

# EasyETF

EasyETF FTSE  
EPRA  
Eurozone

Annual Report  
2011



**BNP PARIBAS** | The bank for a changing world

Annual report for the year from January 1, 2011 to December 31, 2011  
Rapport annuel révisé pour l'exercice du 1 janvier 2011 au 31 décembre 2011  
Geauditeerd jaarverslag voor het jaar dat loopt van 1 januari 2011 tot 31 december 2011  
Geauditeerd jaarverslag voor het jaar dat loopt van 1 januari 2011 tot 31 december 2011  
Relazione annuale certificata per l'esercizio dall'1 gennaio 2011 al 31 dicembre 2011

**funds europe**  
**awards**  
2009  
WINNER: EUROPEAN ETF PROVIDER OF THE YEAR

BNP Paribas Investment Partners Luxembourg  
R.C.S. B-27 605



ANNUAL REPORT  
as at December 31, 2011

*RAPPORT ANNUEL  
au 31 décembre 2011*

*JAARVERSLAG  
per 31 december 2011*

*JAARVERSLAG  
per 31 december 2011*

*RELAZIONE ANNUALE  
al 31 dicembre 2011*

No subscriptions can be received on the basis of financial reports. Subscriptions are only valid if made on the basis of the current full and simplified prospectus which will be accompanied by a copy of the latest available annual report and a copy of the latest available semi-annual report, if published after such annual report.

*Aucune souscription ne peut être effectuée sur la base des rapports financiers. Les souscriptions sont uniquement valables si elles sont effectuées sur la base des Prospectus complet et simplifié en vigueur, accompagnés du dernier rapport annuel et du dernier rapport semestriel s'il a été publié ultérieurement.*

*Er kunnen geen inschrijvingen worden ontvangen op basis van financiële verslagen. Inschrijvingen zijn enkel geldig als ze gebaseerd zijn op het huidige volledige en beknopte prospectus, vergezeld van een exemplaar van het recentste jaarverslag en het recentste halfjaarverslag als dat daarna is gepubliceerd.*

*Er kunnen geen inschrijvingen worden ontvangen op basis van financiële verslagen. Inschrijvingen zijn enkel geldig als ze gebaseerd zijn op het huidige volledige en beknopte prospectus, vergezeld van een exemplaar van het recentste jaarverslag en het recentste halfjaarverslag als dat daarna is gepubliceerd.*

*Non sono ammesse richieste di sottoscrizione basate sulle relazioni finanziarie. Le sottoscrizioni saranno ritenute valide solo se effettuate sulla base dell'attuale prospetto informativo completo e semplificato, a cui sarà allegata una copia dell'ultimo rendiconto annuale disponibile e dell'ultima relazione semestrale disponibile, se pubblicata dopo il rendiconto annuale.*



## Table of Contents / *Table des matières / Inhoudstafel / Inhoudstafel / Indice*

### EasyETF FTSE EPRA Eurozone

Organization of the Fund.....	5
Foreign distribution.....	6
Directors' Report.....	11
Audit report.....	45
Statement of net assets.....	56
Statement of operations and changes in net assets.....	58
Statistics.....	60
Securities portfolio statement and other net assets.....	62
Geographical classification of investments.....	64
Notes to the financial statements.....	65
Other Unaudited Information.....	83
<i>Organisation du Fonds.....</i>	<i>5</i>
<i>Distribution à l'étranger.....</i>	<i>7</i>
<i>Rapport des Administrateurs.....</i>	<i>17</i>
<i>Rapport d'audit.....</i>	<i>47</i>
<i>Etat des actifs nets.....</i>	<i>56</i>
<i>Etat des opérations et des variations des actifs nets.....</i>	<i>58</i>
<i>Statistiques.....</i>	<i>60</i>
<i>Etat du portefeuille-titres et des autres actifs nets.....</i>	<i>62</i>
<i>Répartition géographique du portefeuille-titres.....</i>	<i>64</i>
<i>Notes aux états financiers.....</i>	<i>68</i>
<i>Autres Informations non Révisées.....</i>	<i>84</i>
<i>Organisatie van het fonds.....</i>	<i>5</i>
<i>Buitenlandse distributie.....</i>	<i>8</i>
<i>Verslag van de Beheerder.....</i>	<i>24</i>
<i>Auditrapport.....</i>	<i>49</i>
<i>Overzicht van de nettoactiva.....</i>	<i>56</i>
<i>Overzicht van de transacties en wijzigingen van nettoactiva.....</i>	<i>58</i>
<i>Statistieken.....</i>	<i>60</i>
<i>Overzicht effectenportefeuille en overige nettoactiva.....</i>	<i>62</i>
<i>Geografische classificatie van beleggingen.....</i>	<i>64</i>
<i>Toelichtingen bij de financiële staten.....</i>	<i>71</i>
<i>Andere Niet-geauditeerde Informatie.....</i>	<i>85</i>
<i>Organisatie van het fonds.....</i>	<i>5</i>
<i>Buitenlandse distributie.....</i>	<i>9</i>
<i>Verslag van de Beheerder.....</i>	<i>31</i>
<i>Auditrapport.....</i>	<i>51</i>
<i>Overzicht van de nettoactiva.....</i>	<i>57</i>
<i>Overzicht van de transacties en wijzigingen van nettoactiva.....</i>	<i>59</i>
<i>Statistieken.....</i>	<i>61</i>
<i>Overzicht effectenportefeuille en overige nettoactiva.....</i>	<i>62</i>
<i>Geografische classificatie van beleggingen.....</i>	<i>64</i>
<i>Toelichtingen bij de jaarrekening.....</i>	<i>75</i>
<i>Andere Niet-geauditeerde Informatie.....</i>	<i>86</i>
<i>Organizzazione del Fondo.....</i>	<i>5</i>
<i>Distribuzione all'estero.....</i>	<i>10</i>
<i>Relazione del Consiglio di Amministrazione.....</i>	<i>38</i>
<i>Relazione di Revisione.....</i>	<i>53</i>
<i>Rendiconto del patrimonio netto.....</i>	<i>57</i>
<i>Conto economico e variazioni del patrimonio netto.....</i>	<i>59</i>

## Table of Contents / *Table des matières* / *Inhoudstafel* / *Inhoudstafel* / *Indice*

### EasyETF FTSE EPRA Eurozone

<i>Dati storici al</i> .....	61
<i>Stato del portafoglio titoli e degli altri attivi netti</i> .....	62
<i>Ripartizione geografica del portafoglio titoli</i> .....	64
<i>Note ai rendiconti finanziari</i> .....	79
<i>Altre Informazioni non Certificate</i> .....	87

**Organization of the Fund / *Organisation du Fonds / Organisatie van het Fonds / Organisatie van het Fonds / Organizzazione del Fondo***

**Management Company / *Société de Gestion / Beheermaatschappij / Beheerder / Società di Gestione***

BNP Paribas Investment Partners Luxembourg, 33, rue de Gasperich, L-5826 Howald-Hesperange, Grand Duchy of Luxembourg

**Registered Office of the Fund / *Siège Social du Fonds / Maatschappelijke Zetel van het Fonds / Maatschappelijke Zetel van het Fonds/ Sede Legale del Fondo***

33, rue de Gasperich, L-5826 Howald-Hesperange, Grand Duchy of Luxembourg

**Board of Directors of the Management Company / *Conseil d'Administration de la Société de Gestion / Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij / Raad van Bestuur van de Beheerder / Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione***

**Chairman / *Président / Voorzitter / Voorzitter / Presidente***

Mr Marc RAYNAUD, Head of “Global Funds Solutions”, BNP Paribas Investment Partners, France

**Board Members / *Membres / Raadsleden / Raadsleden / Membri***

Mr Marnix ARICKX, Head of “Fund Engineering”, BNP Paribas Investment Partners Belgium, Belgium

Mr Stéphane BRUNET, Executive Director of BNP Paribas Investment Partners Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg

Mr Pieter CROOCKEWIT, Head of Europe of BNP Paribas Investment Partners BE Holding, Belgium (until December 31, 2011 / jusqu'au 31 décembre 2011 / tot 31 December 2011 / tot 31 December 2011 / fino al 31 dicembre 2011)

Mrs Charlotte DENNERY, Chief Operating Officer, BNP Paribas Investment Partners, France

Mr Anthony FINAN, Head of Marketing and Communication, BNP Paribas Investment Partners, France

Mr Eric MARTIN, Chairman of the Management Board, BGL BNP Paribas Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg

Mr Christian VOLLE, Director of BNP Paribas Investment Partners Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg

**Manager / *Gestionnaire / Beheermaatschappij / Beheerder / Gestore***

BNP Paribas Asset Management, 1, boulevard Haussmann, F-75009 Paris, France

**Promotor / *Promoteur / Promotor / Promotor / Promotore***

BNP Paribas S.A., 16, boulevard des Italiens, F-75002 Paris, France

**Custodian, Paying Agent, Registrar and Transfer Agent / *Dépositaire, Agent Payeur, Agent de Registre et de Transfert / Bewaarder, Betalingsgemachtigde, Registratie- en Transferagent / Bewaarder, Betalingsgemachtigde, Registratie- en Transferagent / Banca Depositaria, Agente per i Pagamenti, Agente di Trasferimento e dei Registri***

BNP Paribas Securities Services Luxembourg Branch, 33, rue de Gasperich, L-5826 Howald-Hesperange, Grand Duchy of Luxembourg

**Auditor / *Réviseur / Accountant / Accountant / Società di Revisione***

PricewaterhouseCoopers S.à r.l., 400, Route d'Esch, L-1471 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg

## **Foreign distribution**

Unitholders can inquire with the Custodian Bank or the following banks about payment services and how to obtain the prospectus and simplified prospectus, annual and semi-annual reports, Management Regulations, as well as the list of changes (purchases and sales of securities) of EasyETF FTSE EPRA Eurozone free of charge.

### **In France**

The French Representative and Paying Agent is BNP Paribas Securities Services Paris, 66, rue de la Victoire, F-75009 Paris.

### **In Germany**

The German Representative and Paying Agent is BNP Paribas Securities Services Frankfurt, Grüneburgweg 14, D-60322 Frankfurt am Main.

### **In Austria**

The Austrian Representative and Paying Agent is Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Vienna.

### **In Belgium**

The Belgian Representative and Paying Agent is JP Morgan Chase Bank, Brussels Branch, 1, bvd du Roi Albert II, B-1210 Brussels.

### **In Spain**

The Spanish Representative and Paying Agent is BNP Paribas Securities Services, Spain Branch, Ribera del Loira, 28, E-28042 Madrid.

## **Distribution à l'étranger**

Les Porteurs de Parts peuvent s'adresser à la Banque dépositaire ou aux banques suivantes pour obtenir des informations concernant les services de paiement et pour s'informer des modalités applicables en vue de recevoir gratuitement le Prospectus, le Prospectus simplifié, les Rapports annuel et semestriel, le Règlement de gestion et la liste des variations (achats et ventes de titres) d'EasyETF FTSE EPRA Eurozone.

### **En France**

Le Représentant et Agent payeur pour la France est BNP Paribas Securities Services Paris, 66, rue de la Victoire, F-75009 Paris.

### **En Allemagne**

Le Représentant et Agent payeur pour l'Allemagne est BNP Paribas Securities Services Frankfurt, Grüneburgweg 14, D-60322 Francfort-sur-le-Main.

### **En Autriche**

Le Représentant et Agent payeur pour l'Autriche est Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Vienne.

### **En Belgique**

Le Représentant et Agent payeur pour la Belgique est JP Morgan Chase Bank, Succursale de Bruxelles, 1, boulevard du Roi Albert II, B-1210 Bruxelles.

### **En Espagne**

Le Représentant et Agent payeur pour l'Espagne est BNP Paribas Securities Services, Succursale espagnole, Ribera del Loira, 28, E-28042 Madrid.

## **Buitenlandse distributie**

De aandeelhouders kunnen navraag doen bij de bewaarder of de volgende banken over de betalingsdiensten en hoe ze het prospectus, het vereenvoudigd prospectus, de jaar- en halfjaarverslagen, de beheerregels en de lijst van wijzigingen (aankopen en verkopen van effecten) van EasyETF FTSE EPRA Eurozone gratis kunnen bekomen.

### **In Frankrijk**

De Franse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services Paris, 66, rue de la Victoire, F-75009 Parijs.

### **In Duitsland**

De Duitse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services Frankfurt, Grüneburgweg 14, D-60322 Frankfurt-am-Main.

### **In Oostenrijk**

De Oostenrijkse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wenen.

### **In België**

De Belgisch vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is JP Morgan Chase Bank, Brussels filiaal, Koning Albert II-laan 1, B-1210 Brussel.

### **In Spanje**

De Spaanse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services, Spaans filiaal, Ribera Del Loira, 28, E-28042 Madrid.



## **Buitenlandse distributie**

De aandeelhouders kunnen navraag doen bij de bewaarder of de volgende banken over de betalingsdiensten en hoe ze het prospectus, het vereenvoudigd prospectus, de jaar- en halfjaarverslagen, de beheerregels en de lijst van wijzigingen (aankopen en verkopen van effecten) van EasyETF FTSE EPRA Eurozone gratis kunnen bekomen.

### **In Frankrijk**

De Franse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services Paris, 66, rue de la Victoire, F-75009 Parijs.

### **In Duitsland**

De Duitse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services Frankfurt, Grüneburgweg 14, D-60322 Frankfurt-am-Main.

### **In Oostenrijk**

De Oostenrijkse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wenen.

### **In België**

De Belgisch vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is JP Morgan Chase Bank, Brussels filiaal, Koning Albert II-laan 1, B-1210 Brussel.

### **In Spanje**

De Spaanse vertegenwoordiger en betalingsgemachtigde is BNP Paribas Securities Services, Spaans filiaal, Ribera Del Loira, 28, E-28042 Madrid.

## **Distribuzione all'estero**

I detentori di quote possono rivolgersi alla Banca depositaria o alle seguenti banche per informazioni in merito ai servizi di pagamento e per ottenere gratuitamente il prospetto informativo completo, il prospetto informativo semplificato, la relazione annuale e la relazione semestrale e il Regolamento di gestione e l'elenco delle variazioni (acquisto e vendita di titoli) di EasyETF FTSE EPRA Eurozone.

### **In Francia**

Il Rappresentante e Agente pagatore in Francia è BNP Paribas Securities Services Paris, 66, rue de la Victoire, F-75009 Parigi.

### **In Germania**

Il Rappresentante e Agente pagatore in Germania è BNP Paribas Securities Services Frankfurt, Grüneburgweg 14, D-60322 Francoforte sul Meno.

### **In Austria**

Il Rappresentante e Agente pagatore in Austria è Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Vienna.

### **In Belgio**

Il Rappresentante e Agente pagatore in Belgio è JP Morgan Chase Bank, Brussels Branch, 1, boulevard du Roi Albert II, B-1210 Bruxelles.

### **In Spagna**

Il Rappresentante e Agente pagatore in Spagna è BNP Paribas Securities Services Branch in Spain, Ribera del Loira, 28, E-28042 Madrid

## Directors' Report

### Financial Market in 2011

**Equity markets:** The major equity market indices performed rather well in the early part of the year thanks to good company results and an expansionary US monetary policy. They resisted relatively well the outside events (earthquake in Japan, Arab Spring) which marked the first half of the year, even though their performance was a little more uneven. In the summer, equities nose-dived due to bad news, both economic (disappointing US economic situation and fears of a new recession), political and financial (sovereign crisis in Europe with the specific problems of Greece). A rebound occurred in the autumn as a result of the improvement in the economic outlook, but the recurrent problems in the euro zone (notably the spread of contagion to Italy) did not allow an upward trend to establish itself. The net outcome over the year was very negative, with the MSCI AC World index correcting by 9.4% and the MSCI Emerging index by 20.4%.

The rather mixed performance of equity indices during the first half of the year (the MSCI AC World gained 3.4% over the six months) was due less to the increase in geopolitical risks in the Arab world and the disaster caused by the earthquake in Japan than to anxieties about the rebound of the US economy and the state of public finances in Europe. These factors also caused a marked fall in equities during the summer. US GDP growth slowed in the 1st quarter and in the 2nd quarter, and business and household surveys indicated that activity was running out of steam. The proliferation of surveys pointing in the same negative direction increased investor pessimism and prompted the Federal Reserve's monetary policy committee (the FOMC) to announce that the federal funds rate would remain unchanged through 2013. Even so, some data did remain less worrying, such as the ISM indices, which stayed above 50 during these three summer months. New monetary policy measures, aimed at bringing about an easing of long-term interest rates and mortgage rates, were announced on 21 September. Widely anticipated by the markets, these various economic policy decisions had only a limited effect on investors, who no longer believed that a cut in interest rates in an environment in which debt is being reduced and interest rates are already very low would be effective. Following a shock-horror third quarter that saw the MSCI AC World index fall by 17.9%, financial markets did, however, welcome the improvement in the economic outlook. The first month of the 4th quarter thus saw equities rebound strongly against a background which, overall, proved more reassuring for investors, as the spectre of the US economy sliding into a new recession receded with the publication of better than expected economic data. For the United States, the indices calculated by comparing consensus forecasts and published data ("economic surprises") returned to positive territory in October for the first time since May and in early December climbed back to their highest level since March. Against this background, the political shilly-shallying in the euro zone tended to be overlooked by investors – to start with, at least. Expectations regarding the conclusions of the European summit of 26 October stoked the rally by risk assets which enabled the MSCI AC World to rise by 17% between the 4th and the 28th of October, as volatility (as measured by the VIX) eased from 45% (close to the highs recorded in early August) to around 25%. It ended the year at just under 24, compared to an average of 18% in the first half of the year (which includes a peak of 30% at the time of the tsunami in Japan). During the last two months of the year, on the other hand, a renewal of concern about the European sovereign crisis gave rise to erratic movements in equities, the eventual net result of which was a loss over the year of 9.4% for the MSCI AC World and 20.4% for the MSCI Emerging.

The geographical and sector changes over the year reflect the preoccupations that drove investors: in Europe, the large exposure of banks to sovereign bonds was a cause for concern as the crisis extended beyond Greece. Fears about Italy, and the substantial tightening of long yields that they gave rise to, particularly depressed financials. The measures envisaged at the various "last chance" summits that dotted the year (21 July, 26 October, 8 9 December) did not provide a definitive solution and certainly not one that could be implemented quickly, as a result of which banking stocks remained very weak. Furthermore, the prospect of seeing the euro zone slide into recession from the end of 2011 also depressed industrial and cyclical stocks. The performances of the euro zone equity markets differed markedly: the EuroStoxx 50 and the French CAC 40 both fell by around 17%, while the German DAX resisted better (15%) and the markets of Spain and Italy fell by 27% and 21% respectively and Greece by 60%. In the United States, on the other hand, the indices were underpinned by the steady flow of good economic news from the autumn onwards, as a result of which the Dow Jones 30 posted a rise over the year of 5.5% and the S&P 500 managed to end the year unchanged at around 1,260. The Japanese indices suffered very badly in the first quarter from the repercussions of the natural disaster that hit the country. Thereafter, signs of a rapid normalisation of output were able to underpin equities, especially stocks of companies exposed to domestic demand. On the other hand, the strength of the yen depressed the equity market performances of export stocks. The net outcome for the year was thus well negative, with the Nikkei 225 falling by 17%.

**Monetary policy:** Faced with a faltering economy permitting of no convincing improvement in employment, the Fed maintained a very accommodative monetary policy. It added to its arsenal in September with a view to ensuring very low interest rates right across the curve and hinted that it might take additional quantitative measures. The ECB had begun a cautious normalisation in April by raising its refi rate by 25 bp twice. It adopted a marked change of tone in September and reversed its monetary policy in November upon the arrival of its new President. Mario Draghi cut the refi rate by 25 bp twice (bringing it back down to 1% in December) and took unprecedented measures to ensure the banks' refinancing capabilities. Purchases of government bonds by the ECB were resumed during the summer but are still being presented as an instrument to improve the transmission of monetary policy.

Over the course of the last twelve months the **US federal funds** target rate was maintained in the range in force since December 2008 (0.25%), and the Fed announced in August 2011 that it would be held at this level through mid-2013. The quantitative measures (purchases of T notes to the tune of \$600 billion), dubbed QE2, continued as scheduled until June 2011. The Fed announced in September that it would be undertaking a radical change in the make-up of its balance sheet ("Operation Twist"), aiming to increase the average maturity of its bond portfolio by selling shorter-term Treasury securities (from 3 months to 3 years) and buying longer-term Treasury securities. In addition, the Fed announced that the maturity proceeds of agency debt securities and MBS would henceforth be re-invested in MBS in order to provide support for the real estate market. This is not, strictly speaking, a QE3, since there will be no change in the size of the balance sheet, but this decision was motivated by a continually prudent view on growth prospects despite the moderate expansion in economic activity seen in the autumn. The Fed does not envisage seeing the unemployment rate falling significantly below 8% before 2014 and is now projecting as its long-term level a rate of between 5.2% and 6%, whereas it had previously been thinking that it would stabilise at a lower level (5.2-5.6%). This circumspection suggests that monetary policy will be kept very accommodative, or even that there will soon be an announcement of a new quantitative easing programme even before June 2012 (the scheduled end of "Operation Twist"); strains in the global financial markets have clearly been identified as posing downside risks to the economic outlook. In response to the persistence of the sovereign crisis in the euro zone, on 30 November the Fed, along with five other central banks (the Bank of England, the Bank of Canada, the ECB, the Bank of Japan and the Swiss National Bank), announced concerted action with a view to increasing their ability to provide the global financial system with liquidity in order to ease market tensions and facilitate the distribution of credit to households and businesses. These measures consisted of a cut of 50 bp in the interest rate for US dollar liquidity swap agreements. This international cooperation was well received by investors: it reflects both the central banks' commitment and their determination to forestall any additional difficulties. The most important meetings in 2012 will be those held over two days (January, April, June and October), because they will be followed by a press conference and could therefore allow the Fed Chairman to provide detailed explanations and to steer expectations if he were to decide to move on to a new phase of quantitative easing.

To start with, the **European Central Bank** (ECB) raised its refi rate on two occasions (in April and July), bringing it to 1.50%, compared to the 1% at which it had stood since May 2009. It had hardened its tone considerably since the start of the year, and Jean-Claude Trichet said in August that this adjustment of 50 bp was "necessary" given the "upside risks to price stability". At the same time, non-conventional operations (unlimited fixed rate refinancing, suspension of the rating criteria for accepting Portuguese bonds as collateral) were stepped up in response to the difficulties being experienced by the financial markets. The finest example of this pragmatism was the announcement on 7 August of the resumption of the Securities Market Programme, which had been dormant since April, in order to reduce tensions on the bonds of "periphery" countries (particularly Spain and Italy). In early September Trichet was very clear that the ECB would continue to provide liquidity so long as the European banking system appears weak in the eyes of investors. As the European economy was showing increasing signs of sliding into recession, the two main events of the final quarter of the year were a change of President (scheduled) and a shift in monetary policy (more unexpected). In late October Trichet stepped down, to be replaced by Mario Draghi, who celebrated his arrival as head of the Bank by having the refi rate cut from 1.50% to 1.25% on 3 November at his first meeting of the Governing Council. One month earlier Trichet had added to the ECB's arsenal of non-conventional measures by re-introducing 12 and 13 month long-term refinancing operations (LTRO) and purchases of covered bonds. The cut in its key interest rates was triggered by the weakness of economic activity, with an "intensification of downside risks". GDP growth in the 3rd quarter was 0.2% for the euro zone as a whole (the same as in the 2nd quarter), with big disparities between countries. Business surveys continued to worsen, suggesting that GDP will contract in the final quarter and probably in the 1st quarter of the new year as well. Furthermore, inflation (3% year-on-year in November) is likely to moderate in the months ahead. This situation led the ECB to cut its key interest rates again, by another 25 bp, on 8 December, bringing the refi rate down to 1%, and to announce new exceptional refinancing measures for the banks: the introduction of a 3 year LTRO; an easing of the criteria applied to securities accepted as collateral, including by national central banks; a cut in the obligatory reserves ratio (from 2% to 1%). On the other hand, as had been predictable in view of its earlier statements, the ECB has no plans to significantly step up its purchases of government bonds and said that governments needed to do their utmost on this score.

Draghi insisted on a number of occasions that the monetisation of deficits was contrary to the spirit of the Treaties, adding that the SMP (Securities Market Programme), which totalled 211 billion euros as of 23 December, was "neither eternal nor infinite" and was intended to ensure the proper transmission of monetary policy. At the summit of Heads of State and Government of 8-9 December the ECB was charged with the task of overseeing the EFSF and the ESM (European Stability Mechanism), which is to take over from the former in mid-2012. Finally, European banks subscribed very heavily to the 3 year LTRO of 21 December: 523 institutions participated for a total amount of 489 billion euros.

**Bond markets: Marked rise in prices of benchmark government bonds. Even though the US bond markets, which were subject to contradictory forces, see-sawed into the spring, a trend for long yields to ease became established. Relatively modest at first, the easing suddenly became much stronger over the course of the summer as the equity markets suffered a steep fall. Thereafter, the yield on the 10 year T note, which was still underpinned by its safe-haven investment status, fluctuated around 2%. It ended the year at 1.88%, an easing of 141 bp over the twelve months. In the euro zone, a distinction needs to be made between the German Bund, whose performance was similar to that of US bonds and ended the year at less than 2% compared to just under 3% at end 2010, and the bonds of other countries, whose yields eased by much less (21 bp for the 10 year OAT) or rose substantially (+230 bp for the Italian 10 year BTP). The difficulties being experienced by "peripheral" euro zone bonds reflect the lack of progress on resolving the sovereign crisis, fears of contagion and the threats hanging over the ratings of most of the countries. The Bund was in great demand for its reputation as a safe haven in the face of the slump in equities and the worsening economic outlook. The short end of the German curve also benefited from the cuts in official interest rates in the latter half of the period and expectations that this movement will continue: the 2 year yield ended the year at 0.14% (an all-time low), compared to 0.86% at end 2010 and a peak of just over 1.90% in the spring when the ECB started to raise its key interest rates.**

The **US bond markets** see-sawed until mid-April before embarking upon a steady rise. The T note yield continued to move within a wide range (3.20%–3.80%) from January to April according to publications of economic data, doubts about the appropriateness of the Fed maintaining its very accommodative monetary policy and outside events (Arab Spring, Japanese earthquake). The bond market then resumed its upward path as the publication of mixed economic data revived concerns about the sustainability of growth and fears of a possible default by Greece gave rise to a loss of risk appetite. The 10 year T note yield fell below 3% in early June and continued to ease, largely overlooking the various discussions about US sovereign debt. The downgrading of the latter by the Standard & Poor's rating agency on 5 August did not curb the strong rise of the bond market. Fears of seeing the US economy sinking into recession again and the difficulties being experienced by the equity markets dominated and caused the yield to ease by 125 bp in less than two months, from 26 July to 22 September, the date on which the T note yield fell to 1.70%, its low for the year. Thereafter, the bond market moved with no particularly clear trend until the end of the year, as the 10 year T note yield fluctuated between 1.75% and 2.40%, with the two extremes both occurring in October. At end December it stood at 1.88%, very close to the level prevailing at end September but down 141 bp from end 2010. The movements in benchmark government bonds reflected those of the equity markets in the final part of the year. Risk appetite fluctuated according to expectations and news regarding the euro zone, driven by two summits of Heads of State and Government. The pattern was also the same in both cases: high expectations before each summit, giving rise to a revival of risk appetite, and disappointments the day after the meeting when it became clear that a definitive solution to the sovereign crisis was not yet within reach. These disappointments then resulted in a fall in equities and a rise in benchmark bond markets. It was news coming out of Europe that most influenced the US markets, since investors were worried about seeing the European sovereign crisis impact on the United States via the financial channel. Against this background, the conclusions of the summit of 8-9 December influenced the market more than the flow of encouraging economic indicators published in the United States, especially towards the end of the period (employment, ISM surveys, household confidence). The US 10 year yield thus returned in December towards its lows for the year when it appeared that there was still no clear sign of a convincing solution emerging in the euro zone. This movement was accentuated by the good take-up of an auction of long-dated US bonds.

To start with, the **European benchmark bond** (the 10 year German Bund), like its US counterpart, saw its yield raise, bringing it towards 3.50% during April, its high for the year and its highest level since the summer of 2009. Euro zone benchmark government bonds suffered from economic data that was still solid and from inflation fears. The 10 year Bund yield then fell back in line with US long yields, dipping below 3% in late May, and continued to ease in a flight to safety movement justified by growing concerns about the European sovereign crisis. It thus fell well below 2% during September (hitting a new all-time low of 1.67% on the 22nd). Massive purchases of government bonds by the ECB from 8 August (22 billion euros in a single week), probably concentrated on Spanish and Italian debt (official statistics do not mention which bonds are involved), did not have a lasting impact on the German Bund. This ultimately conciliatory stance by the ECB, which was anxious to avoid an aggravation of the crisis in periphery countries, led to a dwindling of expectations of further monetary tightening. The German 2 year yield, which had stood at just over 1.90% in April and May as a result of the two increases in the refi rate, then eased considerably to just under 0.40% in September.

Following two cuts in interest rates in November and December and expectations of a further monetary easing, it ended the year at 0.14%, an all-time low. The 10 year yield had a somewhat more eventful final quarter, still due to fluctuations in risk appetite, which moved up and down according to developments in the sovereign crisis: prevarication over the Greek support plan (due to political negotiations as the text was being ratified by national parliaments); political changes in Greece and Italy; threats to the ratings of most Member States; bank recapitalisation plan; participation of the private sector by way of a substantial haircut on Greek debt; amendments to the EFSF. Despite the progress made at the summits of Heads of State and Government in October and December, investors still think that the solutions put forward are of no immediate practical relevance. Although the authorities are seeking to address structural issues (better governance, greater fiscal integration), which is a move in the right direction, they appear incapable of providing short-term reassurance, especially since the slide into recession is complicating matters. Against this background, investors once again fell back on the German Bund, which caused yields to ease further (to 1.83% at the end of the year for the 10 year yield, an easing of 113 bp over the twelve months) and the yield spread of most of the other euro zone countries to widen. The Bund profited from its safe-haven investment status as concerns about the euro zone were never really allayed, which depressed the other markets, causing the Italian 10 year yield, for example, to rise to more than 7%. While the solidarity mechanisms between Member States have still not been defined with any great precision, investors are struggling to regain a sense of calm in view of the threats hanging over sovereign ratings.

**Currency markets:** The year was marked by the roller-coaster ride of the EUR/USD exchange rate (between 1.30 and 1.50), which ultimately ended with the euro falling by 3.1% against the dollar which, when all is said and done, is a relatively small amount if one considers all the clouds that have massed over the euro zone in recent months. The three foreign exchange market interventions by the Bank of Japan (of which one was concerted with other G7 central banks) were unable to do any more than slow down the appreciation of the yen (+5.5% against the dollar and +8.9% against the euro). The decision of the Swiss National Bank to set a floor of 1.20 for the EUR/CHF exchange rate proved more effective since the Swiss franc appreciated by only 3.2% against the euro over the twelve months. In effective exchange rate terms, the currency remained more or less unchanged (+1%), whereas it had risen by 15% in 2010, while the yen, which had risen by a similar amount in 2010 (+16.5%), appreciated even further, by close on 6%.

In the early part of the year the euro trended upwards, underpinned mainly by expectations of a tightening of monetary policy by the ECB, approaching levels at which it had not traded since December 2009 of just under 1.50 at end April. From May the exchange rate moved between 1.40 and 1.45, as traders had trouble deciding between two main themes, as shown by the increase in volatility. The latter increased markedly from August; in September it reached its highest levels since May 2010 for the G7 currencies (at just under 18% for the implicit 1 month volatility of the EUR/USD exchange rate). It then fell back somewhat towards the end of the year while still remaining well above the levels seen in the first half of the year (11.4% on average). The increase in volatility over the summer coincided with the tensions on all financial markets, which resulted in a rise in the dollar. The 1.40 mark was eventually breached on 8 September due to expectations of a cut in interest rates by the ECB and concerns about the European financial system against the backdrop of the sovereign crisis. Thereafter, the EUR/USD exchange rate moved within quite a wide range (1.29–1.42), depending on the news regarding developments in the European sovereign crisis, the political reactions to this crisis and the perception of investors of the measures taken – all factors by which risk appetite or aversion is conditioned. In early October the exchange rate had fallen to just under 1.3150 due to expectations of a cut in interest rates by the ECB. It then rebounded to just over 1.42 following the European summit of 26 October as strong expectations had given rise to the unwinding of speculative positions against the euro. The single currency's new-found strength was short-lived: November was dominated by renewed steep falls on the equity markets, which enabled the dollar to profit from its safe-haven currency status. The EUR/USD exchange rate thus fell back towards 1.32 before climbing back slightly as a result of the renewal of interest in risk assets in late November and then by the central banks' dollar swap agreements decision. In early December the dollar fluctuated around 1.34 euros before showing quite a marked appreciation from the 12th which brought it back below 1.30 at the end of the year. This was in fact a case of the euro weakening, reflecting the conclusions of the summit of Heads of State and Government of 8–9 December, which were once again deemed unconvincing, the cuts in interest rates by the ECB and statements from the rating agencies. Even though the sovereign crisis appears to have emerged from its acute phase, concerns remain and are exerting downward pressure on the euro. Over the year the single currency lost 3.1% against a basket of currencies (Bank of England effective exchange rate calculations), falling to its lowest level since mid-2010. The EUR/USD exchange rate ended the year at 1.2991, down 3.1% over the twelve months.

The USD/JPY exchange rate began the year showing no real trend as it moved between 82 and 84. Following the natural disasters that hit Japan, the foreign exchange market had a few hectic weeks. Traders rapidly anticipated that there would be a massive repatriation of capital to the country (especially from insurers), which resulted in the yen strengthening. The exchange rate suddenly fell sharply to 76.25 in Asia on 17 March. The speed of the yen's appreciation resulted in G7 ministers of finance and central bank governors agreeing to coordinated intervention on the foreign exchange market on 18 March for the first time since the year 2000.



This decision exceeded the expectations of traders, who had imagined that the G7 would merely offer the Bank of Japan's actions their verbal support. Due to the increase in risk aversion, the USD/JPY exchange rate failed to hold above 85, a level it rose above on 6 April. The dollar fell again in early May, slipping back towards 80. The dollar's recovery and fears of further interventions to weaken the yen then sent the exchange rate back up towards 82 towards the end of May, before it started to slide again, prompting the Bank of Japan to undertake another large-scale intervention in early August as the exchange rate nudged the 77 mark. This action allowed the dollar to bounce back above 80 yen, but the movement was not sustainable and the currency fell below 76 on 19 August, a new all-time low, on the back of continuing very low US interest rates. The Japanese authorities repeated their intention to take decisive measures against any speculative movement in the foreign exchange market and carried out their threats on 31 October. At the cost of heavy intervention the Bank of Japan succeeded in pushing the exchange rate back up to just over 79.50, a level that had been reached in its previous intervention in early August. The Japanese authorities chose to intervene heavily in order to remind others of the impact of currency movements on the global economy. There was, however, no lasting change in the trend of the yen, leading the Japanese authorities to state that they would continue to monitor any appreciation of their currency closely. Monetary policy remained very accommodative, and new quantitative easing measures, like the increase in purchases of bonds (particularly JGB) decided in late October, could occur. In addition, the Bank of Japan repeatedly issued very cautious comments on the state of the economy and is now expecting to see growth stagnate until the spring of 2012. The USD/JPY exchange rate ended the year at just under 77 (-5.2% on end 2010).

The increase in risk aversion and the difficulties being experienced by the euro zone resulted in a marked strengthening of the **Swiss franc** from the spring of 2011 after a sizeable appreciation had already occurred in 2010. In response to this appreciation of its currency, the Swiss National Bank took a number of measures in August, when the Swissie had reached new highs against both the euro and the dollar. On 3 August the SNB cut its key interest rate to a range of 0%–0.25%, with the aim of keeping it as close as possible to 0%. On a number of occasions it created more liquidity in the money market in order to actually lower the rate, The SNB shifted into high gear in September by announcing the establishment of a floor rate of 1.20 CHF for 1 EUR which it would defend by buying foreign currencies "in unlimited amounts". It reiterated its determination during its monetary policy meeting, maintaining that deflation risks had increased. So far, the SNB seems to be convincing observers, and the pressure being exerted by businessmen could result in this floor being raised. After flirting with 1 EUR = 1 CHF on 9 August, the EUR/CHF exchange rate ended the year at 1.2142, down 3.1% over the twelve months.

## Outlook

Yet another disappointing European summit from the point of view of investors because it did not provide any concrete proposals on ways to strengthen the mechanisms likely to influence the markets directly. European leaders have for several months been working towards institutional reforms, which by their very nature cannot satisfy the desire of those operating on the financial markets to see measures that have a more immediate impact. Therefore, despite the new advances towards greater fiscal integration proposed at the end of the meeting of Heads of State and Government on 8 and 9 December, nervousness about the sovereign crisis has continued to dominate trading. At the same time, the economic data published in the United States have improved, unlike what has been observable in the euro zone, which is sliding into recession and in a fair number of emerging countries where growth has slowed appreciably. The global economic outlook remains mixed but, as investors are generally more preoccupied with the US figures, the economic background should prove more supportive of risk assets, especially since a number of emerging countries have begun to relax their monetary policy. The end of the trading year therefore remained marked by a certain nervousness which could well extend into the early part of 2012 since global growth is likely to remain modest, while the sovereign crisis in Europe has yet to come to a conclusion and the solutions envisaged, including that of a lender of last resort, will take time to be put in place.

## Changes

### Bond Markets

10 year yields	December 30, 2011	December 30, 2010	Change 2011/2010
US T-note	1.88	3.29	(42.86%)
JGB	0.99	1.13	(12.39%)
OAT	3.15	3.36	(6.25%)
Bund	1.83	2.96	(38.18%)

**Currency Markets**

Europe closing rates	December 30, 2011	December 30, 2010	Change 2011/2010
EUR/USD	1.2991	1.3409	(3.12) %
USD/JPY	76.94	81.14	(5.18) %
EUR/JPY	99.95	108.80	(8.13) %
EUR/GBP	0.8345	0.8588	(2.83) %
GBP/USD	1.5560	1.5615	(0.35) %
EUR/CHF	1.2142	1.2529	(3.09) %
USD/CHF	0.9347	0.9343	0.04 %

**Equity Markets**

	December 30, 2011	December 30, 2010	Change 2011/2010
EuroStoxx 50	2 316.55	2 792.82	(17.05) %
Stoxx 50	2 369.52	2 586.46	(8.39) %
CAC 40	3 159.81	3 804.78	(16.95) %
Xetra DAX	5 898.35	6 914.19	(14.69) %
Footsie 100	5 572.28	5 899.94	(5.55) %
SMI	5 936.23	6 436.04	(7.77) %
Dow Jones 30	12 217.56	11 577.51	5.53 %
Nasdaq	2 605.15	2 652.87	(1.80) %
S&P 500	1 257.6	1 257.64	0.00 %
Nikkei 225	8 455.35	10 228.92	(17.34) %
Topix	728.61	898.8	(18.94) %
MSCI all countries (*)	299.51	330.64	(9.42) %
MSCI Emergents (*)	916.39	1 151.38	(20.41) %

(\*) in USD

**Funds activity in 2011**

The aim of the Fund is to replicate the performance of the FTSE NAREIT EPRA Eurozone Price Return + dividends. The closest benchmark to the reference index is FTSE NAREIT EPRA Eurozone Net Return (NEPEU).

It has 1 unit class in EUR: Class A EUR

Between 30 December, 2010 and 30 December, 2011, last official Net Asset Value (NAV) of the year, the Fund's performance has been (15.23)%.

Meanwhile, the performance of the Benchmark Index has been (15.23)%.

The Board of Directors of  
BNP Paribas Investment Partners Luxembourg

Luxembourg, January 16, 2012

*Note: The figures stated in this report are historical and not necessarily indicative of future performance.*

## Rapport des Administrateurs

### Les marchés financiers en 2011

**Marchés actions :** Les principaux indices des marchés actions ont été relativement performants pendant la première partie de l'année grâce aux bons résultats publiés par les entreprises et une politique monétaire américaine expansionniste. Ils ont relativement bien résisté aux événements extérieurs (le tremblement de terre au Japon, le printemps arabe) qui ont marqué le premier semestre même si leurs performances ont été un peu plus inégales. Durant l'été, les actions ont piqué du nez en raison de mauvaises nouvelles économiques (une situation économique décevante aux Etats-Unis et les craintes d'une nouvelle récession) mais aussi politiques et financières (la crise des dettes publiques en Europe avec les problèmes spécifiques de la Grèce). A l'automne, l'amélioration des perspectives économiques a entraîné un rebond du marché mais les problèmes récurrents au sein de la zone euro (notamment la propagation de la contagion à l'Italie) n'a pas permis à la tendance haussière de s'établir. Le résultat net sur l'année a été très négatif, l'indice MSCI AC World affichant une correction de 9,4 % et l'indice MSCI Emerging de 20,4 %.

Les performances plutôt mitigées des indices actions au premier semestre (le MSCI AC World a progressé de 3,4 % sur les six mois) étaient imputables dans une moindre mesure à l'augmentation des risques géopolitiques dans le monde arabe et à la catastrophe causée par le tremblement de terre au Japon qu'aux inquiétudes concernant la relance de l'économie américaine et l'état des finances publiques en Europe. Ces facteurs ont d'ailleurs provoqué un net repli des actions durant l'été. La croissance du PIB des Etats-Unis a ralenti durant le premier et le deuxième trimestres et les enquêtes réalisées auprès des entreprises et des ménages ont montré que l'activité s'essouffait. La prolifération d'enquêtes stigmatisant la même orientation défavorable a renforcé le pessimisme des investisseurs et poussé le Comité de la politique monétaire de la Federal Reserve (le FOMC) à annoncer que le taux des fonds fédéraux resterait inchangé jusqu'en 2013. Certaines données demeuraient cependant moins inquiétantes comme les indices ISM qui sont restés supérieurs à 50 durant les trois mois de l'été. Le 21 septembre, de nouvelles mesures en matière de politique monétaire ont été annoncées pour provoquer une détente des taux d'intérêt à long terme et des taux hypothécaires. Largement anticipées par les marchés, les différentes décisions prises en matière de politique économique n'ont eu qu'un effet limité sur les investisseurs qui ne croyaient plus à l'efficacité d'une baisse des taux d'intérêt dans un contexte de réduction de l'endettement et de taux d'intérêt déjà très bas. Après un troisième trimestre épouvantable qui a vu l'indice MSCI AC World chuter de 17,9 %, les marchés financiers ont toutefois salué l'amélioration des perspectives économiques. Ainsi, le premier mois du quatrième trimestre a vu les actions rebondir fortement dans un contexte qui s'est globalement révélé plus rassurant pour les investisseurs alors que le spectre d'un glissement de l'économie américaine vers une nouvelle récession reculait avec la publication de données économiques meilleures que prévu. Concernant les Etats-Unis, les indices calculés en rapprochant les anticipations et les données publiées (« les surprises économiques ») sont redevenus positifs en octobre pour la première fois depuis mai et ont atteint début décembre un point culminant depuis mars. Dans ces circonstances, les tergiversations politiques de la zone euro ont été ignorées en général par les investisseurs, du moins dans un premier temps. Les anticipations concernant les conclusions du sommet européen du 26 octobre ont eu pour effet de concentrer la reprise sur les actifs à risque ce qui a permis à l'indice MSCI AC World de progresser de 17 % entre le 4 et le 28 octobre alors que la volatilité (mesurée par le VIX) reculait de 45 % (proche des sommets atteint en août dernier) à environ 25 %. A la fin de l'année, elle était juste inférieure à 24 % comparé à une moyenne de 18 % au premier semestre (avec une pointe de 30% au moment du tsunami japonais). D'un autre côté, un regain d'inquiétude lié à la crise des dettes publiques en Europe au cours des deux derniers mois de l'année a engendré des mouvements erratiques sur les marchés actions, le résultat net final sur l'année étant une perte de 9,4 % pour l'indice MSCI AC World et de 20,4% pour l'indice MSCI Emerging.

Les changements tant géographiques que sectoriels intervenus durant l'année correspondent aux préoccupations qui ont guidé les investisseurs. En Europe, la forte exposition des banques aux risques que représentent les obligations d'Etat a suscité des inquiétudes au moment où la crise se propageait au-delà de la Grèce. Les craintes concernant l'Italie et le resserrement important des rendements longs qu'elles ont entraîné ont découragé les financiers. Les mesures envisagées lors des différents sommets de la « dernière chance » qui ont ponctué l'année (21 juillet, 26 octobre, 8 et 9 décembre) n'ont pas apporté de solution définitive ni en aucun cas susceptible d'être mise en œuvre rapidement ce qui a eu pour effet de maintenir les actions bancaires à un niveau très bas. En outre, la perspective d'un glissement de la zone euro vers la récession à partir de la fin 2011 a également pesé sur les valeurs cycliques industrielles. Les performances des marchés actions de la zone euro ont fait apparaître des écarts notables, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40 français ont régressé d'environ 17 % alors que le DAX allemand a mieux résisté (15 %) et que les marchés en Espagne et en Italie ont perdu 27 % et 21 % respectivement et 60 % en Grèce. D'autre part, les indices aux Etats-Unis ont été soutenus à partir de l'automne par la publication continue de bons chiffres sur l'économie ce qui a entraîné une hausse du Dow Jones de 5,5 % pour l'année et l'indice S&P 500 a réussi à terminer l'année à un niveau inchangé d'environ 1 260. Les indices japonais ont été sévèrement affectés au premier trimestre par les répercussions de la catastrophe naturelle qui a frappé le pays.

Ultérieurement, les signes d'une rapide normalisation de la production ont permis de soutenir le marché actions, notamment les titres d'entreprises exposées à la demande intérieure. D'un autre côté, la force du yen a pesé sur la performance des actions des entreprises exportatrices. De ce fait, le résultat net pour l'année a été fortement négatif, le Nikkei 225 chutant de 17 %.

**Politique monétaire : Face à une économie hésitante ne laissant présager aucune amélioration convaincante de l'emploi, la Fed a maintenu une politique monétaire très accommodante. Elle a complété son arsenal en septembre afin de garantir des taux d'intérêt très bas sur l'ensemble de la courbe et a laissé entendre qu'elle pourrait prendre d'autres mesures quantitatives. La BCE avait engagé une normalisation prudente en avril en relevant deux fois son taux de refinancement de 25 points de base. En septembre, elle a nettement changé de ton et en novembre, avec l'arrivée de son nouveau président, elle a inversé sa politique monétaire. Mario Draghi a baissé à deux reprises le taux de refinancement de 25 points de base (ce qui l'a ramené à 1 % en décembre) et a pris des mesures sans précédent pour garantir la capacité de refinancement des banques. Les achats d'obligations publiques par la BCE se sont poursuivis durant l'été et continuent d'être présentés comme un instrument visant à améliorer la transmission de la politique monétaire.**

Au cours des douze derniers mois, le taux directeur des **fonds fédéraux américains** a été maintenu dans la fourchette en vigueur depuis décembre 2008 (0-0,25 %) et, en août 2011, la Fed a annoncé qu'il le resterait jusqu'à mi-2013. Les mesures quantitatives appelées QE2 (achats de bons du Trésor pour 600 milliards USD) se sont poursuivies comme prévu jusqu'en juin 2011. La Fed a annoncé en septembre qu'elle engagerait un profond changement concernant la présentation de son bilan ("Operation Twist") en vue d'augmenter la maturité moyenne de son portefeuille d'obligations en vendant des titres du Trésor à court terme (de 3 mois à 3 ans) et en achetant des titres du Trésor à long terme. De plus, la Fed a annoncé que le produit des titres d'emprunt d'organismes publics et des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) arrivant à échéance serait désormais réinvesti en MBS pour soutenir le marché immobilier. Il ne s'agit pas à proprement parler d'un assouplissement quantitatif (ou QE3) puisqu'il n'impliquera aucune modification de la taille du bilan mais cette décision est liée à une attitude toujours prudente quant aux prévisions de croissance en dépit de l'expansion modeste de l'activité économique observée à l'automne. La Fed ne prévoit pas de baisse importante du taux de chômage en dessous de 8 % avant 2014 et ses prévisions à long terme se situent entre 5,2 % et 6 % alors qu'elle estimait auparavant que le taux de chômage se stabiliserait à un niveau plus bas (5,2-5,6%). Cette prudence porte à penser que la politique monétaire restera très accommodante ou même qu'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif sera bientôt annoncé, même avant juin 2012 (fin programmée de l'« Operation Twist ») ; des tensions sur les marchés financiers internationaux sont apparues se traduisant dans les perspectives économiques par des risques de baisse d'activité. Face à la persistance de la crise des dettes publiques dans la zone euro, la Fed ainsi que cinq autres banques centrales (la banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse) ont annoncé le 30 novembre une action concertée en vue d'améliorer leur capacité à fournir au système financier mondial des liquidités suffisantes pour apaiser les tensions sur les marchés et faciliter la distribution de crédit aux ménages et entreprises. Ces mesures consistent à baisser de 50 points de base le taux d'intérêt des contrats de swaps de liquidité en USD. Cette coopération internationale a été bien accueillie par les investisseurs, elle met en évidence l'engagement des banques centrales et leur détermination à empêcher que d'autres problèmes surviennent. Les réunions les plus importantes en 2012 seront celles qui se tiendront sur deux jours (janvier, avril, juin et octobre) parce qu'elles seront suivies d'une conférence de presse et pourraient ainsi permettre au Président de la Fed de fournir des explications détaillées et d'orienter les anticipations s'il devait décider d'évoluer vers une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif.

Tout d'abord, la **Banque centrale européenne** (BCE) a relevé son taux de refinancement à deux reprises (en avril et en juillet), le faisant ainsi passer du taux de 1% fixé depuis mai 2009 à 1,50 %. Depuis le commencement de l'année, elle avait nettement durci le ton et, en août, Jean-Claude Trichet a déclaré que cet ajustement de 50 points de base était « nécessaire » en raison des « risques menaçant la stabilité des prix ». En même temps, les opérations non conventionnelles (refinancement illimité à taux fixe, suspension des critères de notation permettant d'accepter des obligations portugaises comme garanties) ont été intensifiées face aux difficultés que rencontraient les marchés financiers. Le meilleur exemple de ce pragmatisme a été l'annonce le 7 août de la réactivation du Programme pour les marchés de titres mis en sommeil depuis avril afin d'apaiser les tensions sur les obligations des pays « périphériques » (en particulier l'Espagne et l'Italie). Au début de septembre, M. Trichet a très clairement indiqué que la BCE continuerait de fournir de la liquidité tant que le système bancaire européen apparaîtrait faible aux yeux des investisseurs. Alors que l'économie européenne montrait de plus en plus de signes de glissement vers la récession les deux événements majeurs du dernier trimestre de l'année ont été le changement de Président (programmé) et le changement de politique monétaire (plus imprévu). M. Trichet s'est retiré en octobre dernier et a été remplacé par Mario Draghi qui a marqué son arrivée à la tête de la Banque par une baisse du taux de refinancement, de 1,50 % à 1,25 %, lors de sa première réunion du Conseil des Gouverneurs le 3 novembre. Un mois plus tôt, M. Trichet avait complété l'arsenal de mesures non conventionnelles de la BCE en réintroduisant les opérations de refinancement à long terme à 12 et 13 mois (LTRO) et les achats d'obligations garanties.

La baisse de ses taux directeurs était provoquée par la faiblesse de l'activité économique avec une « intensification des risques à la baisse ». La croissance du PIB au troisième trimestre était de 0,2 % pour la zone euro dans son ensemble (la même qu'au deuxième trimestre) avec de grandes disparités entre les pays. Les enquêtes réalisées auprès des entreprises continuaient de se dégrader laissant prévoir une contraction du PIB au dernier trimestre et certainement aussi au premier trimestre de la nouvelle année. En outre, l'inflation (3% en glissement annuel en novembre) avait des chances d'être plus modérée au cours des mois à venir. Cette situation a conduit la BCE à baisser ses directeurs à nouveau de 25 points de base le 8 décembre, ramenant le taux de refinancement à 1 %, et à annoncer de nouvelles mesures de refinancement exceptionnelles pour les banques, à savoir l'adoption d'une LTRO à 3 ans, un assouplissement des critères appliqués aux titres acceptés en garantie, y compris par les banques centrales nationales, une diminution du ratio de réserves obligatoires (de 2 % à 1 %). D'autre part, comme cela était prévisible compte tenu de ses déclarations précédentes, la BCE n'envisageait pas d'augmenter considérablement ses achats d'obligations d'Etat et déclarait que les Etats devaient faire de leur mieux à cet égard. M. Draghi a souligné à diverses reprises que la monétisation des déficits était contraire à l'esprit des traités, ajoutant que le Programme pour les marchés de titres qui s'élevait au total à 211 milliards d'euros au 23 décembre n'était « ni éternel ni infini » et était destiné à garantir une transmission appropriée de la politique monétaire. Au sommet des Chefs d'Etat et de gouvernement des 8 et 9 décembre, la BCE s'est vue confier la mission de contrôler l'EFSF et l'ESM (Mécanisme européen de stabilité) qui doit remplacer le premier à la mi-2012. Enfin, les banques européennes ont très fortement souscrit au LTRO à 3 ans du 21 décembre puisque 523 établissements ont participé à l'opération pour un montant total de 489 milliards d'euros.

**Marchés obligataires : Hausse sensible du prix des obligations d'Etat de référence. Même si, soumis à des forces contradictoires, les marchés obligataires américains ont oscillé vers le printemps l'orientation à la baisse des rendements longs s'est installée. Relativement modeste dans un premier temps, la baisse s'est soudain fortement accentuée durant l'été lorsque les marchés actions se sont effondrés. Ensuite, le rendement des bons du Trésor à 10 ans qui continuait de bénéficier d'un statut de placement refuge a oscillé autour de 2 %. Il a terminé l'année à 1,88 %, enregistrant ainsi un recul de 141 points de base sur douze mois. Dans la zone euro, il faut faire une distinction entre les obligations allemandes (Bund allemand) dont la performance a été comparable à celle des obligations américaines et qui ont fini l'année à moins de 2 % contre un peu moins de 3 % fin 2010 et les obligations des autres pays dont les rendements ont beaucoup moins baissé (21 points de base pour les OAT à 10 ans) ou augmenté considérablement (+ 230 points de base pour le BTP italien à 10 ans). Les difficultés rencontrées par les obligations « périphériques » de la zone euro sont le reflet des progrès insuffisants dans la résolution de la crise de la dette publique, des craintes de contagion et des menaces pesant sur les notations de la plupart des pays. Le Bund allemand a été très demandé en raison de sa réputation de valeur refuge face à l'effondrement des actions et la dégradation des perspectives économiques. Le segment à court terme de la courbe allemande a également profité des baisses de taux d'intérêt officiels au second semestre et des anticipations d'une poursuite de ce mouvement, le rendement à 2 ans a terminé l'année à 0,14 % (un bas absolu) comparé à 0,86 % fin 2010 et un sommet légèrement supérieur à 1,90 % au printemps lorsque la BCE a commencé à relever ses taux directeurs.**

Les **marchés obligataires américains** ont oscillé jusqu'à la mi-avril avant d'amorcer une progression constante. Le rendement des bons du Trésor américain a continué d'évoluer dans une large fourchette (3,20%–3,80%) entre janvier et avril en fonction des publications de données économiques, des doutes exprimés sur l'opportunité du maintien de la politique monétaire très accommodante de la Fed et des incertitudes liées aux événements extérieurs (le printemps arabe, le tremblement de terre au Japon). Le marché obligataire a poursuivi son ascension alors que la publication de données économiques mitigées ravivait les inquiétudes à propos de la durabilité de la croissance, et les craintes d'une éventuelle défaillance de la Grèce ont entraîné une perte de goût du risque. Le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a chuté en dessous de 3 % au début du mois de juin et a continué de baisser, ignorant en grande partie les différents débats sur la dette publique américaine. La dégradation de celle-ci par l'agence de notation Standard & Poor's le 5 août n'a pas freiné la forte hausse du marché obligataire. Les craintes de voir l'économie américaine retomber dans la récession et les difficultés que connaissaient les marchés actions ont prédominé et entraîné une baisse de rendement de 125 points de base en moins de deux mois, entre le 26 juillet et le 22 septembre, date à laquelle le rendement des bons du Trésor a chuté à 1,70 %, le plus bas de l'année. Ensuite, le marché obligataire a évolué jusqu'à la fin de l'année sans orientation vraiment bien définie, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans fluctuant entre 1,75% et 2,40%, les deux extrêmes étant atteint en octobre. A la fin décembre, il s'élevait à 1,88 %, très proche du niveau de fin septembre, mais en baisse de 141 points de base par rapport à fin 2010. Les mouvements des obligations d'Etat de référence reflétaient, dans la dernière partie de l'année, ceux des marchés actions. Le goût du risque fluctuait selon les anticipations et les nouvelles de la zone euro, stimulées par deux sommets des Chefs d'Etat et de gouvernement. L'évolution a été identique dans les deux cas, à savoir de fortes attentes avant chacun des deux sommets, entraînant un regain du goût du risque, et une déception le lendemain lorsqu'il s'avérait qu'une solution définitive à la crise de la dette était encore hors de portée. Ces déceptions ont alors entraîné une chute des actions et une hausse des marchés obligataires de référence.

C'était les nouvelles venant d'Europe qui avait le plus d'influence les marchés américains dans la mesure où les investisseurs redoutaient les répercussions de la crise de la dette européenne sur les Etats-Unis via les circuits financiers. Dans ce contexte, les conclusions du sommet des 8 et 9 décembre ont davantage influencé le marché que la publication d'une succession d'indicateurs économiques encourageants aux Etats-Unis, en particulier vers la fin de l'année (emploi, enquêtes ISM, confiance des ménages). Le rendement des obligations américaines à 10 ans a alors chuté à ses niveaux les plus bas de l'année lorsqu'il est apparu qu'il n'y avait toujours aucun signe visible dans la zone euro laissant anticiper une solution définitive. Ce mouvement a été accentué par le bon accueil réservé à une adjudication d'obligations américaines à long terme.

Dans un premier temps, l'**obligation européenne de référence** (le Bund allemand à 10 ans), comme son équivalent américain, a vu son rendement augmenter, avoisinant les 3,50 % en avril, son sommet de l'année et son niveau le plus haut depuis l'été 2009. Les obligations d'Etat de référence de la zone euro ont pâti de la publication de données économiques demeurant solides et des craintes de relance de l'inflation. Le rendement des emprunts allemands à 10 ans a ensuite reculé parallèlement aux rendements longs américains, plongeant en dessous des 3% à la fin de mai, puis a continué de baisser dans un mouvement de fuite vers la sécurité justifié par le renforcement des inquiétudes suscitées par la crise des dettes souveraines en Europe. Ensuite, il a chuté nettement en dessous de 2 % en septembre (atteignant un nouveau bas absolu à 1,67 le 22). Les achats massifs d'obligations d'Etat par la BCE à partir du 8 août (22 milliards d'euros en une seule semaine) concentrés sans doute sur les dettes espagnole et italienne (les statistiques officielles ne précisent pas de quelles obligations il s'agit) n'ont pas eu d'incidence durable sur le Bund allemand. Cette phase de conciliation finalement engagée par la BCE qui voulait éviter une aggravation de la crise dans les pays périphériques a eu pour effet d'atténuer les anticipations d'un nouveau durcissement de la politique monétaire. Le rendement allemand à 2 ans qui était légèrement supérieur à 1,90 % en avril et mai après deux augmentations du taux de refinancement, a ensuite baissé considérablement pour se situer juste en dessous de 0,40 % en septembre. Après deux baisses des taux directeurs en novembre et décembre et compte tenu des anticipations d'un nouvel assouplissement monétaire, il a terminé l'année à 0,14%, un bas absolu. Le rendement à 10 ans a connu un dernier trimestre un peu plus mouvementé, toujours à cause des fluctuations du goût du risque qui augmentait ou diminuait en fonction des évolutions de la crise de la dette souveraine marquée par les tergiversations sur le plan d'aide à la Grèce (en raison de négociations politiques liées à la ratification du texte par les parlements nationaux), les changements politiques survenus en Grèce et en Italie, les menaces pesant sur les notations de la plupart des Etats membres, le plan de recapitalisation des banques, la participation du secteur privé par le biais d'une décote importante de la dette grecque, les modifications du EFSF. En dépit des progrès réalisés lors des sommets de Chefs d'Etat et de gouvernement en octobre et en décembre, les investisseurs continuent de penser que les solutions présentées ne sont en réalité par pertinentes dans l'immédiat. Les autorités cherchent *actuellement* à répondre à des problèmes structurels (amélioration de la gouvernance, plus grande intégration fiscale), ce qui va dans le bon sens, mais elles semblent incapables de rassurer à court terme, notamment depuis que le glissement dans la récession complique les choses. Dans ce contexte, les investisseurs se sont à nouveau repliés sur le Bund allemand ce qui a encore fait baisser les rendements (à 1,83 % à la fin de l'année pour le rendement à 10 ans, soit une diminution de 113 points de base sur douze mois) et a creusé l'écart de rendement avec la plupart des autres pays de la zone euro. Le Bund a profité de son statut de valeur refuge tandis que les inquiétudes suscitées par la zone euro ne se sont jamais vraiment dissipées ce qui a pesé sur les autres marchés, provoquant une hausse du rendement italien à 10 ans à plus de 7 %, par exemple. Les mécanismes de solidarité entre les Etats membres n'ont toujours pas été définis de manière très précise mais les investisseurs s'efforcent de retrouver leur calme compte tenu des menaces qui pèsent sur les notations des dettes souveraines.

**Les marchés des changes. L'année a été marquée par la volatilité du taux de change EUR/USD (entre 1,30 et 1,50), se soldant au bout du compte par une baisse de l'euro de 3,1 % face au dollar, qui est après tout relativement faible compte tenu de tous les nuages qui ont assombri le ciel de la zone euro durant ces derniers mois. Les interventions de la Banque du Japon sur le marché des changes (dont une concertée avec les autres banques centrales du G7) n'ont pas pu faire mieux que ralentir l'appréciation du yen (+5,5 % par rapport au dollar et +8,9 % par rapport à l'euro). La décision de la Banque nationale suisse de fixer un taux plancher de la parité EUR/CHF à 1,2 s'est révélée plus efficace puisque le franc suisse ne s'est apprécié que de 3,2 % par rapport à l'euro sur douze mois. En termes réels, la parité est restée plus ou moins inchangée (+1 %) après une hausse de 15% en 2010 alors que le yen qui avait enregistré une progression comparable en 2010 (+16,5 %) a continué de se renchérir de près de 6 %.**

Au début de l'année, l'euro était orienté à la hausse, soutenu essentiellement par les anticipations d'un durcissement de la politique monétaire de la BCE, il s'est négocié à des niveaux qu'il n'avait pas connu depuis décembre 2009, se situant juste sous la barre de 1,50 à la mi-avril. A partir de mai, la parité euro-dollar a évolué entre 1,40 et 1,45 alors que les opérateurs avaient du mal à choisir entre deux thèmes majeurs comme l'indique l'augmentation de la volatilité. Celle-ci a été sensible à partir d'août, atteignant en septembre ses niveaux les plus élevés depuis mai 2010 pour les devises du G7 (juste en dessous de 18 % pour la volatilité implicite à 1 mois du taux de change EUR/USD). Elle a ensuite reculé vers la fin de l'année alors qu'elle restait toujours nettement supérieure aux niveaux du premier semestre (11,4 % en moyenne).



L'augmentation de la volatilité durant l'été a coïncidé avec les tensions enregistrées sur tous les marchés financiers, ce qui a conduit à un renchérissement du dollar. Le 8 septembre, la parité a fini par passer sous la barre de 1,40 en raison des anticipations d'une baisse des taux directeurs de la BCE et des inquiétudes suscitées par le système financier européen sur la toile de fond de la crise des dettes publiques. Ensuite, le taux de change EUR/USD a évolué dans une fourchette relativement large (entre 1,29 et 1,42), en fonction des nouvelles sur les évolutions de la crise de la dette européenne, des réactions politiques face à la crise et de la perception par les investisseurs des mesures adoptées, tous ces facteurs conditionnant le goût ou l'aversion du risque. Au début du mois d'octobre la parité a baissé juste en dessous de 1,3150 en raison des anticipations d'une baisse des taux directeurs de la BCE. Elle a remonté ensuite jusqu'à plus de 1,42 après le sommet européen du 26 octobre, de fortes anticipations ayant conduit à une liquidation de positions spéculatives contre l'euro. La vigueur retrouvée de la monnaie unique n'a pas perduré, en novembre de fortes baisses répétées des marchés actions ont occupé le devant de la scène et ont permis au dollar de bénéficier de son statut de valeur de refuge. Ainsi, la parité EUR/USD a chuté à 1,32 avant de remonter légèrement à la suite d'un regain d'intérêt pour les actifs à risque à la fin de novembre et ensuite de la décision des banques centrales sur des accords de swap sur le dollar. Au début du mois de décembre, le dollar a fluctué autour de 1,34 euro avant de s'apprécier sensiblement à compter du 12 ce qui l'a ramené en dessous de 1,30 à la fin de l'année. Ce fléchissement de l'euro était lié en réalité aux conclusions du sommet des Chefs d'Etat et de gouvernement des 8 et 9 décembre qui était une fois de plus jugées peu convaincantes, aux baisses de taux de la BCE et aux déclarations des agences de notation. Il semble que la crise de la dette soit sortie de sa phase aigüe mais des inquiétudes demeurent et exercent des pressions à la baisse sur l'euro. Sur l'année, la monnaie unique a perdu 3,1 % par rapport à un panier de monnaies (calculs de taux de change réels de la Banque d'Angleterre), chutant à son niveau le plus bas depuis mi-2010. La parité EUR/USD a terminé l'année à 1,2991, en baisse de 3,1 % sur les douze derniers mois.

Au commencement de l'année, la parité **USD/JPY** qui évoluait entre 82 et 84 n'affichait aucune véritable tendance. Après les catastrophes naturelles qui ont frappé le Japon, le marché des changes a connu plusieurs semaines agitées. Les opérateurs ont rapidement anticipé un rapatriement massif de capitaux vers le pays (en particulier par les sociétés d'assurance) ce qui a renforcé le yen. Le 17 mars, le taux de change a brutalement chuté à 76,25 en Asie. La vitesse d'appréciation du yen a conduit à l'accord d'intervention coordonnée sur le marché des changes (pour la première fois depuis l'an 2000) conclu le 18 mars par les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du G7. Cette décision a dépassé les anticipations des opérateurs qui pensaient que le G7 n'apporterait qu'un soutien verbal aux mesures prises par le Japon. Le renforcement de l'aversion du risque n'a pas permis à la parité USD/JPY de se maintenir au-dessus du seuil de 85 qui a été franchi le 6 avril. Une nouvelle baisse du dollar l'a fait chuter au début du mois de mai aux alentours de 80. Ensuite, le redressement du dollar et les craintes d'autres interventions destinées à affaiblir le yen ont ramené la parité à 82 à la fin du mois de mai avant l'amorce d'un nouveau glissement qui a poussé la Banque du Japon à intervenir à nouveau massivement au début du mois d'août lorsque la parité avoisinait 77. Ainsi, le dollar a pu repasser au-dessus de la barre de 80 mais ce mouvement n'a pas perduré, il a plongé en dessous de 76 le 19 août, un nouveau bas absolu, dû au maintien des taux d'intérêt américains à un niveau très bas. Les autorités japonaises ont réaffirmé leur intention de prendre des mesures énergiques pour contrecarrer tout mouvement de spéculation sur le marché des changes et ont exécuté leurs menaces le 31 octobre. Au prix d'interventions massives, la Banque du Japon a réussi à ramener le taux de change légèrement au-dessus de 79,50, le niveau atteint lors de sa première intervention au début du mois d'août. Les autorités japonaises ont décidé d'intervenir massivement pour rappeler quel impact les fluctuations de change avaient sur l'économie mondiale. Cependant, le changement d'orientation du yen n'a pas perduré ce qui a conduit les autorités japonaises à déclarer qu'elles allaient continuer à suivre de près l'appréciation du yen. La politique monétaire est restée très accommodante et a permis de prendre de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif comme l'augmentation des achats d'obligations (en particulier de JGB) décidée en octobre dernier. La Banque du Japon a publié en outre, à plusieurs reprises, des déclarations très prudentes sur la situation de l'économie et prévoit actuellement une stagnation de la croissance jusqu'au printemps 2012. Le taux de change USD/JPY a terminé l'année juste en dessous de 77 (-5,2 % par rapport à la fin 2010).

L'accentuation de l'aversion du risque et les difficultés auxquelles la zone euro est confrontée ont entraîné un raffermissement sensible du **franc suisse** à partir du printemps 2011 après une appréciation relativement importante déjà en 2010. Face à ce renchérissement de sa monnaie, la Banque nationale suisse a pris plusieurs mesures en août lorsque la parité du franc suisse par rapport à l'euro et au dollar a atteint de nouveaux sommets. Le 3 août, elle a baissé ses taux directeurs dans une fourchette allant de 0 % à 0,25 % pour les maintenir aussi près que possible de 0 %. A diverses reprises, elle a augmenté les liquidités sur le marché monétaire justement pour faire baisser la parité. En septembre, elle est passée à la vitesse supérieure en annonçant la mise en place d'un taux plancher de 1,20 CHF pour 1 euro qu'elle défendrait en procédant à des achats de devises étrangères « en montants illimités ». Elle a réitéré sa détermination lors de sa réunion de politique monétaire, en affirmant que les risques de déflation avaient augmenté. Depuis, il semble qu'elle ait convaincu les observateurs et la pression exercée par les entrepreneurs pourrait entraîner la levée de ce taux plancher. Après avoir flirté le 9 août avec un taux de 1 EUR = 1 CHF, le taux de change EUR/CHF a terminé l'année à 1,2142, en baisse de 3,1 % sur les douze derniers mois.

## Perspectives

Ce fut encore un sommet européen décevant du point de vue des investisseurs puisqu'il n'a apporté aucune proposition concrète sur les moyens de renforcer les mécanismes susceptibles d'influencer directement les marchés. Les leaders européens ont travaillé pendant plusieurs mois à des réformes institutionnelles qui, en principe, ne peuvent pas répondre au désir des opérateurs de voir que les mesures adoptées ont un impact plus immédiat. Ainsi, malgré les nouvelles avancées vers une plus grande intégration fiscale qui ont été proposées à la fin de la réunion des Chefs d'Etat et de gouvernement les 8 et 9 décembre, la nervosité due à la crise de la dette continue de prédominer dans les transactions. En même temps, les données économiques publiées aux Etats-Unis s'améliorent contrairement à ce que l'on observe dans la zone euro qui glisse vers la récession et dans un certain nombre de pays émergents dans lesquels une baisse sensible de la croissance est enregistrée. Les perspectives économiques mondiales restent mitigées mais, puisque les investisseurs sont généralement plus préoccupés par les chiffres américains, le contexte économique devrait se révéler plus favorable pour les actifs à risque surtout depuis que certains pays émergents ont commencé à assouplir leur politique monétaire. La fin de l'année est donc restée marquée par une certaine nervosité qui pourrait bien s'étendre à la première partie de l'année 2012 dans la mesure où la croissance mondiale devrait rester modeste, la crise de la dette publique en Europe devant encore parvenir à une conclusion, sachant que les solutions envisagées, y compris celle d'un prêteur en dernier ressort, mettront du temps à être mises en place.

## Variations

### Marchés Obligataires

Rendements à 10 ans	30 décembre 2011	30 décembre 2010	Variation 2011/2010
US T-note	1,88	3,29	(42,86)%
JGB	0,99	1,13	(12,39)%
OAT	3,15	3,36	(6,25)%
Bund	1,83	2,96	(38,18)%

### Marchés des Changes

Cours de clôture Europe	30 décembre 2011	30 décembre 2010	Variation 2011/2010
EUR/USD	1,2991	1,3409	(3,12) %
USD/JPY	76,94	81,14	(5,18) %
EUR/JPY	99,95	108,80	(8,13) %
EUR/GBP	0,8345	0,8588	(2,83) %
GBP/USD	1,5560	1,5615	(0,35) %
EUR/CHF	1,2142	1,2529	(3,09) %
USD/CHF	0,9347	0,9343	0,04 %

**Marchés Actions**

	<b>30 décembre 2011</b>	<b>30 décembre 2010</b>	<b>Variation 2011/2010</b>
EuroStoxx 50	2 316,55	2 792,82	(17,05) %
Stoxx 50	2 369,52	2 586,46	(8,39) %
CAC 40	3 159,81	3 804,78	(16,95) %
Xetra DAX	5 898,35	6 914,19	(14,69) %
Footsie 100	5 572,28	5 899,94	(5,55) %
SMI	5 936,23	6 436,04	(7,77) %
<hr/>			
Dow Jones 30	12 217,56	11 577,51	5,53 %
Nasdaq	2 605,15	2 652,87	(1,80) %
S&P 500	1 257,6	1 257,64	0,00 %
<hr/>			
Nikkei 225	8 455,35	10 228,92	(17,34) %
Topix	728,61	898,8	(18,94) %
<hr/>			
MSCI all countries (*)	299,51	330,64	(9,42) %
MSCI Emergents (*)	916,39	1 151,38	(20,41) %

(\*) en USD

**Activité du Fonds en 2011**

L'objectif du Fonds est de reproduire la performance du FTSE NAREIT EPRA Eurozone Price Return + dividendes. L'indice de référence le plus proche est le FTSE NAREIT EPRA Eurozone Net Return (NEPEU).

Il comprend 1 classe d'actions en EUR : Classe A EUR.

Entre le 30 décembre 2010 et le 30 décembre 2011, date de la dernière Valeur Nette d'Inventaire (VNI) officielle de l'année, la performance du Fonds a été de (15,23)%.

Sur l'année, la performance de l'indice de référence a été de (15,23)%.

Le Conseil d'administration de  
BNP Paribas Investment Partners Luxembourg

Luxembourg, le 16 janvier, 2012

*Note : Les chiffres figurant dans ce rapport correspondent à des données historiques et ne préjugent pas nécessairement des performances futures.*

## *Verlag van de Beheerder*

### **Financiële markt in 2011**

**Aandelenmarkten: de grote aandelenmarktindexen presteerden in het eerste deel van het jaar redelijk goed, dankzij goede bedrijfsresultaten en een expansief monetair beleid in de VS. Zij boden relatief goed weerstand aan de externe gebeurtenissen (aardbeving in Japan, Arabische Lente) in de eerste helft van het jaar, al presteerden ze iets onregelmatiger. In de zomer namen de aandelen een flinke duik door slecht nieuws, zowel economisch (teleurstellende economische situatie in de VS en angst voor een nieuwe recessie), politiek als financieel (staatsschuldencrisis in Europa met de specifieke problemen van Griekenland). In de herfst kwam er een herleving door de verbeterende economische vooruitzichten, maar de recurrente problemen in de eurozone (met name het besmettingseffect naar Italië) belemmerden een opwaartse tendens. Het eindresultaat tijdens het jaar was heel negatief; de MSCI AC World-index corrigeerde met 9,4% en de MSCI Emerging-index met 20,4%.**

De nogal gemengde prestaties van de aandelenindexen in de eerste helft van het jaar (de MSCI AC World won 3,4% over de zes maanden) was minder te wijten aan de stijging van de geopolitieke risico's in de Arabische wereld en de ramp die werd veroorzaakt door de aardbeving in Japan dan aan angst over de herleving van de Amerikaanse economie en de toestand van de staatsfinanciën in Europa. Deze factoren veroorzaakten ook een duidelijke val van de aandelen tijdens de zomer. De Amerikaanse bbp-groei vertraagde in het eerste en tweede kwartaal, en de bedrijfs- en consumentenindexen gaven aan dat de activiteit aan kracht verloor. De proliferatie van onderzoeken die in dezelfde negatieve richting wezen, verhoogde het pessimisme bij de beleggers en zette het Monetary Policy Committee van de Federal Reserve (het FOMC) ertoe aan te zeggen dat de Fed Funds-voet ongewijzigd zou blijven tot in 2013. Hoe dan ook bleven bepaalde gegevens minder zorgwekkend, zoals de ISM-indexen, die tijdens de drie zomermaanden boven 50 bleven. Op 21 september werden er nieuwe monetaire beleidsmaatregelen aangekondigd om de langetermijn- en de hypotheekrente te versoepelen. De markten hadden deze verschillende economische beleidsingrepen grotendeels verwacht, waardoor ze slechts een beperkt effect hadden op de beleggers, die niet langer geloofden dat een renteverlaging veel effect kon hebben in een omgeving waarin de schulden worden teruggedrongen en de rentevoeten al heel laag zijn. Na een schokkend derde kwartaal waarin de MSCI AC World-index 17,9% moest inleveren, ontvingen de financiële markten de verbeterende economische vooruitzichten echter met open armen. In de eerste maand van het vierde kwartaal herleefden de aandelen daardoor sterk, tegen een achtergrond die globaal geruststellender bleek voor de beleggers, doordat het vooruitzicht dat de Amerikaanse economie in een nieuwe recessie zou terechtkomen, afnam met de publicatie van betere economische cijfers dan verwacht. Voor de Verenigde Staten kwamen de indexen die worden berekend door algemene voorspellingen en gepubliceerde gegevens ("economische verrassingen") met elkaar te vergelijken, in oktober voor het eerst sinds mei terug naar positief terrein en begin december klommen ze terug naar hun hoogste niveau sinds maart. Tegen deze achtergrond leken de beleggers de politieke besluiteloosheid in de eurozone te negeren – ten minste aanvankelijk. De verwachtingen betreffende de conclusies van de Europese top van 26 oktober wakkerde de opleving van de risicoactiva aan, waardoor de MSCI AC World 17% steeg tussen 4 en 28 oktober, terwijl de volatiliteit (zoals gemeten door de VIX) versoepelde van 45% (dicht bij de hoogtepunten van begin augustus) tot zo'n 25%. Hij sloot het jaar net onder 24 af, tegenover een gemiddelde van 18% in de eerste helft van het jaar (met daarin een piek van 30% op het moment van de tsunami in Japan). In de laatste twee maanden van het jaar leidde nieuwe bezorgdheid over de Europese staatsschuldencrisis echter tot onregelmatige schommelingen van de aandelen, met als uiteindelijk nettoresultaat een verlies over het jaar van 9,4% voor de MSCI AC World en 20,4% voor de MSCI Emerging.

De geografische en sectorale veranderingen over het jaar zijn een weerspiegeling van de bekommernissen die de beleggers bezighielden: in Europa veroorzaakte de zware blootstelling van de banken aan overheidsobligaties angst, omdat de crisis zich uitbreidde buiten Griekenland. De vrees over Italië en de aanzienlijke verstrakking van de langetermijnrendementen die daaruit voortvloeide, hielden vooral de financiële effecten onder druk. De maatregelen die werden overwogen tijdens de diverse topconferenties "van de laatste kans" tijdens het jaar (21 juli, 26 oktober, 8-9 december) boden geen definitieve oplossing en zeker geen oplossing die snel kon worden geïmplementeerd, waardoor de bankaandelen heel zwak bleven. Verder remde het vooruitzicht dat de eurozone in een recessie zou terechtkomen eind 2011 ook de industriële en cyclische aandelen af. De rendementen van de aandelenmarkten in de eurozone liepen sterk uiteen: de Eurostoxx 50 en de Franse CAC 40 verloren beide zo'n 17%, terwijl de Duitse DAX beter weerstand bood (15%) en de Spaanse en Italiaanse markten respectievelijk 27% en 21% moesten inleveren, en Griekenland zelfs 60%. In de Verenigde Staten werden de indexen dan weer geschraagd door de gestage stroom van goed economisch nieuws vanaf de herfst, waardoor de Dow Jones 30 over het jaar een stijging liet optekenen van 5,5% en de S&P 500 het jaar ongewijzigd kon afronden op 1.260. De Japanse indexen kregen zware klappen in het eerste kwartaal door de gevolgen van de natuurramp die het land trof. Daarna konden tekenen van een snelle normalisering in de productie de aandelen steun bieden, vooral de aandelen van ondernemingen met een blootstelling aan de binnenlandse vraag. Anderzijds schaadde de sterkte van de yen de aandelenmarktrendementen van export aandelen. Het nettoresultaat voor het jaar was dan ook heel negatief: de Nikkei 225 daalde met 17%.

**Monetair beleid:** In het licht van een sputterende economie die geen overtuigende verbetering bracht in de werkgelegenheid, hield de Fed een heel inschikkelijk monetair beleid aan. Ze voegde die maatregel in september toe aan haar arsenaal om de rente over de hele curve laag te houden en zei dat ze misschien nog bijkomende kwantitatieve maatregelen zou nemen. De ECB was in april aan een voorzichtige normalisering begonnen, door de herfinancieringsrente tweemaal te verhogen met 25 basispunten. Ze veranderde in september duidelijk van toon en keerde haar monetaire beleid in november om, na de komst van haar nieuwe voorzitter. Mario Draghi verlaagde de herfinancieringsrente tweemaal met 25 basispunten (tot 1% in december) en nam ongeziene maatregelen om de herfinancieringsmogelijkheden van de banken te verzekeren. De ECB ging tijdens de zomer weer overheidsobligaties aankopen, maar die worden nog steeds voorgesteld als een instrument om het monetaire beleid vlotter te laten verlopen.

De voorbije twaalf maanden werd de **Fed Funds**-richtrente in de VS binnen de marge gehouden die als sinds december 2008 geldt (0-0,25%), en de Fed kondigde in augustus 2011 aan dat ze tot midden 2013 op dat niveau zou blijven. De kwantitatieve maatregelen (aankopen van USD 600 miljard aan T-notes), QE2 genoemd, ging door zoals gepland tot juni 2011. De Fed kondigde in september aan dat ze een radicale wijziging zou doorvoeren in de opmaak van haar balans ("Operation Twist"), om de gemiddelde looptijd van haar obligatieportefeuille te verhogen door kortlopende schatkistcertificaten (van 3 maanden tot 3 jaar) te verkopen en langerlopende schatkistcertificaten te kopen. Daarenboven kondigde de Fed aan dat de opbrengsten op de vervaldag van obligaties van agentschappen en door een hypotheek gedekte effecten voortaan zou worden herbelegd in door een hypotheek gedekte effecten, ter ondersteuning van de vastgoedmarkt. Dat is strikt gezien geen QE3, omdat dat niets verandert aan de grootte van de balans, maar deze beslissing werd gemotiveerd door een voorzichtig blijvende kijk op de groeiverwachtingen, ondanks de voorzichtige toename van de economische activiteit in de herfst. De Fed verwacht niet dat de werkloosheidsgraad aanzienlijk onder de 8% zal dalen vóór 2014 en projecteert als langetermijnniveau een cijfer tussen 5,2% en 6%, terwijl ze vroeger dacht dat die op een lager niveau zou stabiliseren (5,2-5,6%). Die omzichtigheid suggereert dat het monetaire beleid heel inschikkelijk zal worden gehouden, of zelfs dat er weldra, zelfs nog vóór juni 2012 (het gepland einde van "Operation Twist"), een nieuw programma voor kwantitatieve versoepeling zal worden aangekondigd; de problemen op de wereldwijde financiële markten werden duidelijk geïdentificeerd als neerwaartse risico's om de economische vooruitzichten. Als reactie op de aanhoudende staatsschuldencrisis in de eurozone kondigde de Fed op 30 november, samen met vijf andere centrale banken (de Bank of England, de Bank of Canada, de ECB, de Japanse centrale bank en de Zwitserse Nationale Bank) een gezamenlijke actie aan met de bedoeling het wereldwijde financiële systeem meer liquiditeit te kunnen bieden, om de spanningen op de markten weg te nemen en ervoor te zorgen dat consumenten en ondernemingen makkelijker kredieten konden krijgen. Deze maatregelen bestonden uit een verlaging met 50 basispunten in de rente voor liquiditeitsswapovereenkomsten in USD. Die internationale samenwerking ontvingen de beleggers met open armen: ze weerspiegelt zowel het engagement van de centrale banken als hun vastberadenheid om bijkomende moeilijkheden te voorkomen. De belangrijkste vergaderingen in 2012 zullen die van twee dagen zijn (januari, april, juni en oktober), omdat zij zullen worden gevolgd door een persconferentie en bijgevolg de Fed-voorzitter de gelegenheid kunnen geven om gedetailleerde uitleg te geven en de verwachtingen bij te sturen als zou worden beslist om een nieuwe fase van kwantitatieve versoepeling te starten.

Eerst verhoogde de **Europese Centrale Bank** (ECB) haar herfinancieringsrente tweemaal (in april en juli), tot 1,50%, van de 1% waar ze al sinds mei 2009 stond. Ze had haar toon sinds het begin van het jaar aanzienlijk verstrengd, en Jean-Claude Trichet zei in augustus dat deze aanpassing met 50 bp "nodig" was, gezien de "stijgingsrisico's voor de prijsstabiliteit". Tegenlijk werden de niet-conventionele acties (onbepaalde herfinanciering tegen vaste rente, schorsing van de ratingcriteria om Portugese obligaties als onderpand te aanvaarden) opgevoerd als antwoord op de moeilijkheden die de financiële markten ondervonden. Het mooiste voorbeeld van dat pragmatisme was de mededeling op 7 augustus dat het effectenmarktprogramma, dat al sinds april op non-actief stond, weer werd opgestart om de spanningen op de obligaties van "perifere" landen (vooral Spanje en Italië) weg te nemen. Begin september was Trichet heel duidelijk dat de ECB liquiditeit zou blijven verschaffen zolang het Europees banksysteem zwak lijkt in de ogen van de beleggers. Doordat de Europese economie steeds meer tekenen begon te vertonen dat ze in een recessie zou verzanden, waren de twee voornaamste gebeurtenissen van het laatste kwartaal van het jaar een (geplande) voorzitterswissel en een (minder verwachte) aanpassing van het monetaire beleid. Eind oktober trad Trichet af om te worden vervangen door Mario Draghi, die zijn komst aan het hoofd van de bank vierde door de herfinancieringsrente van 1,50% te verlagen tot 1,25% tijdens zijn eerste vergadering van de Raad van Bestuur op 3 november. Een maand eerder had Trichet het ECB-arsenaal van niet-conventionele maatregelen nog versterkt door opnieuw langetermijnherfinancieringstransacties op 12 en 13 maanden (LTRO) en aankopen van gedekte obligaties in te voeren. De verlaging van de richtrente werd ingegeven door de zwakke economische activiteit, met een "intensifiëring van de neerwaartse risico's". De bbp-groei in het derde kwartaal bedroeg 0,2% voor de eurozone als geheel (dezelfde als in het tweede kwartaal), met grote verschillen tussen de landen. De bedrijfsindexen bleven verslechteren en suggereerden dat het bbp in het laatste kwartaal zal inkrimpen en waarschijnlijk ook in het eerste kwartaal van het nieuwe jaar.

Verder zal de inflatie (3% jaar op jaar in november) de komende maanden waarschijnlijk matigen. Door die situatie ging de ECB haar richtrente opnieuw met 25 basispunten verlagen op 8 december, wat het herfinancieringsstarief op 1% bracht, en kondigde ze nieuwe uitzonderlijke herfinancieringsmaatregelen aan voor de banken: de invoering van een LTRO op 3 jaar; een versoepeling van de criteria voor effecten die als onderpand worden aanvaard, ook door nationale centrale banken; een verlaging van de verplichte reserves (van 2% naar 1%). Anderzijds heeft de ECB, en dat was voorspelbaar gezien de eerdere verklaringen, geen plannen om zijn aankopen van overheidsobligaties aanzienlijk op te voeren. Ze zei dat de regeringen op dat vlak zelf hun uiterste best moesten doen. Draghi benadrukte herhaaldelijk dat de monetisatie van tekorten inging tegen de geest van de verdragen, en zei dat het SMP (Securities Market Programme, effectenmarktprogramma), dat goed was voor een totaal van 211 miljard euro per 23 december, "eeuwigdurend noch oneindig" was en bedoeld was om het monetaire beleid goed te kunnen doorvoeren. Op de top van staatshoofden en regeringsleiders van 8-9 december kreeg de ECB de taak om toezicht te houden over het EFSF en het ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme) dat het midden 2012 moet overnemen van het EFSF. Eindelijk schreven de Europese banken massaal in op de LTRO op 3 jaar van 21 december: 523 instellingen namen deel voor een totaalbedrag van 489 miljard euro.

**Obligatiemarkten: Duidelijke prijsstijging voor benchmarkoverheidsobligaties. Ook al zigzagden de Amerikaanse obligatiemarkten, die onderhevig waren aan tegenstrijdige krachten, de lente in, er werd toch een versoepelende tendens genoteerd voor de langetermijnrendementen. De versoepeling was eerst relatief bescheiden, maar werd in de loop van de zomer plots veel sterker, toen de aandelenmarkten een flinke duik namen. Daarna schommelde het rendement op de T-note op 10 jaar, die nog steeds werd ondersteund door zijn status als veilige belegging, rond 2%. Het sloot het jaar af op 1,88%, een versoepeling van 141 basispunten over de twaalf maanden. In de eurozone moet een onderscheid worden gemaakt tussen de Duitse Bund, dat in de lijn van de Amerikaanse staatsobligaties presteerde en het jaar afsloot op minder dan 2% tegenover net geen 3% eind 2010, en de obligaties van andere landen, waarvan de rendementen veel minder versoepelden (21 bp voor de OAT op 10 jaar) of aanzienlijk stegen (+230 bp voor de Italiaanse BTP op 10 jaar). De moeilijkheden van de obligaties uit de "perifere" eurolanden weerspiegelen het gebrek aan vorderingen in de oplossing van de staatsschuldencrisis, de angst voor een besmettingseffect en de bedreigde ratings van de meeste landen. De Bund was populair wegens zijn reputatie als veilige haven in het licht van de steile daling van de aandelen en de verslechterende economische vooruitzichten. Het korte einde van de Duitse curve profiteerde ook van de verlagingen van de richtrentes in de laatste helft van de periode en de verwachtingen dat die beweging zal worden voortgezet: het rendement op 2 jaar sloot het jaar af op 0,14% (het laagste niveau ooit), tegenover 0,86% eind 2010 en een piek van iets meer dan 1,90% in de lente, toe de ECB haar richtrente begon te verhogen.**

De Amerikaanse obligatiemarkten zigzagden tot midden april alvorens ze een gestage stijging inzetten. Het rendement op Amerikaanse staatsobligaties bleef van januari tot april binnen een brede marge evolueren (3,20%–3,80%) door publicaties van economische cijfers, twijfels of het wel gepast was dat de Fed haar inschikkelijke monetaire beleid aanhield en externe gebeurtenissen (Arabische Lente, aardbeving in Japan). De obligatiemarkt zette vervolgens zijn opmars door, doordat de publicatie van gemengde economische cijfers de onzekerheid over de duurzaamheid van de groei aanwakkerden en de angst voor een mogelijk faillissement van Griekenland de risicozin deed afnemen. De T-note op 10 jaar daalde onder de 3% begin juni en bleef versoepelen, en negeerde daarbij grotendeels de diverse gesprekken over de Amerikaanse staatsschuld. De ratingverlaging van de VS door Standard & Poor's op 5 augustus kon de sterke stijging van de obligatiemarkt niet afremmen. De vrees dat de Amerikaanse economie opnieuw op een recessie afstevende en de problemen die de aandelenmarkten ondervonden, overheersten en deden het rendement 125 basispunten dalen in minder dan twee maanden, van 26 juli tot 22 september, de datum waarop het rendement op Amerikaanse staatsobligaties naar 1,70% daalde, het laagste niveau van het jaar. Daarna vertoonde de obligatiemarkt geen duidelijke tendens meer tot het einde van het jaar: de T-note op 10 jaar fluctueerde tussen 1,75% en 2,40% en beide uitersten werden genoteerd in oktober. Eind december stond het rendement op 1,88%, heel dicht bij het niveau van eind september, maar 141 basispunten onder dat van eind 2010. De wijzigingen in de overheidsobligaties die als benchmark gelden, weerspiegelden die van de aandelenmarkten aan het einde van het jaar. De risicozin fluctueerde zoals verwacht en volgens het nieuws over de eurozone, aangedreven door twee topconferenties van staatshoofden en regeringsleiders. Het patroon was in beide gevallen ook hetzelfde: hoge verwachtingen vóór elke top, die de risicozin deden stijgen, en ontgoochelingen de dag na de conferentie, toen duidelijk werd dat een definitieve oplossing voor de staatsschuldencrisis nog niet voor meten was. Deze ontgoochelingen resulteerden vervolgens in een daling van de aandelen en een stijging van de benchmarkobligatiemarkten. Het nieuws uit Europa beïnvloedde de Amerikaanse markten het meest, doordat de beleggers vreesden dat de Europese staatsschuldencrisis via het financiële kanaal gevolgen zou hebben voor de Verenigde Staten. Tegen deze achtergrond beïnvloedden de conclusies van de top van 8-9 december de markt meer dan de stroom van bemoedigende voorlopende economische indicatoren die in de Verenigde Staten werden gepubliceerd, vooral tegen het einde van de periode (werkgelegenheid, ISM-indexen, consumentenvertrouwen). Zo keerde het Amerikaanse rendement op 10 jaar in december terug naar zijn dieptepunten voor het jaar toen bleek dat er nog geen duidelijke tekenen waren van een nakende overtuigende oplossing in de eurozone. Die beweging werd benadrukt door de goede belangstelling voor een veiling van langlopende Amerikaanse obligaties.



Om te beginnen steeg het rendement op de **Europese benchmarkobligatie** (de Duitse Bund op 10 jaar), net als dat van zijn Amerikaanse tegenhanger, en het kwam op zo'n 3,50% in april, het hoogste niveau van het jaar en sinds de zomer van 2009. De benchmarkstaatsobligaties voor de eurozone leden onder nog steeds sterke economische en inflatievrees. Het rendement op de Bund op 10 jaar kwam dan weer in de lijn te liggen van de Amerikaanse langetermijnrendementen, dook onder 3% eind mei, en bleef dalen door een vlucht naar veiligheid die werd gerechtvaardigd door de toenemende onzekerheid over de Europese staatsschuldencrisis. Het viel in september een flink stuk onder 2% (met een nieuw diepterecord van 1,67% op de 22e). De massale aankopen van overheidsobligaties door de ECB op 8 augustus (22 miljard euro in één enkele week), waarschijnlijk geconcentreerd op Spaanse en Italiaanse schulden (officiële statistieken vermelden niet over welke obligaties het gaat), hadden geen blijvende impact op de Duitse Bund. Die uiteindelijk verzoenende positie van de ECB, die absoluut wou vermijden dat de crisis in de perifere landen nog erger zou worden, deed de verwachtingen van een verdere monetaire verstrakking verminderen. Het Duitse rendement op 2 jaar, dat net iets meer bedroeg dan 1,90% in april en mei als gevolg van de twee stijgingen in de herfinancieringsvoet, daalde daarna aanzienlijk tot net onder 0,40% in september. Na twee renteverlagingen in november en december en verwachtingen van een verdere monetaire versoepeling sloot het het jaar af op 0,14%, het laagste niveau ooit. Het rendement op 10 jaar kende een bewogener laatste kwartaal, nog steeds als gevolg van fluctuaties in de risicozin, die op en neer ging naargelang de ontwikkelingen in de staatsschuldencrisis: onduidelijkheid rond het Griekse reddingsplan (door politieke onderhandelingen toen de tekst moest worden goedgekeurd door de nationale parlementen); politieke veranderingen in Griekenland en Italië; bedreigingen voor de ratings van de meeste lidstaten; herkapitalisatieplan voor de banken; deelname van de privésector door een aanzienlijke gedwongen verlaging van de Griekse schulden; wijzigingen aan het EFFS. Ondanks de vooruitgang die werd geboekt tijdens de toppen van staatshoofden en regeringsleiders in oktober en december, vinden de beleggers de voorgestelde oplossingen nog steeds niet direct praktisch relevant. Hoewel de overheid structurele kwesties (beter bestuur, grotere fiscale integratie) tracht aan te pakken, wat een stap in de goede richting is, lijken ze niet in staat de beleggers op korte termijn te kunnen geruststellen, vooral sinds het afglijden naar een recessie de zaken nog bemoeilijkt. Tegen deze achtergrond zochten de beleggers eens te meer hun heil in de Duitse Bund, waardoor de rendementen verder daalden (tot 1,83% aan het einde van het jaar voor het rendement op 10 jaar, een daling met 113 basispunten over de twaalf maanden) en de rendementsspread van de meeste andere landen van de eurozone verbreedden. De Bund profiteerde van zijn status als veilige belegging omdat de onzekerheid over de eurozone nooit echt wegging, wat de andere markten deprimeerde en bijvoorbeeld het Italiaanse rendement op 10 jaar meer dan 7% de hoogte in joeg. Terwijl de solidariteitsmechanismen tussen de lidstaten nog steeds niet precies zijn gedefinieerd, hebben de beleggers het moeilijk om te kalmeren in het licht van de dreigingen voor de landenratings.

**Valutamarkten: Het jaar werd gekenmerkt door de roetsjbaan waar de EUR/USD-wisselkoers in zat (tussen 1,30 en 1,50), en die uitmondde in een daling van de euro met 3,1% tegenover de dollar, wat alles bij elkaar relatief weinig is gezien alle onheil dat de eurozone de voorbije maanden te slikken heeft gekregen. De drie ingrepen van de Japanse centrale bank op de valutamarkt (waarvan één in overleg met andere centrale banken van de G7) konden niet meer doen dan de stijging van de yen vertragen (+5,5% tegenover de dollar en +8,9% tegenover de euro). De beslissing van de Zwitserse Nationale Bank om voor de EUR/CHF-wisselkoers een bodem van 1,20 in te stellen, bleek efficiënter, want de Zwitserse frank steeg over de twaalf maanden slechts 3,2% tegenover de euro. In termen van effectieve wisselkoers bleef de munt min of meer onveranderd (+1%), terwijl ze 15% was gestegen in 2010, terwijl de yen, die in 2010 ongeveer evenveel was gestegen (+16,5%), nog verder steeg met bijna 6%.**

In het begin van het jaar begon de euro aan een opwaartse trend, hoofdzakelijk geschraagd doordat een verstrakking in het monetaire beleid van de ECB werd verwacht, en naderde hij niveaus die geleden waren van december 2009, met name net geen 1,50 eind april. Vanaf mei schommelde de wisselkoers tussen 1,40 en 1,45, doordat de handelaars moeilijk konden kiezen tussen twee grote thema's, zoals blijkt uit de stijging van volatiliteit. Die steeg vanaf augustus sterk; in september bereikte ze haar hoogste niveaus sinds mei 2010 voor de G7-munten (net onder 18% voor de impliciete 1-maandsvolatiliteit van de EUR/USD-wisselkoers). Vervolgens viel ze wat terug naar het einde van het jaar, terwijl ze nog steeds goed boven de niveaus van de eerste helft van het jaar bleef (11,4% gemiddeld). De stijging van de volatiliteit over de zomer viel samen met de spanningen op alle financiële markten, waardoor de dollar steeg. Uiteindelijk werd de grens van 1,40 op 8 september overschreden, doordat een renteverlaging van de ECB werd verwacht en door onzekerheid over het Europese financiële systeem tegen de achtergrond van de staatsschuldencrisis. Daarna bewoog de EUR/USD-wisselkoers binnen een heel ruime marge (1,29–1,42), naargelang het nieuws over de ontwikkelingen in de Europese staatsschuldencrisis, de politieke reacties op die crisis en de perceptie bij de beleggers van de genomen maatregelen – allemaal factoren die de risicozin of -aversie beïnvloeden. Begin oktober was de wisselkoers net onder 1,3150 gedaald doordat een renteverlaging door de ECB werd verwacht. Ze herleefde vervolgens tot iets meer dan 1,42 na de Europese top van 26 oktober, doordat de hoge verwachtingen tot de afwikkeling van speculatieve posities tegenover de euro hadden geleid. De herwonnen sterkte van de eenheidsmunt was van korte duur: november werd overheerst door nieuwe steile dalingen op de aandelenmarkten, waardoor de dollar kon profiteren van zijn status als veilige munt. De EUR/USD-wisselkoers viel zo terug naar 1,32 om vervolgens weer lichtjes te gaan klimmen door de vernieuwde belangstelling in risicoactiva eind november en daarna door de beslissing van de centrale banken in verband met dollarswapovereenkomsten.

Begin december fluctueerde de dollar rond 1,34 euro om vanaf de 12e beduidend te gaan stijgen en weer onder 1,30 te komen aan het einde van het jaar. Dit was in feite een verzwakking van de euro, als gevolg van de conclusies van de top van staatshoofden en regeringsleiders van 8-9 december, die eens te meer weinig overtuigend waren, de renteverlagingen door de ECB en verklaringen van ratingagentschappen. Ook al lijkt de staatsschuldencrisis zijn acute fase te hebben gehad, toch blijft er onzekerheid heersen die neerwaartse druk uitoefent op de euro. Over het jaar verloor de eenheidsmunt 3,1% tegenover een korf van munten (berekeningen van de effectieve wisselkoers volgens de Bank of England), en daalde ze tot haar laagste niveau sinds midden 2010. De EUR/USD-wisselkoers sloot het jaar af op 1,2991, dat is 3,1% verlies in twaalf maanden tijd.

De USD/JPY-wisselkoers begon het jaar zonder echte tendens en bewoog zich tussen 82 en 84. Na de natuurrampen die Japan troffen, kende de wisselmarkt enkele hectische weken. De traders verwachtten snel dat er een massale repatriëring van kapitaal naar het land zou komen (vooral door verzekeraars), waardoor de yen aansterkte. De wisselkoers daalde in Azië scherp tot 76,25 op 17 maart. Door de snelle stijging van de yen stemden de ministers van Financiën van de G7 en de gouverneurs van de centrale banken op 18 maart voor het eerst sinds het jaar 2000 in met een gecoördineerde interventie op de wisselmarkt. Die beslissing overtrof de verwachtingen van de traders, die dachten dat de G7 de acties van de Japanse centrale bank enkel verbaal zouden steunen. Door de stijgende risicoaversie kon de USD/JPY-wisselkoers niet boven 85 blijven, een niveau waar hij op 6 april bovenuit kwam. De dollar daalde begin mei opnieuw en gleed terug naar 80. Het herstel van de dollar en de angst voor verdere interventies om de yen te verzwakken, stuurden de wisselkoers vervolgens terug naar 82 eind mei, waarna hij weer begon te dalen. Daardoor ging de Japanse centrale bank begin augustus weer massaal ingrijpen toen de wisselkoers op 77 kwam. Daardoor kon de dollar weer stijgen tot boven 80 yen, maar de beweging was niet houdbaar en de munt viel weer onder 76 op 19 augustus, een nieuw diepterecord, doordat de Amerikaanse rentevoeten heel laag bleven. De Japanse overheid herhaalde haar intentie om ingrijpende maatregelen te nemen tegen speculatieve bewegingen in de wisselmarkt en voerde haar dreigement op 31 oktober ook effectief door. Er waren zware ingrepen voor nodig, maar de Japanse centrale bank slaagde erin de wisselkoers weer op iets meer dan 79,50 te brengen, een niveau dat ook werd bereikt na haar vorige ingreep begin augustus. De Japanse overheid koos ervoor om zwaar tussenbeide te komen om anderen te herinneren aan de impact van muntschommelingen op de wereldeconomie. Er zat echter geen blijvende verandering in de tendens van de yen, waardoor de Japanse overheid zei dat ze elke stijging van haar valuta nauwgezet zou blijven opvolgen. Het monetaire beleid bleef heel inschikkelijk, en nieuwe kwantitatieve versoepelingsmaatregelen, zoals de verhoogde aankopen van obligaties (vooral Japanse staatsobligaties) waartoe eind oktober werd beslist, behoren tot de mogelijkheden. Daarnaast publiceerde de Japanse centrale bank herhaaldelijk heel voorzichtige commentaren over de staat de economie en verwacht ze een stagnatie van de groei tot de lente van 2012. De USD/JPY-wisselkoers sloot het jaar net onder 77 af (-5,2% tegenover eind 2010).

Door de stijging van de risicoaversie en de moeilijkheden die de eurozone ondervond, versterkte de **Zwitserse frank** beduidend vanaf de lente van 2011, nadat hij in 2010 al vrij fors was gestegen. Als antwoord op die stijging van haar valuta, nam de Zwitserse Nationale Bank in augustus een aantal maatregelen, toen de Swissie nieuwe hoogtepunten aantikte in vergelijking met zowel de euro als de dollar. Op 3 augustus verlaagde ze haar richtrente naar een marge van 0%–0,25%, met de bedoeling ze zo dicht mogelijk bij 0% te houden. De Zwitserse Nationale Bank (ZNB) heeft een aantal keren meer liquiditeit in de valutamarkt gebracht om de koers effectief naar beneden te krijgen en schakelde in september een versnelling hoger door een bodem van 1,20 CHF voor 1 EUR in te stellen, die ze zou beschermen door buitenlandse valuta's aan te kopen "in onbeperkte hoeveelheden". Ze herhaalde haar vastberadenheid tijdens haar monetairebeleidsvergadering, en zei dat de deflatierisico's waren toegenomen. Tot dusver lijkt de ZNB de observatoren te kunnen overtuigen, en de druk van zakenlui zou ertoe kunnen leiden dat die bodem wordt opgetrokken. Na op 9 augustus te hebben geflirt met een koers van 1 EUR = 1 CHF, sloot de EUR/CHF-wisselkoers het jaar af op 1,2142, dat is 3,1% verlies in twaalf maanden tijd.

## Vooruitzichten

Nog een teleurstellende Europese top voor de beleggers, omdat hij geen concrete voorstellen opleverde over manieren om de mechanismen te versterken die de markten rechtstreeks zouden kunnen beïnvloeden. De Europese leiders werken al maanden aan institutionele hervormingen, die alleen al door de aard ervan niet kunnen voldoen aan de wensen van wie op de financiële markten actief is en maatregelen wil met een directere impact. Ondanks de nieuwe vorderingen in de richting van meer fiscale integratie die aan het einde van de vergadering van staatshoofden en regeringsleiders op 8-9 december werden voorgesteld, bleef de nervositeit over de staatsschuldencrisis overheersen. Tegelijk zijn de economische cijfers die in de Verenigde Staten werden gepubliceerd, verbeterd, in tegenstelling tot wat te zien was in de eurozone - die in een recessie terecht kwam - en in een aantal opkomende landen, waar de groei aanzienlijk is vertraagd. De wereldwijde economische vooruitzichten blijven gemengd, maar aangezien de beleggers doorgaans meer bekommerd zijn om de Amerikaanse cijfers, zou de economische achtergrond meer steun moeten bieden aan de risicoactiva, vooral nu een aantal opkomende landen hun monetaire beleid hebben versoepeld.

Zo bleef het einde van het handelsjaar gekenmerkt door een zekere nervositeit, die nog tot in het vroege deel van 2012 zou kunnen aanhouden, aangezien wereldwijde groei waarschijnlijk bescheiden zal blijven, terwijl de staatsschuldencrisis in Europa nog niet is opgelost, en om de mogelijke oplossingen, waaronder die van een ultieme kredietverschaffer, te implementeren, zal tijd nodig zijn.

## Wijzigingen

### Obligatiemarkten

Rendementen op 10 jaar	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
US T-note	1,88	3,29	(42,86)%
JGB	0,99	1,13	(12,39)%
OAT	3,15	3,36	(6,25)%
Bund	1,83	2,96	(38,18)%

### Valutamarkten

Slotkoersen Europa	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
EUR/USD	1,2991	1,3409	(3,12) %
USD/JPY	76,94	81,14	(5,18) %
EUR/JPY	99,95	108,80	(8,13) %
EUR/GBP	0,8345	0,8588	(2,83) %
GBP/USD	1,5560	1,5615	(0,35) %
EUR/CHF	1,2142	1,2529	(3,09) %
USD/CHF	0,9347	0,9343	0,04 %

### Aandelenmarkten

	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
EuroStoxx 50	2 316,55	2 792,82	(17,05) %
Stoxx 50	2 369,52	2 586,46	(8,39) %
CAC 40	3 159,81	3 804,78	(16,95) %
Xetra DAX	5 898,35	6 914,19	(14,69) %
Footsie 100	5 572,28	5 899,94	(5,55) %
SMI	5 936,23	6 436,04	(7,77) %
Dow Jones 30	12 217,56	11 577,51	5,53 %
Nasdaq	2 605,15	2 652,87	(1,80) %
S&P 500	1 257,6	1 257,64	0,00 %
Nikkei 225	8 455,35	10 228,92	(17,34) %
Topix	728,61	898,8	(18,94) %
MSCI all countries (*)	299,51	330,64	(9,42) %
MSCI Emergents (*)	916,39	1 151,38	(20,41) %

(\*) in USD

## Fondsenactiviteit in 2011

De doelstelling van het fonds bestaat erin het rendement van de FTSE NAREIT EPRA Eurozone Price Return + dividenden te kopiëren.

De benchmark die de referentie-index het dichtste benadert, is de FTSE NAREIT EPRA Eurozone Net Return (NEPEU).

Het heeft 1 aandelenklasse in EUR: Klasse A EUR.

Tussen 30 december 2010 en 30 december 2011, de laatste officiële Netto-Inventariswaarde (NIW) van het jaar, bedroeg het rendement van het fonds (15,23)%.

Ondertussen bedroeg het rendement van de benchmark (15,23)%.

De Raad van Bestuur van  
BNP Paribas Investment Partners Luxembourg

Luxemburg, 16 januari 2012

*Opmerking: De informatie in dit rapport is historisch en is niet noodzakelijk een indicatie van toekomstige prestaties.*

## *Verlag van de Beheerder*

### Financiële markt in 2011

**Aandelenmarkten: de grote aandelenmarktindexen presteerden in het eerste deel van het jaar redelijk goed, dankzij goede bedrijfsresultaten en een expansief monetair beleid in de VS. Zij boden relatief goed weerstand aan de externe gebeurtenissen (aardbeving in Japan, Arabische Lente) in de eerste helft van het jaar, al presteerden ze iets onregelmatiger. In de zomer namen de aandelen een flinke duik door slecht nieuws, zowel economisch (teleurstellende economische situatie in de VS en angst voor een nieuwe recessie), politiek als financieel (staatsschuldencrisis in Europa met de specifieke problemen van Griekenland). In de herfst kwam er een herleving door de verbeterende economische vooruitzichten, maar de recurrente problemen in de eurozone (met name het besmettingseffect naar Italië) belemmerden een opwaartse tendens. Het eindresultaat tijdens het jaar was heel negatief; de MSCI AC World-index corrigeerde met 9,4% en de MSCI Emerging-index met 20,4%.**

De nogal gemengde prestaties van de aandelenindexen in de eerste helft van het jaar (de MSCI AC World won 3,4% over de zes maanden) was minder te wijten aan de stijging van de geopolitieke risico's in de Arabische wereld en de ramp die werd veroorzaakt door de aardbeving in Japan dan aan angst over de herleving van de Amerikaanse economie en de toestand van de staatsfinanciën in Europa. Deze factoren veroorzaakten ook een duidelijke val van de aandelen tijdens de zomer. De Amerikaanse bbp-groei vertraagde in het eerste en tweede kwartaal, en de bedrijfs- en consumentenindexen gaven aan dat de activiteit aan kracht verloor. De proliferatie van onderzoeken die in dezelfde negatieve richting wezen, verhoogde het pessimisme bij de beleggers en zette het Monetary Policy Committee van de Federal Reserve (het FOMC) ertoe aan te zeggen dat de Fed Funds-voet ongewijzigd zou blijven tot in 2013. Hoe dan ook bleven bepaalde gegevens minder zorgwekkend, zoals de ISM-indexen, die tijdens de drie zomermaanden boven 50 bleven. Op 21 september werden er nieuwe monetaire beleidsmaatregelen aangekondigd om de langetermijn- en de hypotheekrente te versoepelen. De markten hadden deze verschillende economische beleidsingrepen grotendeels verwacht, waardoor ze slechts een beperkt effect hadden op de beleggers, die niet langer geloofden dat een renteverlaging veel effect kon hebben in een omgeving waarin de schulden worden teruggedrongen en de rentevoeten al heel laag zijn. Na een schokkend derde kwartaal waarin de MSCI AC World-index 17,9% moest inleveren, ontvingen de financiële markten de verbeterende economische vooruitzichten echter met open armen. In de eerste maand van het vierde kwartaal herleefden de aandelen daardoor sterk, tegen een achtergrond die globaal geruststellender bleek voor de beleggers, doordat het vooruitzicht dat de Amerikaanse economie in een nieuwe recessie zou terechtkomen, afnam met de publicatie van betere economische cijfers dan verwacht. Voor de Verenigde Staten kwamen de indexen die worden berekend door algemene voorspellingen en gepubliceerde gegevens ("economische verrassingen") met elkaar te vergelijken, in oktober voor het eerst sinds mei terug naar positief terrein en begin december klommen ze terug naar hun hoogste niveau sinds maart. Tegen deze achtergrond leken de beleggers de politieke besluiteloosheid in de eurozone te negeren – ten minste aanvankelijk. De verwachtingen betreffende de conclusies van de Europese top van 26 oktober wakkerde de opleving van de risicoactiva aan, waardoor de MSCI AC World 17% steeg tussen 4 en 28 oktober, terwijl de volatiliteit (zoals gemeten door de VIX) versoepelde van 45% (dicht bij de hoogtepunten van begin augustus) tot zo'n 25%. Hij sloot het jaar net onder 24 af, tegenover een gemiddelde van 18% in de eerste helft van het jaar (met daarin een piek van 30% op het moment van de tsunami in Japan). In de laatste twee maanden van het jaar leidde nieuwe bezorgdheid over de Europese staatsschuldencrisis echter tot onregelmatige schommelingen van de aandelen, met als uiteindelijk nettoresultaat een verlies over het jaar van 9,4% voor de MSCI AC World en 20,4% voor de MSCI Emerging.

De geografische en sectorale veranderingen over het jaar zijn een weerspiegeling van de bekommernissen die de beleggers bezighielden: in Europa veroorzaakte de zware blootstelling van de banken aan overheidsobligaties angst, omdat de crisis zich uitbreidde buiten Griekenland. De vrees over Italië en de aanzienlijke verstrakking van de langetermijnrendementen die daaruit voortvloeide, hielden vooral de financiële effecten onder druk. De maatregelen die werden overwogen tijdens de diverse topconferenties "van de laatste kans" tijdens het jaar (21 juli, 26 oktober, 8-9 december) boden geen definitieve oplossing en zeker geen oplossing die snel kon worden geïmplementeerd, waardoor de bankaandelen heel zwak bleven. Verder remde het vooruitzicht dat de eurozone in een recessie zou terechtkomen eind 2011 ook de industriële en cyclische aandelen af. De rendementen van de aandelenmarkten in de eurozone liepen sterk uiteen: de Eurostoxx 50 en de Franse CAC 40 verloren beide zo'n 17%, terwijl de Duitse DAX beter weerstand bood (15%) en de Spaanse en Italiaanse markten respectievelijk 27% en 21% moesten inleveren, en Griekenland zelfs 60%. In de Verenigde Staten werden de indexen dan weer geschraagd door de gestage stroom van goed economisch nieuws vanaf de herfst, waardoor de Dow Jones 30 over het jaar een stijging liet optekenen van 5,5% en de S&P 500 het jaar ongewijzigd kon afronden op 1.260. De Japanse indexen kregen zware klappen in het eerste kwartaal door de gevolgen van de natuurramp die het land trof. Daarna konden tekenen van een snelle normalisering in de productie de aandelen steun bieden, vooral de aandelen van ondernemingen met een blootstelling aan de binnenlandse vraag. Anderzijds schaadde de sterkte van de yen de aandelenmarktrendementen van export aandelen. Het nettoresultaat voor het jaar was dan ook heel negatief: de Nikkei 225 daalde met 17%.

**Monetair beleid:** In het licht van een sputterende economie die geen overtuigende verbetering bracht in de werkgelegenheid, hield de Fed een heel inschikkelijk monetair beleid aan. Ze voegde die maatregel in september toe aan haar arsenaal om de rente over de hele curve laag te houden en zei dat ze misschien nog bijkomende kwantitatieve maatregelen zou nemen. De ECB was in april aan een voorzichtige normalisering begonnen, door de herfinancieringsrente tweemaal te verhogen met 25 basispunten. Ze veranderde in september duidelijk van toon en keerde haar monetaire beleid in november om, na de komst van haar nieuwe voorzitter. Mario Draghi verlaagde de herfinancieringsrente tweemaal met 25 basispunten (tot 1% in december) en nam ongeziene maatregelen om de herfinancieringsmogelijkheden van de banken te verzekeren. De ECB ging tijdens de zomer weer overheidsobligaties aankopen, maar die worden nog steeds voorgesteld als een instrument om het monetaire beleid vlotter te laten verlopen.

De voorbije twaalf maanden werd de **Fed Funds**-richtrente in de VS binnen de marge gehouden die als sinds december 2008 geldt (0-0,25%), en de Fed kondigde in augustus 2011 aan dat ze tot midden 2013 op dat niveau zou blijven. De kwantitatieve maatregelen (aankopen van USD 600 miljard aan T-notes), QE2 genoemd, ging door zoals gepland tot juni 2011. De Fed kondigde in september aan dat ze een radicale wijziging zou doorvoeren in de opmaak van haar balans ("Operation Twist"), om de gemiddelde looptijd van haar obligatieportefeuille te verhogen door kortlopende schatkistcertificaten (van 3 maanden tot 3 jaar) te verkopen en langerlopende schatkistcertificaten te kopen. Daarenboven kondigde de Fed aan dat de opbrengsten op de vervaldag van obligaties van agentschappen en door een hypotheek gedekte effecten voortaan zou worden herbelegd in door een hypotheek gedekte effecten, ter ondersteuning van de vastgoedmarkt. Dat is strikt gezien geen QE3, omdat dat niets verandert aan de grootte van de balans, maar deze beslissing werd gemotiveerd door een voorzichtig blijvende kijk op de groeiverwachtingen, ondanks de voorzichtige toename van de economische activiteit in de herfst. De Fed verwacht niet dat de werkloosheidsgraad aanzienlijk onder de 8% zal dalen vóór 2014 en projecteert als langetermijnniveau een cijfer tussen 5,2% en 6%, terwijl ze vroeger dacht dat die op een lager niveau zou stabiliseren (5,2-5,6%). Die omzichtigheid suggereert dat het monetaire beleid heel inschikkelijk zal worden gehouden, of zelfs dat er weldra, zelfs nog vóór juni 2012 (het gepland einde van "Operation Twist"), een nieuw programma voor kwantitatieve versoepeling zal worden aangekondigd; de problemen op de wereldwijde financiële markten werden duidelijk geïdentificeerd als neerwaartse risico's om de economische vooruitzichten. Als reactie op de aanhoudende staatsschuldencrisis in de eurozone kondigde de Fed op 30 november, samen met vijf andere centrale banken (de Bank of England, de Bank of Canada, de ECB, de Japanse centrale bank en de Zwitserse Nationale Bank) een gezamenlijke actie aan met de bedoeling het wereldwijde financiële systeem meer liquiditeit te kunnen bieden, om de spanningen op de markten weg te nemen en ervoor te zorgen dat consumenten en ondernemingen makkelijker kredieten konden krijgen. Deze maatregelen bestonden uit een verlaging met 50 basispunten in de rente voor liquiditeitsswapovereenkomsten in USD. Die internationale samenwerking ontvingen de beleggers met open armen: ze weerspiegelt zowel het engagement van de centrale banken als hun vastberadenheid om bijkomende moeilijkheden te voorkomen. De belangrijkste vergaderingen in 2012 zullen die van twee dagen zijn (januari, april, juni en oktober), omdat zij zullen worden gevolgd door een persconferentie en bijgevolg de Fed-voorzitter de gelegenheid kunnen geven om gedetailleerde uitleg te geven en de verwachtingen bij te sturen als zou worden beslist om een nieuwe fase van kwantitatieve versoepeling te starten.

Eerst verhoogde de **Europese Centrale Bank** (ECB) haar herfinancieringsrente tweemaal (in april en juli), tot 1,50%, van de 1% waar ze al sinds mei 2009 stond. Ze had haar toon sinds het begin van het jaar aanzienlijk verstrengd, en Jean-Claude Trichet zei in augustus dat deze aanpassing met 50 bp "nodig" was, gezien de "stijgingsrisico's voor de prijsstabiliteit". Tegenlijk werden de niet-conventionele acties (onbepaalde herfinanciering tegen vaste rente, schorsing van de ratingcriteria om Portugese obligaties als onderpand te aanvaarden) opgevoerd als antwoord op de moeilijkheden die de financiële markten ondervonden. Het mooiste voorbeeld van dat pragmatisme was de mededeling op 7 augustus dat het effectenmarktprogramma, dat al sinds april op non-actief stond, weer werd opgestart om de spanningen op de obligaties van "perifere" landen (vooral Spanje en Italië) weg te nemen. Begin september was Trichet heel duidelijk dat de ECB liquiditeit zou blijven verschaffen zolang het Europees banksysteem zwak lijkt in de ogen van de beleggers. Doordat de Europese economie steeds meer tekenen begon te vertonen dat ze in een recessie zou verzanden, waren de twee voornaamste gebeurtenissen van het laatste kwartaal van het jaar een (geplande) voorzitterswissel en een (minder verwachte) aanpassing van het monetaire beleid. Eind oktober trad Trichet af om te worden vervangen door Mario Draghi, die zijn komst aan het hoofd van de bank vierde door de herfinancieringsrente van 1,50% te verlagen tot 1,25% tijdens zijn eerste vergadering van de Raad van Bestuur op 3 november. Een maand eerder had Trichet het ECB-arsenaal van niet-conventionele maatregelen nog versterkt door opnieuw langetermijnherfinancieringstransacties op 12 en 13 maanden (LTRO) en aankopen van gedekte obligaties in te voeren. De verlaging van de richtrente werd ingegeven door de zwakke economische activiteit, met een "intensifiëring van de neerwaartse risico's". De bbp-groei in het derde kwartaal bedroeg 0,2% voor de eurozone als geheel (dezelfde als in het tweede kwartaal), met grote verschillen tussen de landen. De bedrijfsindexen bleven verslechteren en suggereerden dat het bbp in het laatste kwartaal zal inkrimpen en waarschijnlijk ook in het eerste kwartaal van het nieuwe jaar.

Verder zal de inflatie (3% jaar op jaar in november) de komende maanden waarschijnlijk matigen. Door die situatie ging de ECB haar richtrente opnieuw met 25 basispunten verlagen op 8 december, wat het herfinancieringsstarief op 1% bracht, en kondigde ze nieuwe uitzonderlijke herfinancieringsmaatregelen aan voor de banken: de invoering van een LTRO op 3 jaar; een versoepeling van de criteria voor effecten die als onderpand worden aanvaard, ook door nationale centrale banken; een verlaging van de verplichte reserves (van 2% naar 1%). Anderzijds heeft de ECB, en dat was voorspelbaar gezien de eerdere verklaringen, geen plannen om zijn aankopen van overheidsobligaties aanzienlijk op te voeren. Ze zei dat de regeringen op dat vlak zelf hun uiterste best moesten doen. Draghi benadrukte herhaaldelijk dat de monetisatie van tekorten inging tegen de geest van de verdragen, en zei dat het SMP (Securities Market Programme, effectenmarktprogramma), dat goed was voor een totaal van 211 miljard euro per 23 december, "eeuwigdurend noch oneindig" was en bedoeld was om het monetaire beleid goed te kunnen doorvoeren. Op de top van staatshoofden en regeringsleiders van 8-9 december kreeg de ECB de taak om toezicht te houden over het EFFS en het ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme) dat het midden 2012 moet overnemen van het EFFS. Eindelijk schreven de Europese banken massaal in op de LTRO op 3 jaar van 21 december: 523 instellingen namen deel voor een totaalbedrag van 489 miljard euro.

**Obligatiemarkten: Duidelijke prijsstijging voor benchmarkoverheidsobligaties. Ook al zigzagden de Amerikaanse obligatiemarkten, die onderhevig waren aan tegenstrijdige krachten, de lente in, er werd toch een versoepelende tendens genoteerd voor de langetermijnrendementen. De versoepeling was eerst relatief bescheiden, maar werd in de loop van de zomer plots veel sterker, toen de aandelenmarkten een flinke duik namen. Daarna schommelde het rendement op de T-note op 10 jaar, die nog steeds werd ondersteund door zijn status als veilige belegging, rond 2%. Het sloot het jaar af op 1,88%, een versoepeling van 141 basispunten over de twaalf maanden. In de eurozone moet een onderscheid worden gemaakt tussen de Duitse Bund, dat in de lijn van de Amerikaanse staatsobligaties presteerde en het jaar afsloot op minder dan 2% tegenover net geen 3% eind 2010, en de obligaties van andere landen, waarvan de rendementen veel minder versoepelden (21 bp voor de OAT op 10 jaar) of aanzienlijk stegen (+230 bp voor de Italiaanse BTP op 10 jaar). De moeilijkheden van de obligaties uit de "perifere" eurolanden weerspiegelen het gebrek aan vorderingen in de oplossing van de staatsschuldencrisis, de angst voor een besmettingseffect en de bedreigde ratings van de meeste landen. De Bund was populair wegens zijn reputatie als veilige haven in het licht van de steile daling van de aandelen en de verslechterende economische vooruitzichten. Het korte einde van de Duitse curve profiteerde ook van de verlagingen van de richtrentes in de laatste helft van de periode en de verwachtingen dat die beweging zal worden voortgezet: het rendement op 2 jaar sloot het jaar af op 0,14% (het laagste niveau ooit), tegenover 0,86% eind 2010 en een piek van iets meer dan 1,90% in de lente, toe de ECB haar richtrente begon te verhogen.**

De Amerikaanse obligatiemarkten zigzagden tot midden april alvorens ze een gestage stijging inzetten. Het rendement op Amerikaanse staatsobligaties bleef van januari tot april binnen een brede marge evolueren (3,20%–3,80%) door publicaties van economische cijfers, twijfels of het wel gepast was dat de Fed haar inschikkelijke monetaire beleid aanhield en externe gebeurtenissen (Arabische Lente, aardbeving in Japan). De obligatiemarkt zette vervolgens zijn opmars door, doordat de publicatie van gemengde economische cijfers de onzekerheid over de duurzaamheid van de groei aanwakkerden en de angst voor een mogelijk faillissement van Griekenland de risicozin deed afnemen. De T-note op 10 jaar daalde onder de 3% begin juni en bleef versoepelen, en negeerde daarbij grotendeels de diverse gesprekken over de Amerikaanse staatsschuld. De ratingverlaging van de VS door Standard & Poor's op 5 augustus kon de sterke stijging van de obligatiemarkt niet afremmen. De vrees dat de Amerikaanse economie opnieuw op een recessie afstevende en de problemen die de aandelenmarkten ondervonden, overheersten en deden het rendement 125 basispunten dalen in minder dan twee maanden, van 26 juli tot 22 september, de datum waarop het rendement op Amerikaanse staatsobligaties naar 1,70% daalde, het laagste niveau van het jaar. Daarna vertoonde de obligatiemarkt geen duidelijke tendens meer tot het einde van het jaar: de T-note op 10 jaar fluctueerde tussen 1,75% en 2,40% en beide uitersten werden genoteerd in oktober. Eind december stond het rendement op 1,88%, heel dicht bij het niveau van eind september, maar 141 basispunten onder dat van eind 2010. De wijzigingen in de overheidsobligaties die als benchmark gelden, weerspiegelden die van de aandelenmarkten aan het einde van het jaar. De risicozin fluctueerde zoals verwacht en volgens het nieuws over de eurozone, aangedreven door twee topconferenties van staatshoofden en regeringsleiders. Het patroon was in beide gevallen ook hetzelfde: hoge verwachtingen vóór elke top, die de risicozin deden stijgen, en ontgoochelingen de dag na de conferentie, toen duidelijk werd dat een definitieve oplossing voor de staatsschuldencrisis nog niet voor meten was. Deze ontgoochelingen resulteerden vervolgens in een daling van de aandelen en een stijging van de benchmarkobligatiemarkten. Het nieuws uit Europa beïnvloedde de Amerikaanse markten het meest, doordat de beleggers vreesden dat de Europese staatsschuldencrisis via het financiële kanaal gevolgen zou hebben voor de Verenigde Staten. Tegen deze achtergrond beïnvloedden de conclusies van de top van 8-9 december de markt meer dan de stroom van bemoedigende voorlopende economische indicatoren die in de Verenigde Staten werden gepubliceerd, vooral tegen het einde van de periode (werkgelegenheid, ISM-indexen, consumentenvertrouwen). Zo keerde het Amerikaanse rendement op 10 jaar in december terug naar zijn dieptepunten voor het jaar toen bleek dat er nog geen duidelijke tekenen waren van een nakende overtuigende oplossing in de eurozone. Die beweging werd benadrukt door de goede belangstelling voor een veiling van langlopende Amerikaanse obligaties.

Om te beginnen steeg het rendement op de **Europese benchmarkobligatie** (de Duitse Bund op 10 jaar), net als dat van zijn Amerikaanse tegenhanger, en het kwam op zo'n 3,50% in april, het hoogste niveau van het jaar en sinds de zomer van 2009. De benchmarkstaatsobligaties voor de eurozone leden onder nog steeds sterke economische en inflatievrees. Het rendement op de Bund op 10 jaar kwam dan weer in de lijn te liggen van de Amerikaanse langetermijnrendementen, dook onder 3% eind mei, en bleef dalen door een vlucht naar veiligheid die werd gerechtvaardigd door de toenemende onzekerheid over de Europese staatsschuldencrisis. Het viel in september een flink stuk onder 2% (met een nieuw diepterecord van 1,67% op de 22e). De massale aankopen van overheidsobligaties door de ECB op 8 augustus (22 miljard euro in één enkele week), waarschijnlijk geconcentreerd op Spaanse en Italiaanse schulden (officiële statistieken vermelden niet over welke obligaties het gaat), hadden geen blijvende impact op de Duitse Bund. Die uiteindelijk verzoenende positie van de ECB, die absoluut wou vermijden dat de crisis in de perifere landen nog erger zou worden, deed de verwachtingen van een verdere monetaire verstrakking verminderen. Het Duitse rendement op 2 jaar, dat net iets meer bedroeg dan 1,90% in april en mei als gevolg van de twee stijgingen in de herfinancieringsvoet, daalde daarna aanzienlijk tot net onder 0,40% in september. Na twee renteverlagingen in november en december en verwachtingen van een verdere monetaire versoepeling sloot het het jaar af op 0,14%, het laagste niveau ooit. Het rendement op 10 jaar kende een bewogener laatste kwartaal, nog steeds als gevolg van fluctuaties in de risicozin, die op en neer ging naargelang de ontwikkelingen in de staatsschuldencrisis: onduidelijkheid rond het Griekse reddingsplan (door politieke onderhandelingen toen de tekst moest worden goedgekeurd door de nationale parlementen); politieke veranderingen in Griekenland en Italië; bedreigingen voor de ratings van de meeste lidstaten; herkapitalisatieplan voor de banken; deelname van de privésector door een aanzienlijke gedwongen verlaging van de Griekse schulden; wijzigingen aan het EFFS. Ondanks de vooruitgang die werd geboekt tijdens de toppen van staatshoofden en regeringsleiders in oktober en december, vinden de beleggers de voorgestelde oplossingen nog steeds niet direct praktisch relevant. Hoewel de overheid structurele kwesties (beter bestuur, grotere fiscale integratie) tracht aan te pakken, wat een stap in de goede richting is, lijken ze niet in staat de beleggers op korte termijn te kunnen geruststellen, vooral sinds het afglijden naar een recessie de zaken nog bemoeilijkt. Tegen deze achtergrond zochten de beleggers eens te meer hun heil in de Duitse Bund, waardoor de rendementen verder daalden (tot 1,83% aan het einde van het jaar voor het rendement op 10 jaar, een daling met 113 basispunten over de twaalf maanden) en de rendementsspread van de meeste andere landen van de eurozone verbreedden. De Bund profiteerde van zijn status als veilige belegging omdat de onzekerheid over de eurozone nooit echt wegging, wat de andere markten deprimeerde en bijvoorbeeld het Italiaanse rendement op 10 jaar meer dan 7% de hoogte in joeg. Terwijl de solidariteitsmechanismen tussen de lidstaten nog steeds niet precies zijn gedefinieerd, hebben de beleggers het moeilijk om te kalmeren in het licht van de dreigingen voor de landenratings.

**Valutamarkten: Het jaar werd gekenmerkt door de roetsjbaan waar de EUR/USD-wisselkoers in zat (tussen 1,30 en 1,50), en die uitmondde in een daling van de euro met 3,1% tegenover de dollar, wat alles bij elkaar relatief weinig is gezien alle onheil dat de eurozone de voorbije maanden te slikken heeft gekregen. De drie ingrepen van de Japanse centrale bank op de valutamarkt (waarvan één in overleg met andere centrale banken van de G7) konden niet meer doen dan de stijging van de yen vertragen (+5,5% tegenover de dollar en +8,9% tegenover de euro). De beslissing van de Zwitserse Nationale Bank om voor de EUR/CHF-wisselkoers een bodem van 1,20 in te stellen, bleek efficiënter, want de Zwitserse frank steeg over de twaalf maanden slechts 3,2% tegenover de euro. In termen van effectieve wisselkoers bleef de munt min of meer onveranderd (+1%), terwijl ze 15% was gestegen in 2010, terwijl de yen, die in 2010 ongeveer evenveel was gestegen (+16,5%), nog verder steeg met bijna 6%.**

In het begin van het jaar begon de euro aan een opwaartse trend, hoofdzakelijk geschraagd doordat een verstrakking in het monetaire beleid van de ECB werd verwacht, en naderde hij niveaus die geleden waren van december 2009, met name net geen 1,50 eind april. Vanaf mei schommelde de wisselkoers tussen 1,40 en 1,45, doordat de handelaars moeilijk konden kiezen tussen twee grote thema's, zoals blijkt uit de stijging van volatiliteit. Die steeg vanaf augustus sterk; in september bereikte ze haar hoogste niveaus sinds mei 2010 voor de G7-munten (net onder 18% voor de impliciete 1-maandsvolatiliteit van de EUR/USD-wisselkoers). Vervolgens viel ze wat terug naar het einde van het jaar, terwijl ze nog steeds goed boven de niveaus van de eerste helft van het jaar bleef (11,4% gemiddeld). De stijging van de volatiliteit over de zomer viel samen met de spanningen op alle financiële markten, waardoor de dollar steeg. Uiteindelijk werd de grens van 1,40 op 8 september overschreden, doordat een renteverlaging van de ECB werd verwacht en door onzekerheid over het Europese financiële systeem tegen de achtergrond van de staatsschuldencrisis. Daarna bewoog de EUR/USD-wisselkoers binnen een heel ruime marge (1,29–1,42), naargelang het nieuws over de ontwikkelingen in de Europese staatsschuldencrisis, de politieke reacties op die crisis en de perceptie bij de beleggers van de genomen maatregelen – allemaal factoren die de risicozin of -aversie beïnvloeden. Begin oktober was de wisselkoers net onder 1,3150 gedaald doordat een renteverlaging door de ECB werd verwacht. Ze herleefde vervolgens tot iets meer dan 1,42 na de Europese top van 26 oktober, doordat de hoge verwachtingen tot de afwikkeling van speculatieve posities tegenover de euro hadden geleid. De herwonnen sterkte van de eenheidsmunt was van korte duur: november werd overheerst door nieuwe steile dalingen op de aandelenmarkten, waardoor de dollar kon profiteren van zijn status als veilige munt. De EUR/USD-wisselkoers viel zo terug naar 1,32 om vervolgens weer lichtjes te gaan klimmen door de vernieuwde belangstelling in risicoactiva eind november en daarna door de beslissing van de centrale banken in verband met dollarswapovereenkomsten.



Begin december fluctueerde de dollar rond 1,34 euro om vanaf de 12e beduidend te gaan stijgen en weer onder 1,30 te komen aan het einde van het jaar. Dit was in feite een verzwakking van de euro, als gevolg van de conclusies van de top van staatshoofden en regeringsleiders van 8-9 december, die eens te meer weinig overtuigend waren, de renteverlagingen door de ECB en verklaringen van ratingagentschappen. Ook al lijkt de staatsschuldencrisis zijn acute fase te hebben gehad, toch blijft er onzekerheid heersen die neerwaartse druk uitoefent op de euro. Over het jaar verloor de eenheidsmunt 3,1% tegenover een korf van munten (berekeningen van de effectieve wisselkoers volgens de Bank of England), en daalde ze tot haar laagste niveau sinds midden 2010. De EUR/USD-wisselkoers sloot het jaar af op 1,2991, dat is 3,1% verlies in twaalf maanden tijd.

De USD/JPY-wisselkoers begon het jaar zonder echte tendens en bewoog zich tussen 82 en 84. Na de natuurrampen die Japan troffen, kende de wisselmarkt enkele hectische weken. De traders verwachtten snel dat er een massale repatriëring van kapitaal naar het land zou komen (vooral door verzekeraars), waardoor de yen aansterkte. De wisselkoers daalde in Azië scherp tot 76,25 op 17 maart. Door de snelle stijging van de yen stemden de ministers van Financiën van de G7 en de gouverneurs van de centrale banken op 18 maart voor het eerst sinds het jaar 2000 in met een gecoördineerde interventie op de wisselmarkt. Die beslissing overtrof de verwachtingen van de traders, die dachten dat de G7 de acties van de Japanse centrale bank enkel verbaal zouden steunen. Door de stijgende risicoaversie kon de USD/JPY-wisselkoers niet boven 85 blijven, een niveau waar hij op 6 april bovenuit kwam. De dollar daalde begin mei opnieuw en gleed terug naar 80. Het herstel van de dollar en de angst voor verdere interventies om de yen te verzwakken, stuurden de wisselkoers vervolgens terug naar 82 eind mei, waarna hij weer begon te dalen. Daardoor ging de Japanse centrale bank begin augustus weer massaal ingrijpen toen de wisselkoers op 77 kwam. Daardoor kon de dollar weer stijgen tot boven 80 yen, maar de beweging was niet houdbaar en de munt viel weer onder 76 op 19 augustus, een nieuw diepterecord, doordat de Amerikaanse rentevoeten heel laag bleven. De Japanse overheid herhaalde haar intentie om ingrijpende maatregelen te nemen tegen speculatieve bewegingen in de wisselmarkt en voerde haar dreigement op 31 oktober ook effectief door. Er waren zware ingrepen voor nodig, maar de Japanse centrale bank slaagde erin de wisselkoers weer op iets meer dan 79,50 te brengen, een niveau dat ook werd bereikt na haar vorige ingreep begin augustus. De Japanse overheid koos ervoor om zwaar tussenbeide te komen om anderen te herinneren aan de impact van muntschommelingen op de wereldeconomie. Er zat echter geen blijvende verandering in de tendens van de yen, waardoor de Japanse overheid zei dat ze elke stijging van haar valuta nauwgezet zou blijven opvolgen. Het monetaire beleid bleef heel inschikkelijk, en nieuwe kwantitatieve versoepelingsmaatregelen, zoals de verhoogde aankopen van obligaties (vooral Japanse staatsobligaties) waartoe eind oktober werd beslist, behoren tot de mogelijkheden. Daarnaast publiceerde de Japanse centrale bank herhaaldelijk heel voorzichtige commentaren over de staat de economie en verwacht ze een stagnatie van de groei tot de lente van 2012. De USD/JPY-wisselkoers sloot het jaar net onder 77 af (-5,2% tegenover eind 2010).

Door de stijging van de risicoaversie en de moeilijkheden die de eurozone ondervond, versterkte de **Zwitserse frank** beduidend vanaf de lente van 2011, nadat hij in 2010 al vrij fors was gestegen. Als antwoord op die stijging van haar valuta, nam de Zwitserse Nationale Bank in augustus een aantal maatregelen, toen de Swissie nieuwe hoogtepunten aantikte in vergelijking met zowel de euro als de dollar. Op 3 augustus verlaagde ze haar richtrente naar een marge van 0%–0,25%, met de bedoeling ze zo dicht mogelijk bij 0% te houden. De Zwitserse Nationale Bank (ZNB) heeft een aantal keren meer liquiditeit in de valutamarkt gebracht om de koers effectief naar beneden te krijgen en schakelde in september een versnelling hoger door een bodem van 1,20 CHF voor 1 EUR in te stellen, die ze zou beschermen door buitenlandse valuta's aan te kopen "in onbeperkte hoeveelheden". Ze herhaalde haar vastberadenheid tijdens haar monetairebeleidsvergadering, en zei dat de deflatierisico's waren toegenomen. Tot dusver lijkt de ZNB de observatoren te kunnen overtuigen, en de druk van zakenlui zou ertoe kunnen leiden dat die bodem wordt opgetrokken. Na op 9 augustus te hebben geflirt met een koers van 1 EUR = 1 CHF, sloot de EUR/CHF-wisselkoers het jaar af op 1,2142, dat is 3,1% verlies in twaalf maanden tijd.

## Vooruitzichten

Nog een teleurstellende Europese top voor de beleggers, omdat hij geen concrete voorstellen opleverde over manieren om de mechanismen te versterken die de markten rechtstreeks zouden kunnen beïnvloeden. De Europese leiders werken al maanden aan institutionele hervormingen, die alleen al door de aard ervan niet kunnen voldoen aan de wensen van wie op de financiële markten actief is en maatregelen wil met een directere impact. Ondanks de nieuwe vorderingen in de richting van meer fiscale integratie die aan het einde van de vergadering van staatshoofden en regeringsleiders op 8-9 december werden voorgesteld, bleef de nervositeit over de staatsschuldencrisis overheersen. Tegelijk zijn de economische cijfers die in de Verenigde Staten werden gepubliceerd, verbeterd, in tegenstelling tot wat te zien was in de eurozone - die in een recessie terecht kwam - en in een aantal opkomende landen, waar de groei aanzienlijk is vertraagd. De wereldwijde economische vooruitzichten blijven gemengd, maar aangezien de beleggers doorgaans meer bekommerd zijn om de Amerikaanse cijfers, zou de economische achtergrond meer steun moeten bieden aan de risicoactiva, vooral nu een aantal opkomende landen hun monetaire beleid hebben versoepeld.

Zo bleef het einde van het handelsjaar gekenmerkt door een zekere nervositeit, die nog tot in het vroege deel van 2012 zou kunnen aanhouden, aangezien wereldwijde groei waarschijnlijk bescheiden zal blijven, terwijl de staatsschuldencrisis in Europa nog niet is opgelost, en om de mogelijke oplossingen, waaronder die van een ultieme kredietverschaffer, te implementeren, zal tijd nodig zijn.

## Wijzigingen

### Obligatiemarkten

Rendementen op 10 jaar	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
US T-note	1,88	3,29	(42,86)%
JGB	0,99	1,13	(12,39)%
OAT	3,15	3,36	(6,25)%
Bund	1,83	2,96	(38,18)%

### Valutamarkten

Slotkoersen Europa	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
EUR/USD	1,2991	1,3409	(3,12) %
USD/JPY	76,94	81,14	(5,18) %
EUR/JPY	99,95	108,80	(8,13) %
EUR/GBP	0,8345	0,8588	(2,83) %
GBP/USD	1,5560	1,5615	(0,35) %
EUR/CHF	1,2142	1,2529	(3,09) %
USD/CHF	0,9347	0,9343	0,04 %

### Aandelenmarkten

	30 december 2011	30 december 2010	Verandering 2011/2010
EuroStoxx 50	2 316,55	2 792,82	(17,05) %
Stoxx 50	2 369,52	2 586,46	(8,39) %
CAC 40	3 159,81	3 804,78	(16,95) %
Xetra DAX	5 898,35	6 914,19	(14,69) %
Footsie 100	5 572,28	5 899,94	(5,55) %
SMI	5 936,23	6 436,04	(7,77) %
Dow Jones 30	12 217,56	11 577,51	5,53 %
Nasdaq	2 605,15	2 652,87	(1,80) %
S&P 500	1 257,6	1 257,64	0,00 %
Nikkei 225	8 455,35	10 228,92	(17,34) %
Topix	728,61	898,8	(18,94) %
MSCI all countries (*)	299,51	330,64	(9,42) %
MSCI Emergents (*)	916,39	1 151,38	(20,41) %

(\*) in USD

## Fondsenactiviteit in 2011

De doelstelling van het fonds bestaat erin het rendement van de FTSE NAREIT EPRA Eurozone Price Return + dividenden te kopiëren.

De benchmark die de referentie-index het dichtste benadert, is de FTSE NAREIT EPRA Eurozone Net Return (NEPEU).

Het heeft 1 aandelenklasse in EUR: Klasse A EUR.

Tussen 30 december 2010 en 30 december 2011, de laatste officiële Netto-Inventariswaarde (NIW) van het jaar, bedroeg het rendement van het fonds (15,23)%.

Ondertussen bedroeg het rendement van de benchmark (15,23)%.

De Raad van Bestuur van  
BNP Paribas Investment Partners Luxembourg

Luxemburg, 16 januari 2012

*Opmerking: De informatie in dit rapport is historisch en is niet noodzakelijk een indicatie van toekomstige prestaties.*

## Relazione del Consiglio di Amministrazione

### I mercati finanziari nel 2011

**Mercati azionari: I principali indici azionari hanno registrato performance piuttosto positive nella prima parte dell'anno, grazie a risultati aziendali soddisfacenti e a una politica monetaria espansiva negli Stati Uniti. Hanno resistito relativamente bene agli eventi esterni (terremoto in Giappone, primavera araba) che hanno contrassegnato la prima metà dell'anno, anche se il loro andamento è stato un po' più irregolare. In estate i mercati azionari sono precipitati a causa di cattive notizie sia sul fronte economico (situazione congiunturale deludente negli Stati Uniti e timori di una nuova recessione) sia su quello politico e finanziario (crisi del debito sovrano in Europa con i problemi specifici della Grecia). In autunno si è assistito a un rimbalzo in virtù del miglioramento delle prospettive economiche, ma il persistere dei problemi nell'Eurozona (in particolare il loro estendersi all'Italia) non ha consentito il delinearsi di un chiaro trend rialzista. Il risultato netto conseguito nell'anno è stato pesantemente negativo, con una correzione del 9,4% dell'indice MSCI AC World e del 20,4% dell'indice MSCI Emerging.**

L'andamento alquanto contrastato degli indici azionari nella prima metà dell'anno (l'MSCI AC World ha guadagnato il 3,4% nel semestre) è ascrivibile non tanto all'acuirsi dei rischi geopolitici nel mondo arabo o alla catastrofe provocata dal terremoto in Giappone, quanto piuttosto alle apprensioni per la ripresa dell'economia americana e per la situazione dei conti pubblici in Europa. Questi fattori hanno altresì causato un crollo delle borse in estate. La crescita del PIL statunitense è rallentata nel primo e nel secondo trimestre e le indagini sulla fiducia delle imprese e delle famiglie hanno segnalato che l'attività stava perdendo vigore. Il moltiplicarsi di sondaggi orientati tutti in senso negativo ha accentuato il pessimismo degli investitori e ha spinto il comitato incaricato della politica monetaria della Federal Reserve (il FOMC) ad annunciare l'intenzione di lasciare invariato il tasso sui federal fund fino al 2013. Ciononostante, alcuni dati sono rimasti meno preoccupanti, come ad esempio gli indici ISM, che non sono scesi sotto la soglia dei 50 punti nei tre mesi estivi. Nuove misure di politica monetaria, volte a ridurre i tassi d'interesse a lungo termine e quelli sui mutui ipotecari, sono state annunciate il 21 settembre. Ampiamente scontate dai mercati, queste diverse decisioni di politica economica hanno avuto solo un effetto limitato sugli investitori, che non credevano più nell'efficacia di un taglio dei tassi d'interesse in un contesto di riduzione dell'indebitamento e di tassi già estremamente bassi. Dopo un tragico terzo trimestre in cui l'indice MSCI AC World ha perso il 17,9%, i mercati finanziari hanno tuttavia accolto favorevolmente il miglioramento delle prospettive economiche. Il primo mese del quarto trimestre è stato caratterizzato da un marcato rimbalzo delle azioni in un contesto maggiormente rassicurante nel complesso per gli investitori, in quanto lo spettro di una nuova recessione dell'economia statunitense si è allontanato in seguito alla pubblicazione di dati economici migliori delle aspettative. Per gli Stati Uniti, gli indici calcolati confrontando le stime di consenso e i dati pubblicati (le cosiddette "sorprese economiche") sono tornati in territorio positivo in ottobre per la prima volta da maggio e agli inizi di dicembre si sono riportati ai massimi da marzo. In questo scenario, il tergiversare delle autorità politiche nell'area euro è stato generalmente trascurato dagli investitori, almeno inizialmente. Le aspettative relative alle conclusioni del vertice europeo del 26 ottobre hanno alimentato il rally degli asset rischiosi, che ha consentito all'MSCI AC World di guadagnare il 17% tra il 4 e il 28 ottobre, in quanto la volatilità (misurata dall'indice VIX) si è ridotta dal 45% (livello prossimo ai massimi di inizio agosto) a circa il 25%. Il VIX ha chiuso l'anno a poco meno del 24%, a fronte di una media del 18% nel primo semestre (che include un picco del 30% in corrispondenza dello tsunami in Giappone). Negli ultimi due mesi dell'anno, le rinnovate preoccupazioni legate alla crisi del debito sovrano europeo hanno indotto movimenti erratici dei listini, il cui risultato netto si è attestato finalmente su una perdita annuale del 9,4% per l'MSCI AC World e del 20,4% per l'MSCI Emerging.

Le riallocazioni geografiche e settoriali effettuate durante l'anno rispecchiano le preoccupazioni degli investitori: in Europa, la consistente esposizione delle banche ai titoli di Stato è divenuta fonte di apprensione quando la crisi si è estesa oltre la Grecia. I timori per l'Italia, e il deciso aumento dei rendimenti a lungo termine che ne è conseguito, hanno avuto un effetto particolarmente negativo sui titoli finanziari. Le misure avanzate in occasione dei vari vertici dell'"ultima spiaggia" che hanno contrassegnato l'anno (21 luglio, 26 ottobre, 8-9 dicembre) non hanno apportato una soluzione definitiva e tantomeno una che potesse essere attuata rapidamente, il che ha mantenuto le azioni bancarie su livelli molto bassi. Inoltre, la prospettiva di una ricaduta in recessione dell'area euro già dalla fine del 2011 ha depresso anche i titoli industriali e ciclici. Le performance dei mercati azionari dell'Eurozona sono state alquanto divergenti: l'Euro Stoxx 50 e il CAC 40 francese hanno entrambi perso circa il 17%, il DAX tedesco ha resistito meglio (15%), mentre i mercati spagnolo e italiano hanno ceduto rispettivamente il 27 e il 21% e la Grecia il 60%. Negli Stati Uniti, invece, gli indici hanno seguito il flusso costante di notizie economiche positive a partire dall'autunno. Di conseguenza, il Dow Jones 30 ha segnato un rialzo annuale del 5,5% e l'S&P 500 è riuscito a chiudere l'anno invariato intorno ai 1.260 punti. I listini giapponesi sono stati fortemente penalizzati nel primo trimestre dalle ripercussioni della catastrofe naturale che ha colpito il paese. Successivamente, i segnali di una rapida normalizzazione della produzione hanno sostenuto le azioni, specie quelle di società esposte alla domanda interna.

Per contro, il vigore dello yen ha depresso l'andamento delle azioni delle società esportatrici. Il risultato netto nel periodo è stato quindi decisamente negativo, con il Nikkei 225 in calo del 17%.

**Politica monetaria: Di fronte a una debole congiuntura, che non consente un miglioramento significativo dell'occupazione, la Fed ha mantenuto una politica monetaria molto accomodante. A settembre ha ampliato il suo arsenale, allo scopo di assicurare che i tassi d'interesse rimanessero molto bassi lungo tutta la curva e ha indicato di riservarsi la possibilità di adottare ulteriori misure di allentamento quantitativo. La BCE aveva avviato una cauta normalizzazione della sua politica monetaria in aprile, innalzando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 pb a due riprese. A settembre il tono delle sue dichiarazioni è decisamente cambiato e l'arrivo del nuovo Presidente a novembre ha coinciso con un'inversione della politica monetaria. Mario Draghi, infatti, ha effettuato due tagli di 25 pb del tasso di riferimento (riportandolo all'1% a dicembre) e ha adottato misure senza precedenti per assicurare il rifinanziamento delle banche. Gli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE sono ripresi in estate, ma vengono ancora presentati come uno strumento volto a migliorare la trasmissione della politica monetaria.**

Nel corso degli ultimi dodici mesi, il tasso obiettivo dei **fondi federali USA** è stata mantenuto entro i valori in vigore da dicembre 2008 (0-0,25%) e la Fed aveva annunciato ad agosto 2011 che sarebbe stato mantenuto a quel livello fino a metà del 2013. Le misure quantitative (acquisti di buoni del Tesoro per 600 miliardi di dollari), denominate QE2, sono continuate come previsto fino a giugno 2011. La Fed aveva annunciato a settembre che avrebbe intrapreso un cambiamento radicale nella composizione del proprio stato patrimoniale (chiamato "Operation Twist"), allo scopo di incrementare la scadenza media del proprio portafoglio obbligazionario vendendo titoli del Tesoro a più breve termine (da 3 mesi a 3 anni) e acquistando titoli del Tesoro a più lungo termine. Inoltre, la Fed ha annunciato che le scadenze di titoli di debito statali americani e obbligazioni garantite da ipoteche da quel momento sarebbero stati reinvestiti in obbligazioni garantite da ipoteche per sostenere il mercato immobiliare. A rigor di termini, questo non è un QE3, poiché non ci saranno modifiche nella consistenza dello stato patrimoniale, ma questa decisione è stata motivata con una visione che continua ad essere prudente sulle prospettive di crescita, malgrado la moderata espansione delle attività economiche cui si è assistito in autunno. La Fed non prevede una riduzione significativa del tasso di disoccupazione al di sotto dell'8% prima del 2014 e le sue proiezioni a lungo termine indicano un tasso fra il 5,2% e il 6%, mentre aveva ritenuto in precedenza che si sarebbe stabilizzato ad un livello più basso (5,2-5,6%). Questa circospezione suggerisce che alla politica monetaria sarà data una forte tendenza agevolatrice o addirittura che presto ci sarà un annuncio di un nuovo programma di alleggerimento quantitativo anche prima di giugno 2012 (rientro programmato dell'Operation Twist); sono state chiaramente individuate tensioni nei mercati finanziari globali che sollevano rischi dal punto di vista economico. In risposta alla persistenza della crisi sovrana nell'Eurozona, il 30 novembre la Fed, insieme con altre cinque banche centrali (la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada, la Banca Centrale Europea, la Banca del Giappone e la Banca Nazionale Svizzera), ha annunciato un'azione concertata volta ad incrementare la loro capacità di fornire liquidità al sistema finanziario globale per allentare le tensioni sui mercati e facilitare l'elargizione del credito alle famiglie e alle aziende. Tali misure hanno contemplato un taglio di 50 punti base dei tassi di interesse sui contratti swap su liquidità in dollari USA. Questa cooperazione internazionale è stata recepita positivamente dagli investitori, poiché riflette sia l'impegno delle banche centrali sia la loro determinazione nel prevenire eventuali difficoltà supplementari. Le riunioni più importanti nel 2012 saranno quelle di due giorni (gennaio, aprile, giugno e ottobre), perché saranno seguite da una conferenza stampa e quindi potrebbero consentire al Presidente della Fed di fornire spiegazioni dettagliate e guidare in qualche modo le aspettative se si trovasse a decidere di passare ad una nuova fase di alleggerimento quantitativo.

La **Banca centrale europea (BCE)** ha innalzato a due riprese (in aprile e in luglio) il suo tasso ufficiale, rimasto all'1% dal maggio 2009, portandolo all'1,50%. Dall'inizio dell'anno aveva sensibilmente inasprito i toni, e ad agosto Jean-Claude Trichet aveva definito questo aumento di 50 pb "necessario" alla luce dei "rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi". Al tempo stesso, le operazioni non convenzionali (refinanziamento a tasso fisso per importi illimitati, sospensione dei criteri di rating per l'accettazione di titoli di Stato portoghesi come collaterale) sono state rafforzate in risposta alle difficoltà dei mercati finanziari. L'esempio più eloquente di questo pragmatismo è stato l'annuncio del 7 agosto della ripresa del Securities Market Programme, rimasto in stand-by da aprile, al fine di ridurre le tensioni sulle emissioni dei paesi "periferici" (in particolare Spagna e Italia). Agli inizi di settembre, Trichet ha affermato chiaramente che la BCE avrebbe continuato a fornire liquidità fintanto che il sistema bancario europeo sarebbe apparso debole agli occhi degli investitori. I due principali eventi che hanno caratterizzato l'ultimo trimestre dell'anno, durante il quale l'economia europea ha mostrato segni sempre più evidenti di una ricaduta in recessione, sono stati un cambiamento di Presidente (in programma) e un'inversione della politica monetaria (meno attesa). A fine ottobre Mario Draghi è subentrato a Trichet, celebrando il suo arrivo ai vertici della BCE con un taglio del tasso ufficiale dall'1,50 all'1,25% il 3 novembre, in occasione della sua prima riunione del Consiglio direttivo. Un mese prima, Trichet aveva rafforzato l'arsenale di misure non convenzionali della BCE reintroducendo le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) a 12 e 13 mesi e gli acquisti di covered bond. La riduzione dei tassi d'interesse ufficiali è stata indotta dall'indebolimento dell'attività economica e dall'"intensificarsi dei rischi al ribasso".

La crescita del PIL nel terzo trimestre è stata dello 0,2% nell'Eurozona nel suo complesso (pari a quella del secondo trimestre), con ampie divergenze tra i paesi. I sondaggi sulla fiducia delle imprese hanno continuato a peggiorare, indicando che il PIL si sarebbe contratto nell'ultimo trimestre e probabilmente anche nel primo del nuovo anno. Inoltre, l'inflazione (al 3% a novembre rispetto allo stesso mese del 2010) dovrebbe attenuarsi nei mesi a venire. Questa situazione ha indotto la BCE a tagliare nuovamente i tassi di riferimento di 25 pb l'8 dicembre, portando quello sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1%, nonché ad annunciare nuove misure di rifinanziamento straordinarie per le banche: l'introduzione di un LTRO a 3 anni; l'allentamento dei criteri applicati ai titoli accettati in garanzia, anche da parte delle banche centrali nazionali; un abbassamento del coefficiente di riserva obbligatoria (dal 2 all'1%). D'altra parte, com'era prevedibile alla luce delle sue precedenti dichiarazioni, la BCE non ha in programma un significativo incremento degli acquisti di titoli di Stato e ha affermato che i governi dovevano fare il massimo su questo fronte. Draghi ha insistito in più occasioni sul fatto che la monetizzazione dei deficit era contraria allo spirito dei Trattati, aggiungendo che il Securities Market Programme (SMP), che al 23 dicembre ammontava a 211 miliardi di euro, non era "né eterno né infinito" e aveva solo l'obiettivo di assicurare una corretta trasmissione della politica monetaria. Al vertice dei Capi di Stato e di Governo dell'8-9 dicembre alla BCE è stato assegnato un ruolo di supervisione sull'EFSF e sull'ESM (European Stability Mechanism), il veicolo che dovrebbe subentrare all'EFSF a metà 2012. Infine, le banche europee hanno sottoscritto in misura massiccia l'asta triennale del 21 dicembre, che ha visto la partecipazione di 523 istituti per un totale di 489 miliardi di euro assegnati.

**Mercati obbligazionari: Le quotazioni dei titoli di Stato di riferimento hanno registrato un marcato rialzo. I mercati obbligazionari statunitensi, soggetti a forze contrapposte, hanno evidenziato un andamento altalenante in primavera, ma successivamente si è consolidata una tendenza al ribasso dei rendimenti a lungo termine. Relativamente modesta inizialmente, questa flessione è improvvisamente divenuta molto più accentuata nel corso dell'estate, quando i mercati azionari hanno subito una violenta correzione. Successivamente, il rendimento del T-note decennale, ancora sostenuto dallo status di bene rifugio del titolo, ha oscillato intorno al 2%, chiudendo l'anno all'1,88%, in calo di 141 pb su dodici mesi. Nell'Eurozona occorre fare una distinzione tra i Bund tedeschi, che hanno registrato performance simili a quelle dei titoli del Tesoro USA e chiuso l'anno sotto il 2%, a fronte di rendimenti di poco inferiori al 3% a fine 2010, e i titoli di Stato di altri paesi, i cui rendimenti sono diminuiti in misura molto minore (21 pb per gli OAT francesi a 10 anni) o sono sensibilmente aumentati (+230 pb per i BTP decennali italiani). Le difficoltà riscontrate dagli emittenti di paesi "periferici" dell'area euro riflettono l'assenza di progressi sul fronte della crisi del debito sovrano, i timori di contagio e le minacce di declassamenti dei rating della maggior parte dei paesi. Il Bund è stato oggetto di una domanda molto sostenuta in virtù della sua reputazione di bene rifugio a fronte del crollo dei mercati azionari e del peggioramento dello scenario economico. Il segmento a breve della curva tedesca ha inoltre beneficiato dei tagli dei tassi ufficiali operati nella seconda metà del periodo e delle aspettative che ve ne siano altri in futuro: il rendimento a 2 anni ha chiuso l'anno allo 0,14% (un minimo storico), a fronte dello 0,86% di fine 2010 e di un picco di poco oltre l'1,90% in primavera, quando la BCE ha iniziato ad innalzare i tassi di riferimento.**

I **mercati obbligazionari USA** sono stati altalenanti fino a metà aprile, prima di avviare una crescita costante. I rendimenti dei buoni del Tesoro hanno continuato a seguire ampie oscillazioni (3,20%-3,80%) da gennaio ad aprile, secondo le pubblicazioni dei dati economici, a causa dei dubbi circa l'idoneità della politica monetaria alquanto espansiva della Fed e degli avvenimenti esterni (primavera araba, terremoto in Giappone). Il mercato obbligazionario aveva poi ripreso il suo cammino verso l'alto, poiché la pubblicazione di dati economici di vario tipo aveva rianimato le preoccupazioni circa la sostenibilità della crescita e i timori di un possibile default della Grecia hanno portato alla mancanza di volontà di assumersi rischi. I rendimenti dei buoni del Tesoro decennali sono scesi al di sotto del 3% all'inizio di giugno e hanno continuato a diminuire, trascurando ampiamente le varie discussioni sul debito sovrano degli Stati Uniti. Il declassamento di quest'ultimo da parte dell'agenzia di rating Standard & Poor's il 5 agosto non ha frenato la forte crescita del mercato obbligazionario. I timori di vedere ricadere l'economia USA nella recessione e le difficoltà affrontate dai mercati dei titoli sono stati dominanti e hanno fatto sì che i rendimenti scendessero di 125 punti base in meno di due mesi, dal 26 luglio al 22 settembre, la data in cui i rendimenti dei buoni del Tesoro sono crollati all'1,70%, il valore più basso dell'anno. Successivamente il mercato obbligazionario ha seguito una tendenza non particolarmente chiara fino alla fine dell'anno, poiché i rendimenti dei buoni del Tesoro decennali avevano oscillato fra l'1,75% e il 2,40%, con i due estremi verificatisi entrambi ad ottobre. Alla fine di dicembre il tasso decennale si era assestato all'1,88%, molto vicino al livello prevalente a fine settembre, ma sotto di 141 punti base dalla fine del 2010. I movimenti nelle obbligazioni di riferimento statali hanno riflettuto quelli dei mercati dei titoli nell'ultimo frangente dell'anno. La volontà di assumersi rischi ha avuto fluttuazioni che hanno seguito le aspettative e le notizie riguardanti l'Eurozona, influenzate da due vertici dei Capi di Stato e di Governo. Il copione è stato identico in entrambi i casi: grandi aspettative prima di ogni vertice che hanno fatto ripartire la volontà di assumersi rischi e delusioni il giorno dopo la riunione quando appariva chiaro il fatto che non era ancora a portata di mano una soluzione definitiva alla crisi sovrana. Tali delusioni hanno poi portato ad un crollo dei titoli e ad un aumento nei mercati delle obbligazioni di riferimento. Sono state soprattutto le notizie provenienti dall'Europa ad influenzare i mercati statunitensi, poiché gli investitori erano preoccupati di vedere l'impatto della crisi sovrana dei Paesi europei ripercuotersi sugli Stati Uniti attraverso il canale finanziario.

In questo contesto, le conclusioni del vertice dell'8-9 dicembre hanno influenzato il mercato più del flusso degli indicatori economici incoraggianti pubblicati negli Stati Uniti, specialmente verso la fine del periodo (occupazione, indagini ISM e fiducia delle famiglie). Di conseguenza, i rendimenti decennali USA sono tornati a dicembre verso i livelli minimi dell'anno quando è stato chiaro che non c'erano ancora segnali chiari di un inizio di soluzione convincente nell'Eurozona. Questo movimento è stato accentuato dalla buona assunzione a fermo di un'asta di obbligazioni USA a lungo termine.

Per cominciare, l'**obbligazione di riferimento in Europa** (il Bund tedesco a 10 anni), come la sua controparte USA, ha visto aumentare i suoi rendimenti, portandoli verso il 3,50% in aprile, il livello massimo per l'anno e il livello più alto dall'estate del 2009. Le obbligazioni statali di riferimento dell'Eurozona hanno risentito positivamente dei dati economici che erano ancora solidi e dei timori inflazionistici. Il rendimento decennale dei Bund è poi sceso in linea con i rendimenti statunitensi a lungo termine, andando sotto il 3% verso la fine di maggio, e ha continuato ad allentarsi in una fuga verso la salvezza giustificata dalle crescenti preoccupazioni sulla crisi sovrana in Europa. Era sceso, quindi, al di sotto del 2% a settembre (segnando un nuovo record minimo storico dell'1,67% il 22 settembre). Gli acquisti massicci di titoli di Stato da parte della Banca Centrale Europea dell'8 agosto (22 miliardi di euro in una settimana), probabilmente concentrati sul debito della Spagna e dell'Italia (le statistiche ufficiali non indicano quali titoli di Stato sono coinvolti), non hanno avuto effetti duraturi sui Bund tedeschi. Questa presa di posizione sostanzialmente conciliante da parte della Banca Centrale Europea, che era ansiosa di evitare un aggravamento della crisi nei Paesi periferici, ha portato ad una diminuzione delle aspettative di un'ulteriore stretta monetaria. I rendimenti a 2 anni dei titoli tedeschi, che si erano attestati appena sopra l'1,90% ad aprile e maggio come risultato dei due aumenti del tasso refi, sono scesi successivamente in maniera notevole ad appena sotto lo 0,40% a settembre. In seguito a due tagli dei tassi di interesse a novembre e dicembre e alle aspettative di un ulteriore alleggerimento monetario, il tasso aveva concluso l'anno allo 0,14%, il record minimo storico. I rendimenti decennali hanno registrato un ultimo trimestre in qualche modo più carico di avvenimenti, ancora a causa di fluttuazioni dell'appetito al rischio, che ha seguito il movimento altalenante degli sviluppi della crisi sovrana: tergiversazioni sul piano di sostegno alla Grecia (a causa dei negoziati politici mentre il testo veniva ratificato dai parlamenti nazionali); cambiamenti politici in Grecia e in Italia; minacce sui rating della maggior parte degli Stati Membri; piani di ricapitalizzazione delle banche; partecipazione del settore privato tramite un taglio sostanziale al debito greco; emendamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria. Nonostante i progressi fatti in occasione dei vertici dei Capi di Stato e di Governo di ottobre e dicembre, gli investitori ritengono ancora che le soluzioni avanzate non siano di rilevanza pratica immediata. Anche se le autorità stanno tentando di affrontare problemi strutturali (ottimizzazione della governance, maggiore integrazione fiscale), andando nella giusta direzione, sembrano incapaci di fornire garanzie a breve termine, soprattutto perché la scivolata verso la recessione sta complicando la situazione. In questo contesto, gli investitori si sono rivolti ancora una volta ai Bund tedeschi, con la conseguenza di un'ulteriore riduzione dei rendimenti (all'1,83% alla fine dell'anno per i rendimenti decennali, una flessione di 113 punti base sui dodici mesi) e l'allargamento dello spread sui rendimenti nella maggior parte dei Paesi dell'Eurozona. I Bund considerati come ancore di salvezza hanno beneficiato di questi investimenti, poiché le preoccupazioni sulla zona euro non si sono mai placate veramente, causando pressioni dannose sugli altri mercati, ad esempio quello italiano, in cui i rendimenti decennali sono lievitati a oltre il 7%. Mentre i meccanismi di solidarietà fra Stati Membri non sono stati ancora definiti con precisione, gli investitori stanno tentando di ritornare ad una situazione di calma in vista delle minacce che incombono sui rating sovrani.

**Mercati dei cambi: L'anno è stato contrassegnato dal tasso di cambio euro/dollaro molto altalenante (fra 1,30 e 1,50), che ha visto alla fine l'euro crollare del 3,1% rispetto al dollaro, che in fin dei conti, rappresenta una percentuale relativamente modesta se si considerano tutte le nubi che si sono addensate sull'Eurozona negli ultimi mesi. I tre interventi sul mercato valutario della Banca del Giappone (di cui uno di concerto con altre banche centrali del G7) hanno solo rallentato l'apprezzamento dello yen (+5,5% nei confronti del dollaro e +8,9% contro l'euro). La decisione della Banca nazionale svizzera di fissare una soglia di 1,20 per il cambio EUR/CHF si è invece dimostrata più efficace, poiché il franco svizzero si è apprezzato di solo il 3,2% rispetto all'euro nei dodici mesi. In termini di tassi di cambio reali, la valuta è rimasta più o meno invariata (+1%), dopo aver guadagnato il 15% nel 2010, mentre lo yen, che si era apprezzato in proporzioni simili nel 2010 (+16,5%), si è ulteriormente rafforzato, chiudendo l'anno con un guadagno di quasi il 6%.**

Nella prima parte dell'anno la tendenza dell'euro era al rialzo, sostenuto principalmente dalle aspettative di una stretta della politica monetaria da parte della BCE, avvicinandosi a livelli che non si erano visti da dicembre 2009 di poco sotto 1,50 alla fine di aprile. Da maggio il tasso di cambio si è mantenuto fra 1,40 e 1,45, poiché gli operatori non riuscivano a decidere fra due temi principali, come mostrato dall'aumento della volatilità, che è cresciuta in maniera marcata da agosto; a settembre ha raggiunto i suoi livelli massimi da maggio 2010 per le valute del G7 (ad appena sotto il 18% per la volatilità implicita a un mese del tasso di cambio euro/dollaro). Poi in qualche modo era indietreggiata verso la fine dell'anno, mentre rimaneva ancora molto al di sopra dei livelli riscontrati nel primo semestre dell'anno (11,4% in media). L'aumento di volatilità durante l'estate è coinciso con le tensioni su tutti i mercati finanziari, con un apprezzamento del dollaro.

Alla fine la soglia di 1,40 è stata superata l'8 settembre a causa delle aspettative di un taglio dei tassi di interesse da parte della BCE e delle preoccupazioni sul sistema finanziario europeo sullo sfondo della crisi sovrana. Successivamente il tasso di cambio EUR/USD ha registrato ampie oscillazioni (1,29 – 1,42), in base alle notizie riguardanti gli sviluppi della crisi sovrana in Europa, le reazioni politiche a tale crisi e la percezione da parte degli investitori delle misure intraprese – tutti fattori che condizionano la volontà o meno di esporsi ai rischi. All'inizio di ottobre, il tasso di cambio era sceso appena sotto 1,3150 per le aspettative di un taglio dei tassi di interesse da parte della BCE. Era poi rimbalzato ad appena sopra 1,42 in seguito al vertice europeo del 26 ottobre, poiché forti aspettative avevano scatenato posizioni speculative contro l'euro. La rinnovata forza della moneta unica, però, era destinata a durare poco: novembre è stato dominato da nuovi scivoloni sui mercati dei titoli, che hanno consentito al dollaro di trarne vantaggio come valuta di rifugio. Il tasso di cambio EUR/USD era tornato a circa 1,32 prima di risalire leggermente come conseguenza del rinnovato interesse per gli asset rischiosi alla fine di novembre e poi della decisione sugli accordi relativi agli swap in dollari delle banche centrali. All'inizio di dicembre il dollaro fluttuava intorno a 1,34 euro prima di mostrare una rivalutazione piuttosto marcata dal 12 del mese, riportandolo al di sotto di 1,30 alla fine dell'anno. Questo è stato in effetti un caso di indebolimento dell'euro, che riflette le conclusioni del vertice dei Capi di Stato e di Governo dell'8-9 dicembre, che sono state considerate ancora una volta non convincenti, i tagli dei tassi di interesse da parte della BCE e le dichiarazioni delle agenzie di rating. Anche se la crisi sovrana sembra essere uscita dalla fase acuta, rimangono preoccupazioni che esercitano pressioni verso il basso sull'euro. Nel corso dell'anno la moneta unica ha perso il 3,1% rispetto a un paniere di valute (calcoli dei tassi di cambio effettivi della Banca d'Inghilterra), scendendo al suo livello più basso dalla metà del 2010. Il tasso di cambio EUR/USD ha chiuso l'anno a 1,2991, in calo del 3,1% nei dodici mesi.

Il tasso di cambio **dollaro USA/yen giapponese** ha iniziato l'anno non mostrando una vera e propria tendenza, perché si è aggirato fra 82 e 84. In seguito ai disastri naturali che hanno colpito il Giappone, il mercato dei cambi ha registrato alcune settimane convulse. Gli operatori si sono affrettati ad anticipare che ci sarebbe stato un rimpatrio di massa di capitali verso il Paese (in particolare da parte degli assicuratori), che ha portato al rafforzamento dello yen. Il tasso di cambio è crollato improvvisamente a 76,25 in Asia il 17 marzo. La velocità dell'apprezzamento dello yen ha portato i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali del G7 ad un accordo su un intervento coordinato sul mercato dei cambi il 18 marzo per la prima volta dal 2000. Questa decisione è andata oltre le aspettative degli operatori, che avevano immaginato che i paesi del G7 si sarebbero limitati ad offrire alle azioni della banca centrale giapponese soltanto un supporto verbale. A causa dell'aumento dell'avversione al rischio, il tasso di cambio USD/JPY non è riuscito a mantenere la sua posizione al di sopra di 85, un livello superato il 6 aprile. Il dollaro è poi riseduto all'inizio di maggio verso quota 80. La ripresa del dollaro e i timori di ulteriori interventi per indebolire lo yen hanno poi riportato il tasso di cambio verso quota 82 intorno alla fine di maggio, prima che iniziasse di nuovo a calare, sollecitando la banca centrale giapponese ad attuare un altro intervento su vasta scala all'inizio di agosto, quando il tasso di cambio aveva toccato quota 77. Questo intervento ha consentito al dollaro di risalire al di sopra di 80 yen, ma il movimento non era sostenibile e la valuta è caduta al di sotto di 76 il 19 agosto, un nuovo record minimo storico, con i tassi di interesse USA che continuavano ad essere molto bassi. Dopo aver ribadito la loro intenzione di adottare misure decisive per contrastare ogni movimento speculativo sui cambi, il 31 ottobre le autorità giapponesi hanno messo le loro minacce ad esecuzione. A costo di pesanti interventi, la banca centrale giapponese è riuscita a riportare il tasso di cambio ad appena sopra 79,50, un livello raggiunto nel suo intervento precedente all'inizio di agosto. Le autorità giapponesi hanno scelto di intervenire in maniera pesante per ricordare agli altri le conseguenze dei movimenti valutari sull'economia globale. Non c'è stato, tuttavia, nessun cambiamento duraturo nella tendenza dello yen, e le autorità giapponesi sono state indotte ad affermare che avrebbero continuato a monitorare da vicino qualunque apprezzamento della propria valuta. La politica monetaria è rimasta molto accomodante e nuove misure di alleggerimento quantitativo della pressione, come l'aumento dell'acquisto di obbligazioni (in particolare di JGB) deciso a fine ottobre, potevano essere attuate. Inoltre, la banca centrale giapponese ha emesso diversi comunicati molto cauti sullo stato dell'economia e ora si aspetta di assistere ad una stagnazione della crescita fino a primavera 2012. Il tasso di cambio USD/JPY ha concluso l'anno appena sotto 77 (-5,2% rispetto alla fine del 2010).

L'aumento dell'avversione al rischio e le difficoltà nell'Eurozona hanno portato ad un rafforzamento marcato del **franco svizzero** dalla primavera 2011, dopo che un certo apprezzamento si era già registrato nel 2010. In risposta a tale apprezzamento della propria valuta, la Banca nazionale svizzera ha adottato una serie di misure ad agosto, quando il franco svizzero aveva raggiunto nuovi picchi rispetto sia all'euro sia al dollaro. Il 3 agosto, la banca centrale svizzera ha tagliato il tasso di interesse di riferimento fino a 0%–0,25%, allo scopo di mantenerlo più vicino possibile allo 0%. In una serie di occasioni, la BNS ha creato maggiore liquidità nel mercato valutario per abbassare i tassi. Poi, ha ingranato la marcia superiore annunciando l'adozione di un corso minimo di 1,20 CHF per 1 EUR che difenderà acquistando valute «in quantità illimitata». La banca centrale svizzera ha ribadito la propria determinazione, in occasione della sua riunione sulla politica monetaria, a sostenere che i rischi di deflazione erano aumentati. Al momento sembra che la banca centrale svizzera sia convincente agli occhi degli osservatori e la pressione esercitata dagli imprenditori potrebbe portare a un aumento di questo limite. Dopo aver sfiorato la soglia di 1 EUR = 1 CHF il 9 agosto, il tasso di cambio EUR/CHF aveva concluso l'anno a 1,2142, con una flessione del 3,1% nei dodici mesi.



## Prospettive

Ancora un vertice europeo deludente dal punto di vista degli investitori, perché non ha fornito proposte concrete sui modi per rafforzare i meccanismi che possono influenzare i mercati direttamente. I leader europei hanno lavorato per diversi mesi verso le riforme istituzionali, che per loro stessa natura non possono soddisfare i desideri di coloro che operano sui mercati finanziari di vedere l'adozione di misure con impatti più immediati. Quindi, nonostante i nuovi progressi verso una maggiore integrazione fiscale proposta alla fine della riunione dei Capi di Stato e di Governo dell'8-9 dicembre, il nervosismo sulla crisi sovrana ha continuato a dominare i mercati. Al contempo, i dati economici pubblicati negli Stati Uniti sono migliorati, a differenza di ciò che si è osservato nell'Eurozona, che sta scivolando verso la recessione, e in un buon numero di Paesi emergenti, in cui la crescita è rallentata notevolmente. La situazione economica globale rimane incerta, ma, poiché gli investitori sono generalmente più preoccupati dei dati negli Stati Uniti, il contesto economico deve dimostrare maggiore sostegno agli attivi di rischio, soprattutto perché una serie di Paesi emergenti ha iniziato a rendere più flessibile la propria politica monetaria. La conclusione dell'anno di contrattazione è rimasta, quindi, contrassegnata da un certo nervosismo che potrebbe estendersi alla prima parte del 2012, poiché è probabile che la crescita mondiale rimanga modesta, mentre la crisi sovrana in Europa non si è ancora conclusa e le soluzioni previste, compresa quella di un prestito come ultima spiaggia, richiedono tempo per essere attuate.

## Variazioni

### Mercati Obbligazionari

Rendimenti decennali	30 dicembre 2011	30 dicembre 2010	Variazione in pb
US T-note	1,88	3,29	(42,86) %
JGB	0,99	1,13	(12,39) %
OAT	3,15	3,36	(6,25) %
Bund	1,83	2,96	(38,18) %

### Mercati dei Cambi

Tassi di chiusura in Europa	30 décembre 2011	30 décembre 2010	Variazione in %
EUR/USD	1,2991	1,3409	(3,12) %
USD/JPY	76,94	81,14	(5,18) %
EUR/JPY	99,95	108,80	(8,13) %
EUR/GBP	0,8345	0,8588	(2,83) %
GBP/USD	1,5560	1,5615	(0,35) %
EUR/CHF	1,2142	1,2529	(3,09) %
USD/CHF	0,9347	0,9343	0,04 %

**Mercati Azionari**

	<b>30 décembre 2011</b>	<b>30 décembre 2010</b>	<b>Variazione in %</b>
EuroStoxx 50	2 316,55	2 792,82	(17,05) %
Stoxx 50	2 369,52	2 586,46	(8,39) %
CAC 40	3 159,81	3 804,78	(16,95) %
Xetra DAX	5 898,35	6 914,19	(14,69) %
Footsie 100	5 572,28	5 899,94	(5,55) %
SMI	5 936,23	6 436,04	(7,77) %
<hr/>			
Dow Jones 30	12 217,56	11 577,51	5,53 %
Nasdaq	2 605,15	2 652,87	(1,80) %
S&P 500	1 257,6	1 257,64	0,00 %
<hr/>			
Nikkei 225	8 455,35	10 228,92	(17,34) %
Topix	728,61	898,8	(18,94) %
<hr/>			
MSCI all countries (*)	299,51	330,64	(9,42) %
MSCI Emergents (*)	916,39	1 151,38	(20,41) %

(\*) in USD

**Attività del Fondo nel 2011**

L'obiettivo del Fondo è replicare la performance dell'indice FTSE NAREIT EPRA Eurozone Price Return + dividendi.

Il benchmark più vicino all'indice di riferimento è l'FTSE NAREIT EPRA Eurozone Net Return (NEPEU).

Il Fondo ha una sola classe di quote, denominata in EUR: Classe A EUR.

Tra il 30 dicembre 2010 e il 30 dicembre 2011, giorno di calcolo dell'ultimo ufficiale valore patrimoniale netto (NAV) dell'esercizio, il Fondo ha conseguito una performance del (15,23)%.

Nel contempo, l'indice di riferimento ha conseguito una performance del (15,23)%.

Il Consiglio di Amministrazione di  
BNP Paribas Investment Partners Luxembourg

Lussemburgo, 16 gennaio 2012

*Nota: I dati riportati nella presente relazione hanno valore storico e pertanto non sono indicativi delle performance future.*



## Audit report

To the Unitholders of  
**EasyETF FTSE EPRA Eurozone**

---

We have audited the accompanying financial statements of EasyETF FTSE EPRA Eurozone, which comprise the statement of net assets and the securities portfolio statement and other net assets as at December 31, 2011 and the statement of operations and changes in net assets for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes to the financial statements.

### *Responsibility of the Board of Directors of the Management Company for the financial statements*

The Board of Directors of the Management Company is responsible for the preparation and fair presentation of these financial statements in accordance with Luxembourg legal and regulatory requirements relating to the preparation of the financial statements and for such internal control as the Board of Directors of the Management Company determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

### *Responsibility of the “Réviseur d’entreprises agréé”*

Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing as adopted for Luxembourg by the “Commission de Surveillance du Secteur Financier”. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the financial statements are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the financial statements. The procedures selected depend on the judgment of the “Réviseur d’entreprises agréé”, including the assessment of the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the “Réviseur d’entreprises agréé” considers internal control relevant to the entity’s preparation and fair presentation of the financial statements in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity’s internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Board of Directors of the Management Company, as well as evaluating the overall presentation of the financial statements.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l., 400 Route d’Esch, B.P. 1443, L-1014 Luxembourg  
T: +352 494848 1, F:+352 494848 2900, [www.pwc.lu](http://www.pwc.lu)

Cabinet de révision agréé. Expert-comptable (autorisation gouvernementale n°00123693)  
R.C.S. Luxembourg B 65 477 - Capital social EUR 516 950 - TVA LU17564447



We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

*Opinion*

In our opinion, the financial statements give a true and fair view of the financial position of EasyETF FTSE EPRA Eurozone as of December 31, 2011, and of the results of its operations and changes in its net assets for the year then ended in accordance with Luxembourg legal and regulatory requirements relating to the preparation of the financial statements.

*Other matters*

Supplementary information included in the annual report has been reviewed in the context of our mandate but has not been subject to specific audit procedures carried out in accordance with the standards described above. Consequently, we express no opinion on such information. However, we have no observation to make concerning such information in the context of the financial statements taken as a whole.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Represented by

Luxembourg, April 20, 2012

Anne Laurent



## Rapport d'audit

Aux Porteurs de parts de  
**EasyETF FTSE EPRA Eurozone**

---

Nous avons effectué l'audit des états financiers ci-joints de EasyETF FTSE EPRA Eurozone, comprenant l'état des actifs nets et l'état du portefeuille-titres et autres actifs nets au 31 décembre 2011 ainsi que l'état des opérations et l'état des changements des actifs nets pour l'exercice clos à cette date et l'annexe contenant un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives aux états financiers.

### *Responsabilité du Conseil d'Administration de la société de gestion pour les états financiers*

Le Conseil d'Administration de la société de gestion est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces états financiers, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg ainsi que d'un contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre l'établissement d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

### *Responsabilité du Réviseur d'entreprises agréé*

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces états financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et réaliser l'audit en vue d'obtenir une assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournis dans les états financiers. Le choix des procédures relève du jugement du Réviseur d'entreprises agréé, de même que l'évaluation des risques que les états financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs. En procédant à cette évaluation, le Réviseur d'entreprises agréé prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur le fonctionnement efficace du contrôle interne de l'entité. Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et du caractère raisonnable des estimations comptables faites par le Conseil d'Administration de la société de gestion, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l., 400 Route d'Esch, B.P. 1443, L-1014 Luxembourg  
T: +352 494848 1, F: +352 494848 2900, [www.pwc.lu](http://www.pwc.lu)

Cabinet de révision agréé. Expert-comptable (autorisation gouvernementale n°00123693)  
R.C.S. Luxembourg B 65 477 - Capital social EUR 516 950 - TVA LU17564447



Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

*Opinion*

A notre avis, les états financiers donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de EasyETF FTSE EPRA Eurozone au 31 décembre 2011, ainsi que du résultat de ses opérations et des variations des actifs nets pour l'exercice clos à cette date, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg

*Autre sujet*

Les informations supplémentaires incluses dans le rapport annuel ont été examinées dans le cadre de notre mission, mais n'ont pas fait l'objet de procédures d'audit spécifiques selon les normes décrites ci-avant. Par conséquent, nous n'émettons pas d'opinion sur ces informations. Néanmoins, ces informations n'appellent pas d'observation de notre part dans le contexte des états financiers pris dans leur ensemble.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Représentée par

Luxembourg, le 20 avril 2012

Anne Laurent



## Auditrapport

Aan de Deelbewijshouders van  
**EasyETF FTSE EPRA Eurozone**

---

Wij hebben de bijgaande financiële staten van EasyETF FTSE EPRA Eurozone gecontroleerd. De financiële staten bestaan uit de staat van het nettovermogen en de staat van de beleggingen en andere nettoactiva op 31 december 2011 alsook de staat van de verrichtingen en de staat van de wijzigingen van de nettoactiva voor het boekjaar dat eindigt op deze datum, en een overzicht van de belangrijkste boekhoudkundige principes en toelichtingen bij de financiële staten.

*Verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij bij het opstellen en presenteren van de financiële staten*

In overeenstemming met de Luxemburgse wettelijke en reglementaire bepalingen met betrekking tot het opstellen van financiële staten, is de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij verantwoordelijk voor het opstellen en presenteren van de financiële staten en voor het uitvoeren en opvolgen van een interne controle die de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij nodig acht voor het opstellen van de financiële staten, die geen onjuiste verklaringen bevatten, hetzij wanneer die het gevolg zijn van fraude of fouten.

*Verantwoordelijkheid van de “Réviseur d’entreprises agréé”*

Het is onze verantwoordelijkheid om, op basis van onze audit, een oordeel te vellen over deze financiële staten. Wij hebben de audit in overeenstemming met de Internationale Auditnormen uitgevoerd en als dusdanig voor Luxemburg werden aangenomen door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). Deze normen eisen dat wij aan de ethische regels voldoen en dat onze audit zo wordt georganiseerd en uitgevoerd, dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de financiële staten geen onjuistheden van materieel belang bevatten.

Voor een controle moeten procedures worden ingezet om de overtuigingsstukken met betrekking tot de bedragen en informatie in de financiële staten te verzamelen. De keuze van die procedures hangt af van het oordeel van de “Réviseur d’entreprises agréé” evenals de waardering van het risico op onjuistheden van materieel belang in de financiële staten, hetzij wegens bedrog of fouten. Bij het waarderen van de risico's houdt de „Réviseur d’entreprises agréé”, rekening met de interne controle die in de onderneming bestaat met betrekking tot het opstellen en eerlijk presenteren van de financiële staten om de geschikte auditprocedures vast te leggen in de omstandigheden, en niet om een oordeel over deze interne controle te vellen. Een controle behelst ook de waardering van de geschiktheid van de boekhoudkundige principes en de redelijkheid van de boekhoudkundige ramingen door de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij, evenals de waardering van de algemene presentatie van de financiële staten.



Wij zijn van mening dat de overtuigingsstukken die wij hebben verzameld een voldoende basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

#### *Oordeel*

Naar ons oordeel geven deze financiële staten een getrouw beeld van het vermogen en de financiële staat van EasyETF FTSE EPRA Eurozone per 31 december 2011, en van hun resultaten en wijzigingen van de nettoactiva voor het boekjaar dat eindigt op deze datum, in overeenstemming met de in Luxemburg geldende wettelijke en reglementaire voorschriften met betrekking tot het opstellen van financiële staten.

#### *Overige informatie*

Alle overige informatie die in het jaarverslag is verstrekt, werd in het kader van onze opdracht bekeken, maar niet onderworpen aan een specifieke auditcontrole in overeenstemming met bovengenoemde normen. Wij geven dan ook geen oordeel over deze informatie. Wij hebben geen opmerkingen over deze informatie in het kader van de financiële staten in hun geheel.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Vertegenwoordigd door

Luxemburg, 20 april 2012

Anne Laurent





## Auditrapport

Aan de Deelbewijshouders van  
**EasyETF FTSE EPRA Eurozone**

---

Wij hebben de bijgaande jaarrekeningen van EasyETF FTSE EPRA Eurozone gecontroleerd. De jaarrekening bestaat uit de staat van het nettovermogen en de staat van de beleggingen en andere nettoactiva op 31 december 2011 alsook de staat van de verrichtingen en de staat van de wijzigingen van de nettoactiva voor het boekjaar dat eindigt op deze datum, en een overzicht van de belangrijkste boekhoudkundige principes en toelichtingen bij de jaarrekeningen.

### *Verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur van de Beheerder bij het opstellen en presenteren van de jaarrekeningen*

In overeenstemming met de Luxemburgse wettelijke en reglementaire bepalingen met betrekking tot het opstellen van jaarrekeningen, is de Raad van Bestuur van de Beheerder verantwoordelijk voor het opstellen en presenteren van de jaarrekening en voor het uitvoeren en opvolgen van een interne controle die de Raad van Bestuur van de Beheerder nodig acht voor het opstellen van de jaarrekening, die geen onjuiste verklaringen bevat, hetzij wanneer die het gevolg zijn van fraude of fouten.

### *Verantwoordelijkheid van de “Réviseur d’entreprises agréé”*

Het is onze verantwoordelijkheid om, op basis van onze audit, een oordeel te vellen over deze jaarrekening. Wij hebben de audit in overeenstemming met de Internationale Auditnormen uitgevoerd en als dusdanig voor Luxemburg werden aangenomen door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). Deze normen eisen dat wij aan de ethische regels voldoen en dat onze audit zo wordt georganiseerd en uitgevoerd, dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat.

Voor een controle moeten procedures worden ingezet om de overtuigingsstukken met betrekking tot de bedragen en informatie in de jaarrekening te verzamelen. De keuze van die procedures hangt af van het oordeel van de “Réviseur d’entreprises agréé” evenals de waardering van het risico op onjuistheden van materieel belang in de jaarrekening, hetzij wegens bedrog of fouten. Bij het waarderen van de risico's houdt de „Réviseur d’entreprises agréé,” rekening met de interne controle die in de onderneming bestaat met betrekking tot het opstellen en eerlijk presenteren van de jaarrekening om de geschikte auditprocedures vast te leggen in de omstandigheden, en niet om een oordeel over deze interne controle te vellen. Een controle behelst ook de waardering van de geschiktheid van de boekhoudkundige principes en de redelijkheid van de boekhoudkundige ramingen door de Raad van Bestuur van de Beheerder, evenals de waardering van de algemene presentatie van de jaarrekening.



Wij zijn van mening dat de overtuigingsstukken die wij hebben verzameld een voldoende basis vormen voor het uitbrengen van ons oordeel.

*Oordeel*

Naar ons oordeel geeft deze jaarrekening een getrouw beeld van het vermogen en de financiële staat van EasyETF FTSE EPRA Eurozone per 31 december 2011, en van hun resultaten en wijzigingen van de nettoactiva voor het boekjaar dat eindigt op deze datum, in overeenstemming met de in Luxemburg geldende wettelijke en reglementaire voorschriften met betrekking tot het opstellen van jaarrekeningen.

*Overige informatie*

Alle overige informatie die in het jaarverslag is verstrekt, werd in het kader van onze opdracht bekeken, maar niet onderworpen aan een specifieke auditcontrole in overeenstemming met bovengenoemde normen. Wij geven dan ook geen oordeel over deze informatie. Wij hebben geen opmerkingen over deze informatie in het kader van de jaarrekening in haar geheel.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Vertegenwoordigd door

Luxemburg, 20 april 2012

Anne Laurent



## Relazione di revisione

Agli titolari di quote di  
**EasyETF FTSE EPRA Eurozone**

---

Abbiamo effettuato l'audit dei rendiconti finanziari allegati di EasyETF FTSE EPRA Eurozone, compreso lo stato patrimoniale netto, il portafoglio titoli e altri attivi netti al 31 dicembre 2011, il rendiconto delle operazioni e il rendiconto delle variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso alla stessa data, nonché la nota integrativa contenente una sintesi dei principali metodi contabili e altre note esplicative dei rendiconti finanziari.

### *Responsabilità del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione nella redazione e presentazione dei rendiconti finanziari*

Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione è responsabile della redazione e della presentazione veritiera dei rendiconti finanziari, conformemente alle prescrizioni legali e normative relative alla redazione e alla presentazione dei rendiconti finanziari in vigore in Lussemburgo nonché dell'attuazione del controllo interno ritenuto necessario dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione per consentire la redazione e presentazione di rendiconti finanziari privi di anomalie significative, siano esse derivanti da frodi o da errori.

### *Responsabilità del "Réviseur d'entreprises agréé"*

E nostra responsabilità formulare un giudizio in merito a tali rendiconti finanziari sulla base dell'audit da noi effettuato. Il nostro audit è stato effettuato secondo i principi di revisione internazionali adottati dall'Istituto dei Revisori Aziendali. I principi di cui sopra prescrivono l'osservazione delle norme di etica e che la nostra revisione sia pianificata e realizzata in maniera da ottenere la ragionevole certezza che i rendiconti finanziari non contengano anomalie rilevanti.

Conformemente alle suddette norme di revisione, abbiamo implementato procedure finalizzate a raccogliere elementi probanti relativi agli importi e alle informazioni fornite nei documenti contabili. La scelta delle procedure è a discrezione del revisore aziendale, inclusa la valutazione del rischio che i rendiconti finanziari contengano anomalie significative, siano esse derivanti da frodi o da errori. Nell'ambito di tali valutazioni del rischio, il revisore aziendale tiene conto del controllo interno in vigore nell'entità relativamente alla redazione e alla presentazione veritiera del bilancio, al fine di definire procedure di controllo adeguate alle circostanze e non di esprimere un'opinione sull'efficacia dello stesso. L'audit consiste inoltre nella valutazione dell'adeguatezza dei metodi contabili scelti e della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, così come nella valutazione della presentazione di tutti i rendiconti finanziari.



Riteniamo che gli elementi probanti raccolti siano sufficienti e adeguati per fondare il nostro giudizio.

*Parere*

A nostro parere, il rendiconto finanziario fornisce una visione fedele del patrimonio e della situazione finanziaria EasyETF FTSE EPRA Eurozone al 31 dicembre 2011, nonché del risultato delle operazioni e delle variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso alla stessa, conformemente alle prescrizioni legali e normative relative alla redazione e alla presentazione dei rendiconti finanziari in vigore in Lussemburgo.

*Altro*

Le informazioni aggiuntive incluse nella relazione annuale sono state esaminate nell'ambito del nostro incarico, ma non sono state oggetto di procedure di controllo specifiche secondo i principi precedentemente descritti. Ci asteniamo pertanto dall'esprimere pareri su queste informazioni. D'altronde queste informazioni non richiedono osservazioni da parte nostra nel contesto dei documenti contabili considerati nel loro complesso.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Rappresentata da

Lussemburgo, il 20 aprile 2012

Anne Laurent



**Statement of net assets as at / *Etat des actifs nets au /*  
*Overzicht van de nettoactiva op 31/12/2011***

<b>English</b>	<b>Français</b>	<b>Flemish</b>
<b>Assets</b>	<b>Actifs</b>	<b>Activa</b>
Investments in securities (note 2.3)	<i>Portefeuille-titres (note 2.3)</i>	<i>Beleggingen in effecten (toelichting 2.3)</i>
Cash at bank	<i>Avoirs en banque</i>	<i>Banktegoeden</i>
Interest receivable	<i>Intérêts à recevoir</i>	<i>Te ontvangen interest</i>
<b>Total assets</b>	<b>Total actifs</b>	<b>Totaal van de activa</b>
<b>Liabilities</b>	<b>Passifs</b>	<b>Passiva</b>
Accrued expenses	<i>Frais à payer</i>	<i>Kosten</i>
<b>Total liabilities</b>	<b>Total passifs</b>	<b>Totaal van de passiva</b>
<b>Net assets</b>	<b>Actifs nets</b>	<b>Nettoactiva</b>
Number of units outstanding as at December 31, 2011	<i>Nombre de parts en circulation au 31 décembre 2011</i>	<i>Aantal uitstaande aandelen op 31 december 2011</i>
Class A EUR	<i>Classe A EUR</i>	<i>Klasse A EUR</i>
Net asset value per unit	<i>Valeur nette d'inventaire par part</i>	<i>Netto-inventariswaarde per aandeel</i>
Class A EUR	<i>Classe A EUR</i>	<i>Klasse A EUR</i>

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
*Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten*

**Overzicht van de nettoactiva op / Rendiconto del patrimonio netto al 31/12/2011**

		EasyETF FTSE EPRA Eurozone
<i>Nederlands</i>	<i>Italiano</i>	EUR
<b><i>Activa</i></b>	<b><i>Attività</i></b>	
<i>Beleggingen in effecten (toelichting 2.3)</i>	<i>Portafoglio titoli (nota 2.3)</i>	203 642 746
<i>Banktegoeden</i>	<i>Conti correnti bancari</i>	984 434
<i>Te ontvangen interest</i>	<i>Interessi esigibili</i>	653
<b><i>Totaal van de activa</i></b>	<b><i>Totale attività</i></b>	<b>204 627 833</b>
<b><i>Passiva</i></b>	<b><i>Passività</i></b>	
<i>Kosten</i>	<i>Ratei passivi</i>	129 622
<b><i>Totaal van de passiva</i></b>	<b><i>Totale passività</i></b>	<b>129 622</b>
<b><i>Nettoactiva</i></b>	<b><i>Patrimonio netto</i></b>	<b>204 498 211</b>
<i>Aantal uitstaande aandelen op 31 december 2011</i>	<i>Numero di quote in circolazione al 31 dicembre 2011</i>	
<i>Klasse A EUR</i>	<i>Classe A EUR</i>	1 456 112
<i>Netto-inventariswaarde per aandeel</i>	<i>Valore patrimoniale netto per quote</i>	
<i>Klasse A EUR</i>	<i>Classe A EUR</i>	140.4413

*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.  
Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.*

**Statement of operations and changes in net assets as at / *Etat des opérations et des variations des actifs nets au / Overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva 31/12/2011***

English	Français	Flemish
<b>Net assets at the beginning of the year</b>	<b>Actifs nets en début d'exercice</b>	<b>Nettoactiva bij de aanvang van het jaar</b>
<b>Income</b>	<b>Revenus</b>	<b>Inkomsten</b>
Dividends and net interest (notes 2.3, 2.4)	<i>Dividendes et Intérêts nets (notes 2.3, 2.4)</i>	<i>Dividenden en netto-interest (toelichtingen 2.3, 2.4)</i>
Other income	<i>Autres revenus</i>	<i>Andere inkomsten</i>
<b>Total income</b>	<b>Total des revenus</b>	<b>Totaal inkomsten</b>
<b>Expenses</b>	<b>Frais</b>	<b>Kosten</b>
Management fees (note 4)	<i>Commissions de gestion (note 4)</i>	<i>Beheerskosten (toelichting 4)</i>
Custodian bank fees (note 5)	<i>Commissions de banque dépositaire (note 5)</i>	<i>Vergoedingen voor de bewaarder (toelichting 5)</i>
Administrative services fees (note 5)	<i>Frais d'administration (note 5)</i>	<i>Vergoedingen voor de administratieve diensten (toelichting 5)</i>
Bank interest	<i>Intérêts bancaires</i>	<i>Bankinteressen</i>
Other expenses (note 6)	<i>Frais divers (note 6)</i>	<i>Andere kosten (toelichting 6)</i>
<b>Total expenses</b>	<b>Total des frais</b>	<b>Totaal kosten</b>
<b>Net investment income</b>	<b>Revenu net des investissements</b>	<b>Netto-beleggingsinkomsten</b>
Net realized profit/(loss) on:	<i>Plus/moins-value nette réalisée sur :</i>	<i>Gerealiseerde nettowinst/-verlies op:</i>
Investments	<i>Investissements</i>	<i>Beleggingen</i>
Financial instruments	<i>Instruments financiers</i>	<i>Financiële instrumenten</i>
<b>Net realized profit for the year</b>	<b>Bénéfice net réalisé de l'exercice</b>	<b>Gerealiseerd nettowinst voor het jaar</b>
Net change in unrealized appreciation/depreciation on:	<i>Variation de la plus/moins-value nette non réalisée sur :</i>	<i>Wijziging in niet-gerealiseerde nettowaardevermeerdering/-vermindering op:</i>
Investments	<i>Investissements</i>	<i>Beleggingen</i>
<b>Decrease in net assets as a result of operations of the Fund</b>	<b>Diminution des actifs nets provenant des opérations du Fonds</b>	<b>Vermindering van de nettoactiva als gevolg van de verrichtingen van het Fonds</b>
Subscriptions	<i>Souscriptions</i>	<i>Inschrijvingen</i>
Redemptions	<i>Rachats</i>	<i>Inkopen</i>
Dividends paid (note 8)	<i>Dividendes payés (note 8)</i>	<i>Uitgekeerde dividenden (toelichting 8)</i>
<b>Net assets at the end of the year</b>	<b>Actifs nets en fin d'exercice</b>	<b>Nettoactiva aan het einde van het periode</b>

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
*Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten*



**Overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva / Conto economico e variazioni del patrimonio netto al 31/12/2011**

		EasyETF FTSE EPRA Eurozone
Nederlands	Italiano	EUR
<b>Nettoactiva bij de aanvang van het jaar</b>		<b>214 715 457</b>
<b>Patrimonio netto a inizio esercizio</b>		
<b>Inkomsten</b>	<b>Proventi</b>	
Dividenden en netto-interest (toelichtingen 2.3, 2.4)	Dividendi e Interessi netti (note 2.3, 2.4)	7 795 746
Andere inkomsten	Altri proventi	2 506
<b>Totaal inkomsten</b>	<b>Totale proventi</b>	<b>7 798 252</b>
<b>Kosten</b>	<b>Costi</b>	
Beheerskosten (toelichting 4)	Commissione di gestione (nota 4)	995 280
Vergoedingen voor de bewaarder (toelichting 5)	Commissione della Banca depositaria e dell'Agente per i pagamenti (nota 5)	44 233
Vergoedingen voor de administratieve diensten (toelichting 5)	Spese di amministrazione (nota 5)	110 586
Bankinteressen	Interessi bancari	83
Andere kosten (toelichting 6)	Spese varie (nota 6)	77 712
<b>Totaal kosten</b>	<b>Totale costi</b>	<b>1 227 894</b>
<b>Netto-beleggingsinkkomsten</b>	<b>Utile netto da investimenti</b>	<b>6 570 358</b>
Gerealiseerde nettowinst/-verlies op:	Plus/minusvalenza netta realizzata su:	
Beleggingen	Investimenti	(906 197)
Financiële instrumenten	Strumenti finanziari	(66)
<b>Gerealiseerd nettowinst voor het jaar</b>	<b>Utile netto realizzato nell'esercizio</b>	<b>5 664 095</b>
Wijziging in niet-gerealiseerde nettowaardevermeerdering/-vermindering op:	Variatione della plus/minusvalenza netta non realizzata su:	
Beleggingen	Investimenti	(37 557 196)
<b>Vermindering van de nettoactiva als gevolg van de verrichtingen van het Fonds</b>	<b>Diminuzione del patrimonio netto derivante dalle operazioni del Fondo</b>	<b>(31 893 101)</b>
Inschrijvingen	Sottoscrizioni	93 768 817
Inkopen	Riscatti	(63 116 382)
Uitgekeerde dividenden (toelichting 8)	Dividendi pagati (nota 8)	(8 976 580)
<b>Nettoactiva aan het einde van het jaar</b>	<b>Patrimonio netto a fine esercizio</b>	<b>204 498 211</b>

De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.  
Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.

Statistics as at / *Statistiques au* / *Statistieken per* 31/12/2011

<b>English</b>	<b>Français</b>	<b>Flemish</b>
<b>Net assets</b>	<b>Actifs nets</b>	<b>Nettoactiva</b>
December 31, 2011	31 décembre 2011	31 december 2011
December 31, 2010	31 décembre 2010	31 december 2010
December 31, 2009	31 décembre 2009	31 december 2009
<b>Net asset value per unit - Class A EUR</b>	<b>Valeur nette d'inventaire par part - Classe A EUR</b>	<b>Netto-inventariswaarde per aandeel - Klasse A EUR</b>
December 31, 2011	31 décembre 2011	31 december 2011
December 31, 2010	31 décembre 2010	31 december 2010
December 31, 2009	31 décembre 2009	31 december 2009
<b>Number of units outstanding - Class A EUR</b>	<b>Nombre de parts en circulation - Classe A EUR</b>	<b>Aantal uitstaande aandelen - Klasse A EUR</b>
December 31, 2011	31 décembre 2011	31 december 2011
December 31, 2010	31 décembre 2010	31 december 2010
December 31, 2009	31 décembre 2009	31 december 2009

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
*Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.*  
*Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.*

**Statistieken per / Dati storici al 31/12/2011**EasyETF FTSE EPRA  
Eurozone

<b>Nederlands</b>	<b>Italiano</b>		<b>EUR</b>
<b>Nettoactiva</b>	<b>Patrimonio netto</b>		
31 december 2011	31 dicembre 2011		204 498 211
31 december 2010	31 dicembre 2010		214 715 457
31 december 2009	31 dicembre 2009		173 462 655
<b>Netto-inventariswaarde per aandeel - Klasse A EUR</b>	<b>Valore patrimoniale netto per quota - Classe A EUR</b>		
31 december 2011	31 dicembre 2011	EUR	140.4413
31 december 2010	31 dicembre 2010	EUR	172.1742
31 december 2009	31 dicembre 2009	EUR	159.23
<b>Aantal uitstaande aandelen - Klasse A EUR</b>	<b>Numero di quote in circolazione - Classe A EUR</b>		
31 december 2011	31 dicembre 2011		1 456 112
31 december 2010	31 dicembre 2010		1 247 083
31 december 2009	31 dicembre 2009		1 089 415

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
 Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.  
 Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.

**Securities portfolio statement and other net assets as at / *Etat du portefeuille-titres et des autres actifs nets au / Overzicht effectenportefeuille en overige nettoactiva per / Overzicht effectenportefeuille en overige nettoactiva per / Stato del portafoglio titoli e degli altri attivi netti al 31/12/2011***

Currency	Quantity	Name	Market value	% of net assets
<i>Devise</i>	<i>Quantité</i>	<i>Dénomination</i>	<i>Valeur d'évaluation</i>	<i>% de l'actif net</i>
<i>Valuta</i>	<i>Hoeveelheid</i>	<i>Naam</i>	<i>Marktwaarde</i>	<i>% van nettoactiva</i>
<i>Valuta</i>	<i>Hoeveelheid</i>	<i>Naam</i>	<i>Marktwaarde</i>	<i>% van nettoactiva</i>
<i>Valuta</i>	<i>Quantità</i>	<i>Denominazione</i>	<i>Valore di valutazione</i>	<i>% del patrimonio netto</i>
			EUR	

**Transferable securities and money market instruments listed on an official stock exchange or traded on another regulated market / *Valeurs mobilières et instruments du marché monétaire admis à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou négociés sur un autre marché réglementé / Effecten en geldmarktinstrumenten genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt / Effecten en geldmarktinstrumenten genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt / Valori mobiliari e strumenti del mercato monetario ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori o negoziati su un mercato regolamentato***

**Equities / *Actions / Aandelen / Aandelen / Azioni***

**Real estate / *Immobilier / Vastgoed / Vastgoed / Immobiliare***

EUR	7 027	Affine SA	87 838	0.04
EUR	371 648	Alstria Office REIT-AG	3 417 675	1.67
EUR	90 459	Befimmo SCA Sicafi	4 548 279	2.22
EUR	4 971 948	Beni Stabili SpA	1 719 300	0.84
EUR	441 027	CA Immobilien Anlagen AG	3 654 791	1.79
EUR	1 081 509	Citycon OYJ	2 498 286	1.22
EUR	70 656	Cofinimmo	6 416 978	3.14
EUR	84 248	Colonia Real Estate AG	252 660	0.12
EUR	4 314	Conwert Immobilien Invest SE	36 902	0.02
EUR	479 052	Corio NV	16 098 542	7.87
EUR	267 998	Deutsche Euroshop AG	6 646 350	3.25
EUR	531 000	Deutsche Wohnen AG	5 450 715	2.67
EUR	176 190	DIC Asset AG	944 378	0.46
EUR	91 558	Eurobank Properties Real Estate Investment Co	347 920	0.17
EUR	203 906	Eurocommercial Properties NV	5 001 814	2.45
EUR	142 547	Fonciere Des Regions	7 070 331	3.46
EUR	421 155	Gagfah SA	1 673 670	0.82
EUR	73 403	Gecina SA	4 771 195	2.33
EUR	159 816	GSW Immobilien AG	3 579 878	1.75
EUR	3 701	ICADE	224 984	0.11
EUR	492 884	Immobiliare Grande Distribuzione	364 488	0.18
EUR	171 717	Immobiliaria Colonial SA	393 232	0.19
EUR	34 447	Intervest Offices	625 213	0.31
EUR	251 085	IVG Immobilien AG	527 279	0.26
EUR	37 075	Klepierre	817 133	0.40
EUR	8 131	Leasinvest Real Estate SCA	528 434	0.26
EUR	224 989	Mercialys SA	5 602 226	2.74
EUR	268 055	Nieuwe Steen Investments Funds NV	2 533 120	1.24
EUR	100 043	Patrizia Immobilien AG	342 847	0.17
EUR	198 939	Prime Office REIT-AG	864 788	0.42
EUR	29 475	Societe de la Tour Eiffel	1 132 724	0.55
EUR	51 703	Societe Immobiliere de Location pour l'Industrie et le Commerce	3 874 106	1.89
EUR	1 469 336	Sponda OYJ	4 584 328	2.24
EUR	102 803	TAG Immobilien AG	633 266	0.31
EUR	325 696	Technopolis PLC	1 091 082	0.53
EUR	473 639	Unibail-Rodamco SE	65 788 456	32.18
EUR	85 437	Value Retention Warrant	0	0.00
EUR	96 001	Vastned Retail NV	3 321 635	1.62
EUR	51 326	Warehouses De Pauw SCA	1 902 142	0.93
EUR	10 891	Wereldhave Belgium NV	728 608	0.36
EUR	24 830	Wereldhave NV	1 274 027	0.62
			<b>171 371 620</b>	<b>83.80</b>
<b>Total Equities / <i>Total Actions / Totaal van de aandelen / Totaal Aandelen / Totale azioni</i></b>			<b>171 371 620</b>	<b>83.80</b>

**Securities lending / *Titres prêtés / Geleende effecten / Geleende effecten / Titoli prestati / Equities / Actions / Aandelen / Aandelen / Azioni***

**Real estate / *Immobilier / Vastgoed / Vastgoed / Immobiliare***

EUR	16 100	Affine SA	201 250	0.10
EUR	15 000	CA Immobilien Anlagen AG	124 305	0.06
EUR	2 000	Cofinimmo	181 640	0.09
EUR	416 600	Conwert Immobilien Invest SE	3 563 596	1.74
EUR	7 750	Eurocommercial Properties NV	190 108	0.09
EUR	46 000	Gagfah SA	182 804	0.09
EUR	24 100	Gecina SA	1 566 500	0.77

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
*Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten*  
*De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.*  
*Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.*

EUR	109 000	ICADE	6 626 110	3.24
EUR	112 000	Immobiliare Grande Distribuzione	82 824	0.04
EUR	1 000	Intervest Offices	18 150	0.01
EUR	558 262	IVG Immobilien AG	1 172 350	0.57
EUR	455 120	Klepierre	10 030 845	4.90
EUR	13 700	Mercialys SA	341 130	0.17
EUR	44 780	Nieuwe Steen Investments NV	423 171	0.21
EUR	35 250	Patrizia Immobilien AG	120 802	0.06
EUR	15 800	Societe Immobiliere de Location pour l'Industrie et le Commerce	1 183 894	0.58
EUR	286 000	TAG Immobilien AG	1 761 760	0.86
EUR	87 700	Wereldhave NV	4 499 887	2.20
			<b>32 271 126</b>	<b>15.78</b>

**Total securities lending / Total titres prêtés / Totaal geleende effecten / Totaal geleende effecten / Totale titoli prestati / Equities / Actions / Aandelen / Aandelen / Azioni** **32 271 126** **15.78**

**TOTAL TRANSFERABLE SECURITIES AND MONEY MARKET INSTRUMENTS LISTED ON AN OFFICIAL STOCK EXCHANGE OR TRADED ON ANOTHER REGULATED MARKET / Total valeurs mobilières et instruments du marché monétaire admis à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou négociés sur un autre marché réglementé / Totaal effecten en geldmarktinstrumenten genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt / Totaal effecten en geldmarktinstrumenten genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt / Totale valori mobiliari e strumenti del mercato monetario ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori o negoziati su un mercato regolamentato** **203 642 746** **99.58**

**TOTAL SECURITIES PORTFOLIO / Total du portefeuille-titres / Totaal effectenportefeuille / Totaal effectenportefeuille / Totale del portafoglio titoli** **203 642 746** **99.58**

**Cash at bank / Avoirs en banque / Banktegoeden / Banktegoeden / Conti correnti bancari** **984 434** **0.48**

**Other net liabilities / Autres passifs nets / Andere nettopassiva / Andere nettopassiva / Altre passività netti** **(128 969)** **(0.06)**

**Total net assets / Total actifs nets / Totaal van de nettoactiva / Totaal van de nettoactiva / Total patrimonio netto** **204 498 211** **100.00**

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
 Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.  
 Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.

**Geographical classification of investments as at / Répartition géographique du portefeuille-titres au /  
Geografische classificatie van beleggingen per / Geografische classificatie van beleggingen per /  
Ripartizione geografica del portafoglio titoli al 31/12/2011**

	<i>% of net assets / % de l'actif net / % van nettoactiva / % van nettoactiva / % del patrimonio netto</i>
France / France / Frankrijk / Frankrijk / Francia	53.46
The Netherlands / Pays-Bas / Nederland / Nederland / Paesi Bassi	16.30
Germany / Allemagne / Duitsland / Duitsland / Germania	12.15
Belgium / Belgique / België / België / Belgio	7.32
Finland / Finlande / Finland / Finland / Finlandia	3.99
Austria / Autriche / Oostenrijk / Oostenrijk / Austria	3.61
Italy / Italie / Italië / Italië / Italia	1.06
Luxembourg / Luxembourg / Luxemburg / Luxemburg / Lussemburgo	0.91
Denmark / Danemark / Denemarken / Denemarken / Danimarca	0.42
Spain / Espagne / Spanje / Spanje / Spagna	0.19
Greece / Grèce / Griekenland / Griekenland / Grecia	0.17
	<b>99.58</b>

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.  
 Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze financiële staten  
 De begeleidende toelichtingen maken integraal deel uit van deze jaarrekening.  
 Le note allegate costituiscono parte integrante del presente rendiconto finanziario.

## *Notes to the financial statements as at December 31, 2011*

### **Note 1. General**

EasyETF FTSE EPRA Eurozone (the “Fund”) is organized in and under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg as a Mutual Investment Fund (“Fonds Commun de Placement”).

The Fund was registered pursuant to part I of the Law of December 20, 2002 until June 30, 2011 (“the Law”) and is, since July 1<sup>st</sup> 2011, governed by the provisions of Part I of the Law of December 17, 2010 governing undertakings for collective investment. The Fund was incorporated for an indefinite term in Luxembourg on July 7, 2004.

The Fund is managed by BNP Paribas Investment Partners Luxembourg (the “Management Company”). The Management Company was incorporated on February 19, 1988 in the form of a limited company (“société anonyme”) under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg for an unlimited period. The articles of incorporation were published in the Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (the “Mémorial”), on May 25, 1988 (where they may be consulted and copies may be obtained). The last modification of the articles of incorporation is dated June 30, 2010. Its majority Unitholder is BNP Paribas Investment Partners, Paris.

The Management Company is governed by chapter 15 of the Law and in that capacity, is in charge of the Fund’s collective management of portfolio in accordance with the annex II of the Law.

The Fund’s objective is to replicate as faithfully as possible the EPRA Eurozone® Index (the “Benchmark Index”) in order to achieve a performance comparable to that of the EPRA Eurozone® Price Return Index, increased by net dividends capitalized at the EONIA rate between the most recent date of declaration of payment and the next date of declaration of payment. The Management Company has concluded a license agreement in respect of the use of the Benchmark Index. The licence costs are recorded in the Statement of Operations and Changes in Net Assets under the caption “Other expenses” of the present financial statements.

### **Note 2. Significant Accounting Policies**

The financial statements are prepared in accordance with the Luxembourg regulations relating to Undertakings for Collective Investments and are expressed in euro (EUR), the Fund’s accounting currency.

#### 1) Presentation of the financial statements

The financial statements are presented on the basis of the last net asset value as at December 30, 2011.

#### 2) Foreign currency exchange

The cost of investments denominated in currencies other than the Fund accounting currency is converted into that currency at the exchange rate prevailing at the purchase date.

Income and expenses in currencies other than the Fund accounting currency are converted into that currency at the exchange rate at the transaction date.

At the end of the year, the assets and liabilities denominated in currencies other than the Fund accounting currency are converted into that currency at the exchange rates prevailing at that date. The resulting realized and unrealized foreign exchange gains or losses are included in the statement of operations and changes in net assets.

The exchange rate used as at December 31, 2011 for the translation of the Fund’s assets and liabilities not denominated in euro (EUR) is as follows:

1 euro (EUR) = 1.2982 US dollar (USD)

### 3) Valuation of investment portfolio

Investments listed on an official stock exchange or dealt in on another Regulated Market which operates regularly and is recognized and open to the public, are valued at the last available price, and, in the event that there are several such markets, on the basis of the last available price on the principal market for that investment. If such a price does not reflect the investment's fair value, it is valued at its probable sales value which shall be estimated with prudence and in good faith by the Board of Directors of the Management Company.

Investments not dealt in or listed on a stock exchange or on a Regulated Market operating regularly, recognized and open to the public, are valued at their probable sales value which shall be estimated with prudence and in good faith by the Board of Directors of the Management Company.

Liquid assets, money market instruments and all other instruments may be valued at the last known closing price on the valuation day or according to the straight-line depreciation method. In the case of straight-line depreciation, money market instruments are disclosed in Portfolio at cost and their value is increased in the Statement of Operations and Changes in Net Assets by the accrued interest under the caption "Interest". Portfolio positions will be regularly reviewed under the supervision of the Management Company in order to determine whether there is a difference between the valuation found according to the closing price method and straight-line depreciation method. If there is a difference that is likely to result in significant dilution or to be detrimental to the unitholders, appropriate corrective action may be taken, including, if necessary, calculation of the net asset value using the last known closing prices.

The list of changes in the portfolio during the year ended December 31, 2011 is available free of charge at the Registered Office of the Management Company of the Fund.

### 4) Income

Dividends are recorded at the ex-dividend date. Interest is recorded on an accrual basis.

## **Note 3. Subscriptions and redemptions**

The units issued by the Fund are in registered form. Fractions of registered units may be issued up to one thousandth of a unit. As at December 31, 2011, only distribution units were available for subscription.

Units are bought and sold on the primary market and on the secondary market.

Subscriptions can be paid for in cash, or by the contribution of instruments and securities representative of the EPRA Eurozone® index.

All subscriptions of the year have been paid for in cash.

The subscription and redemption charges, if any, are recorded in the statement of operations and changes in net assets under the caption "Other income".

## **Note 4. Management fees**

In consideration of its services, the Management Company receives a management fee at the following annual rate:

Class A EUR: up to 0.45% of the unit class's net assets.

The management fees are calculated and accrued daily. They are payable monthly, in arrears.



## Note 5. Custodian bank fees and Administrative services fees

The Management Company acting as Administrative Agent is entitled to an annual fee from the Fund corresponding to maximum 0.02% of the Fund's net assets, calculated on each Trading Day and accrued during the month in question whenever the Net Asset Value is calculated. It shall be paid monthly, in arrears. The Paying Agent and the Registrar and Transfer Agent shall each be entitled to a maximum annual fee from the Fund corresponding to maximum 0.01% of the Fund's net assets, calculated on each Trading Day and accrued during the month in question whenever the Net Asset Value is calculated. The fees shall be paid monthly, in arrears. The Custodian receives an annual maximum fee from the Fund corresponding to maximum 0.02% of the Fund's net assets, calculated on each Trading Day and accrued during the month in question whenever the Net Asset Value is calculated. It shall be paid monthly, in arrears. In addition, the Custodian is entitled to invoice certain costs to the Fund relating to transactions carried out on its behalf as well as costs incurred by the banks and clearing houses that assist with the custody of the Fund's assets.

## Note 6. Other expenses

The other expenses include mainly the license costs, the audit fees, the publication fees and the legal fees.

## Note 7. Taxation

In Luxembourg the Fund is exempt from Luxembourg subscription tax (the "taxe d'abonnement") since January 1, 2011.

In accordance with applicable Luxembourg law and accepted practice, the Fund is not liable to Luxembourg corporation tax.

Under current legislation, neither the Fund, nor its unitholders are subject in Luxembourg to any taxation or withholding tax on their income, on realized or unrealized capital gains, on transfers of units following a death or on amounts received subsequent to dissolution, with the exception of:

- (a) unitholders domiciled, residing or permanently established in Luxembourg,
- (b) unitholders who are individuals and who reside in an EU Member State other than Luxembourg, who receive savings income on their investments in the Fund from a paying agent based in Luxembourg, as provided in the Law of June 21, 2005 transposing European Directive 2003/48/EC of June 3, 2003 on the taxation of savings income in the form of interest payments into Luxembourg law. Withholding tax is levied on such income at 20% until June 30, 2011 and 35% from July 1, 2011.

## Note 8. Distribution of interim dividends

During the year ended December 31, 2011, the following interim dividends were paid.

Sub-Fund	Class	Currency	Dividend per unit	Ex-date	Payment Date
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Class A EUR	EUR	0.45	19/04/2011	26/04/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Class A EUR	EUR	5.75	19/07/2011	22/07/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Class A EUR	EUR	0.35	25/10/2011	28/10/2011

## Note 9. Securities lending

As at the year-end, the market value of the securities lent is as follows:

Sub-Fund	Currency	Total market value of securities lent	Collateral Value
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	EUR	32 271 126	0

## *Notes aux états financiers au 31 décembre 2011*

### **Note 1. Généralités**

EasyETF FTSE EPRA Eurozone (le « Fonds ») est un Fonds de droit luxembourgeois constitué sous la forme d'un Fonds Commun de Placement (« Fonds Commun de Placement »).

Le Fonds a été enregistré conformément à la Partie I de la Loi du 20 décembre 2002 jusqu'au 30 juin 2011 (la « Loi ») et il est régi depuis le 1er juillet 2011 par les dispositions de la Partie I de la Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif. Le Fonds a été constitué au Luxembourg le 7 juillet 2004 pour une durée indéterminée.

Le Fonds est géré par BNP Paribas Investment Partners Luxembourg (la « Société de Gestion »). La Société de Gestion a été constituée le 19 février 1988 pour une durée illimitée sous la forme d'une société anonyme de droit luxembourgeois. Les Statuts ont été publiés dans le Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (le « Mémorial »), le 25 mai 1988 (où ils peuvent être consultés et où des exemplaires peuvent être obtenus). Les statuts ont été modifiés pour la dernière fois le 30 juin 2010. Son actionnaire majoritaire est BNP Paribas Investment Partners, Paris.

La Société de Gestion est régie par le chapitre 15 de la Loi. Elle est chargée, en sa qualité de Société de Gestion, de la gestion collective du portefeuille du Fonds conformément à l'annexe II de la Loi.

Le Fonds vise à répliquer le plus fidèlement possible l'EPRA Eurozone® (son indice de référence) dans le but de générer une performance similaire à celle de l'indice EPRA Eurozone® Price Return, dividendes nets réinvestis et capitalisés à un taux correspondant à l'EONIA tel qu'observé entre la dernière date de déclaration du paiement et celle à venir. La Société de Gestion a signé un contrat de licence au titre de l'utilisation de l'indice de référence. Les frais de licence sont comptabilisés dans les présents états financiers sous la rubrique « Frais divers » dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

### **Note 2. Principales politiques comptables**

Les états financiers sont établis conformément à la réglementation luxembourgeoise relative aux organismes de placement collectif et sont exprimés en euro (EUR), la devise comptable du Fonds.

#### 1) Présentation des états financiers

Les états financiers sont présentés sur la base de la dernière valeur nette d'inventaire au 30 décembre 2011.

#### 2) Taux de change

Le coût des investissements libellés dans des devises autres que la devise comptable du Fonds est converti dans cette devise aux taux de change en vigueur à la date d'acquisition.

Les revenus et dépenses exprimés en devises autres que la devise comptable du Fonds sont convertis dans cette devise aux taux de change en vigueur à la date de transaction.

A la clôture de l'exercice, les éléments d'actif et de passif libellés dans des devises autres que la devise comptable du Fonds sont convertis dans cette devise aux taux de change en vigueur à cette date. Les plus ou moins-values réalisées et non réalisées sur opérations de change sont reprises dans l'état des opérations et des variations des actifs nets.

Les taux de change appliqués au 31 décembre 2011 pour convertir les éléments d'actif et de passif du Fonds libellés dans une devise autre que l'euro (EUR) sont les suivants :

1 euro (EUR) = 1,2982 dollar (USD)

### 3) Valorisation du portefeuille-titres

Les investissements cotés sur une bourse de valeurs officielle ou négociés sur un autre marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, seront valorisés à leur dernier cours disponible et, si l'actif est coté ou négocié sur plusieurs marchés, sur la base de son dernier cours disponible, sur le marché qui constitue normalement son marché principal. Si ledit cours n'est pas représentatif de la juste valeur de cet actif, celui-ci sera valorisé sur la base de sa valeur probable de réalisation estimée avec prudence et bonne foi par le Conseil d'Administration de la Société de Gestion.

Les investissements qui ne sont ni cotés, ni négociés sur une bourse de valeurs ou un Marché Réglementé en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, sont valorisés sur la base de leur valeur probable de réalisation estimée avec prudence et bonne foi par le Conseil d'administration de la Société de Gestion.

Les liquidités, les instruments du marché monétaire et tous les autres instruments peuvent être valorisés à leur dernier cours de clôture connu à la date de valorisation ou en appliquant la méthode de l'amortissement constant. Dans le cas d'un amortissement constant, les instruments du marché monétaire sont comptabilisés dans le portefeuille à leur coût d'acquisition et les intérêts courus y afférents figurent sous la rubrique «Intérêts» dans l'état des opérations et des variations des actifs nets. Les positions du portefeuille sont revues de façon régulière dans le cadre du contrôle exercé par la Société de Gestion pour déterminer s'il existe un écart entre la valorisation obtenue en appliquant la méthode du cours de clôture et la méthode de l'amortissement constant. Si l'écart constaté est susceptible d'entraîner une dilution importante ou d'être préjudiciable aux Porteurs de parts, une correction appropriée peut être effectuée, incluant si nécessaire un calcul de la valeur nette d'inventaire sur la base des derniers cours de clôture connus.

La liste des modifications du portefeuille intervenues au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2011 est disponible gratuitement au siège social de la Société de Gestion du Fonds.

### 4) Revenus

Les dividendes sont comptabilisés à la date de détachement du coupon. Les intérêts sont comptabilisés sur la base de la comptabilité d'engagement.

## Note 3. Souscriptions et rachats

Le Fonds émet des parts inscrites sur un compte sous forme nominative. Des fractions de parts peuvent être émises jusqu'au millième de part. Au 31 décembre 2011, seules des parts de distribution étaient disponibles à la souscription.

Les parts peuvent être achetées et vendues sur le marché primaire ou le marché secondaire.

Les souscriptions peuvent être payées en numéraire ou par le biais d'un apport en nature d'instruments et autres titres représentatifs de l'indice EPRA Eurozone®.

Toutes les souscriptions reçues en cours d'exercice ont été réglées en numéraire.

Les frais de souscription et de rachat sont mentionnés, le cas échéant, dans l'état des opérations et des variations des actifs nets sous le poste « Autres revenus ».

## Note 4. Commissions de gestion

La Société de Gestion est en droit de percevoir en rémunération de ses services une commission de gestion au taux annuel suivant :

Classe A EUR : jusqu'à 0,45% des actifs nets du Fonds.

Les commissions de gestion sont calculées et provisionnées quotidiennement et sont payables mensuellement à terme échu.

## Note 5. Commissions de banque dépositaire et d'agent administratif

La Société de Gestion, en sa qualité d'Agent Administratif, est en droit de percevoir du Fonds une commission annuelle correspondant à 0,02% maximum des actifs nets du Fonds, calculée chaque Jour de Transaction et provisionnée au cours du mois en question lors du calcul de la Valeur nette d'inventaire. Cette commission sera versée mensuellement à terme échu. L'Agent Payeur et l'Agent de Registre et de Transfert seront chacun en droit de percevoir du Fonds une commission annuelle correspondant à 0,01% maximum des actifs nets du Fonds, calculée chaque Jour de Transaction et provisionnée au cours du mois en question lors du calcul de la Valeur nette d'inventaire. Cette commission sera versée mensuellement à terme échu. Le Dépositaire perçoit du Fonds une commission annuelle correspondant à 0,02% maximum des actifs nets du Fonds, calculée chaque Jour de Transaction et provisionnée au cours du mois en question lors du calcul de la Valeur nette d'inventaire. Cette commission sera versée mensuellement à terme échu. En outre, le Dépositaire est en droit de facturer au Fonds certains frais liés aux opérations effectuées pour le compte de ce dernier, ainsi que les frais encourus par les banques et les chambres de compensation qui participent à la conservation des titres des actifs du Fonds.

## Note 6. Frais divers

Les frais divers incluent principalement les frais de licence, d'audit, de publication et juridiques.

## Note 7. Taxes

Au Luxembourg, le Fonds est exonéré de la taxe d'abonnement luxembourgeoise depuis le 1er janvier 2011.

Conformément au droit luxembourgeois et à la pratique actuelle, le Fonds n'est pas soumis à l'impôt luxembourgeois sur les sociétés.

Conformément à la législation actuelle, ni le Fonds ni ses Porteurs de parts ne sont soumis au Luxembourg à un impôt ou une retenue à la source sur leurs revenus, sur les plus-values réalisées ou non réalisées, sur les transferts de parts à la suite d'un décès ou sur des sommes reçues à la suite d'une dissolution, à l'exception :

(a) des Porteurs de parts domiciliés au Luxembourg où ils résident ou sont établis de façon permanente,

(b) des Porteurs de parts qui sont des personnes physiques résidant dans un autre Etat membre de l'Union européenne que le Luxembourg et perçoivent des revenus d'épargne sur leurs investissements dans le Fonds de la part d'un agent payeur situé au Luxembourg conformément à la Loi du 21 juin 2005 visant à transposer en droit luxembourgeois la Directive européenne 2003/48/CE du 3 juin 2003 en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts. La retenue à la source prélevée sur ces revenus a été 20% jusqu'au 30 juin 2011 et de 35% à compter du 1er juillet 2011.

## Note 8. Distributions de dividendes intérimaires

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2011, les dividendes intérimaires suivants ont été versés.

Compartiment	Classe	Devise	Dividende par part	Date de détachement	Date de versement
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	0,45	19/04/2011	26/04/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	5,75	19/07/2011	22/07/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	0,35	25/10/2011	28/10/2011

## Note 9. Prêt de titres

A la clôture de l'exercice, la valeur de marché des titres prêtés était la suivante :

Compartiment	Devise	Valeur de marché totale des titres prêtés	Valeur de la garantie
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	EUR	32 271 126	0

## ***Toelichtingen bij de financiële staten op 31 december 2011***

### **Toelichting 1. Algemeen**

EasyETF FTSE EPRA Eurozone (het "Fonds") wordt georganiseerd volgens en onder de wetten van het Groothertogdom Luxemburg als een Gemeenschappelijk Beleggingsfonds ("Fonds Commun de Placement").

Het Fonds werd geregistreerd conform Deel I van de Wet van 20 december 2002 tot 30 juni 2011 ("de Wet") en wordt sinds 1 juli 2011 beheerd door de bepaling van Deel I van de Wet van 17 december 2010 op de instellingen voor collectieve belegging. Het Fonds werd op 7 juli 2004 in Luxemburg opgericht voor onbepaalde duur.

Het Fonds werd beheerd door BNP Paribas Investment Partners Luxembourg (de "Beheermaatschappij"). De Beheermaatschappij werd op 19 februari 1988 opgericht voor onbepaalde tijd onder de vorm van een naamloze vennootschap ("Société Anonyme") onder de wetten van het Groothertogdom Luxemburg. De statuten werden op 25 mei 1988 gepubliceerd in Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (de "Mémorial", waar ze kunnen worden geraadpleegd en kopieën kunnen worden verkregen). De statuten werden laatst gewijzigd op 30 juni 2010. De Hoofdaandeelhouder is BNP Paribas Investment Partners, Parijs.

De Beheermaatschappij staat onder hoofdstuk 15 van de Wet en is, als dusdanig, verantwoordelijk voor het gemeenschappelijke portefeuillebeheer van het Fonds in overeenstemming met bijlage II van de Wet.

Het Fonds streeft ernaar de EPRA Eurozone® Index (de "Benchmark Index") zo getrouw mogelijk na te volgen om vergelijkbare prestaties neer te zetten als die van de EPRA Eurozone® Price Return Index, vermeerderd met de nettodividenden die worden gekapitaliseerd aan het EONIA-tarief tussen de recentste datum van de betalingsaangifte en de volgende datum van betalingsaangifte. De Beheermaatschappij heeft een licentiecontract afgesloten met betrekking tot het gebruik van de Benchmark-Index. De licentiekosten zijn opgenomen in het Overzicht van de Transacties en de Wijzigingen in de Nettoactiva onder de titel "Andere kosten" van de huidige financiële staten.

### **Toelichting 2. Significante grondslagen voor financiële verslaggeving**

De financiële staten zijn voorbereid in overeenstemming met de Luxemburgse regels voor instellingen voor Collectieve Belegging en worden uitgedrukt in euro (EUR), de rekenmunt van het Fonds.

#### 1) Presentatie van de financiële staten

De financiële staten worden voorgelegd op basis van de laatst berekende netto-inventariswaarde (30 december 2011).

#### 2) Wisselkoers

De beleggingskosten die worden uitgedrukt in een andere munt dan de rekenmunt van het Fonds, worden geconverteerd naar die munt aan de op de aankoopdatum geldende wisselkoers.

Inkomsten en uitgaven uitgedrukt in een andere munt dan de rekenmunt van het Fonds worden naar die munt omgerekend tegen de op de transactiedatum geldende wisselkoers.

Op het einde van het jaar worden de activa en passiva die worden uitgedrukt in andere munten dan de rekenmunt van het Fonds, omgezet naar die munt tegen de op die datum geldende wisselkoersen. De daaruit voortvloeiende gerealiseerde en niet-gerealiseerde winsten of verliezen uit wisselkoersen worden opgenomen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva.

De wisselkoers die op 31 december 2011 werd gebruikt voor de omzetting van de niet in euro (EUR) uitgedrukte activa en passiva van het Fonds is als volgt:

1 Euro (EUR) = 1,2982 Amerikaanse dollar (USD)

### 3) Waardebeoordeling van de beleggingsportefeuille

Beleggingen genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere Gereguleerde Markt die op een regelmatige manier functioneert, erkend is en openstaat voor het publiek, worden gewaardeerd aan de laatst beschikbare prijs, en, als er zo verscheidene markten bestaan, op basis van de laatst beschikbare prijs op de belangrijkste markt voor die belegging. Als die prijs de marktwaarde van de belegging niet weerspiegelt, wordt ze gewaardeerd aan de waarschijnlijke verkoopwaarde die de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij voorzichtig en te goeder trouw zal schatten.

Beleggingen die niet worden verhandeld of genoteerd staan op een beurs of gereguleerde markt die op een regelmatige manier functioneert, erkend is en openstaat voor het publiek, worden gewaardeerd aan hun waarschijnlijke verkoopwaarde die de Raad van Bestuur van de Beheermaatschappij voorzichtig en te goeder trouw zal schatten.

Liquide activa, geldmarktinstrumenten en alle andere instrumenten kunnen worden gewaardeerd aan de laatst gekende slotprijs op de waarderingsdag of volgens de rechtlijnige depreciatiemethode. In het geval van rechtlijnige depreciatie worden geldmarktinstrumenten in de portefeuille weergegeven inclusief kosten, en hun waarde wordt vermeerderd met de opgebouwde bankinteressen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva onder de titel "Interest". De portefeuilleposities zullen regelmatig onder de loep worden genomen onder het toezicht van de Beheermaatschappij om te bepalen of de waardering die men bekomt via de slotprijsmethode verschilt van de waardering uit de rechtlijnige depreciatiemethode. Als zich een verschil voordoet dat waarschijnlijk met een aanzienlijke verwatering gepaard zal gaan of schadelijk kan zijn voor de aandeelhouders, zal men gepaste corrigerende maatregelen treffen en, indien nodig, de netto-inventariswaarde berekenen op basis van de laatst gekende slotprijzen.

De lijst van wijzigingen in de portefeuille tijdens het jaar dat werd beëindigd op 31 december 2011 is gratis beschikbaar op de Maatschappelijke Zetel van de Beheermaatschappij van het Fonds.

### 4) Inkomsten

De dividenden worden bepaald op de ex-dividenddatum. De interest wordt bepaald volgens het toerekeningsbeginsel.

## **Toelichting 3. Inschrijvingen en Inkopen**

De aandelen worden in geregistreerde vorm uitgegeven door het Fonds. Er kunnen fracties van geregistreerde aandelen worden uitgegeven tot een duizendste van een aandeel. Op 31 december 2011 kon men enkel nog inschrijven op distributie-eenheden.

De aandelen worden gekocht en verkocht op de primaire en de secundaire markt.

Men kan de inschrijvingen contant betalen of door bijdrage van instrumenten en effecten die de EPRA Eurozone® Index vertegenwoordigen.

Dit jaar werden alle inschrijvingen contant betaald.

De intekenings- en Inkopen worden, indien van toepassing, opgenomen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva onder de titel "Andere inkomsten".

## **Toelichting 4. Beheerskosten**

Als tegenprestatie voor haar diensten ontvangt de Beheermaatschappij een beheersvergoeding volgens het onderstaande jaarlijkse tarief:

Klasse A EUR: tot 0,45% van de nettoactiva van de aandeel.

De beheersvergoedingen worden dagelijks berekend en opgebouwd. Die zijn maandelijks achteraf verschuldigd.

## Toelichting 5. Bewaardersvergoedingen en vergoedingen voor de administratieve diensten

De Beheermaatschappij, die optreedt als Administratief Agent, heeft recht op een jaarlijkse vergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,02% van de nettoactiva van het Fonds. Die vergoeding wordt elke handelsdag berekend en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. Het zal maandelijks achteraf worden betaald. De Betalingsgemachtigde en de Registerhouder en Transferagent zullen elk recht hebben op een maximale jaarlijkse vergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,01% van de nettoactiva van het Fonds, berekend op elke handelsdag en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. De vergoedingen worden maandelijks achteraf betaald. De Bewaarder ontvangt een jaarlijkse maximumvergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,02% van de nettoactiva van het Fonds, berekend op elke handelsdag en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. Het zal maandelijks achteraf worden betaald. Bovendien heeft de Bewaarder het recht om bepaalde kosten in verband met transacties die in naam van het Fonds werden uitgevoerd en kosten opgelopen door de banken en financiële instellingen die helpen met de bewaring van de activa van het Fonds, aan het Fonds te factureren.

## Toelichting 6. Andere kosten

De andere kosten omvatten hoofdzakelijk de licentiekosten, de auditvergoedingen, de publicatievergoedingen en de juridische kosten.

## Toelichting 7. Belastingen

In Luxemburg is het Fonds vrijgesteld van Luxemburgse inschrijvingstaks (de “taxe d’abonnement”) sinds 1 januari 2011.

In overeenstemming met de geldende Luxemburgse wet en aanvaarde praktijken, is het Fonds niet onderhevig aan Luxemburgse vennootschapsbelasting.

Onder de huidige wetgeving zijn noch het Fonds, noch zijn aandeelhouders in Luxemburg onderhevig aan belastingen of voorheffing op hun inkomsten, op gerealiseerde of niet-gerealiseerde kapitaalwinsten, op overdrachten van aandelen als gevolg van een overlijden of op bedragen ontvangen na ontbinding, met uitzondering van:

- (a) aandeelhouders die in Luxemburg wonen, verblijven of permanent gevestigd zijn,
- (b) aandeelhouders die particulieren zijn en inwoner zijn van een andere EU-lidstaat dan Luxemburg, die van een betalingsgemachtigde die gevestigd is in Luxemburg spaarinkomsten ontvangen uit hun beleggingen in het Fonds, zoals vermeld in de wet van 21 juni 2005 die Europese Richtlijn 2003/48/EG van 3 juni 2003 inzake de belasting op spaarinkomsten in de vorm van betalingen van bankinteressen in de Luxemburgse wetgeving opneemt. Er wordt van dergelijke inkomsten voorheffing afgehouden, tot 30 juni 2011 20% en vanaf 1 juli 2011 35%.

## Toelichting 8. Uitkering van interimdividenden

Tijdens het jaar dat werd beëindigd op 31 december 2011, werden de volgende interimdividenden betaald.

Compartment	Klasse	Munt	Dividend per aandeel	Ex-datum	Betalingsdatum
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	0,45	19/04/2011	26/04/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	5,75	19/07/2011	22/07/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	0,35	25/10/2011	28/10/2011

## Toelichting 9: Effectenleningen

Per het einde van het jaar is de marktwaarde van de effecten als volgt:

Compartiment	Valuta	Totale marktwaarde van geleende effecten	Waarde onderpand
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	EUR	32 271 126	0



## ***Toelichtingen bij de jaarrekening op 31 december 2011***

### **Toelichting 1. Algemeen**

EasyETF FTSE EPRA Eurozone (het "Fonds") wordt georganiseerd volgens en onder de wetten van het Groothertogdom Luxemburg als een Gemeenschappelijk Beleggingsfonds ("Fonds Commun de Placement").

Het Fonds werd geregistreerd conform Deel I van de Wet van 20 december 2002 tot 30 juni 2011 ("de Wet") en wordt sinds 1 juli 2011 geregeld door de bepalingen van Deel I van de Wet van 17 december 2010 op de instellingen voor collectieve belegging. Het Fonds werd op 7 juli 2004 in Luxemburg opgericht voor onbepaalde duur.

Het Fonds wordt beheerd door BNP Paribas Investment Partners Luxembourg (de "Beheerder"). De Beheerder werd op 19 februari 1988 opgericht voor onbepaalde tijd onder de vorm van een naamloze vennootschap ("Société Anonyme") onder de wetten van het Groothertogdom Luxemburg. De statuten werden op 25 mei 1988 gepubliceerd in Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (de "Mémorial", waar ze kunnen worden geraadpleegd en kopieën kunnen worden verkregen). De statuten werden laatst gewijzigd op 30 juni 2010. De Hoofdaandeelhouder is BNP Paribas Investment Partners, Parijs.

De Beheerder staat onder hoofdstuk 15 van de Wet en is, als dusdanig, verantwoordelijk voor het gemeenschappelijke vermogensbeheer van het Fonds in overeenstemming met bijlage II van de Wet.

Het Fonds streeft ernaar de EPRA Eurozone® Index (de "benchmark-index") zo getrouw mogelijk na te volgen om vergelijkbare prestaties neer te zetten als die van de EPRA Eurozone® Price Return Index, vermeerderd met de nettodividenden die worden gekapitaliseerd aan het EONIA-tarief tussen de recentste datum van de betalingsaangifte en de volgende datum van betalingsaangifte. De Beheerder heeft een licentiecontract afgesloten met betrekking tot het gebruik van de benchmark-index. De licentiekosten zijn opgenomen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva onder de titel "Andere kosten" van de huidige jaarrekening.

### **Toelichting 2. Significante grondslagen voor financiële verslaggeving**

De jaarrekeningen zijn voorbereid in overeenstemming met de Luxemburgse regels voor instellingen voor Collectieve Belegging en worden uitgedrukt in euro (EUR), de rekenmunt van het Fonds.

#### 1) Presentatie van de jaarrekening

De jaarrekeningen worden voorgelegd op basis van de laatst berekende netto-inventariswaarde per 30 december 2011.

#### 2) Wisselkoers

De beleggingskosten die worden uitgedrukt in een andere munt dan de rekenmunt van het Fonds, worden geconverteerd naar die munt aan de op de aankoopdatum geldende wisselkoers.

Inkomsten en uitgaven uitgedrukt in een andere munt dan de rekenmunt van het Fonds worden naar die munt omgerekend tegen de op de transactiedatum geldende wisselkoers.

Op het einde van het jaar worden de activa en passiva die worden uitgedrukt in andere munten dan de rekenmunt van het Fonds, omgezet naar die munt tegen de op die datum geldende wisselkoersen. De daaruit voortvloeiende gerealiseerde en niet-gerealiseerde winsten of verliezen uit wisselkoersen worden opgenomen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva.

De wisselkoers die op 31 december 2011 werd gebruikt voor de omzetting van de niet in euro (EUR) uitgedrukte activa en passiva van het Fonds is als volgt:

1 Euro (EUR) = 1,2982 Amerikaanse dollar (USD)

### 3) Waardebeoordeling van de beleggingsportefeuille

Beleggingen genoteerd aan een officiële beurs of verhandeld op een andere Gereguleerde Markt die op een regelmatige manier functioneert, erkend is en openstaat voor het publiek, worden gewaardeerd aan de laatst beschikbare prijs, en, als er zo verscheidene markten bestaan, op basis van de laatst beschikbare prijs op de belangrijkste markt voor die belegging. Als die prijs de marktwaarde van de belegging niet weerspiegelt, wordt ze gewaardeerd aan de waarschijnlijke verkoopwaarde die Raad van Bestuur van de Beheerder voorzichtig en te goeder trouw zal schatten.

Beleggingen die niet worden verhandeld of genoteerd staan op een beurs of Gereguleerde Markt die op een regelmatige manier functioneert, erkend is en openstaat voor het publiek, worden gewaardeerd aan hun waarschijnlijke verkoopwaarde die de Raad van Bestuur van de Beheerder voorzichtig en te goeder trouw zal schatten.

Liquide activa, geldmarktinstrumenten en alle andere instrumenten kunnen worden gewaardeerd aan de laatst gekende slotprijs op de waarderingdag of volgens de rechtlijnige depreciatiemethode. In het geval van rechtlijnige depreciatie worden geldmarktinstrumenten in de portefeuille weergegeven inclusief kosten, en hun waarde wordt vermeerderd met de opgebouwde rente in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva onder de titel "Interest". De portefeuillesposities zullen regelmatig onder de loep worden genomen onder het toezicht van de Beheerder om te bepalen of de waardering die men bekomt via de slotprijsmethode verschilt van de waardering uit de rechtlijnige depreciatiemethode. Als zich een verschil voordoet dat waarschijnlijk met een aanzienlijke verwatering gepaard zal gaan of schadelijk kan zijn voor de aandeelhouders, zal men gepaste corrigerende maatregelen treffen en, indien nodig, de netto-inventariswaarde berekenen op basis van de laatst gekende slotprijzen.

De lijst van wijzigingen in de portefeuille tijdens het jaar dat werd beëindigd op 31 december 2011 is gratis beschikbaar op de Maatschappelijke Zetel van de Beheerder van het Fonds.

### 4) Inkomsten

De dividenden worden bepaald op de ex-dividenddatum. De interest wordt bepaald volgens het toerekeningsbeginsel.

## Toelichting 3. Inschrijvingen en Inkopen

De aandelen worden in geregistreerde vorm uitgegeven door het Fonds. Er kunnen fracties van geregistreerde aandelen worden uitgegeven tot een duizendste van een aandeel. Op 31 december 2011 kon men enkel nog inschrijven op distributie-eenheden.

De aandelen worden gekocht en verkocht op de primaire en de secundaire markt.

Men kan de inschrijvingen contant betalen of door bijdrage van instrumenten en effecten die de EPRA Eurozone® Index vertegenwoordigen.

Dit jaar werden alle inschrijvingen contant betaald.

De intekenings- en Inkopen worden, indien van toepassing, opgenomen in het overzicht van de transacties en de wijzigingen in de nettoactiva onder de titel "Andere inkomsten".

## Toelichting 4. Beheerskosten

Als tegenprestatie voor zijn diensten ontvangt de Beheerder een beheersvergoeding volgens het onderstaande jaarlijkse tarief:

Klasse A EUR: tot 0,45% van de nettoactiva van de aandeel.

De beheersvergoedingen worden dagelijks berekend en opgebouwd. Die zijn maandelijks achteraf verschuldigd.

## Toelichting 5. Bewaardersvergoedingen en vergoedingen voor de administratieve diensten

De Beheerder, die optreedt als Administratief Agent, heeft recht op een jaarlijkse vergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,02% van de nettoactiva van het Fonds. Die vergoeding wordt elke handelsdag berekend en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. Het zal maandelijks achteraf worden betaald. De Betalingsgemachtigde en de Registerhouder en Transferagent zullen elk recht hebben op een maximale jaarlijkse vergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,01% van de nettoactiva van het Fonds, berekend op elke handelsdag en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. De vergoedingen worden maandelijks achteraf betaald. De Bewaarder ontvangt een jaarlijkse maximumvergoeding van het Fonds die overeenkomt met maximaal 0,02% van de nettoactiva van het Fonds, berekend op elke handelsdag en opgebouwd tijdens de maand in kwestie, telkens wanneer de intrinsieke waarde wordt berekend. Het zal maandelijks achteraf worden betaald. Bovendien heeft de Bewaarder het recht om bepaalde kosten in verband met transacties die in naam van het Fonds werden uitgevoerd en kosten opgelopen door de banken en financiële instellingen die helpen met de bewaring van de activa van het Fonds, aan het Fonds te factureren.

## Toelichting 6. Andere kosten

De andere kosten omvatten hoofdzakelijk de licentiekosten, de auditvergoedingen, de publicatievergoedingen en de juridische kosten.

## Toelichting 7. Belastingen

In Luxemburg is het Fonds vrijgesteld van Luxemburgse inschrijvingstaks (de “taxe d’abonnement”) sinds 1 januari 2011.

In overeenstemming met de geldende Luxemburgse Wet en aanvaarde praktijken, is het Fonds niet onderhevig aan Luxemburgse vennootschapsbelasting.

Onder de huidige wetgeving zijn noch het Fonds, noch zijn aandeelhouders in Luxemburg onderhevig aan belastingen of voorheffing op hun inkomsten, op gerealiseerde of niet-gerealiseerde kapitaalwinsten, op overdrachten van aandelen als gevolg van een overlijden of op bedragen ontvangen na ontbinding, met uitzondering van:

- (a) aandeelhouders die in Luxemburg wonen, verblijven of permanent gevestigd zijn,
- (b) aandeelhouders die particulieren zijn en inwoner zijn van een andere EU-lidstaat dan Luxemburg, die van een betalingsgemachtigde die gevestigd is in Luxemburg spaarinkomsten ontvangen uit hun beleggingen in het Fonds, zoals vermeld in de Wet van 21 juni 2005 die Europese Richtlijn 2003/48/EG van 3 juni 2003 inzake de belasting op spaarinkomsten in de vorm van rentebetalingen in de Luxemburgse wetgeving opneemt. Er wordt van dergelijke inkomsten voorheffing afgehouden, tot 30 juni 2011 20% en vanaf 1 juli 2011 35%.

## Toelichting 8. Uitkering van interimdividenden

Tijdens het jaar dat werd beëindigd op 31 december 2011, werden de volgende interimdividenden betaald.

Compartiment	Klasse	Munt	Dividend per aandeel	Ex-datum	Betalingsdatum
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	0,45	19/04/2011	26/04/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	5,75	19/07/2011	22/07/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Klasse A EUR	EUR	0,35	25/10/2011	28/10/2011

## Toelichting 9. Effectenleningen

Per het einde van het jaar is de marktwaarde van de effecten als volgt:

Compartiment	Valuta	Totale marktwaarde van geleende effecten	Waarde onderpand
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	EUR	32 271 126	0

## ***Note ai rendiconti finanziari al 31 dicembre 2011***

### **Nota 1. Informazioni generali**

EasyETF FTSE EPRA Eurozone (il “Fondo”) è un Fondo Comune di Investimento di diritto lussemburghese (“Fonds Commun de Placement”).

Fino al 30 giugno 2011, il Fondo era registrato ai sensi della Parte I della Legge del 20 dicembre 2002 (la “Legge”). Dal 1° luglio 2011, è disciplinato dalle disposizioni di cui alla Parte I della Legge del 17 dicembre 2010 sugli organismi di investimento collettivo. Il Fondo è stato costituito a tempo indeterminato a Lussemburgo in data 7 luglio 2004.

Il Fondo viene gestito da BNP Paribas Investment Partners Luxembourg (la “Società di Gestione”). La Società di Gestione è stata costituita in data 19 febbraio 1988 sotto forma di società per azioni (“société anonyme”) di diritto lussemburghese con durata illimitata. L’atto costitutivo è stato pubblicato il 25 maggio 1988 sul “Mémorial, C, Recueil des Sociétés et Associations” (il “Mémorial”) (dove è possibile consultarlo e richiederne copie). L’ultima modifica dell’atto costitutivo risale al 30 giugno 2010. La maggioranza delle quote del Fondo è detenuta da BNP Paribas Investment Partners, Paris.

La Società di Gestione è soggetta al capitolo 15 della Legge e nel periodo delle proprie funzioni è responsabile della gestione collettiva del portafoglio del Fondo, conformemente all’allegato II della Legge.

L’obiettivo del Fondo è replicare il più fedelmente possibile l’indice EPRA Eurozone® (l’Indice di riferimento) al fine di ottenere una performance comparabile a quella dell’indice EPRA Eurozone® Price Return, incrementata dei dividendi netti capitalizzati al tasso EONIA nel periodo compreso tra la data della dichiarazione di pagamento più recente e la successiva. La Società di Gestione ha stipulato un accordo di licenza relativo all’utilizzo dell’Indice di riferimento. I costi di licenza sono iscritti nel conto economico e prospetto delle variazioni e del patrimonio netto alla voce “Altre spese”.

### **Nota 2. Principali criteri contabili**

Il bilancio viene redatto conformemente alla normativa lussemburghese in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio ed è espresso in euro (EUR), la valuta contabile del Fondo.

1) Presentazione del rendiconto finanziario

Il bilancio viene presentato sulla base dell’ultimo valore patrimoniale netto (30 dicembre 2011).

2) Conversione valutaria

Il costo degli investimenti denominati in valute diverse dalla valuta contabile del Fondo viene convertito in tale valuta al tasso di cambio vigente alla data di acquisto.

I ricavi e le spese espressi in valute diverse da quella contabile del Fondo vengono convertiti in tale valuta al tasso di cambio vigente alla data dell’operazione.

Al termine dell’esercizio le attività e le passività denominate in valute diverse da quella contabile del Fondo vengono convertite in detta valuta ai tassi di cambio prevalenti in tale data. Le plusvalenze e le minusvalenze realizzate e non realizzate sulle suddette operazioni di conversione valutaria vengono incluse nel Conto economico e prospetto delle variazioni del patrimonio netto.

Il tasso di cambio utilizzato al 31 dicembre 2011 per la conversione delle attività e passività del Fondo non denominate in euro (EUR) è il seguente:

1 euro (EUR) = 1,2982 dollaro americano (USD)

### 3) Valutazione del portafoglio titoli

Gli investimenti quotati in una borsa valori ufficiale o negoziati in un altro mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, vengono valutati all'ultimo prezzo disponibile o, laddove esistano diversi mercati di questo tipo, all'ultimo prezzo disponibile nel mercato principale per tale investimento. Qualora tale prezzo non rifletta l'equo valore dell'investimento, la valutazione avverrà sulla base del prezzo di vendita previsto, che verrà stabilito con prudenza e in buona fede dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione.

Gli investimenti non negoziati né quotati in una borsa valori o in un mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, vengono valutati sulla base del prezzo di vendita previsto, stabilito con prudenza e in buona fede dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione.

Le liquidità, gli strumenti del mercato monetario e tutti gli altri strumenti possono essere valutati sulla base dell'ultimo prezzo di chiusura conosciuto al giorno della valutazione o secondo il metodo di ammortamento lineare. Se viene utilizzato quest'ultimo metodo, gli strumenti del mercato monetario sono indicati nel portafoglio al costo e nel Conto economico e prospetto delle variazioni del patrimonio netto il loro valore è incrementato dell'interesse maturato alla voce "Interessi". I titoli del portafoglio saranno riesaminati periodicamente sotto la direzione della Società di Gestione per verificare le eventuali divergenze nella valutazione secondo il metodo del prezzo di chiusura e quello dell'ammortamento lineare. Qualora la divergenza dovesse determinare una diluizione significativa o rivelarsi pregiudizievole per i detentori di quote, saranno adottate apposite misure correttive, tra cui, ove necessario, il calcolo del valore patrimoniale netto avvalendosi degli ultimi prezzi di chiusura conosciuti.

L'elenco delle variazioni intervenute nel portafoglio nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 è disponibile gratuitamente presso la Sede legale della Società di Gestione del Fondo.

### 4) Proventi

I dividendi sono contabilizzati alla data ex-dividendo. Gli interessi sono contabilizzati in base al principio della competenza.

## **Nota 3. Sottoscrizioni e rimborsi**

Le quote emesse dal Fondo sono depositate in forma nominativa. Possono essere emesse frazioni di quote fino a un millesimo di quota. Al 31 dicembre 2011 erano disponibili alla sottoscrizione unicamente quote a distribuzione.

La compravendita di quote avviene sul mercato primario e sul mercato secondario.

Le sottoscrizioni possono essere pagate in contanti o mediante l'apporto di strumenti e titoli che riflettano la composizione dell'indice EPRA Eurozone®.

Tutte le sottoscrizioni nel corso dell'esercizio sono state effettuate in contanti.

Le eventuali commissioni di sottoscrizione e di rimborso sono incluse nel Conto economico e prospetto delle variazioni del patrimonio netto alla voce "Altri proventi".

## **Nota 4. Commissione di gestione**

A titolo di remunerazione dei servizi forniti, la Società di Gestione percepirà una commissione di gestione corrispondente alla percentuale annua seguente:

Classe A EUR: fino allo 0,45% del patrimonio netto della classe di quote.

La commissione di gestione era calcolata e maturava giornalmente ed era pagabile trimestralmente in via posticipata.

## Nota 5. Commissioni spettanti alla Banca depositaria e commissioni per servizi amministrativi

La Società di Gestione che opera in qualità di Agente Amministrativo ha diritto a percepire dal Fondo una commissione annua non superiore allo 0,02% del patrimonio netto del Fondo, calcolata in ogni giorno di negoziazione e maturata durante il mese interessato al calcolo del valore patrimoniale netto e pagabile mensilmente in via posticipata. Agente Pagatore, Responsabile per le Registrazioni e Responsabile per il Trasferimento avranno ciascuno diritto a ricevere dal Fondo una commissione annua non superiore allo 0,01% del patrimonio netto del Fondo, calcolata in ogni giorno di negoziazione e maturata durante il mese interessato al calcolo del valore patrimoniale netto e pagabile mensilmente in via posticipata. La Banca Depositaria riceve dal Fondo una commissione corrispondente a un'aliquota annua non superiore allo 0,02% del patrimonio netto del Fondo, calcolata in ogni giorno di negoziazione e maturata durante il mese interessato al calcolo del valore patrimoniale netto e pagabile mensilmente in via posticipata. Inoltre la Banca Depositaria ha il diritto di fatturare al Fondo determinati costi relativi alle operazioni effettuate per suo conto e i costi sostenuti dalle banche e dalle stanze di compensazione che forniscono assistenza per la custodia delle attività del Fondo.

## Nota 6. Altre spese

Le altre spese includono in particolare i costi di licenza, le spese di revisione, di pubblicazione e le spese legali.

## Nota 7. Tassazione

In Lussemburgo, il Fondo è esonerato dalla tassa di sottoscrizione ("taxe d'abonnement") dal 1° gennaio 2011.

Ai sensi della legge lussemburghese vigente e alla prassi comune, il Fondo non è soggetto all'imposta lussemburghese sulle società.

Con il regime attuale, né il Fondo, né i detentori di quote sono soggetti ad alcun tipo di tassazione o trattenuta nel Lussemburgo sui loro redditi, sulle plusvalenze realizzate o meno, sul trasferimento delle quote per causa di morte o sugli importi ricevuti in seguito allo scioglimento del Fondo, fatta eccezione:

(a) per i detentori di quote domiciliati, residenti o con sede permanente in Lussemburgo,

(b) per i detentori di quote che sono persone fisiche residenti in uno Stato membro dell'Unione europea diverso dal Lussemburgo, che percepiscano da parte di un Agente per i pagamenti in Lussemburgo redditi da risparmio legati agli investimenti nel Fondo, in conformità con la legge del 21 giugno 2005 che recepisce nell'ordinamento lussemburghese la Direttiva 2003/48/CE del 3 giugno 2003 sulla tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi. Tali redditi sono soggetti ad una ritenuta alla fonte secondo un'aliquota del 20% fino al 30 giugno 2011 e del 35% a partire dal 1° luglio 2011.

## Nota 8. Distribuzioni di acconti sui dividendi

Durante l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 sono stati pagati i seguenti acconti sui dividendi.

Comparto	Classe	Valuta	Div. per quota	Stacco Div.	Data pagam.
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	0,45	19/04/2011	26/04/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	5,75	19/07/2011	22/07/2011
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	Classe A EUR	EUR	0,35	25/10/2011	28/10/2011

**Nota 9. Prestito di titoli**

A fine esercizio, il valore di mercato dei titoli dati in prestito è il seguente:

<b>Comparto</b>	<b>Valuta</b>	<b>Valore di mercato totale dei titoli prestati</b>	<b>Valore collaterale</b>
EasyETF FTSE EPRA Eurozone	EUR	32 271 126	0



## **Other Unaudited Information**

### **Global market risk exposure**

The Management Company of the Fund, after a risk profile assessment, decided to adopt the commitment approach to determine the global market risk exposure.

## **Autres Informations non Révisées**

### **Exposition globale aux risques de marché**

La Société de gestion du Fonds a décidé, après évaluation du profil de risque, d'opter pour l'approche par les engagements pour déterminer l'exposition globale aux risques de marché.

## **Andere Niet-geauditeerde Informatie**

### **Totale blootstelling aan het marktrisico**

De Beheermaatschappij van het fonds besloot na evaluatie van het risicoprofiel om de engagementsbenadering (commitment approach) goed te keuren om de totale blootstelling aan het marktrisico te bepalen.

## **Andere Niet-geauditeerde Informatie**

### **Totale blootstelling aan het marktrisico**

De Beheerder van het fonds besloot na evaluatie van het risicoprofiel om de engagementsbenadering (commitment approach) goed te keuren om de totale blootstelling aan het marktrisico te bepalen.

## **Altre Informazioni non Certificate**

### **Esposizione globale al rischio di mercato**

Dopo aver valutato il profilo di rischio, la Società di Gestione del Fondo ha deciso di adottare l'approccio fondato sugli impegni per determinare l'esposizione globale al rischio di mercato.

# EasyETF



**BNP PARIBAS** | The bank for a changing world

[www.easyetf.com](http://www.easyetf.com)