



LE FONDS EUROSSIMA  
RAPPORT SEMESTRIEL : 30 JUIN 2010



# LE FONDS EUROSSIMA

## 1. L'environnement économique et financier du premier semestre 2010

Dans la continuité de la reprise économique observée depuis le troisième trimestre 2009, la croissance de l'activité mondiale a progressé sur le début de l'année 2010, marquée par une grande divergence selon les zones géographiques. D'après les dernières prévisions du FMI, la croissance économique mondiale devrait ainsi être positive en 2010, à 4,3 % après une baisse de près de 1 % en 2009. La reprise est principalement tirée par le net rebond économique que connaissent les pays émergents du fait d'un redressement vigoureux de la demande intérieure et d'une progression des exportations, alors que dans les pays avancés, la croissance est plus modérée. L'activité est restée, pour ces derniers, largement tributaire des politiques budgétaires et monétaires de relance dans un contexte où les faillites d'entreprises sont nombreuses, où le chômage est toujours élevé et où la consommation des ménages et l'investissement des entreprises sont affaiblis. Or, l'endettement public atteint des niveaux historiquement élevés, réduisant les marges de manœuvre pour poursuivre les politiques anticycliques.

Le renforcement du doute, né fin 2009, sur la capacité de certains États de la Zone Euro à faire face au remboursement de leur dette, accru par les interventions budgétaires et fiscales destinées à relancer l'activité, a donné un coup d'arrêt brutal à la reprise des marchés financiers. Mi-avril, ce mouvement de défiance s'est cristallisé sur la Grèce puis a touché d'autres États périphériques de la Zone Euro comme le Portugal ou l'Espagne, entraînant des troubles sur les marchés financiers et une forte volatilité rappelant les périodes difficiles de 2008. Au problème de solvabilité des États s'est en effet greffée la menace que ferait porter une politique de rigueur trop forte ou trop précoce sur une croissance anémique.

Aux **États-Unis**, la croissance a été au rendez-vous (+2,7 % au 1<sup>er</sup> trimestre), principalement grâce à un rebond de la consommation et à une contribution toujours positive des stocks et de l'investissement des entreprises. Cependant, l'immobilier, l'emploi et l'endettement restent des points d'interrogation. Les effets du restockage et des plans de relance risquent de se dissiper au cours des prochains trimestres, ce qui pourrait empêcher les États-Unis de jouer le rôle de locomotive de la reprise. La Réserve Fédérale (Fed) a confirmé que la politique de taux zéro serait vraisemblablement maintenue pendant une période « prolongée » compte tenu de la modération de la reprise, de l'ampleur des capacités inutilisées, des difficultés sur le front de l'emploi et de l'absence de pressions inflationnistes. Cela étant, la Fed a entamé un processus de retrait de certains dispositifs exceptionnels instaurés au plus fort de la crise.

La situation est restée tendue pour la **Zone Euro** et ses institutions au premier semestre 2010. Face au risque de contagion de la crise grecque, les pays européens et le FMI se sont accordés, le 9 mai dernier, sur un plan de stabilisation doté de 750 milliards d'euros. Dans un effort inédit pour atténuer les tensions sur les marchés interbancaires et sur le marché des dettes publiques, la Banque Centrale Européenne (BCE) a, parallèlement, relancé sa politique de « soutien renforcé au crédit » et procédé à d'importantes interventions sur les marchés financiers. Concernant l'économie réelle, la reprise va probablement rester poussive en 2010, obligeant la BCE à conserver ses taux à un niveau bas, mais le risque d'une rechute en récession s'atténue. Le recul de la monnaie unique (-15 % sur le semestre), pénalisée par les craintes sur les problèmes de dette en Grèce et dans d'autres pays de la Zone Euro, pourrait en partie contrebalancer l'impact récessif des plans d'austérité.

En **France**, la reprise devrait se confirmer avec cependant un taux de chômage élevé et un fort déficit des finances publiques qui nécessitera un assainissement notable à partir de 2011. Avec le retrait progressif des mesures de relance, l'activité début 2010 est davantage portée par la demande extérieure que par la consommation intérieure, ce qui a conduit à une croissance modeste du Produit Intérieur Brut (PIB) de 0,1 % au 1<sup>er</sup> trimestre et de 0,6 % au second.

Dans les **pays émergents**, la dynamique économique reste manifeste et s'inscrit dans la durée. Des pays tels que la Chine ou le Brésil enregistrent une forte accélération de leur activité et souhaitent contrôler, via la politique monétaire notamment, le rythme de leur croissance afin d'éviter d'éventuels déséquilibres macroéconomiques.



# LE FONDS EUROSSIMA

## 1. L'environnement économique et financier du premier semestre 2010

Sur le **marché des matières premières**, le prix du baril de pétrole est en légère baisse (-3,29 % au premier semestre). L'équilibre entre l'offre et la demande reste stable, en ligne avec les perspectives de croissance mondiale. L'once d'or, quant à elle, valeur refuge traditionnelle, s'est renchérie de plus de 13 % sur les six derniers mois, poussée par la montée du risque souverain et par les doutes sur la solidité de la reprise économique mondiale.

Depuis le début de l'année, **l'euro** a nettement reculé vis-à-vis du **dollar** (-14,6 % au 30 juin) et du **yen** (-18,3 %) notamment, sous l'effet des divers développements de la crise de la dette souveraine. Plusieurs événements et rumeurs ont affecté la devise, qui n'a profité que très peu de temps de l'annonce du plan de stabilisation européen, au point d'atteindre le 7 juin dernier un plus bas de quatre ans sous les 1,20 USD/EUR. Par ailleurs, la décision de la Banque Populaire de Chine de mettre fin à l'arrimage du yuan par rapport au dollar, devrait faciliter l'appréciation de certaines devises émergentes et des monnaies traditionnellement liées aux matières premières.

Finalement, les risques structurels demeurent, et pèseront sur le niveau d'appétence pour le risque dans la seconde partie de l'année 2010. Il est peu probable que les investisseurs trouvent rapidement des réponses claires aux inquiétudes qui entourent l'évolution du cycle en Europe et aux États-Unis.

### Évolution des principaux indices de marché au 30/06/2010

TAUX	3 mois		2 ans		10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/09	0,251 %	0,700 %	1,140 %	1,114 %	3,835 %	1,282 %	3,383 %	3,584 %
30/06/10	0,534 %	0,767 %	0,603 %	0,815 %	2,937 %	1,087 %	2,573 %	3,052 %
Variation*	+28bp	+7bp	-54bp	-30bp	-90bp	-20bp	-81bp	-53bp

\* En point de base, 1 point de base = 0,01 %

ACTIONS						
En devises locales	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx
31/12/09	10428,05	1115,10	10546,44	3936,33	5957,43	2964,96
30/06/10	9774,02	1030,71	9382,64	3442,89	5965,52	2573,32
Variation (en %)	-6,27 %	-7,57 %	-11,04 %	-12,54 %	+0,14 %	-13,21 %

DEVICES				
	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY	EUR/GBP
31/12/09	1,43475	92,915	133,16	0,9037
30/06/10	1,2249	88,405	108,79	0,8171
Variation (en %)	-14,63 %	-4,85 %	-18,30 %	-9,58 %

MATIERES PREMIERES (en USD)		
	Pétrole (brent)	OR (once)
31/12/09	77,4	1096
30/06/10	74,85	1243,65
Variation (en %)	-3,29 %	+13,47 %



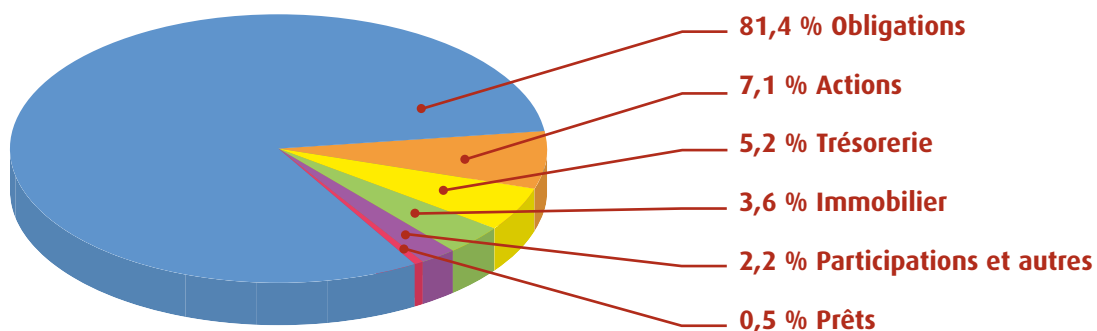
# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

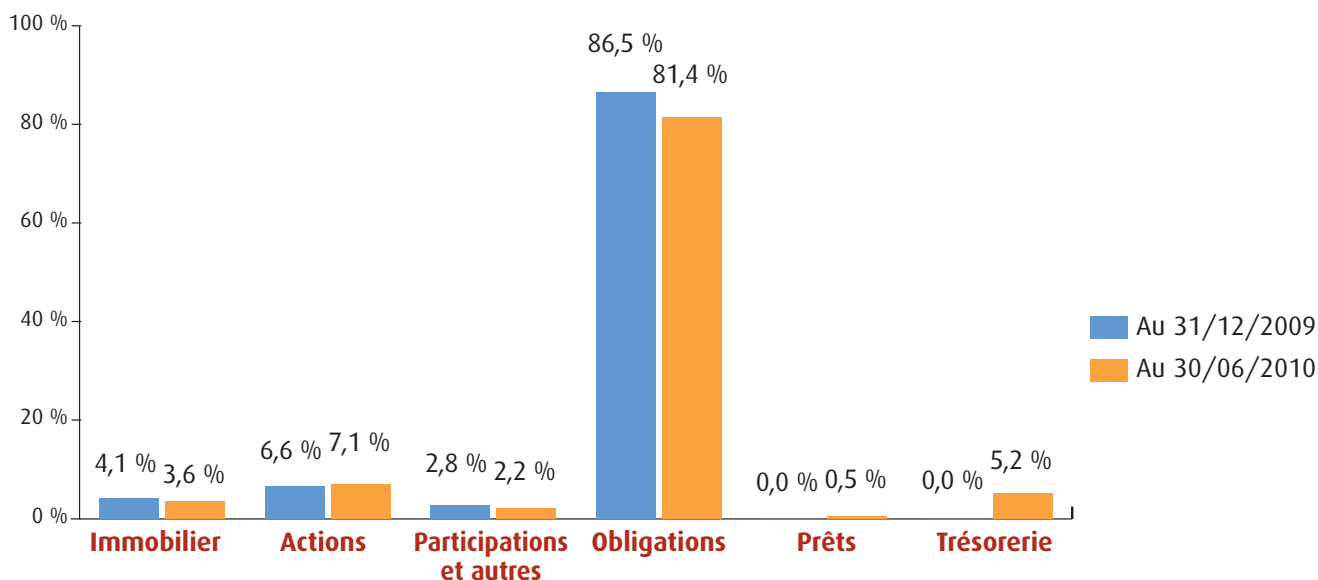
Encours sous gestion au 30/06/2010 : 3 510,75 millions d'euros (Valeur boursière)

### Répartition des actifs

Eurossima - Répartition par type d'actifs au 30/06/2010



Eurossima - Évolution de l'allocation d'actifs au 30/06/2010



# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

### • La politique de gestion actions

#### Une gestion pragmatique face à un contexte incertain

Sur les premiers mois de 2010, la tendance haussière qui prévalait depuis le mois de mars 2009 s'est inversée sous l'effet conjugué de plusieurs facteurs : l'annonce d'un projet de réforme du système bancaire américain, la volonté des autorités chinoises de limiter l'expansion du crédit et surtout les craintes liées à la solvabilité de plusieurs États européens. Les thématiques ont ainsi évolué au fil des mois avec deux inquiétudes de fond : les dérives des finances publiques en Europe et l'impact potentiellement récessif des plans d'austérité qui seront mis en place. Depuis début avril et malgré le sauvetage de la Grèce intervenu le 9 mai 2010, les incertitudes grandissantes au sein de l'Union Européenne ont généré une forte volatilité et maintenu les indices largement sous leur niveau du début de l'année. Sur les autres places financières, la volatilité a également dominé mais les performances semestrielles ont été disparates selon les zones géographiques.

Sur le semestre, les États-Unis et les pays émergents sont globalement parvenus à limiter leurs pertes. En Europe, une dichotomie est apparue entre les pays dits « périphériques » et les pays « cœur de zone ». Au sein de ce dernier il est à noter une divergence entre la France où le CAC 40 a chuté de 12,5 % (la 7<sup>e</sup> plus mauvaise performance semestrielle de son histoire) et l'Allemagne avec le DAX terminant à l'équilibre. Concernant les pays « périphériques », les résultats sont à l'image du stress qui s'est emparé des investisseurs : sur la période, la Bourse grecque a plongé de plus de 34 %, l'Ibex 35 espagnol de 22,4 % et le FTSE MIB Index (en Italie) de presque 17 %.

D'un point de vue sectoriel, le semestre s'est joué en deux temps, avant et après avril : les valeurs cycliques comme les technologiques, les banques, les minerais et métaux, qui avaient bien progressé avant la mi-avril, ont été particulièrement attaquées par la suite.

Dans le prolongement de la stratégie d'investissement mise en place en 2009 et grâce à l'effort de réduction du point mort actions (seuil de marché à partir duquel le portefeuille global est en plus-value latente), les conditions de marché nous ont permis à la fois de réaliser un montant significatif de plus-values dès le premier trimestre et de travailler le portefeuille pour continuer de l'adapter à nos anticipations. D'un point de vue stratégique, la part action a été réduite.

Dans le contexte de l'après 2008, selon une approche de gestion pragmatique reposant principalement sur l'analyse et la sélection de titres, nos investissements avaient concerné des valeurs très liquides, essentiellement de grandes capitalisations avec une bonne visibilité. Au cours du premier semestre 2010, les cessions ont plus particulièrement concerné ces titres qui, à l'image d'Unibail ou Lafarge, avaient été intégrés au portefeuille pour leur potentiel de revalorisation et qui versaient un dividende élevé.

Cette stratégie défensive, couplée à notre analyse macroéconomique d'une croissance modérée à moyen terme, se traduit au niveau sectoriel par une réduction de notre surpondération (par rapport à l'indice Eurostoxx Large) en valeurs cycliques comme les biens de consommation courante. Nous avons ainsi revendu les titres Legrand, Schneider, Philips ou Siemens achetés en 2009 afin de prendre nos bénéfices. De même, alors que nos portefeuilles sont intrinsèquement sous-pondérés en valeurs financières (banques et assurances), nous avons cédé, après versement des dividendes, des titres comme Zurich Financial Services ou Allianz. Dans la même idée, surpondéré en valeurs pétrolières (bien que nous ne détenions aucune position sur la société BP), nous avons choisi de vendre nos titres Royal Dutch Shell. Par ailleurs, nous nous sommes allégés en Total qui représentait une part significative de notre exposition pour investir dans Statoil dont l'activité pétrolière en Mer du Nord se situe dans une zone géographique particulièrement stable et présente une sensibilité au prix du baril très forte.

Toujours dans l'optique de générer des plus-values, nous avons cédé un certain nombre de petites et moyennes valeurs dont la performance avait été significative comme Dassault Systèmes, Rémy Cointreau ou Bureau Veritas.



# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

Parallèlement, nos investissements réalisés dans les valeurs du luxe, fortement exportatrices vers les zones géographiques en croissance, nous ont permis de générer un montant significatif de plus-values étant donné leur valorisation élevée (ex : LVMH). Pour des raisons identiques (exposition à la croissance des pays émergents, cherté relative) nous avons cédé certaines valeurs sidérurgiques (Arcelor Mittal) ou minières (Xstrata) pour prendre nos bénéfices, en reconstituant éventuellement ces lignes un peu plus tard sur des niveaux inférieurs. Dans un contexte de stagnation économique en Europe et de redémarrage poussif aux États-Unis, cette recherche de relais de croissance dans les pays émergents s'est également traduite par des investissements via des fonds indiciels cotés (ETF) sur le marché chinois.

D'une manière générale, nos investissements, concentrés plus particulièrement sur les mois de février et mars, ont privilégié d'une part les valeurs à fort rendement et dont la valorisation était faible, et d'autre part les entreprises sensibles à la dynamique des pays en forte croissance. Au niveau sectoriel, cela s'est traduit par une préférence pour les secteurs des Services aux Collectivités (RWE, E.ON), des Télécommunications (KPN, Deutsche Telekom...), des matériaux (Svenska Cellulosa...) et de l'énergie (EDP...).

Les opérations de couverture dites « macro » (sur un indice) ont été poursuivies en particulier sur le début de l'année, toutefois dans des proportions moindres qu'en 2008 et 2009. Nous avons, sur le semestre, plutôt privilégié la couverture de certains titres comme par exemple Schneider ou Allianz. Nous avons par ailleurs poursuivi notre politique de couverture du portefeuille contre le risque de change sur certaines devises comme le dollar US, la livre sterling ou le franc Suisse par exemple.

Par sa grande diversification et sa composition, le portefeuille actions ainsi constitué reflète notre approche prudente des marchés boursiers, marqués en 2010 par une grande volatilité née de la distorsion entre les résultats des entreprises et l'environnement macroéconomique. Pour autant, le caractère actif de la gestion et les stratégies mises en place permettent de générer des plus-values malgré l'orientation incertaine des marchés d'actions.

### Principales lignes d'actions gérées en direct au 30/06/2010

ACTIONS
TOTAL
SANOFI AVENTIS
STATOIL
MUNCHENER RUCKVERSICHERUNGS
TELEFONICA
E.ON NOM.
VINCI
BHP BILLITON
RECKITT BENCKISER GROUP
BAYER

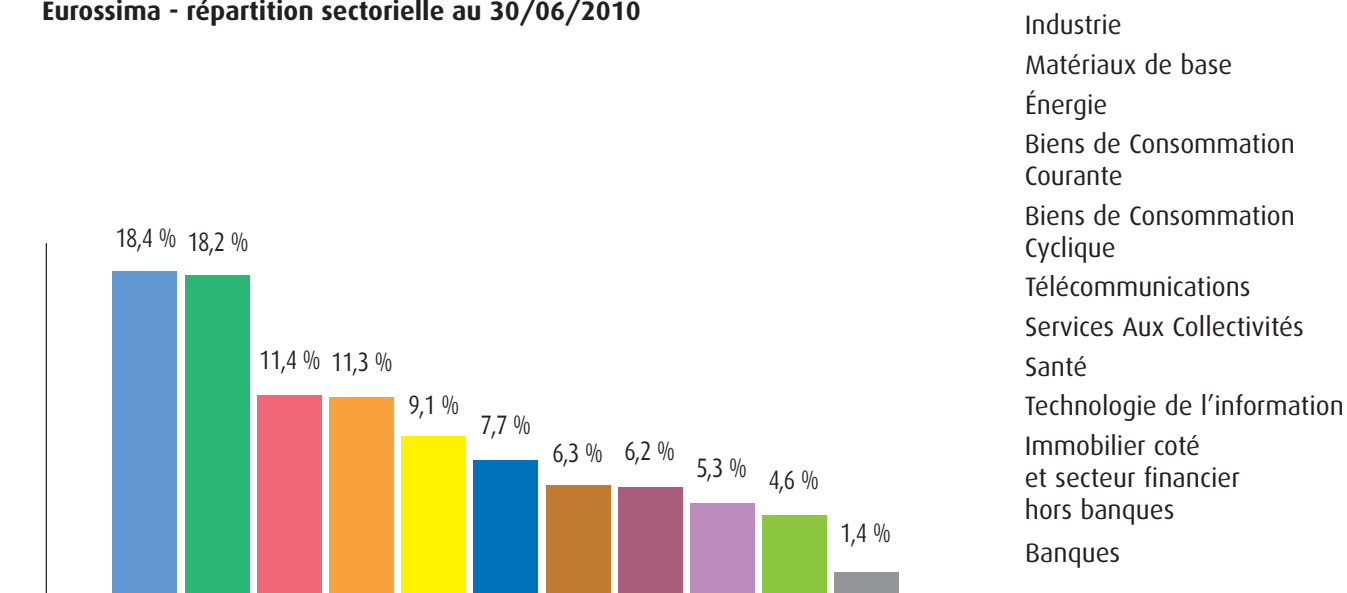


# LE FONDS EUROSSIMA

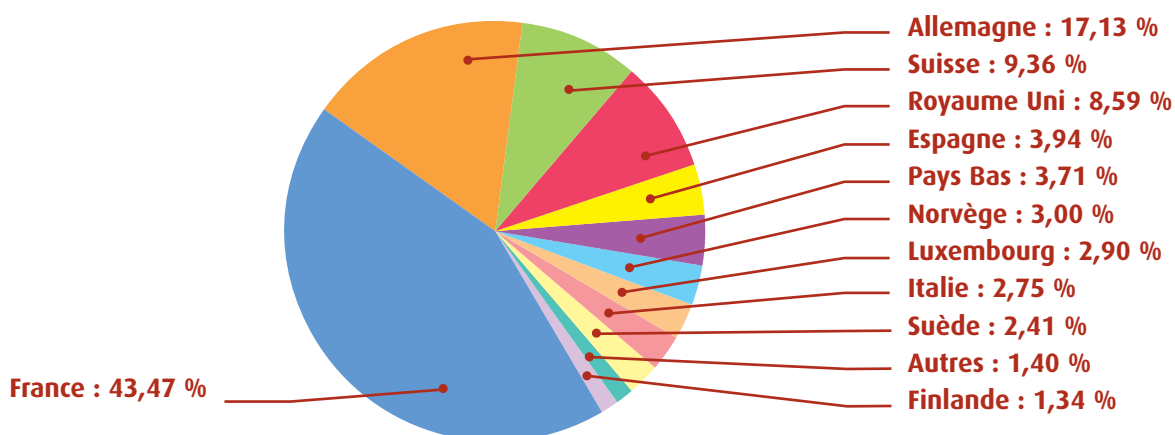
## 2. Notre politique d'investissement

### Répartition du portefeuille d'actions en direct

#### Eurossima - répartition sectorielle au 30/06/2010



#### Eurossima - répartition géographique au 30/06/2010



# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

### • La politique de gestion obligataire

#### **Une participation significative au marché primaire, une diversification accrue des placements pour limiter l'érosion globale des rendements.**

Aux États-Unis et dans la Zone Euro, les banques centrales ont maintenu les politiques monétaires particulièrement accommodantes engagées à l'automne 2008. Elles ont laissé inchangés leurs taux directeurs au premier trimestre 2010, soit 0,25 % pour les Fed funds aux États-Unis et 1 % pour le taux principal de refinancement de la Banque Centrale Européenne. A l'image de la Fed, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont également maintenu leurs taux directeurs à des niveaux très bas, respectivement 0,5 % et 0,1 %. Le maintien d'une politique monétaire accommodante de la part des banques centrales des pays développés confirme leur stratégie consistant à soutenir la reprise économique notamment en facilitant l'octroi de crédit. Elles considèrent pour l'instant que la reprise reste modeste et fragile et qu'un relèvement des taux viendrait perturber la tendance économique actuelle. Au sein de la Zone Euro, la politique menée par la BCE de maintien de son principal taux directeur au plancher historique de 1 % continue de peser sur les taux à court terme.

La montée du risque souverain et la détérioration de la qualité de crédit de plusieurs pays périphériques de la Zone Euro par les grandes agences de notation ont généré de la volatilité au sein du segment obligataire. Pour les pays considérés comme les plus risqués, une prime de risque (spread) significative est venue impacter leur taux d'intérêt. Ce fut le cas notamment de la Grèce, de l'Espagne, du Portugal et de l'Irlande. Parallèlement, la « fuite vers la qualité » s'est soldée par une hausse des cours des obligations allemandes et françaises et par une baisse de leur rendement. Le 10 ans allemand, référence de la Zone Euro, a ainsi diminué de plus de 80 points de base sur les six premiers mois de l'année (2,57 % au 30 juin 2010), et le 10 ans français a terminé juste au dessus des 3 % (-53 points de base sur le semestre écoulé).

Aux États-Unis, les incertitudes macroéconomiques et le regain d'aversion au risque ont contribué au maintien d'une demande assez soutenue d'obligations d'État. La tendance toujours baissière de l'inflation sous-jacente et le maintien de taux directeurs à leurs plus bas niveaux encore longtemps plaident pour des rendements assez faibles dans les mois à venir. Les bons résultats des sociétés, l'amélioration de la notation des entreprises, l'abondance de liquidités, et la volatilité récente des autres classes d'actifs risqués sont autant de facteurs qui pourraient conduire à un regain d'intérêt pour le crédit « corporate » (en particulier bancaire).

Dans ce contexte volatil et incertain, la prudence qui caractérise notre gestion a été renforcée par un pilotage encore plus fin du couple rendement/risque. Ainsi, malgré la faiblesse des taux de rendement des emprunts des États les plus solides de la Zone Euro (dans un environnement marqué par une fuite vers la qualité), nos investissements ont principalement portés sur les emprunts d'État français et italiens. Afin de maximiser le rendement de nos investissements sans dégrader le risque du portefeuille, et compte tenu de la configuration de la courbe des taux, nous avons privilégié des échéances longues (10 ans).

Nos principales opérations d'arbitrage ont consisté à céder nos positions sur les emprunts d'État espagnol pour privilégier, avec un rendement équivalent, les emprunts d'État italien. Cette opération structurante pour nos portefeuille en ce début d'année 2010 correspond à une vue marquée sur les différences fondamentales des économies de ces deux pays. D'une part le système bancaire espagnol a été excessivement éprouvé par la hausse des défauts de paiement des particuliers suite à l'éclatement de la bulle immobilière, de l'autre son économie est centrée sur deux secteurs subissant durement les effets de la crise : l'immobilier et le tourisme. De son côté, l'économie italienne n'a pas connu une telle bulle de l'immobilier et semble surtout plus diversifiée et plus robuste pour traverser la crise. Cette vue fondamentale nous a permis d'améliorer le rendement du portefeuille obligataire par ailleurs contraint par un environnement de taux d'intérêt historiquement bas et la prégnance de risques systémiques élevés. Tenant



# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

compte de la résurgence de ces risques, nous nous sommes progressivement allégés sur les emprunts d'État grecs à partir de l'été 2009 et cédé les emprunts d'État polonais, avec un gain sur la devise.

Parallèlement, les dégradations de notation des entreprises en conséquence de la crise économique et financière, ainsi que le nombre réduit des émissions, ont eu pour effet de réduire significativement notre univers d'investissement en dettes d'entreprises. Notre approche est donc restée essentiellement pragmatique, privilégiant globalement les secteurs défensifs comme les Services aux Collectivités ou les Télécommunications, ainsi que certaines banques du nord de l'Europe sélectionnées pour leur solidité. Nos principaux investissements sur le segment des dettes d'entreprises concernent Lafarge, Alstom, Carrefour, Vodafone, Klépierre....

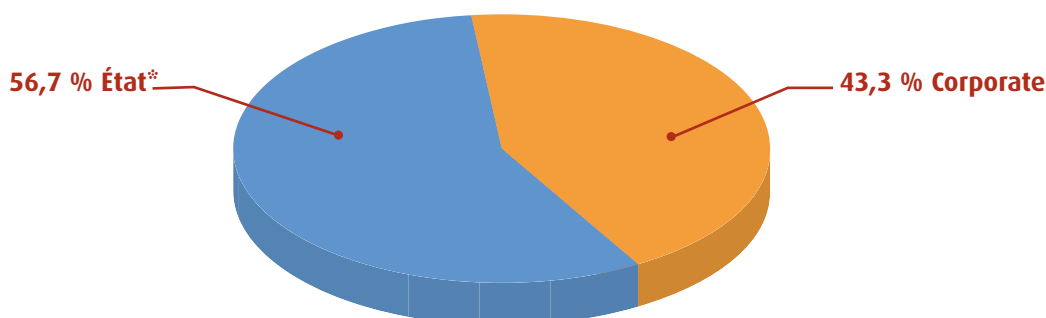
Avant même leur publication, les « stress tests » sur les banques européennes ont achevé de rassurer les marchés après les mesures drastiques prises par les États les plus en difficulté et la confirmation d'une certaine solidarité européenne. Le second semestre devrait donc correspondre à une phase de normalisation, conduisant à un resserrement des spreads des États périphériques par rapport à la référence allemande (réduction de la prime de risque), et bien entendu un retour des taux des emprunts d'États « core euro » à des niveaux en ligne avec les fondamentaux économiques (légère hausse des taux). L'appréciation du risque des États et des entreprises diminuant, des opportunités sur le segment du crédit devraient se faire jour, en particulier sur les signatures bancaires.

### Le portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 30/06/2010

OBLIGATIONS
OAT 3.75%05-25042021
OAT 4.25%03-25042019
ITALIE 2.35%08-150919 INFL.EU.
ITALIE 6.50%97-27 TBO
KRED.WIED.4.375%08-040718 EMTN
BEI 4.125%07-150424 MTN
ITALIE 3.75%06-010821 TBO
QUEBEC 5%09-290419
LANDW.RENT.3.75%08-120413 EMTN
AYT CEDULAS CAJAS 5.25%01-11

### Répartition du portefeuille obligataire au 30/06/2010

#### Répartition État\* - Corporate



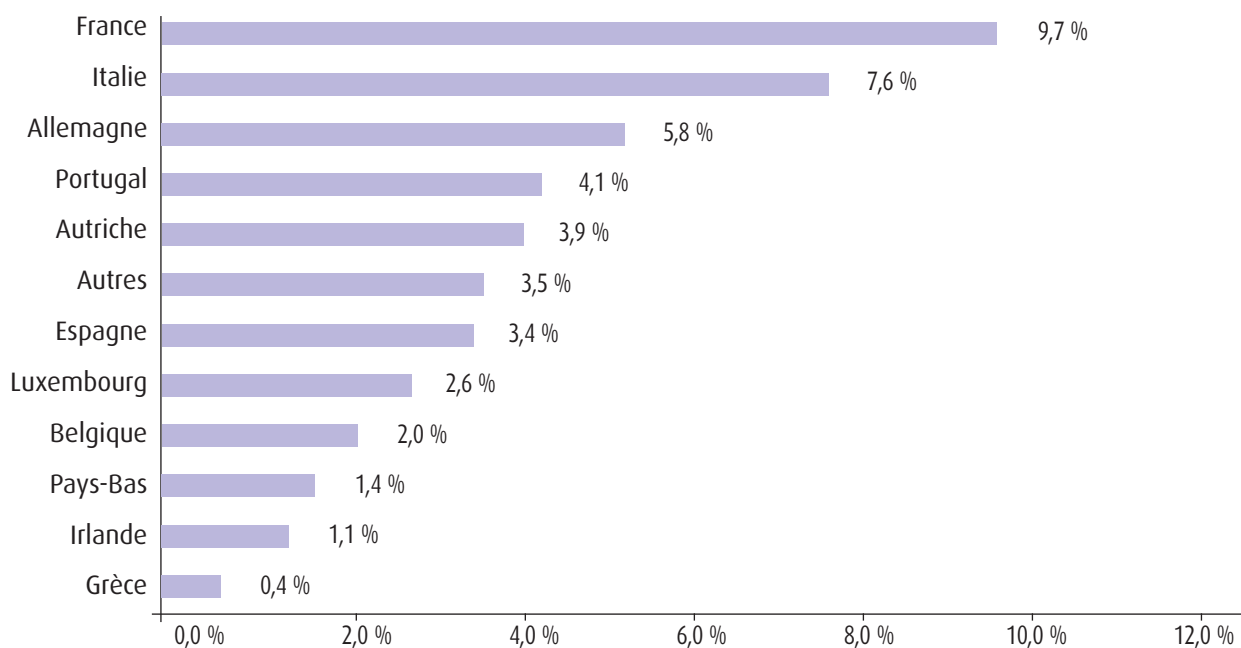
\* État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés...



# LE FONDS EUROSSIMA

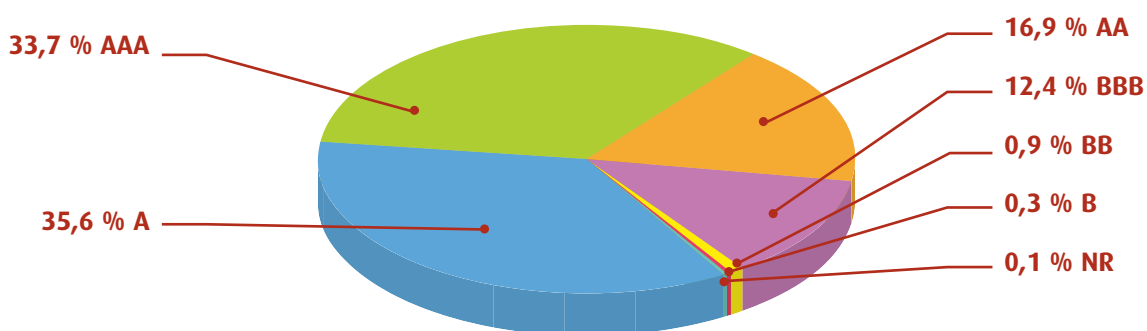
## 2. Notre politique d'investissement

Répartition géographique des emprunts d'État et garanties d'État, hors OPCVM taux et dérivés, en % du total d'actifs



Notation du portefeuille obligataire au 30/06/2010

Répartition par rating



Le rating moyen du portefeuille ressort à **A-**

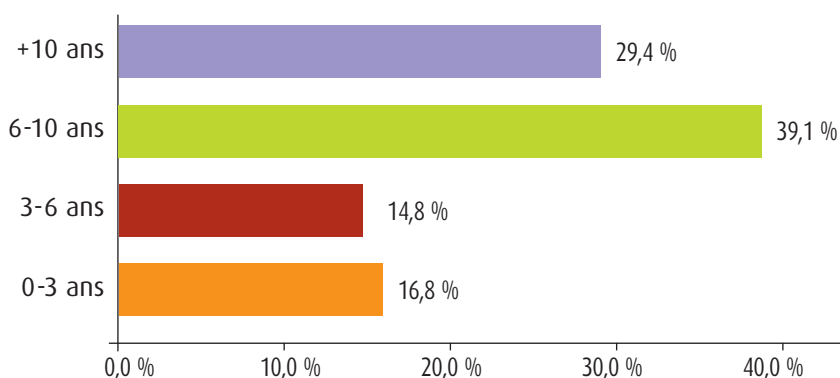


# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

### Maturité du portefeuille obligataire au 30/06/2010

#### Répartition par maturité



### Duration du portefeuille obligataire

<b>Duration au 31/12/2009</b>	<b>6,30</b>
<b>Duration au 30/06/2010</b>	<b>6,49</b>

Nota Bene : Données issues des systèmes de gestion non auditées à ce jour.

#### • La politique de gestion immobilière

**Notre politique d'investissement est axée sur les recherches d'opportunités d'arbitrage et d'investissement ainsi que sur la sécurisation du rendement.**

#### Le marché immobilier

Le premier trimestre 2010 est marqué par la forte dichotomie d'un marché de l'investissement disposant d'une capacité latente d'engagement très importante face à la persistance d'un marché locatif toujours instable.

Après un début d'année calme, le marché de l'investissement a marqué un réel rebond par rapport au premier trimestre 2009 mais il reste bien en-deçà des années d'avant crise. Si l'amélioration est réelle (+34 % sur un an), les niveaux restent modestes avec 3,6 Md€ d'engagements au premier semestre 2010. L'intérêt des investisseurs pour l'immobilier d'entreprise s'est renforcé, ce dernier ayant retrouvé son rôle de valeur refuge dans un environnement financier peu stable. Le marché de l'investissement en situation de pénurie se caractérise par une adéquation accrue de l'offre de produit recherchée par les investisseurs en termes de qualité et de durée de bail du fait de la focalisation du marché sur les produits sécurisés, par le retour des acteurs capables de se positionner sur les très grosses transactions (>100 M€) et par le défaut de l'offre de produit. Cette situation de marché entraîne mécaniquement une compétition qui se durcit ainsi qu'une hausse des prix et une baisse des rendements.

Le marché de la commercialisation locative pourrait entrer en phase de normalisation. Le volume de commercialisation de surfaces commerciales de bureaux est en hausse de 16 % par rapport au second trimestre 2009 ; cette amélioration se caractérise par des recherches d'extension de plus en plus nombreuses et par des avantages commerciaux toujours relativement importants qui permettent de fluidifier le marché. Cette situation permet d'envisager pour 2010 l'arrêt de la baisse des loyers ainsi que les prémices d'une situation de rareté, voire de pénurie.



# LE FONDS EUROSSIMA

## 2. Notre politique d'investissement

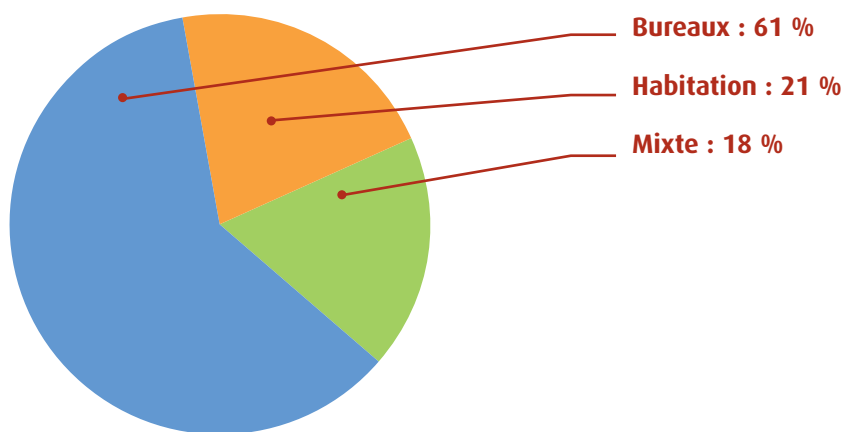
Le portefeuille immobilier a été profondément travaillé ces deux dernières années en termes de renégociation ou de nouveaux baux, de telle manière qu'il ne devrait plus y avoir de sujet à risque significatif à court terme. Notre politique d'investissement reste pragmatique et axée principalement sur la sélectivité et la diversification tant géographique que par type de produit.

### La gestion immobilière

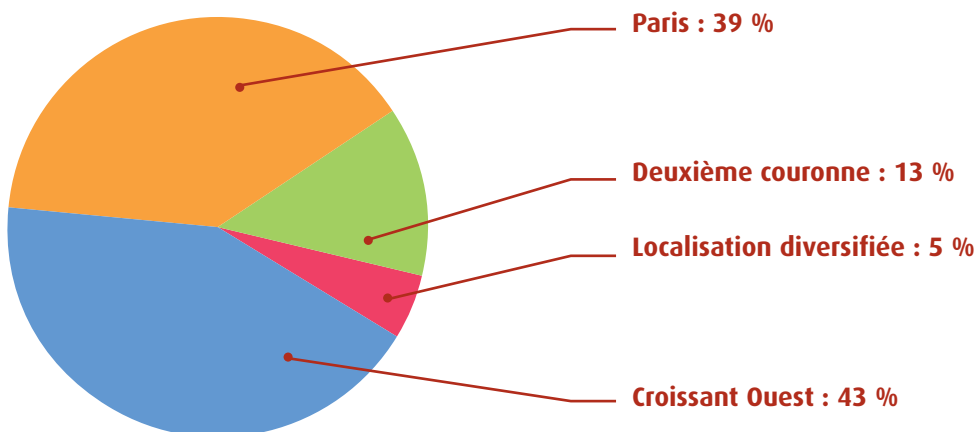
Au 30 juin 2010, le portefeuille immobilier est concentré essentiellement sur 3 immeubles de bureaux et un immeuble d'habitation situé dans Paris et en région parisienne.

### **Au 30/06/2010**

#### Répartition de la valeur de réalisation\* par nature d'actifs



#### Répartition géographique de la valeur de réalisation\*



\* Valeur de réalisation : valeur vénale (hors frais et droits) des immeubles d'après l'expertise, augmentée de la valeur nette des autres éléments d'actif (trésorerie...).

