

2013



décembre
2012

ethias

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



INTRODUCTION

Le mois de décembre clôt une année où le pire a été entrevu. En effet, le deuxième trimestre fut le théâtre de nombreuses spéculations sur l'éventuelle scission de la zone euro incluant un retour aux monnaies nationales. Avec certains pays en récession et un manque criant de communication unifiée, la zone euro a laissé se développer ces spéculations. Mais à force de mesures structurelles dans les pays en difficulté, de plans d'aides aux pays et aux banques, de filet de sécurité pourvu par l'Europe (EFSF) ou la Banque centrale (OMT, LTRO), la zone euro a montré qu'elle avait une véritable volonté de préserver la monnaie unique.

Les marchés semblent désormais un peu plus conscient de cette volonté et la situation s'est apaisée au cours de la seconde moitié de l'année. Le mois de décembre, malgré quelques facteurs de risque comme les négociations fiscales aux Etats-Unis et l'annonce d'élections anticipées en Italie, a d'ailleurs été relativement calme.

Au-delà des mesures d'urgence qui ont été prises par l'Europe, il reste maintenant à appliquer les mesures de long terme qui ont été décidées. Il ne fait aucun doute que les marchés financiers se chargeront de sanctionner tout oubli au cours des prochains mois et années.

SOMMAIRE

Introduction	2
En bref...	3
Contexte de marché en Europe	4
Contexte de marché aux Etats-Unis	5
Politique monétaire	6
Taux courts	7
obligations gouvernementales	8
Covered bonds	10
Obligations d'entreprises	11
Actions	12
Taux de change et matières premières	14
Annexes	15

EN BREF...

- **La zone euro** a connu une année mouvementée mais elle se termine dans une relative tranquillité. Maintenant que le risque d'un éclatement de la zone euro semble écarté, les craintes se portent désormais sur la croissance européenne.
- **Aux Etats-Unis**, la reprise économique s'est révélée plus lente et moins vigoureuse que prévu. Néanmoins, l'accord de dernière minute sur le budget américain, bien que partiel, semble avoir rassuré les investisseurs.
- Sur le marché de la **dette gouvernementale**, les taux core ont pour la plupart baissé à cause des craintes liées à l'accord fiscal aux Etats-Unis. Les périphériques ont montré des performances assez disparates.
- Côté **covered bonds**, à l'approche de la fin de l'année, le volume de transactions sur le marché secondaire a été faible et les spreads sont restés stables en décembre. Le marché primaire fut très maigre, avec seulement 5 deals les deux premières semaines du mois.
- Sur les **obligations d'entreprises**, les spreads ont terminé le mois inchangés avec une légère volatilité. Le marché primaire est resté soutenu jusque tard dans l'année (3ème semaine de décembre) et le marché a été orienté à l'achat.
- En Europe, les **marchés actions** ont continué calmement de s'apprécier, avec un plus haut annuel atteint pour l'eurostoxx50.

Pour faciliter la compréhension de cette publication, nous proposons un lexique expliquant les principaux termes financiers à l'adresse suivante :

www.ethias.be/lexique



CONTEXTE DE MARCHÉ EN EUROPE

Les dernières semaines de 2012 n'ont pas réellement apporté de nouveaux éléments sur la situation économique de la zone euro. Par conséquent, les indicateurs macroéconomiques parus en décembre n'ont pas perturbé la relative tranquillité des marchés financiers.

On a notamment observé une légère **amélioration de la confiance des acteurs économiques** mais à des niveaux toujours très bas.

La **production industrielle est encore en baisse**, ce qui laisse penser que la croissance européenne risque de rester en berne durant les prochains mois. L'Ifo allemand, qui représente la santé des entreprises du pays et qui est en forte hausse, montre par contre les fortes disparités qui existent entre les pays.

Enfin, l'Europe des vingt-sept s'est aussi accordée sur les modalités d'un **mécanisme de supervision unique des banques** de la zone euro sous l'égide de la BCE, première étape vers une Union Bancaire.

Les dirigeants européens s'étaient engagés le 29 juin à élaborer d'ici la fin 2012 un tel mécanisme.

De manière globale, il est important de noter que l'année 2012 fut marquée par **une forte détérioration de la conjoncture économique** mondiale avec évidemment des écarts géographiques importants. Dans cette hiérarchie économique, plusieurs pays de la zone euro occupent des places peu enviables.

Cependant, la pression des marchés financiers exercée **sur les pays périphériques a diminué de quelques crans** suite à la mise en place des plans d'austérité et aux diverses interventions de la BCE durant l'année. Les investisseurs semblent désormais rassurés sur la pérennité de la zone euro.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
EZ Unemployment rate	11,60	11,70	11,70 →
EC Consumer Confidence	-26,90	-26,50	-26,60 ↓
EZ Retail sales	-0,10	-0,80	-3,60 ↓
Industry & Services			
Ifo Business Climate	101,40 ↑	102,00	102,40 ↑
EC Composite PMI	46,50	46,50	47,30 ↑
EC Business climate	-1,61 ↑	-1,60	-1,19 ↑
EZ new orders (YoY)	-2,70		-3,40
EZ industrial production (YoY)	-2,80 ↑	-2,40	-3,60 ↓
Monetary developments			
EZ Producer prices (YoY)	2,70 ↑	2,50	2,60 ↑
EZ Headline Inflation (YoY)	2,50 ↑	2,40	2,20 ↓
EZ Core Inflation (YoY)	1,50 ↑	1,50	1,40 ↓
ECB Refi rate	0,75	0,75	0,75 →

* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Positive surprises are in green

CONTEXTE DE MARCHÉ AUX ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, le mois de décembre a été principalement marqué par les craintes sur un éventuel « **fiscal cliff** ». Finalement, pendant la nuit du nouvel an, **un plan budgétaire a été approuvé par les deux chambres du congrès américain**. Même si cet accord est incomplet et qu'il aura un impact négatif sur le revenu des ménages, son annonce semble avoir soulagé les investisseurs.

Néanmoins, cet accord est incomplet et il faudra **qu'un nouvel accord soit trouvé avant mars 2013** afin d'éviter un nouveau choc budgétaire et de permettre le relèvement du plafond de la dette.

Au niveau des chiffres économiques, les résultats du mois de décembre de **l'enquête ISM** manufacturier confirment les tendances observées depuis quelques mois : **l'activité industrielle américaine se redresse lentement**.

Par ailleurs, la satisfaction de 2012 aux Etats-Unis reste **le marché de l'immobilier**. En effet, les volumes de transactions immobilières ont continuellement progressé alors que l'indice des **prix a augmenté de 4.3%** sur un an en octobre.

En outre, après des débuts difficiles en 2012, **le taux de chômage** américain continue sa lente décrue atteignant 7,7% en novembre.

	Prior	Survey	Current*
Employment & Consumption			
Non-farm payrolls	138,00	85,00	146,00 ↑
Unemployment rate (%)	7,90	7,90	7,70 ↑
Fed Consumer Confidence	71,50	70,00	65,10 ↓
Retail sales (YoY)	3,70		3,70
Housing market			
S&P/CS Home price (YoY)	2,97	4,00	4,31 ↑
Industry & Services			
ISM Services	54,20	53,50	54,70 ↑
ISM Manufacturing	49,50	50,50	50,70 ↑
Industrial Production (MoM)	-0,67	0,30	1,05 ↑
Industrial Production (YoY)	1,64		2,51
Money, prices & monetary policy			
Producer prices	2,30	1,80	1,50 ↓
Headline inflation	2,20	1,90	1,80 ↓
Core inflation	2,00	2,00	1,90 ↓
Fed Funds target rate	0,25		0,25

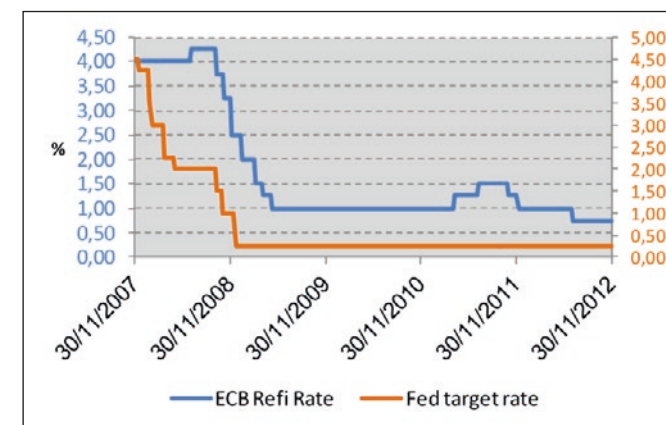
* : The arrow signals the difference between market expectations (survey) and the outcome (current). Positive surprises are in green

POLITIQUE MONÉTAIRE

Les politiques monétaires en Europe et aux Etats-Unis ont eu une importance cruciale en 2012 pour la confiance des marchés financiers. Dans la zone euro, l'arrivée de **Mario Draghi** à la tête de la BCE a marqué un tournant dans la conduite de la politique monétaire. En effet, La banque centrale européenne **a abaissé le taux refi de 25bp** à 0,75% en juillet, le faisant passer sous 1% pour la première fois depuis sa création. La BCE a également été active sur le front de la politique non-conventionnelle de façon à éviter une crise de liquidité **en réduisant le risque bancaire (via les LTRO) et le risque des dettes souveraines (via l'OMT)**. Pointons également, le discours de Mario Draghi le 26 juillet 2012 lors duquel il a affirmé que « dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire tout le nécessaire pour préserver l'euro ».

Aux Etats-Unis, tout au long de l'année 2012, la **Fed a injecté des liquidités** dans les marchés financiers avec comme point d'orgue en septembre, le lancement du troisième **Quantitative Easing (QE3)** sans limite de temps afin de soutenir l'économie américaine.

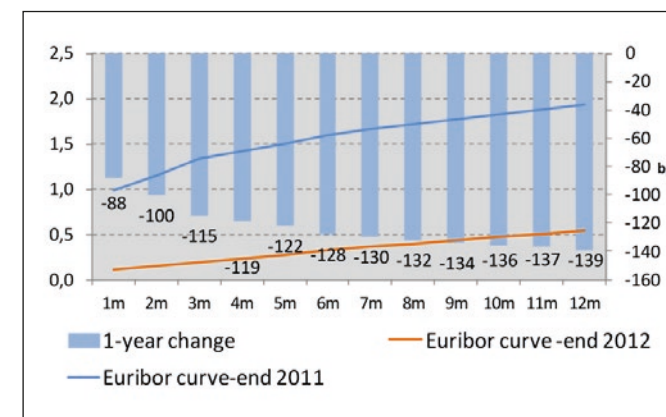
De plus, pour la première fois, la Fed a décidé **d'associer sa politique monétaire à un objectif chiffré en matière de chômage**. Les taux directeurs américains resteront donc à un faible niveau tant que le chômage demeurera supérieur à 6.5%.



TAUX COURTS

Les taux courts (Eonia, Euribor) ont fortement diminué au cours de l'année 2012 pour atteindre des niveaux très faibles. Ces niveaux reflètent **un excès de liquidité** dû notamment aux interventions de la BCE mais aussi à **la baisse de la pression inflationniste** en zone euro.

Ainsi , **le taux euribor 3 mois** a atteint un plus bas historique à 0,181% le 11 décembre pour finalement terminer l'année 2012 à 0,187%. Les prévisions négatives de croissance et de faible inflation pour 2013 faites par la BCE **n'indiquent pas une remontée prochaine de ces taux.**



OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

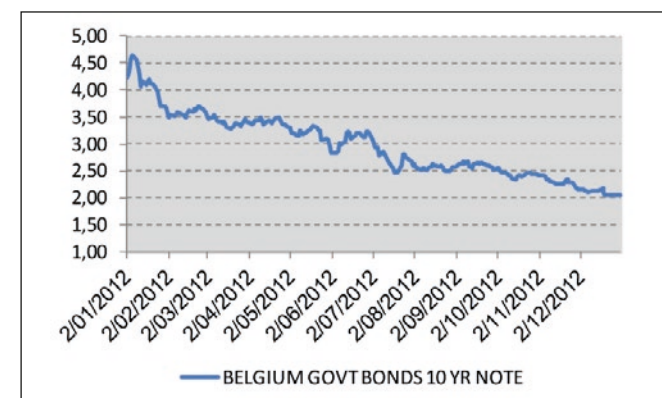
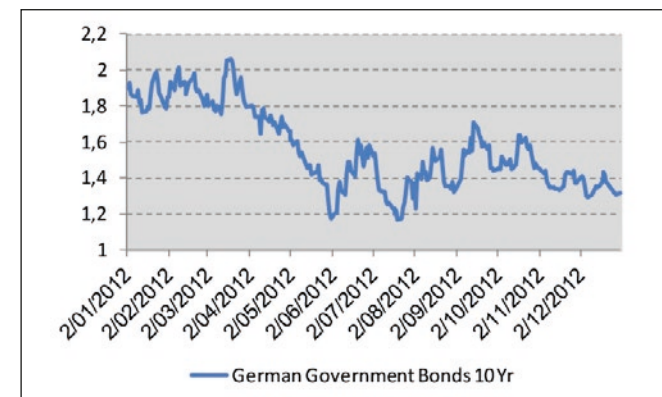
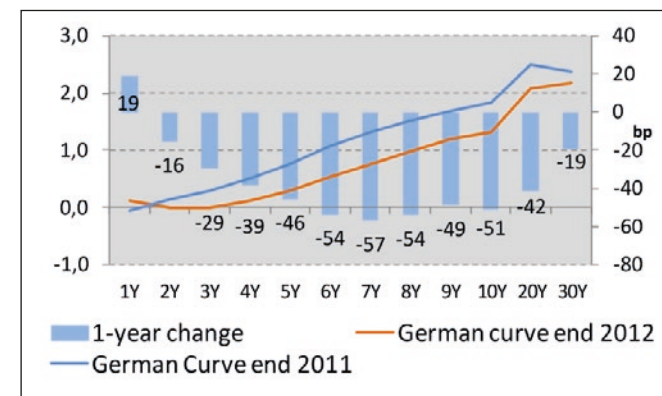
Durant ce mois de décembre, l'évolution du **taux allemand à 10 ans**, qui sert de référence pour les obligations gouvernementales, s'est faite sans tendance claire. Les mouvements ont été principalement menés par les **négociations budgétaires aux Etats-Unis ainsi que par la situation politique en Italie**, où Mario Monti a finalement décidé de se présenter aux élections début 2013.

Le taux allemand à 10 ans a terminé l'année à 1.32%, soit à peine au-dessus du plus bas niveau jamais observé de 1.17% survenu en juillet de cette année. Sur l'année, ce sont surtout les taux des maturités intermédiaires (entre 6 et 10 ans) qui ont baissé, la palme revenant au 7 ans qui a perdu 57bp. La plus forte baisse des taux s'est déroulée durant la première moitié de l'année, durant laquelle les risques d'une scission de la zone euro ont atteint leur paroxysme.

Sur le mois, les **taux belges** ont encore perdu 11bp mais cette baisse, qui s'est principalement déroulée durant la seconde moitié du mois, s'est faite dans des volumes réduits.

La Belgique est passée d'un statut de « meilleur périphérique » à « plus faible des pays core ». Mais parmi les pays core, c'est elle qui a le mieux performé sur l'année avec **une baisse de taux de plus de 200bp**.

Cette performance est due à la **rigueur budgétaire** qui est actuellement pratiquée ainsi qu'à la recherche de rendement qui a poussé les investisseurs vers la Belgique plutôt que vers les Pays-Bas ou la France où les rendements sont encore plus faibles.



En décembre, c'est le **Portugal** qui a vu son taux à 10 ans baisser le plus. L'attrait de son rendement a suscité des vagues d'achats qui ont en prime été favorisée par une évolution économique favorable (privatisations en avance sur le programme, réduction du déficit public, ...).

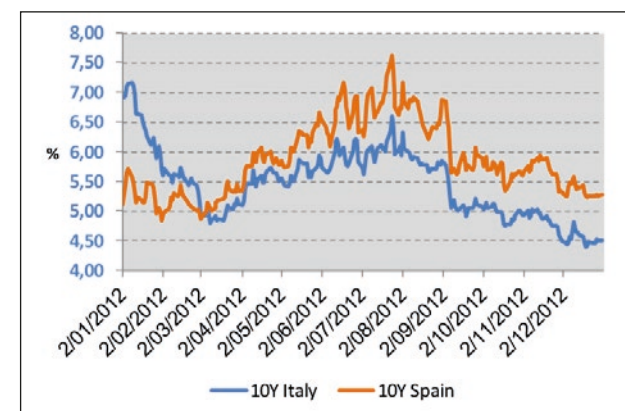
Pour le reste de l'univers périphérique, ce sont surtout les élections en Italie qui ont soufflé le chaud et le froid avec au final, un taux italien resté inchangé sur le mois.

Sur l'année, hormis la Grèce, c'est aussi le Portugal, suivi par l'Irlande, qui signe la plus belle performance avec une baisse de taux de plus de 6 points de pourcentage. Dans l'ensemble, **tous les périphériques sauf l'Espagne ont montré une évolution positive sur l'année.**

En effet, **le contexte est devenu beaucoup plus positifs pour ces pays.** D'une part, ils avancent dans leurs **réformes structurelles** visant à limiter les déficits publics et d'autre part, des mesures ont été mises en place au niveau européen pour **palier un éventuel manque de financement** (EFSF, programme OMT de la BCE). Il existe donc désormais des filets de sécurité pour les pays en difficulté qui acceptent de se conformer à des plans de rigueur.

Certains de ces pays sont néanmoins dans une situation délicate car leur faible croissance laisse peu de marge de manœuvre à la réduction de leur déficit public et donc de leur dette.

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
German Bonds				
2 Year	-0,02	-3	-4	-16
5 Year	0,30	-11	-21	-46
Germany 10 Year	1,32	-7	-13	-51
30 Year	2,18	-11	-8	-19
2-10 spread	1,33	-4	-9	-35
Belgian gov. yields				
2Y	0,11	0	-23	-220
5Y	0,75	-10	-47	-239
10Y	2,06	-11	-47	-203
15Y	2,42	-15	-47	-179
10Y gov. yields				
Netherlands	1,50	-11	-22	-69
Austria	1,75	-1	-28	-116
Portugal	7,01	-63	-199	-635
Spain	5,27	-5	-67	18
Ireland (9Y)	4,53	3	-58	-391
Italy	4,50	0	-60	-261
France	2,00	-5	-18	-115
Greece	11,90	-423	-759	-2306



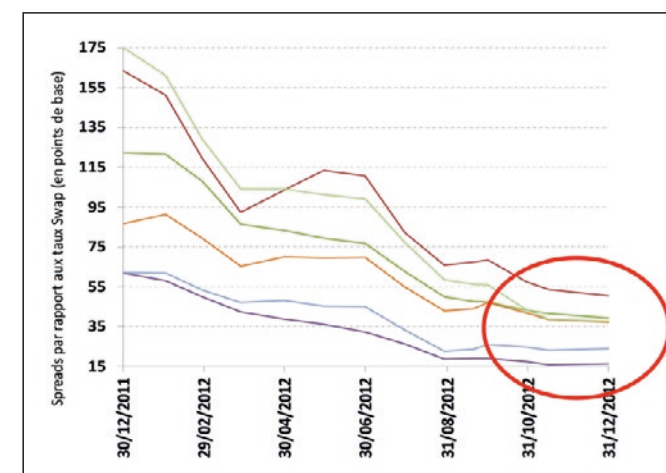
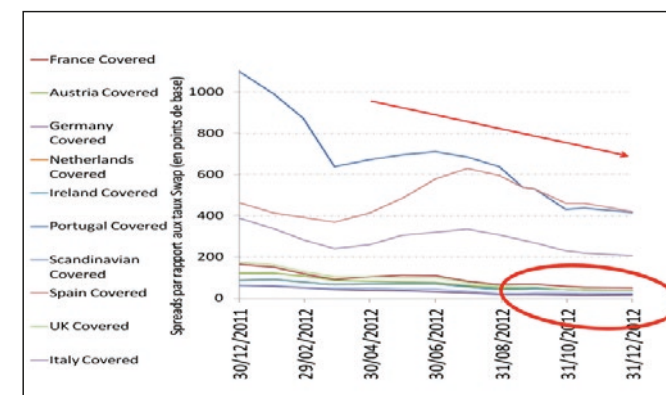
COVERED BONDS

A l'approche de la fin de l'année, le volume de transaction sur le marché secondaire fut faible et **les spreads sont restés stables en décembre**. Le marché primaire fut très maigre, avec seulement 5 deals les deux premières semaines du mois

Sur 2012, les émissions de Covered Bonds ont repris – bien qu'à des niveaux encore loin d'égaliser les records de 2010 et 2011 – et **plusieurs marchés périphériques ont fait leur « comeback »** (l'Espagne, l'Italie, l'Irlande...). **Les spreads se sont sensiblement resserrés** sur tous les segments en 2012.

Le marché devrait bénéficier de l'offre négative (les tombées attendues étant supérieures aux nouvelles émissions) ainsi que du comportement des investisseurs toujours à la recherche de rendement.

Spreads par rapport aux taux swaps des Covered Bonds par juridiction



OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les **indices de crédit** ont débuté ce mois de décembre au **resserrement** suite à la fin des incertitudes sur la Grèce et à un marché primaire soutenu. L'annonce par M. Monti de sa non-candidature aux élections en Italie (il a par la suite décidé de quand même annoncer sa candidature) **n'aura eu qu'un impact limité et concentré** aux obligations d'entreprises domestiques.

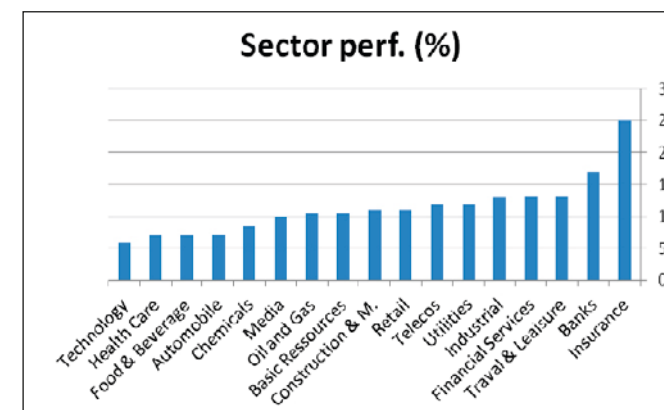
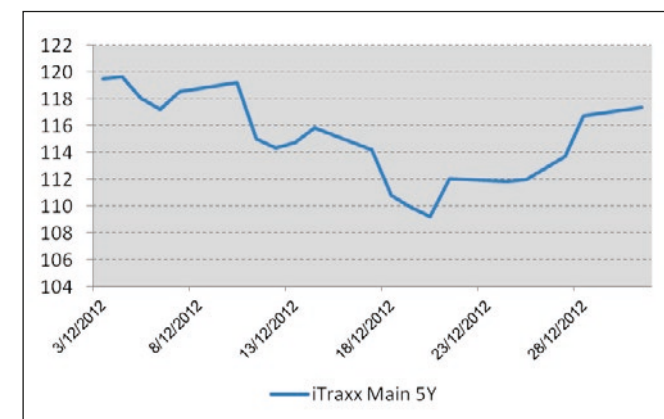
Par après, les menaces du **Fiscal Cliff** aux Etats-Unis ont ravivé les tensions et menés les spreads à la hausse.

Au final, sur le mois, **les spreads de crédit sont restés inchangés** en terminant à un niveau de 117.40 contre 119.53 en début de mois.

Le **marché primaire** a continué à être actif et plus particulièrement sur des émissions issues d'émetteurs non notés ou opportunistiques qui préfèrent délaissier le crédit bancaire au profit d'émission obligataire. Les émetteurs périphériques ont également continué à être bien accueillis.

L'année 2012 aura été exceptionnelle à plus d'un titre. D'une part une **performance élevée**, qu'il s'agisse de financière (+13%) ou non (+10.3%), périphérique ou core, « Investment Grade » (+13.5%) ou « High Yield » (+22,5%). Une performance reflétée également dans les indices iTraxx: le Main se sera resserré de 63bp (180 à 117) et le Financial de 152bp (295 à 143). D'autre part, **l'offre en marché primaire aura été la 2ème la plus active après 2009** avec plus de 300Mds d'euros! Qui plus est, environs 25Mds étaient représentés par de nouveaux émetteurs opportunistes.

Du point de vue des **performances sectorielles**, ce sont les financières (qui avaient fortement souffert par le passé), qui ont le mieux performé avec des niveaux allant jusque 25% pour l'assurance! A contrario, le secteur de l'alimentation ou de l'automobile aura connu une performance plus faible au vu de la conjoncture économique.



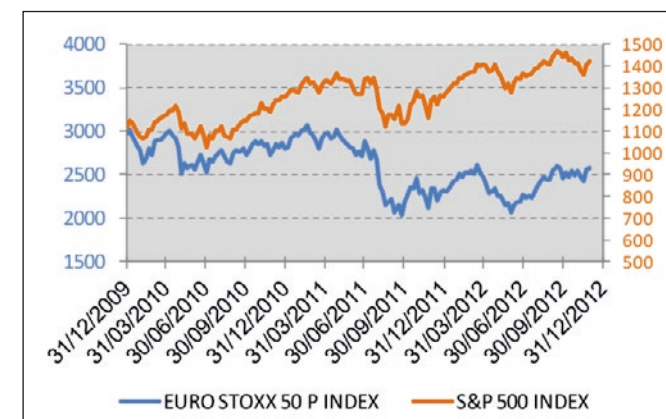
ACTIONS

Indices

Sur le mois de décembre, les marchés actions ont évolué calmement au gré des perspectives d'accord sur le budget fédéral aux Etats-Unis. Pour le 3ème mois consécutif, **les indices européens surperforment les indices US avec un plus haut annuel atteint pour l'eurostoxx50**, en hausse de 2,36%, contre une performance de +0,71% pour le S&P.

L'année 2012 a été favorable aux marchés actions qui ont fluctué en fonction de l'évolution de la crise des dettes souveraines européennes. Les annonces de la BCE ont éloigné les risques extrêmes d'éclatement de la zone euro, ce qui a fait reculer l'aversion au risque et a permis aux actions de très bien performer malgré une conjoncture européenne qui s'est dégradée.

Sur l'année, l'eurostoxx50 a progressé de **13,79%**, en ligne avec la performance du S&P. Par contre, au sein de la zone euro, l'opposition nord/sud qui prévaut depuis les début de la crise souveraine reste toujours valide en 2012 : le Dax allemand a progressé de 29,06% alors que l'ibex espagnol a perdu 4,66%.

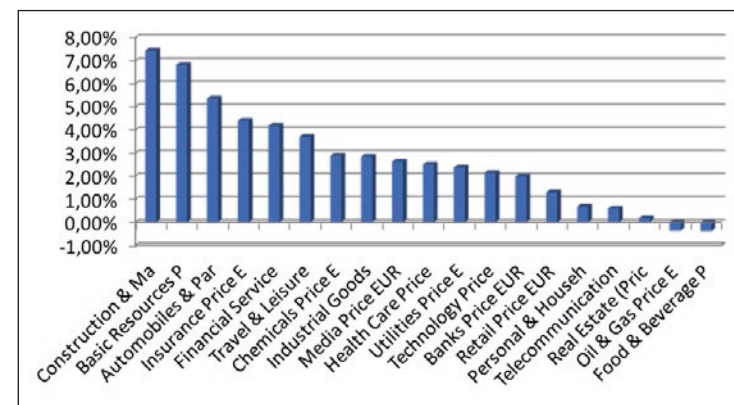


Index	31/12/2012	Quarter		
		M/M	to date	Year to date
EURO STOXX 50 P INDEX	2635,93	2,36%	7,40%	13,79%
CAC 40 INDEX	3641,07	2,36%	8,53%	15,23%
DAX INDEX	7612,39	2,79%	5,49%	29,06%
IBEX 35 INDEX	8167,5	2,94%	5,95%	-4,66%
AEX-Index	342,71	1,83%	6,04%	9,68%
FTSE MIB INDEX	16273,38	2,94%	7,80%	7,84%
BEL 20 INDEX	2475,81	1,59%	4,32%	18,83%
S&P 500 INDEX	1426,19	0,71%	-1,01%	13,41%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3019,514	0,31%	-3,10%	15,91%
DOW JONES INDUS. AVG	13104,14	0,60%	-2,48%	7,26%

Secteurs

Sur le mois de décembre, on note une **surperformance des secteurs cycliques** de la construction (+7,44%), suivi des matériaux de base (+6,82%) et de l'auto (+5,36%). Les secteurs qui enregistrent les moins bonnes performances sont l'énergie (-0,36%) et l'alimentation et boissons (-0,37%).

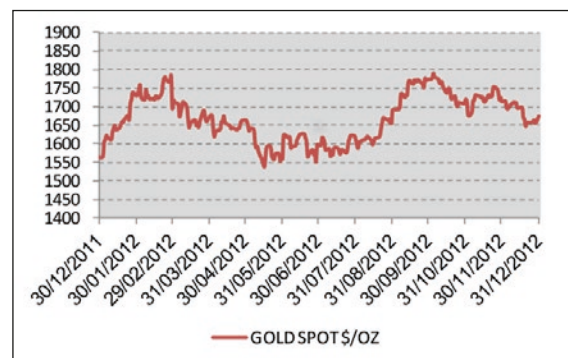
D'un point de vue sectoriel en Europe sur l'année 2012, ce sont les **secteurs de croissance exposés à l'international qui ont le mieux performé** (auto, chimie, technologie, biens de consommation) ainsi que **l'assurance** (grâce à la réduction du risque souverain), avec des progressions de plus de 25%. A contrario, les secteurs des télécoms (-22,73%) et des utilities (-8,82%) ont fortement souffert de leur exposition à la conjoncture européenne.



TAUX DE CHANGE ET MATIÈRES PREMIÈRES

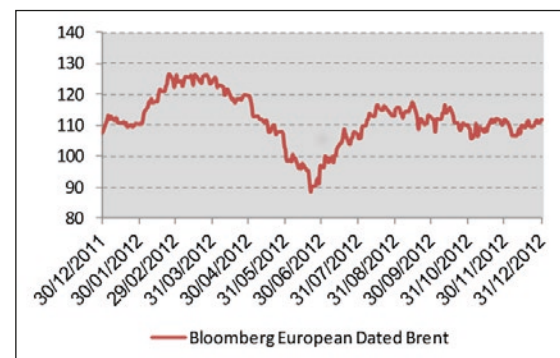
Or

L'**or** termine le mois à 1675,35\$, en baisse de 2,30%. Sur 1 an, il est toutefois en hausse de 7,14%. La détente quantitative a été au centre de l'attention du marché de l'or pendant l'essentiel de l'année.



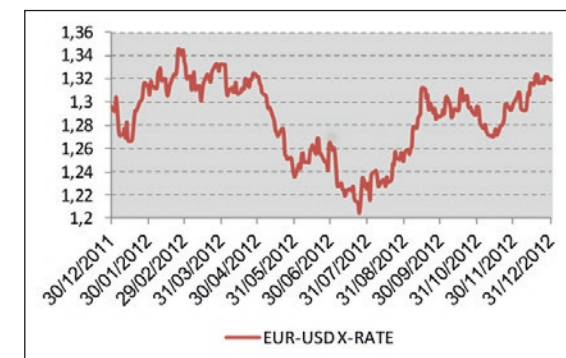
Pétrole

Le **brent** est resté stable à 112\$ sur le mois de décembre et est en hausse de 4,05% sur l'année. Les niveaux les plus hauts (126\$) et les plus bas (88\$) des cours du brent s'expliquent essentiellement par l'offre et la demande ainsi que par les facteurs géopolitiques.



Eurodol

L'**eurodol**, en hausse de 1,50% sur décembre (1,3197), a bénéficié du succès de l'opération de rachat de dettes grecques et de l'accord sur l'union bancaire, alors que le dollar a été pénalisé par l'annonce d'un renforcement de la politique quantitative de la Fed. Sur l'année 2012, l'eurodol a légèrement progressé (+1,83%).



ANNEXES

Taux d'intérêt

Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date	Instruments	End of month	M/M in bp	Quarter to date	Year to date
Monetary policy					German Bonds				
Fed Funds Target Rate US	0,25	0	0	0	2 Year	-0,02	-3	-4	-16
Refinance Rate	0,75	0	0	-25	5 Year	0,30	-11	-21	-46
EUR Money Markets					Germany 10 Year	1,32	-7	-13	-51
Euribor 1M ACT/360	0,11	0	-1	-92	30 Year	2,18	-11	-8	-19
Euribor 3 Month ACT/360	0,19	0	-3	-117	2-10 spread	1,33	-4	-9	-35
Euribor 6 Month ACT/360	0,32	-2	-12	-130	US-EU 10Y Spread	0,44	21	25	39
EUR Swap Rates					Belgian gov. yields				
EURO SWAP 1 YR	0,33	-3	-8	-109	2Y	0,11	0	-23	-220
EURO SWAP 2 YR	0,38	-4	-8	-94	5Y	0,75	-10	-47	-239
EURO SWAP 3 YR	0,47	-5	-10	-89	10Y	2,06	-11	-47	-203
EURO SWAP 5 YR	0,77	-9	-18	-96	15Y	2,42	-15	-47	-179
EURO SWAP 7 YR	1,12	-11	-20	-94	10Y gov. yields				
EURO SWAP 10 YR	1,57	-11	-19	-82	Netherlands	1,50	-11	-22	-69
EURO SWAP 15 YR	2,00	-10	-17	-66	Austria	1,75	-1	-28	-116
EURO SWAP 20 YR	2,16	-9	-11	-52	Portugal	7,01	-63	-199	-635
EURO SWAP 30 YR	2,23	-7	-9	-32	Spain	5,27	-5	-67	18
Swap Spread					Ireland	4,53	3	-58	-391
2Y EUR Sw ap Spread	39,56	-1	-433	-7779	Italy	4,50	0	-60	-261
10Y EUR Sw ap Spread	25,12	-3	-584	-3048	France	2,00	-5	-18	-115
					Greece	11,90	-423	-759	-2306

Actions, matières premières et forex

Instruments	End of month	M/M	Quarter to date	Year to date
Stock Markets				
IBEX 35 INDEX	8167,50	2,94%	5,95%	-4,66%
EURO STOXX 50 P INDEX	2635,93	2,36%	7,40%	13,79%
DAX INDEX	7612,39	2,79%	5,49%	29,06%
BEL 20 INDEX	2475,81	1,59%	4,32%	18,83%
S&P 500 INDEX	1426,19	0,71%	-1,01%	13,41%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3019,51	0,31%	-3,10%	15,91%
DOW JONES INDUS. AVG	13104,14	0,60%	-2,48%	7,26%
Volatility				
V2X	21,35	5	-2	-33,59%
Vix Index	18,02	2	2	-22,99%
iTraxx Indices				
MARKIT ITRX EUROPE 12/17	117,40	-6	-19	-32,14%
MARKIT ITRX EUR XOVER 12/17	482,05	-14	-86	-36,13%
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 12/17	141,33	-19	-62	-49,26%
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 12/17	235,33	-45	-107	-54,04%
Forex & Commo Markets				
EURO	1,32	1,59%	2,59%	1,79%
BALTIC DRY INDEX	699,00	-35,64%	-8,75%	-59,78%
Dated BFO Crude Oil Spot Px	111,94	-0,06%	-1,16%	4,05%
GOLD SPOT \$/OZ	1675,35	-2,30%	-5,46%	7,14%



DIRECTION FINANCES

front-office.finances@ethias.be

Editeur responsable :

Sébastien Gillis, rue des Croisiers 24 à 4000 LIÈGE

Mise en page :

infographie@ethias.be

INFORMATIONS JURIDIQUES

Cette publication revêt un caractère informatif. Elle est basée sur notre propre analyse des marchés financiers, de même que sur des renseignements reçus de tiers jugés suffisamment fiables. Toutefois, Ethias ne donne aucune garantie quant à l'exhaustivité, l'exactitude, la pertinence et l'actualité des informations publiées. Ethias n'assume dès lors aucune responsabilité quant à ces données. Le but de cette publication est de vous informer de la situation qui prévaut sur les marchés financiers. Elle ne constitue en aucun cas un conseil professionnel ni une invitation ou une offre d'Ethias à investir ou désinvestir dans certains marchés ou instruments financiers. Ethias n'assume aucune responsabilité pour les dommages éventuels encourus en raison d'une décision basée sur les informations publiées.