation de la crise des dettes souveraines au sein de la zone Euro ont perturbé la gestion dans sa lecture des fondamentaux économiques.
- Avec une hausse de 3,31%, **Ecofi Obligations Internationales** a, en 2011, de nouveau largement surperformé de 2,44% son indice de comparaison l'Euromts 3-5 ans qui affiche +0,87%. Son positionnement de fond de portefeuille défensif sur les pays « cœur » de l'Europe, lui a permis d'éviter les fortes dérives des obligations périphériques sur la période. Les arbitrages de taux à long terme ont contribué très positivement à la performance, compensant les légères pertes sur arbitrage de court terme. Les positions de change ont été fortement profitables.

Crédit et convertibles

Le marché des obligations privées

- L'indice iBoxx Euro Corporates a progressé de 2,61% en décembre 2011 (financier 3,43% et non financier 1,91%). Ce rebond, qui fait suite à un mois de novembre épouvantable, est lié à la baisse du taux directeur de la BCE le 8 décembre (baisse de 25 points de base – taux désormais fixé à 1%), l'annonce d'opérations de refinancement des banques à 36 mois et l'élargissement des actifs que les banques pourront présenter en guise de collatéral.
- Le 21 décembre, la Banque centrale européenne a alloué 489 milliards d'euros aux banques : ce montant spectaculaire et sans précédent allège matériellement la pression qui pesait sur le secteur bancaire européen. La BCE n'en restera probablement pas là. L'année 2012 s'annonce délicate : les marchés continueront à scruter les évolutions des réponses institutionnelles aux difficultés des pays membres de la zone dans un contexte marqué par un ralentissement de la croissance mondiale et la montée des tensions géopolitiques.
- Le marché demeure très volatil et peu liquide. Sur le plan des fondamentaux, les perspectives de croissance demeurent médiocres.
- **Ecofi Annuel** a enregistré une hausse de 0,86% en décembre, finissant à 1,63% en 2011. Du 24/11/11 au 30/12/11, **Ecofi Euro Crédit** a enregistré une progression de 1,83%, permettant au FCP de clôturer l'année en hausse (+1,27%). **Ecofi Taux Fixe 2013** a progressé de 1,45% en décembre, soit +1,98% en 2011. Du 24/11/11 au 30/12/11, **Ecofi Taux Fixe 2016** s'est apprécié de 1,58%. Depuis sa création (10/03/11), le FCP s'est apprécié de 4,42%.

Le marché des obligations convertibles en zone Euro

- Après un mois de novembre dévastateur, décembre a connu un timide rebond (+0,7%), ramenant la performance annuelle à -9,78% pour l'indice Exane Convertible Index Euro.
- Le ralentissement de l'activité et les craintes pour 2012, sur le futur de la zone Euro, sur les actions des agences de notation et sur la croissance économique ont pesé sur la tendance. Les secteurs de l'énergie renouvelable, les technologiques et les automobiles ont souffert également. Air France a commencé à rebondir en décembre. Nous avons participé à une opération de rachat de la participation d'EDP dans Parpublica par une compagnie chinoise qui sécurise le financement de Parpublica sans le soutien de l'Etat du Portugal.
- Les fonds d'obligations convertibles ont sous-performé cette année par rapport à leurs indices de référence, en raison de la sélection de secteurs et de valeurs.
- **Ecofi Convertibles Euro** a progressé de +0,95% en décembre, finissant 2011 à -10,94%. **Ecofi Entreprises** a progressé de 1,41% en décembre, limitant le recul à 3,35% en 2011.

Actions rendement

Ecofi Actions Rendement a baissé de 4,08% sur l'année. Au cours de l'exercice, le FCP a profité d'une allocation sectorielle centrée sur de larges capitalisations à rendement élevé, bénéficiant de bilans solides et offrant une bonne visibilité. Le fonds a profité de la repondération de l'Amérique du Nord, les Etats-Unis et le Canada représentant désormais 56,3% du portefeuille. Dans cette zone, nous avons essentiellement investi sur des secteurs défensifs : valeurs pétrolières à haut rendement et à forte croissance de la production, sociétés de transport de gaz et d'hydrocarbures et télécoms qui allient croissance et rendement. Cette réallocation s'est faite aux dépens de l'Euroland. Nous avons gardé une forte surpondération en Suisse à travers des pharmaceutiques, Roche et Novartis, et Nestlé. Sectoriellement, nous avons renforcé le caractère défensif du portefeuille en réduisant les financières et les valeurs les plus sensibles au ralentissement économique dans l'industrie. Nous avons continué à réduire les valeurs de services publics soumises aux changements réglementaires et à la pression fiscale. Nous avons pris des profits sur les valeurs de consommation aux Etats-Unis. En contrepartie, nous avons augmenté les pétrolières et les télécoms exposées à la croissance des émergents et de la Russie.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Actions rendement

■ **Ecofi Actions Rendement Euro** a baissé de 14,07% en 2011. Le FCP a privilégié les titres à bilans solides et forte visibilité en mesure de maintenir ou d'augmenter leur dividende. La sous-pondération en valeurs financières a été accrue. Nous avons continué à réduire les secteurs soumis à de fortes pressions concurrentielles qui ne devraient plus être en mesure d'accroître leurs dividendes comme les télécoms ou la distribution. Parallèlement, nous avons augmenté le poids des valeurs pétrolières, favorisées par le maintien à un niveau élevé des prix du pétrole, dont la croissance des cash-flows garantit la progression des dividendes. Nous avons également renforcé les valeurs positionnées sur des secteurs ou des zones en croissance qui prévoient une croissance régulière de leur distribution (Edenred, Eutelsat).

Actions décotées

■ Sur l'année 2011, **Ecofi Actions Décotées** a perdu 10,7%. Après un 1^{er} semestre honorable (+1,12% à fin juin), le mouvement de liquidation sur les petites et moyennes capitalisations (EuroStoxx Mid -24%) durant l'été a fortement pénalisé le fonds (-22,2% sur les trois mois d'été). Une fois les craintes de récession dissipées aux Etats-Unis, Ecofi Actions Décotées a enregistré un bon 4^{ème} trimestre (+13,5%). Le poids de la technologie et de la santé a diminué au profit de l'industrie et de la consommation cyclique, principalement au 4^{ème} trimestre. Nous avons profité de valorisations très attractives dans l'industrie et sur les équipementiers automobiles.

Actions croissance

■ **Ecofi Actions Croissance** a baissé de 4,45% sur l'année. Durant le premier semestre 2011, nous avons resensibilisé le fonds en valeurs de croissance. Sur l'année nous sommes restés sous-pondérés en valeurs financières. Si nous avons remonté notre exposition sur les marchés de la zone Euro, du fait de leur valorisation attrayante, nous sommes cependant restés exposés aux actions nord-américaines. Les contributions relatives des secteurs de l'énergie, des produits de base et de la consommation non durable ont été positives. En revanche, la consommation durable, la technologie et la santé ont eu une contribution relative négative.

■ En 2011, la performance d'**Ecofi Actions Croissance Euro** a été de -26,49% contre -17,7% pour le DJ Euro Stoxx. La gestion du 1^{er} semestre a augmenté le poids des valeurs de croissance cyclique du portefeuille par l'achat de Vallourec ou de CGG Veritas, encouragé par les bons résultats des entreprises. Nous avons de plus conservé une pondération en valeurs financières, principalement les banques françaises, souhaitant éviter les acteurs les plus concernés par les problèmes de dettes souveraines de l'Europe du sud (Grèce et Espagne principalement). Ces choix ont entraîné la forte sous-performance de l'été après le changement de perception du contexte économique et la crise de la dette souveraine de la zone Euro. Les secteurs défensifs des télécommunications et de la consommation non cyclique ont relativement bien résisté, mais ces secteurs étaient sous-pondérés en raison de leurs faibles niveaux de croissance des résultats, -2% en 2011 pour les télécommunications et +5% pour la consommation non cyclique.

Gestion éthique et solidaire

■ **Epargne Ethique Actions** (-25,25%) a connu une performance inférieure à celle de l'ASPI Eurozone (-17,56%) en 2011. La Sicav a souffert de son exposition au secteur de la finance, principalement les banques françaises (BNP Paribas et Société Générale) qui ont été fortement attaquées en raison des craintes de perte du rating de la France (AAA) et de leur sensibilité à leur division de banques d'investissement. Les secteurs défensifs des télécommunications et de la pharmacie ont relativement bien résisté, mais ils étaient sous-pondérés. La sous-pondération en valeurs pétrolières a également pesé. La forte sensibilité du fonds aux secteurs cycliques de la technologie (Cap Gemini), de l'industrie (Vallourec et Philips) ou de la consommation cyclique (Automobile et tourisme) explique globalement cette sous-performance.

■ En 2011, **Choix Solidaire** s'est déprécié de 6,66% contre -3,64% pour son indice de référence. Face à l'incapacité des puissances publiques à endiguer l'inquiétude sur les dettes souveraines de la zone Euro, les investisseurs ont opté pour une stratégie de « fuite vers la qualité » qui a vu s'effondrer les rendements des obligations d'Etat (Allemagne et Etats-Unis), tout comme les cours des indices boursiers, principalement de la zone Euro. La partie actions a contribué négativement à la performance. Du côté obligataire, la Sicav a continué d'investir dans des obligations corporates de maturité assez courte, 2012 à 2014. Nous avons également allégé des sicav monétaires. L'exposition globale aux obligations est proche de 42%. La part des investissements solidaires non cotés est à un niveau proche de 9%. Nous avons intégré un nouvel émetteur : Association Chantier Ecole.

■ **Ecofi Développement Durable** a baissé de 10% en 2011. En début d'année nous avons mis en place une stratégie basée sur la création de valeur. Nous sommes sortis des secteurs subventionnés tels que l'éolien et le solaire et avons fortement repondéré les secteurs des infrastructures et de la santé. Ces mouvements nous ont évité de graves déconvenues au regard des performances des indices solaires (-61%) et éoliens (-21,7%). Néanmoins, après un bon 1^{er} semestre (+2,97%), les liquidations de position sur les petites et moyennes capitalisations ont pénalisé le fonds (-17,7% sur le 3^{ème} trimestre). Au 4^{ème} trimestre, les anticipations de récession en Europe ont touché de plein fouet les industrielles allemandes et les secteurs des traitements de déchets et de l'eau, limitant la progression du fonds à +6,2%.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Annexes

Indice boursiers mondiaux

Au 31 décembre 2011

			Cours au 30/12/2011	Variation 2011		Variation 3 mois glissants		Variation Décembre		Extrêmes	
				Devises	Euro	Devises	Euro	Devises	Euro	+bas 2006/2011	+haut 2006/2011
MONDE	MSCI World	30/12/2011	1 182,60	-7,6%	-4,5%	7,1%	10,7%	-0,2%	3,5%	688,64	1 682,35
ETATS-UNIS	Dow Jones	30/12/2011	12 217,56	5,5%	9,1%	12,0%	15,7%	1,4%	5,2%	6 547,05	14 164,53
	Nasdaq	30/12/2011	2 605,15	-1,8%	1,5%	7,9%	11,5%	-0,6%	3,1%	1 268,64	2 873,54
	S&P 500	30/12/2011	1 257,60	0,0%	3,3%	11,2%	14,9%	0,9%	4,6%	676,53	1 565,15
	Russell 2000	30/12/2011	740,92	-5,5%	-2,3%	15,0%	18,9%	0,5%	4,2%	700,93	1 816,97
	DJ Stoxx	30/12/2011	244,54	-11,3%	-11,3%	8,1%	8,1%	1,9%	1,9%	157,97	400,31
EUROPE	DJ Stoxx 50	30/12/2011	2 369,52	-8,4%	-8,4%	9,7%	9,7%	3,1%	3,1%	1 614,75	3 998,93
	Nikkei 225	30/12/2011	8 455,35	-17,3%	-9,9%	-2,8%	0,6%	0,2%	4,9%	7 054,98	18 261,98
JAPON	Topix	30/12/2011	728,61	-18,9%	-9,9%	-4,3%	0,6%	0,0%	4,9%	700,93	1 816,97
	MSCI Pacifique	30/12/2011	1 900,51	-16,2%	-13,4%	-0,7%	2,6%	0,0%	3,7%	1 263,06	2 895,05
BASSIN PACIFIQUE											
EUROPE											
Euroland	DJ Eurostoxx	30/12/2011	225,78	-17,7%	-17,7%	5,1%	5,1%	-0,4%	-0,4%	169,39	442,87
	DJ Eurostoxx 50	30/12/2011	2 316,55	-16,1%	-8,4%	6,3%	9,7%	-0,6%	3,1%	1 809,98	4 557,57
Royaume-Uni	FT 100	30/12/2011	12 217,56	5,5%	-3,1%	12,0%	12,0%	1,4%	3,7%	6 547,05	14 164,53
Suisse	SMI	30/12/2011	5 936,23	-11,1%	-5,0%	7,3%	7,7%	5,0%	6,0%	4 307,67	9 531,46
Suède	OMX	30/12/2011	307,04	-17,8%	-30,1%	8,3%	1,6%	0,9%	-3,9%	176,54	427,24
Danemark	KFX	30/12/2011	389,95	-16,3%	-14,6%	11,3%	11,4%	1,2%	1,3%	213,11	517,67
EUROPE CENTRALE											
Pologne	WIG20	30/12/2011	37 595,44	-17,6%	-29,6%	-1,8%	-2,7%	-4,8%	-4,0%	21 274,28	67 568,50
République tchèque	PX 50	30/12/2011	911,10	-27,5%	-26,8%	-2,4%	-5,5%	3,7%	2,7%	628,50	1 936,10
Hongrie	BUX	30/12/2011	16 974,24	-18,2%	-29,6%	7,6%	0,3%	-3,7%	-7,1%	9 461,29	30 118,12
Russie	RTS	30/12/2011	1 381,87	-12,7%	-19,3%	3,0%	6,5%	-10,3%	-7,0%	498,20	2 487,92
AMERIQUE LATINE											
Argentine	Merval	30/12/2011	2 462,63	-25,4%	-19,3%	0,0%	6,5%	-3,9%	-7,0%	828,99	3 664,82
Mexique	MXSE IPC	30/12/2011	312,47	-11,9%	-12,2%	11,5%	13,3%	4,3%	1,5%	199,25	561,90
Brésil	Bovespa Ind	30/12/2011	56 754,08	-16,5%	-24,7%	8,5%	11,6%	-0,2%	0,0%	29 435,00	73 516,00
BASSIN PACIFIQUE											
Australie	All Ordinaries	30/12/2011	4 111,00	-10,3%	-12,3%	1,0%	10,1%	-1,8%	1,7%	3 111,70	6 853,60
Hong Kong	Hang Seng Bank	30/12/2011	18 434,39	-17,3%	-17,2%	4,8%	8,6%	2,5%	6,4%	11 015,84	31 638,22
Chine	Shanghai B	30/12/2011	215,26	-26,9%	-26,9%	-10,1%	-7,0%	-6,1%	-2,6%	62,02	389,17
Singapour	Straits Time	30/12/2011	2 646,35	-13,1%	-15,3%	-1,1%	2,7%	-2,1%	0,3%	1 456,95	3 831,19
Corée du Sud	Korea Composite	30/12/2011	1 825,74	-11,0%	-9,6%	3,2%	8,9%	-1,2%	1,7%	938,75	2 228,96
Thaïlande	Bangkok SET	30/12/2011	5 572,28	-5,6%	-2,0%	8,7%	13,9%	1,2%	5,5%	3 512,09	6 732,40
Malaisie	Kuala Lumpur	30/12/2011	1 530,73	0,8%	1,3%	10,4%	14,9%	4,0%	8,1%	829,41	1 594,74
Inde	BSE	30/12/2011	7 927,94	-25,7%	-35,4%	-8,0%	-12,3%	-4,8%	-3,0%	4 160,43	11 509,96

Source : Thomson Datastream

Annexes

DJ Stoxx par secteur

Au 31 décembre 2011

INDICES SECTORIELS (DJ Stoxx)	Cours au 30/12/2011	Variation 2011		Variation hebdomadaire	
		Secteur	Perf. relative au DJ Stoxx	Secteur	Perf. relative au DJ Stoxx
ENERGIE	337,35	-1,6%	9,7%	8,5%	-0,2%
PRODUITS DE BASE					
Chimie	513,19	-11,2%	0,1%	9,0%	0,3%
Produits de base (autres)	443,82	-28,7%	-17,4%	12,1%	3,4%
INDUSTRIE					
Construction	227,26	-21,0%	-9,6%	12,4%	3,7%
Industrie (autres)	277,28	-17,2%	-5,8%	10,0%	1,4%
CONSOMMATION CYCLIQUE					
Média	161,75	-12,5%	-1,2%	7,7%	-1,0%
Automobile	259,04	-20,1%	-8,8%	13,7%	5,0%
Distribution	249,85	-7,8%	3,6%	7,2%	-1,5%
Biens de consommation cyclique	112,89	-17,9%	-6,6%	7,1%	-1,5%
CONSOMMATION NON CYCLIQUE					
Agro-alimentaire	383,94	-0,4%	10,9%	3,7%	-4,9%
Pharmacie	434,98	4,0%	15,4%	5,7%	-2,9%
Services de consommation	422,92	-1,6%	9,8%	6,1%	-2,6%
TECHNOLOGIE					
Technologie	188,27	-9,8%	1,5%	7,8%	-0,9%
Télécommunications	252,30	-7,8%	3,5%	5,5%	-3,2%
SERVICES PUBLICS	260,78	-15,7%	-4,3%	6,5%	-2,2%
FINANCE					
Banque	132,54	-31,6%	-20,3%	13,9%	5,2%
Assurance	133,25	-11,7%	-0,3%	14,9%	6,2%
Services financiers	209,41	-19,8%	-8,4%	10,1%	1,4%

Source : Thomson Datastream

Indices boursiers de la zone Euro

Au 31 décembre 2011

INDICES PAYS		Cours au 30/12/2011	Variation 2011	Variation 3 mois glissants	Variation décembre	Extrêmes	
						+ haut 2006/2011 Devises	+ bas 2006/2011 Devises
FRANCE	CAC 40	3 159,81	-16,8%	6,0%	0,2%	6 168,15	2 519,29
ALLEMAGNE	DAX 30	5 898,35	-12,1%	7,2%	-3,1%	8 105,69	3 666,41
PAYS-BAS	AEX	312,47	-11,9%	11,5%	4,3%	561,90	199,25
BELGIQUE	BEL 20	2 083,42	-19,4%	-2,2%	14,4%	4 756,82	1 527,27
ITALIE	FTSE MIB	15 089,74	-25,2%	1,7%	-3,0%	44 364,00	12 621,00
ESPAGNE	IBEX 35	8 566,30	-13,2%	0,2%	11,5%	15 945,70	6 817,40
PORTUGAL	BVL	2 167,44	-19,9%	-5,4%	-2,5%	4 419,00	1 907,82
FINLANDE	HEX	5 355,06	-28,2%	1,6%	-3,9%	12 656,77	4 110,31
AUTRICHE	ATX	1 891,68	-36,2%	-2,9%	2,4%	4 981,87	1 411,95
IRLANDE	ISEQ	2 901,82	-5,7%	15,9%	4,2%	9 981,08	1 916,38
GRECE	Athens General	680,42	-51,2%	-14,8%	-0,3%	5 334,50	647,58

Source : Thomson Datastream

Annexes

Taux de change du dollar américain

Au 31 décembre 2011

	30/12/2011	30/11/2011	Evolution 2010	Evolution Décembre 2011	Evolution 2011	Extrêmes	
						+ haut 2011	+ bas 2011
EUROPE							
Euro	0,772	0,744	7,0%	3,83%	3,3%	0,774	0,674
Livre	1,554	1,570	-3,4%	-1,01%	-0,4%	1,670	1,534
Couronne suédoise	6,898	6,766	-6,2%	1,95%	2,7%	7,009	6,015
Couronne danoise	5,744	5,533	7,2%	3,82%	3,1%	5,770	5,029
Franc suisse	0,938	0,913	-9,8%	2,72%	0,4%	0,974	0,723
AMERIQUE							
Dollar canadien	1,020	1,019	-5,2%	0,02%	2,3%	1,055	0,944
Real brésilien	1,865	1,802	-4,8%	3,50%	12,4%	1,887	1,533
Peso mexicain	13,955	13,644	-5,4%	2,28%	12,9%	14,204	11,498
Peso argentin	4,303	4,281	4,4%	0,51%	8,4%	4,304	3,970
ASIE							
Yen japonais	76,960	77,505	-12,6%	-0,70%	-5,2%	85,475	75,820
Dollar australien	0,978	0,973	-12,3%	0,53%	0,1%	1,051	0,907
Dollar Hong Kong	7,767	7,768	0,3%	-0,02%	-0,1%	7,807	7,764
Dollar Singapour	1,297	1,282	-8,7%	1,17%	1,1%	1,319	1,201
Bath thaïlandais	31,565	30,895	-9,9%	2,17%	5,0%	31,745	29,670
Renminbi chinois	6,294	6,379	-3,5%	-1,33%	-4,5%	6,637	6,294
Won coréen	1 159,250	1 140,550	-3,8%	1,64%	3,4%	1 198,900	900,700
Roupie indienne	53,015	52,130	-3,7%	1,70%	18,6%	53,610	44,070

* à l'exception de la livre 1£ = x\$

Sources : Ecofi Investissements / Thomson Datastream

Taux de change de l'euro

Au 31 décembre 2011

	30/12/2011	30/11/2011	Evolution 2010	Evolution Décembre 2011	Evolution 2011	Extrêmes	
						+ haut 2011	+ bas 2011
EUROPE							
Livre	0,835	0,856	-3,1%	-2,4%	-3,0%	0,905	0,832
Couronne suédoise	8,912	9,146	-12,5%	-2,6%	-0,6%	9,313	8,709
Couronne danoise	7,434	7,437	0,2%	0,0%	-0,3%	7,459	7,441
Franc suisse	1,216	1,227	-15,7%	-0,9%	-2,8%	1,316	1,045
Couronne norvégienne	7,754	7,753	-6,0%	0,0%	-0,8%	7,945	7,532
EUROPE DE L'EST							
Couronne tchèque	25,787	25,321	-5,3%	1,8%	2,9%	25,088	24,018
Zloty polonais	4,458	4,508	-3,2%	-1,1%	12,2%	4,513	3,843
Rouble russe	41,408	41,846	-7,0%	-1,0%	2,7%	43,636	39,275
AMERIQUE							
Dollar américain	1,294	1,342	-7,2%	-3,6%	-3,2%	1,488	1,290
Dollar canadien	1,322	1,369	-11,4%	-3,4%	-0,8%	1,431	1,283
Real brésilien	2,422	2,441	-11,7%	-0,8%	9,5%	2,556	2,180
Peso mexicain	18,116	18,268	-11,7%	-0,8%	9,5%	18,899	15,763
Peso argentin	5,587	5,766	-2,3%	-3,1%	4,9%	6,085	5,143
ASIE							
Yen japonais	100,150	103,810	-18,2%	-3,5%	-7,4%	122,860	101,050
Dollar australien	1,274	1,331	-18,4%	-4,2%	-2,5%	1,422	1,296
Dollar Hong Kong	10,055	10,361	-7,2%	-3,0%	-2,5%	11,542	10,033
Dollar Singapour	1,682	1,721	-15,0%	-2,3%	-1,7%	1,833	1,680
Yuan chinois	8,130	8,478	-10,5%	-4,1%	-7,7%	9,650	8,556
Won coréen	1 497,440	1 532,890	-9,6%	-2,3%	-1,1%	1 616,620	1 447,230

Sources : Ecofi Investissements / Thomson Datastream

Annexes

Indices obligations

Au 31 décembre 2011

	30/12/2011	30/11/2011	Variation 2010	Variation Décembre 2011	Variation 2011	Extrêmes	
						+ haut 2011	+ bas 2011
Indices iBoxx							
iBoxx Euro Non-Financials	181,07	177,69	5,2%	1,9%	3,9%	181,6	172,6
iBoxx Euro Non-Financials 1-3	167,55	166,77	3,3%	0,5%	2,7%	167,8	162,1
iBoxx Euro Non-Financials 3-5	183,10	180,14	5,4%	1,6%	4,0%	183,6	174,3
iBoxx Euro Non-Financials 5-7	192,82	187,98	6,3%	2,6%	4,9%	193,4	182,0
iBoxx Euro Non-Financials 7-10	199,17	192,36	6,0%	3,5%	4,9%	202,2	187,3
iBoxx Euro Non-Financials 10+	228,96	218,38	6,2%	4,8%	4,5%	234,2	215,5
iBoxx Euro Non-Financials AAA	181,80	176,16	7,3%	3,2%	8,5%	182,5	162,4
iBoxx Euro Non-Financials AA	186,23	182,17	5,2%	2,2%	6,4%	186,6	171,8
iBoxx Euro Non-Financials A	187,16	183,43	5,0%	2,0%	4,7%	187,6	176,3
iBoxx Euro Non-Financials BBB	180,20	177,29	5,3%	1,6%	2,3%	181,7	175,0
Indices Exane Convertibles							
Indice ECI euro (oblig. conv.)	2 511,64	2 494,24	2,3%	0,7%	-9,6%	2 882,6	2 453,6
Indice ECI euro(sous-jacent)	2 401,54	2 433,39	11,0%	-1,3%	-14,9%	3 275,7	2 176,4
Indices EuroMTS							
Euro MTS Global Index Level Op	167,80	161,11	0,6%	4,2%	1,2%	171,3	160,1
Euro MTS 1-3 Year Index Level	155,45	152,94	0,5%	1,6%	0,6%	156,8	152,1
Euro MTS 3-5 Year Index Level	166,19	161,05	1,1%	3,2%	0,8%	167,9	159,9
Euro MTS 5-7 Year Index Level	170,86	164,20	0,7%	4,1%	0,5%	176,1	163,1
Euro MTS 7-10 Year Index Level	172,47	164,91	-0,9%	4,6%	1,7%	179,4	164,0
Euro MTS 10-15 Year Index Level	165,13	156,44	-2,0%	5,6%	-3,1%	176,7	154,9
Euro MTS Over 15 Year Index Va	189,81	175,79	2,8%	8,0%	4,2%	194,1	174,0

Sources : Ecofi Investissements / Bloomberg

Matières premières

Au 31 décembre 2011

	30/12/2011	30/11/2011	Variation 2010	Variation déc-11	Variation 2011	Extrêmes	
						+ haut 2006/2011	+ bas 2006/2011
Indices							
Mines d'or FTSE	3 335,8	3 898,5	29,0%	-14,4%	-15,9%	4 243,1	1 156,5
Once d'or (Londres)	1 563,7	1 746,4	29,5%	-10,5%	10,1%	1 900,2	516,9
Baril WTI	98,8	100,5	8,1%	-1,6%	4,8%	142,1	58,5
Baril de Brent dated (\$)	107,6	110,4	20,1%	-2,5%	15,1%	145,7	37,9
Baltic Dry Index (fret)	1 563,7	1 746,4	29,5%	-10,5%	10,1%	11 793,0	663,0
Aluminium (\$/ tonne)	2 020,0	2 110,0	10,8%	-4,3%	-18,2%	3 317,0	1 288,0
Cuivre (\$/ tonne)	7 570,0	7 430,0	31,0%	1,9%	-21,7%	10 124,0	2 820,0
Indice CRB	305,300	313,820	17,4%	-2,7%	-8,3%	473,520	200,340

Sources : Ecofi Investissements / Bloomberg

Taux d'intérêt

Au 31 décembre 2011

Variation en points de base - Décembre 2011

	Taux directeurs	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	2/5 ans	5/10 ans	2/10 ans	10/30 ans
Allemagne	- 25	-9	-19	-40	-45	-55	-21	-5	-26	-10
Australie	- 25	5	6	-5	-26	-	-12	-21	-33	-
Canada	-	-	-5	-18	-21	-20	-13	-3	-16	1
Etats-Unis	-	-1	-1	-14	-19	-16	-12	-6	-18	3
France	- 25	-9	-48	-33	-24	-33	15	8	24	-8
Japon	-	0	0	-3	-8	-8	-2	-6	-8	1
Norvège	- 50	-6	0	0	-12	-	0	-12	-12	-
Royaume-Uni	-	-9	-13	-7	-34	-9	7	-27	-20	25
Suède	- 25	-	0	-12	-17	-20	-12	-5	-17	-2
Suisse	-	0	-9	-10	-25	-27	-1	-15	-16	-2

Variation des spreads inter pays

	Taux directeurs	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
Etats-Unis vs Allemagne	25	8	18	27	26	39
Royaume-Uni vs Allemagne	25	0	6	34	12	46

Variation année 2011

	Taux directeurs	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	2/5 ans	5/10 ans	2/10 ans	10/30 ans
Allemagne	-	44	-72	-108	-113	-105	-36	-5	-41	9
Australie	- 50	-148	-189	-215	-188	-	-26	27	1	-
Canada	- 10,00	-72	-114	-118	-103	-	-4	-46	15	
Etats-Unis	-	-16	-35	-19	-142	-144	17	-123	-106	-2
France	-	44	-15	-22	-21	-20	-7	1	-6	1
Japon	-	-3	-4	-6	-14	-9	-2	-8	-10	-
Norvège	- 25	39	6	-14	-132	-	-20	-118	-138	-
Royaume-Uni	-	-28	-77	-114	-142	-113	-37	-28	-65	29
Suède	50	-	-99	-165	-165	-174	-65	-1	-66	-9
Suisse	- 25	-19	-46	-94	-105	-84	-48	-12	-60	22

Variation annuelle des spreads inter pays

	Taux directeurs	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
Etats-Unis vs Allemagne	0	-60	37	89	-28	-39
Royaume-Uni vs Allemagne	0	-72	-5	-6	-29	-9

Ecofi Investissements

SGP agréée par l'AMF sous le numéro GP97004

48 rue Notre-Dame des Victoires • 75002 Paris

Site internet : www.ecofi.fr

E-mail : contact@ecofi.fr

Tél. : 01 44 88 39 00 • Télécopie : 01 44 88 39 39

Achevé d'imprimer le 6 décembre 2011