



LE FONDS EUROSSIMA
RAPPORT SEMESTRIEL : 31 DÉCEMBRE 2013



PAX
TIBI
MAR
CE E

VAN
GELI
STA
MEVS

1. L'environnement économique et financier en 2013

L'année 2013 a été caractérisée par l'impact favorable sur les marchés financiers des politiques monétaires accommodantes de la part des principales banques centrales, dans un contexte de décélération de la croissance mondiale qui devrait s'établir à 2,9 % (contre 3,3 % en 2012 et 3,8 % en 2011) d'après les dernières estimations du FMI (Fonds Monétaire International). Cette baisse de la croissance est liée à la fois aux mesures de désendettement dans les pays développés et au ralentissement de certaines économies émergentes.

En maintenant des taux directeurs à des niveaux proches de zéro et en usant de politiques monétaires non conventionnelles, les banques centrales des États-Unis (Fed), de la zone euro (BCE), du Japon (BoJ) et d'Angleterre (BoE) ont en effet conduit à faire progresser la liquidité mondiale et ont favorisé le retour de la confiance des investisseurs. L'arsenal de mesures non conventionnelles dont dispose la BCE pour faire face à de nouveaux épisodes de tensions sur les marchés des emprunts d'État a notamment contribué au cours du premier trimestre à une forte résistance des marchés financiers face à la résurgence de tensions au sein de la zone euro (crise bancaire chypriote, crise politique en Italie).

La perspective d'une remontée des taux d'intérêts du fait de l'annonce de la réduction à venir du rythme du programme d'achat mensuel de 85 milliards de dollars de dettes immobilières et de bons du trésor de la Fed conjuguée à un retour de la confiance dans la reprise des pays développés, y compris en Europe, a favorisé un phénomène de rotation des fonds obligataires vers les marchés actions au cours de l'été. L'annonce surprise de la banque centrale américaine le 18 septembre de maintenir sa politique monétaire inchangée, motivée par l'attente de plus de preuves d'une amélioration durable de l'économie et par les inquiétudes liées à la hausse des taux d'intérêts des bons du trésor, a provoqué un repli momentané des taux à long terme sur la fin du troisième trimestre 2013. Mais l'annonce courant 2014 de la réduction de son programme d'achat a fait remonter les taux d'intérêts des pays « core » sur le dernier trimestre tandis que les marchés actions ont poursuivi leur rebond et que les écarts de taux des obligations d'État périphériques et d'entreprises se sont réduits.

Le CAC 40 s'élève ainsi à 4 296 points au 31 décembre 2013, en hausse de 18 % depuis le début de l'année. Les taux à 10 ans de l'OAT ont progressé de 57 points de base sur 2013 pour s'établir à 2,55 % en fin d'année, après avoir atteint leur plus bas historique à 1,66 % début mai. Les bons du trésor américains ont quant à eux connu une hausse de 126 points de base et s'élèvent à 3,01 % au 31 décembre.

La zone euro

L'activité de la zone euro, entrée en récession en 2012 dans un contexte de crise de la dette souveraine et caractérisée par un taux de chômage record (de l'ordre de 11,7 % en décembre 2013) renoue avec un dynamisme économique porté par la reprise des exportations.

Les indices manufacturiers sont en progression depuis le second trimestre, le désendettement des secteurs publics et privés a permis d'améliorer les soldes courants, la consommation et l'investissement ont recommencé à croître après plusieurs trimestres de forte baisse et les tensions au sein du système financier se sont apaisées avec un rééquilibrage des soldes bancaires. Les avancées en matière d'union bancaire et notamment la mise en place d'une supervision unique par la BCE et du Mécanisme Européen de Stabilité prévue pour le second semestre 2014, devraient améliorer la transmission de la politique monétaire et donc faciliter l'accès des entreprises au crédit (en particulier pour les petites et moyennes entreprises).

La politique monétaire de la BCE reste par ailleurs très accommodante. L'institution monétaire s'est en effet engagée sur la durée pour la première fois le 4 juillet dernier en affirmant que les taux directeurs resteraient bas « pour une période prolongée » et a annoncé dernièrement qu'elle pourrait intervenir (taux de dépôts négatif, baisse des réserves obligatoires,...) en cas de tension.

Le déclin récent de l'inflation (0,7 % en octobre contre 2,2 % en décembre 2012) a fait planer le spectre de la déflation mais cette baisse reste principalement liée au recul des prix alimentaires et énergétiques ainsi qu'à un processus de dévaluation interne nécessaire dans les pays périphériques pour regagner la compétitivité des prix à l'international. Le retour à la croissance combinée à une moindre pression au sein des pays périphériques devrait empêcher la zone euro de basculer dans la déflation en 2014.

Le FMI table sur une deuxième année consécutive de récession pour la zone euro (-0,6 % en 2012 et -0,4 % en 2013) et sur une croissance de 1,0 % pour 2014.

Les États-Unis

Les indicateurs macroéconomiques des États-Unis se sont renforcés sur 2013 dans un contexte de durcissement de la politique budgétaire pour faire baisser le déficit public de 6,7 % en 2012 à 4,1 % en 2013. Le marché de l'emploi reste solide avec un taux de chômage en légère baisse à 7,0 % au mois de novembre même si une partie de cette évolution provient de la baisse du taux de participation. L'indice PMI manufacturier est repassé au-delà de la limite des 50 points depuis le début de l'année, indiquant une expansion du secteur, et s'établit à 55 % en décembre. La demande des consommateurs reste solide en dépit de la hausse des cotisations de Sécurité sociale, les conditions financières se sont améliorées et le secteur immobilier est en phase d'expansion après six années de marasme, l'investissement résidentiel progressant de 14 % en 2013.

Le blocage budgétaire du début du mois d'octobre 2013 sur fonds de désaccord sur la réforme de santé (un compromis a finalement été signé en fin d'année) conjugué aux hausses d'impôts depuis le début de l'année et à l'entrée en vigueur le 1^{er} mars de coupes budgétaires massives dans l'optique de réduire le déficit américain ont toutefois limité la reprise économique des États-Unis sur 2013.

Le FMI table sur un ralentissement de la croissance américaine pour 2013 (1,6 % contre 2,2 %) et sur un rebond pour 2014 (2,6 % contre 3,0 % en avril dernier) malgré la réduction attendue du programme de rachat d'actifs de la Fed.

Les économies émergentes

La croissance des économies émergentes est en voie de ralentissement et devrait s'établir à 4,5 % en 2013 contre 4,9 % en 2012 et 6,2 % en 2011 d'après le FMI, sous l'effet du tassement du commerce mondial et de déséquilibres structurels : la baisse des prix des matières premières a impacté les économies exportatrices telles que la Russie, le manque d'infrastructures a provoqué des goulets d'étranglement dans certaines zones (comme au Brésil) et les pays en situation de déficit de leurs balances courantes (Indonésie, Afrique du Sud, Brésil, Turquie) ont subi d'importants retraits de capitaux à la suite de l'annonce de la Fed de réduire son programme d'achats d'actifs financiers.

La croissance en Chine est également en recul, impactée principalement par la baisse de ses exportations. Les craintes d'un essoufflement de l'économie chinoise ont poussé le gouvernement à annoncer au cours de l'été une série de mesures d'ajustement dont des réductions d'impôts pour stimuler l'activité et les échanges commerciaux. En octobre, le FMI a abaissé à respectivement 7,6 % et 7,4 % ses perspectives de croissance de l'économie chinoise pour 2013 et 2014. L'organisme financier a notamment souligné la nécessité de favoriser la consommation intérieure et de réformer le secteur bancaire chinois « pour sauvegarder la stabilité financière » du pays. Au cours de la 3^e assemblée plénière de novembre, les autorités chinoises ont annoncé la poursuite de l'ouverture de leur économie ainsi que la libéralisation à venir des taux d'intérêt et du taux de change.

Évolution des principaux indices de marché sur l'année 2013

TAUX	3 mois		2 ans		10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/2012	0,31 %	0,19 %	0,24 %	0,09 %	1,75 %	0,79 %	1,30 %	1,99 %
31/12/2013	0,25 %	0,29 %	0,36 %	0,22 %	3,01 %	0,74 %	1,94 %	2,55 %
Variation*	- 6 bps	+ 10 bps	+ 12 bps	+ 13 bps	+ 126 bps	- 5 bps	+ 64 bps	+ 38 bps

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

ACTIONS						
En devises locales	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx 50
31/12/2012	13 104,14	1 426,19	10 395,18	3 641,07	7 612,39	2 635,93
31/12/2013	16 576,66	1 848,36	16 291,31	4 295,95	9 552,16	3 109,00
Variation (en %)	+ 26,50 %	+ 29,60 %	+ 56,72 %	+ 17,99 %	+ 25,48 %	+ 17,95 %

DEVICES			
	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2012	1,3184	86,745	113,61
31/12/2013	1,37795	105,315	144,72
Variation (en %)	+ 4,52 %	+ 21,41 %	+ 27,38 %

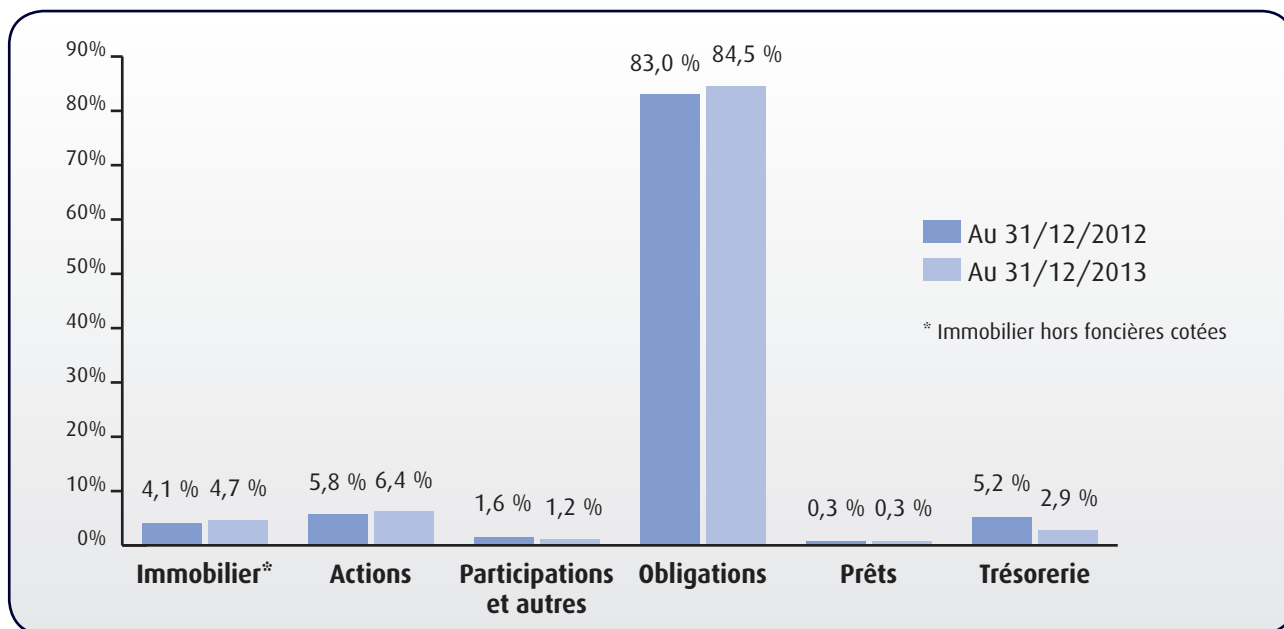
Source : Reuters / Bloomberg

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 31/12/2013

5 315,21 millions d'euros (Valeur boursière)

Évolution de l'allocation d'actifs au 31/12/2013



Notre politique d'investissement en 2013 a été de poursuivre, dans la continuité de l'année précédente, la réduction de la poche de trésorerie tout en limitant la dilution du rendement du portefeuille.

Ainsi, dans un univers de taux historiquement bas et après avoir augmenté l'allocation en dette gouvernementale française l'année dernière, nous avons diversifié le portefeuille obligataire en privilégiant le crédit mais également en investissant en dehors de la zone euro.

Cette diversification géographique, concernant essentiellement des obligations d'entreprises privées américaines et émergentes, représente environ 2,9 % du total des actifs au 31 décembre 2013.

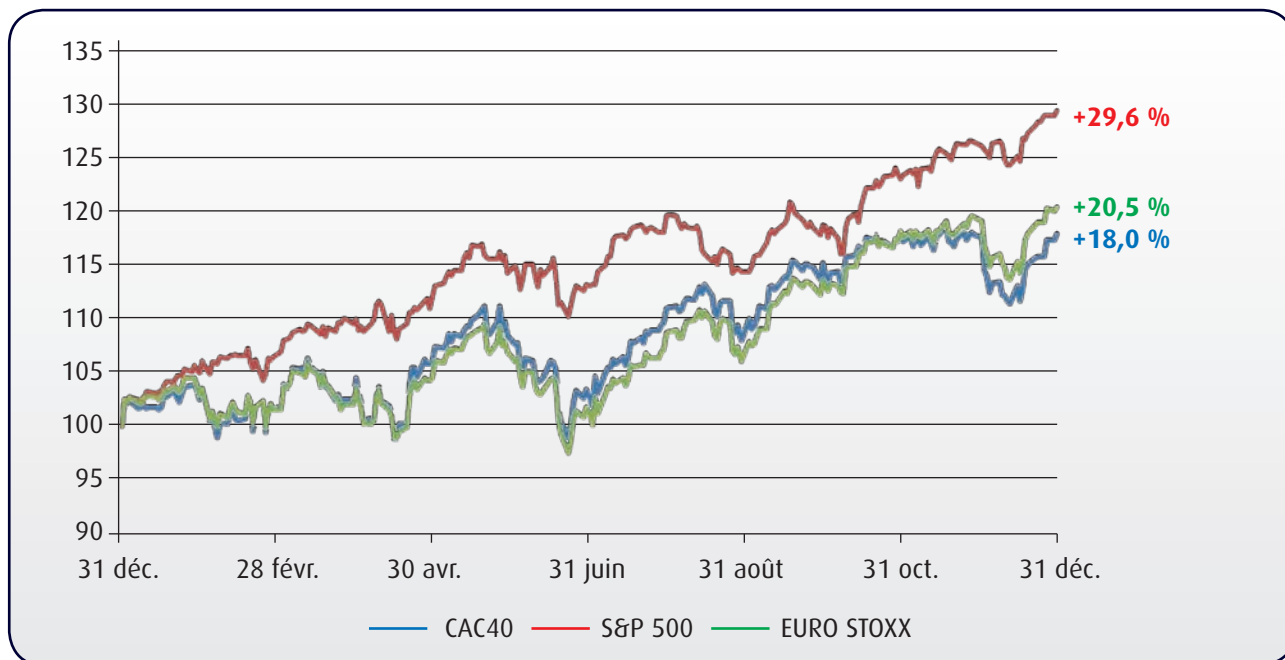
Par ailleurs, le contexte économique fragile de 2012 nous avait amenés à réduire de manière significative le poids des actions en portefeuille. Cette stratégie n'a pas été maintenue compte tenu de notre regain d'intérêt pour cette classe d'actifs. La part des actions est en augmentation, notre aversion pour le risque ayant diminué suite à une année marquée par des marchés actions très performants. Notre gestion très active de cette poche nous a permis de prendre des bénéfices en début d'année tandis que les achats ont porté sur des actions délivrant de forts dividendes ou sur des titres aux valorisations attractives ayant souffert du manque de visibilité de ces dernières années.

Enfin, la part de l'immobilier dans le portefeuille a augmenté à la suite d'un investissement réalisé courant décembre. Cette classe d'actifs à long terme s'inscrivant parfaitement dans la gestion d'un fonds de d'assurance vie, notre objectif est de poursuivre l'augmentation de la poche immobilière en fonction des opportunités.

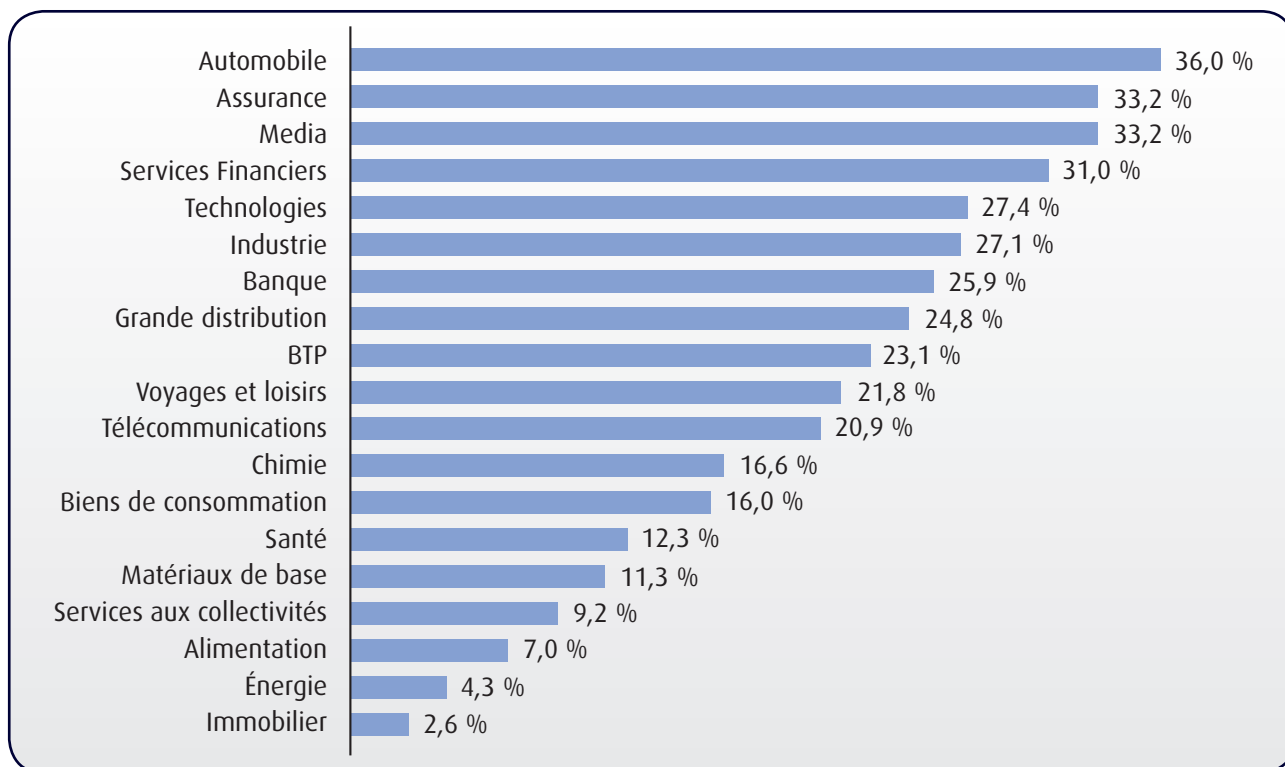
3. La politique de gestion actions

Évolution des marchés actions sur 2013

Sur une base 100 au 31 décembre 2012



Évolution sectorielle de l'indice Euro Stoxx sur 2013



Après deux années consécutives de réduction de l'allocation action, motivée par les incertitudes liées à la conjoncture internationale et un contexte réglementaire défavorable, notre politique de gestion sur 2013 s'est caractérisée par une stratégie d'achats sur repli pour bénéficier de la progression de marchés orientés à

la hausse, particulièrement sur le second semestre. La part des actions dans le fonds est ainsi passée de 5,8 % à 6,5 % sur l'année.

Sur les quatre premiers mois de l'année, nous avons principalement bénéficié de la remontée des marchés pour réaliser des plus-values sur des titres ayant bien performé.

Sur les deux derniers mois du premier semestre, nous avons profité du mouvement baissier des marchés, impactés par les annonces de la Fed, pour nous repositionner à l'achat sur des secteurs d'activité porteurs tels que les secteurs bancaire et assurantiel qui, après avoir été fortement impactés par la crise de la dette souveraine de 2011, ont particulièrement performé sur le second semestre.

Sur le second semestre, dans un contexte de forte remontée des marchés actions (+14,9 % pour le CAC 40, +15,1 % pour le S&P 500), notre stratégie d'investissement a principalement consisté à s'orienter vers le marché européen pour lequel il existe encore un potentiel d'appréciation (les marchés américains ont dépassé leurs niveaux d'avant crise ce qui n'est pas encore le cas en Europe et notamment en France), ainsi que sur le marché japonais qui bénéficie d'une politique monétaire sans précédent.

Les principales transactions du semestre ont ainsi concerné l'acquisition d'OPC exposés à la zone euro à des sociétés japonaises.

Nous nous sommes également tournés vers des valorisations attractives ainsi que sur des titres distribuant des dividendes importants afin de renforcer le rendement courant.

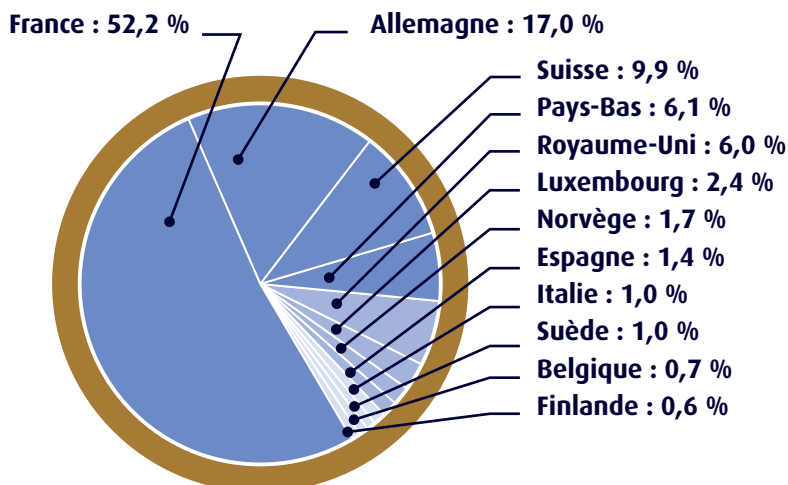
Pour être en mesure de tirer profit du retournement du cycle économique, nous conservons une exposition significative aux secteurs énergétique, industriel ou encore des matériaux de base. Notre politique de gestion reste fondée sur l'analyse et la sélection de titres en privilégiant des valeurs très liquides, essentiellement de grandes capitalisations diversifiées géographiquement.

Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 31/12/2013

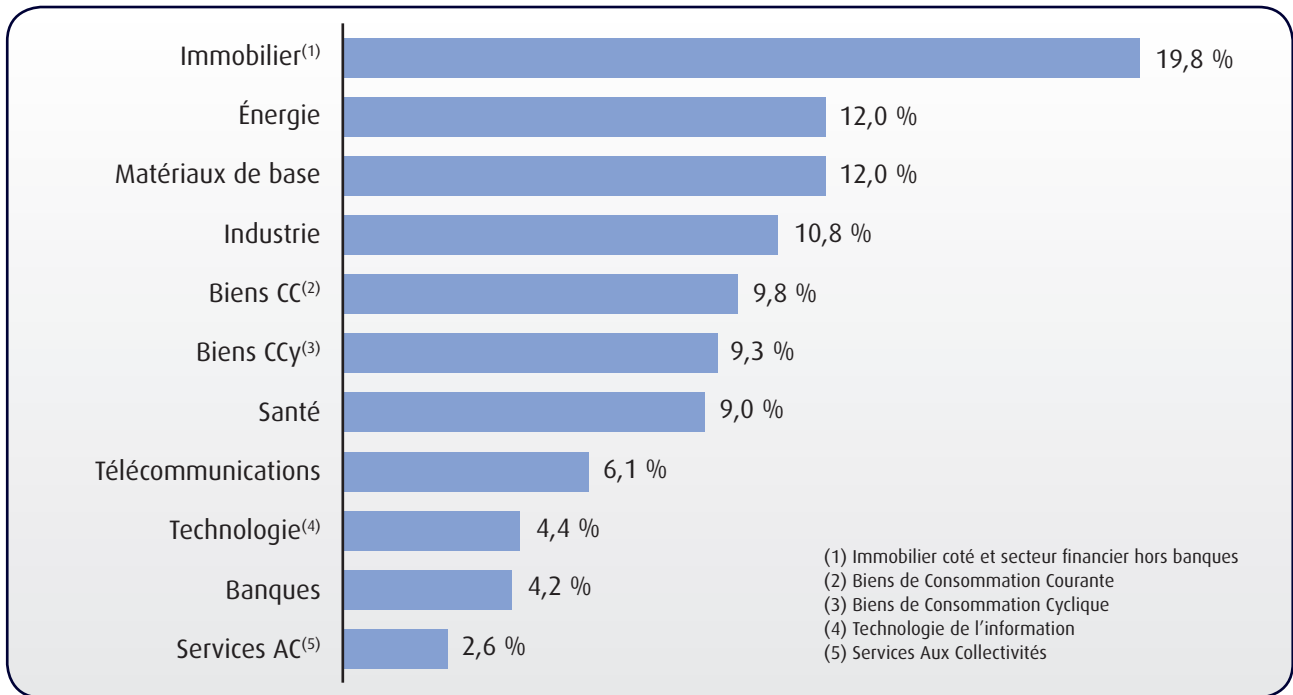
Premières lignes actions

ACTIONS
MERCIALYS
TOTAL
SANOFI
ROYAL DUTCH SHELL
VIVENDI
SAP
ARCELORMITTAL
AXA
SIEMENS
NOVARTIS

Répartition géographique au 31/12/2013

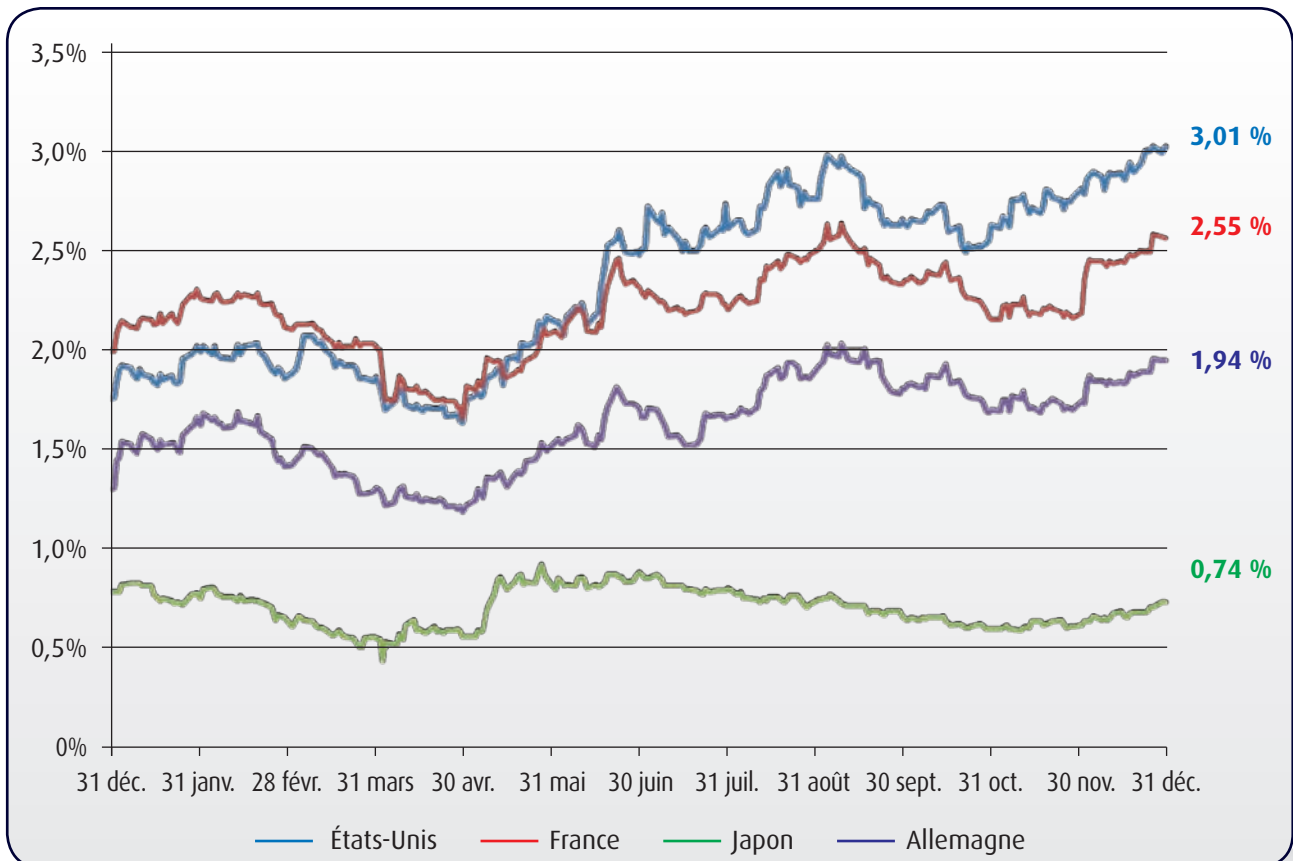


Répartition sectorielle au 31/12/2013



4. La politique de gestion obligataire

Les marchés obligataires (taux 10 ans) sur 2013



L'apaisement du risque systémique conjugué aux actions des banques centrales depuis le second semestre 2012 et à l'anticipation des flux de capitaux japonais vers les marchés obligataires européens et américains (résultant de la politique monétaire expansionniste de la Banque du Japon) ont favorisé la baisse des taux d'intérêts au cours des quatre premiers mois de l'année.

Mais l'annonce de la réduction à venir du programme de rachats d'actifs de la Fed combiné à l'amélioration de la situation macroéconomique dans les pays développés a conduit, depuis fin mai, à une hausse des taux d'intérêts des bons du trésor américains ainsi que des obligations d'État « core » de la zone euro.

Dans un contexte d'apaisement du risque systémique et de taux « durablement bas » au sein de la zone euro, l'année 2013 a été caractérisée par des flux d'investissements nets acheteurs significatifs, afin de réduire le niveau de trésorerie ainsi que par une forte diversification de nos investissements dans une logique de renforcement du rendement courant du portefeuille.

Si les principaux flux en 2012 avaient concerné la réorientation des emprunts d'États vers la dette domestique, nous avons en 2013, rééquilibré notre allocation entre obligations d'entreprises privées et obligations d'État.

Sur les investissements en direct, de l'ordre de 550 millions d'euros, nos principales opérations d'achats ont ainsi concerné à la fois des entreprises privées, des émissions bancaires sécurisées ou de premier rang et des emprunts d'État core européens.

Quant à la diversification obligataire, elle s'est intensifiée tout au long de l'année 2013 en suivant deux principaux vecteurs : des investissements dans des zones géographiques diversifiantes et jugées économiquement prometteuses mais également des segments de marché spécifiques et différenciants.

L'Amérique du Nord, principale zone d'investissement, représente 62 % de la poche de diversification obligataire. Les investissements ont également portés sur la zone des pays émergents et parmi celle-ci l'Amérique Latine représente l'exposition la plus importante, notamment au travers du Brésil et du Mexique.

Les investissements ont été faits en majorité sur des obligations du secteur privé, pour partie en obligations de notation élevée jugées de première qualité et pour une partie sensiblement plus importante, en obligations de catégorie à rendements élevés, notamment les dettes des entreprises localisées dans les pays émergents. Cette diversification représente environ 3,4 % de la poche obligataire au 31 décembre 2013.

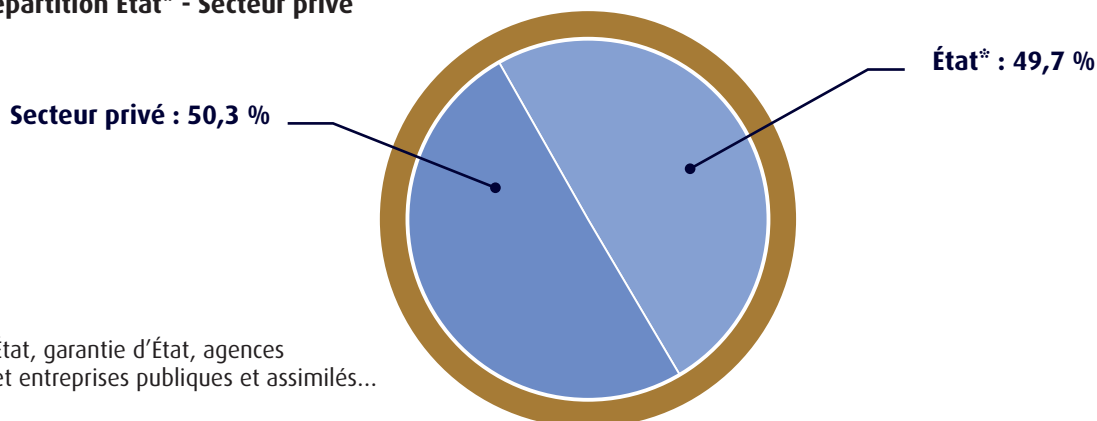
Le montant total de nos investissements nets sur l'année s'élève ainsi à 680 millions d'euros.

Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPC) au 31/12/2013

OBLIGATIONS
FRANCE O.A.T. 3,5 04/25/26
FRANCE O.A.T. 6 10/25/25
FRANCE O.A.T. 4,25 10/25/23
FRANCE O.A.T. 3,5 04/25/20
BELGIAN 0324 4,5 03/28/26
BTPS I/L 2.35 09/15/19
FRANCE O.A.T. 3 04/25/22
FRANCE O.A.T. 2,75 10/25/27
BELGIAN 0321 4,25 09/28/21
CAFFIL 2,625 07/08/25

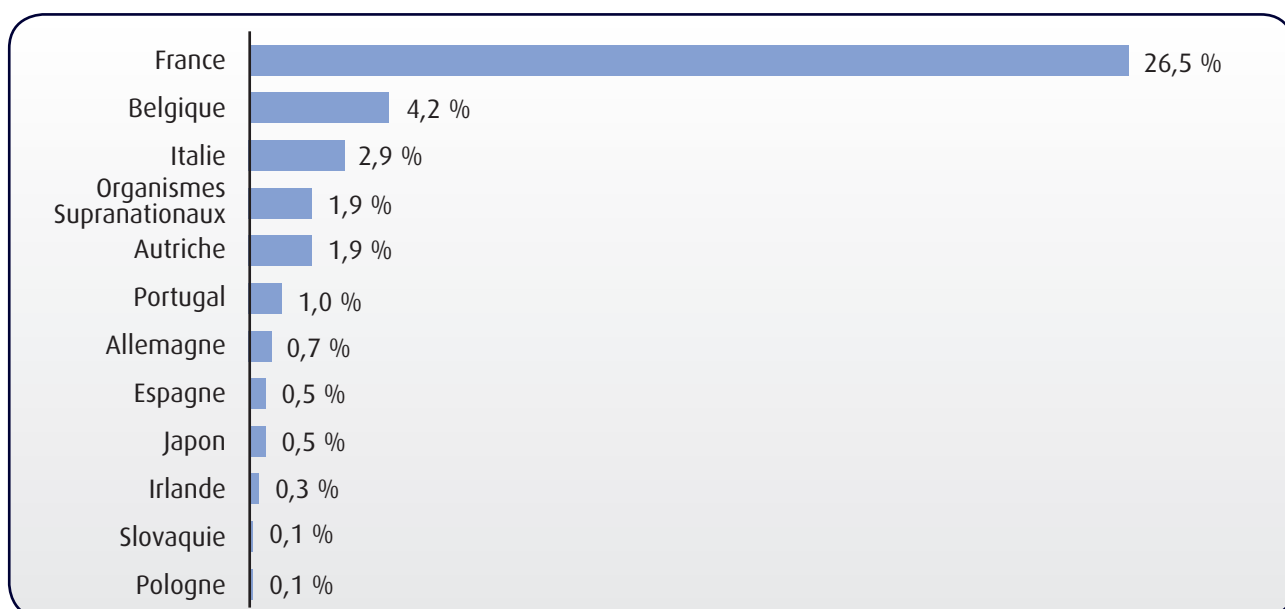
Répartition du portefeuille obligataire (hors OPC) au 31/12/2013

Répartition État* - Secteur privé



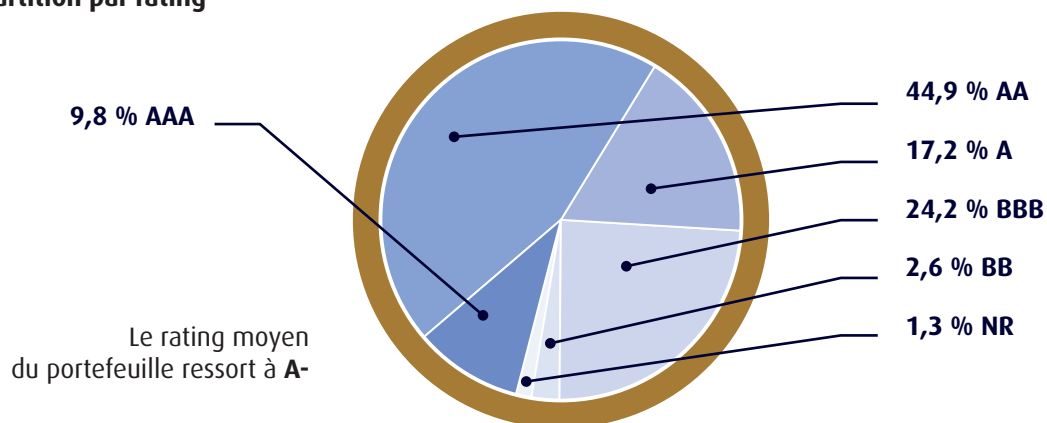
* État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés...

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



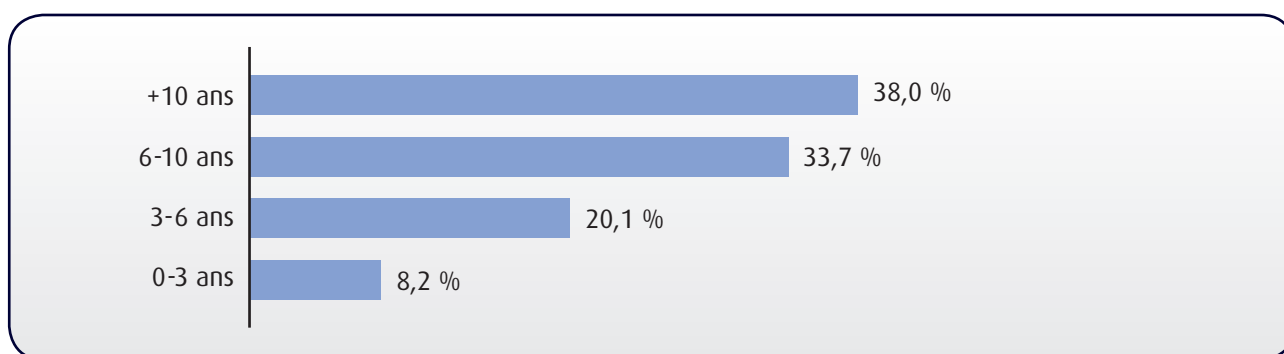
Notation du portefeuille obligataire au 31/12/2013

Répartition par rating



Maturité du portefeuille obligataire au 31/12/2013

Répartition par maturité



Duration du portefeuille obligataire (hors trésorerie)

Duration au 31/12/2012	6,9
Duration au 31/12/2013	7,3

Investissement Socialement Responsable

Après avoir mis en place dès 2006, pour la totalité de sa gestion d'actifs financiers à l'échelle mondiale, un filtre éthique excluant les titres des sociétés qui violent les droits de l'homme ou qui portent gravement atteinte à l'environnement, le Groupe Generali s'est également engagé dans une démarche en Investissement Socialement Responsable (ISR) en se dotant d'une méthodologie rigoureuse de sélection des actifs financiers.

Cette approche est faite en amont de l'analyse financière fondamentale et intègre les critères Environnement / Social / Gouvernance (ESG). Elle vise à recenser toutes les sociétés qui respectent ces critères et qui mettent en place les développements nécessaires à l'ISR, prouvant ainsi leur solidité et leur capacité à créer de la richesse. Les enjeux ESG différant selon les activités, le choix des critères et leur pondération est adapté à chaque secteur économique. La sélection des titres par la gestion est ensuite faite sur la base d'un univers d'investissement restreint par ces filtres éthiques et ESG.

Pour résumer, cette méthodologie nous permet d'examiner et d'intégrer à nos décisions d'investissements un ensemble de critères extra-financiers pouvant avoir un impact à moyen et long terme sur la performance économique et financière de nos actifs.

À ce jour, plus de 90 % de l'encours actions en direct et 73 % de celui des obligations d'entreprises sont suivis et analysés à l'aune des 34 critères extra-financiers retenus comme pertinents pour chacun des 26 secteurs d'activités. Sur cette base de titres, 87 % des actions et 79 % des obligations d'entreprises reçoivent une notation supérieure à la moyenne de leur secteur et sont conformes à notre politique de sélection ISR.

Notation

Une société dont le score global est inférieur à la moyenne de son secteur d'activité ne peut être intégrée dans le portefeuille. Une analyse complémentaire réalisée à l'appui d'échanges avec l'entreprise concernée peut toutefois être menée sur les points soulevés par l'analyse primaire, justifiant son maintien en portefeuille s'il en ressort une démarche d'amélioration. In fine, notre objectif est de faire progresser de manière continue le pourcentage de valeurs conformes à notre politique de sélection ISR au sein de ce portefeuille.

Score des 10 premières lignes actions couvertes

Société	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
TOTAL SA	Energy	48,2 %	41,3 %
SANOFI	Health Care Equipment & Services; Pharmaceuticals & Biotechnology	38,3 %	36,5 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC	Energy	45,8 %	41,3 %
VIVENDI	Media	48,4 %	37,9 %
SAP AG	Software & Services	65,0 %	57,6 %
ARCELORMITTAL	Materials	58,2 %	47,1 %
AXA SA	Insurance	60,1 %	43,6 %
SIEMENS AG	Capital goods	50,8 %	48,4 %
ALLIANZ SE	Insurance	66,7 %	43,6 %
NOVARTIS AG	Health Care Equipment & Services; Pharmaceuticals & Biotechnology	39,5 %	36,5 %

Score des 10 premières lignes obligations d'entreprise couvertes

Groupe émetteur	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
CREDIT AGRICOLE GROUPE	Banks	51,4 %	45,0 %
ENEL SpA	Utilities	46,1 %	47,8 %
CIE DE SAINT GOBAIN	Capital goods	59,3 %	56,2 %
EDF	Energy	54,7 %	47,8 %
ORANGE SA	Telecommunication Services	63,4 %	50,7 %
DEXIA SA	Banks	37,1 %	45,0 %
COOPERATIEVE CENTRALE R	Banks	47,7 %	45,0 %
HSBC HOLDINGS PLC	Banks	42,1 %	45,0 %
LLOYDS BANKING GROUP PLC	Banks	49,2 %	41,3 %
ENI SpA	Energy	62,4 %	46,2 %

5. La politique de gestion immobilière

Données marché

Investissement

Avec plus de 15,5 milliards d'euros investis sur les marchés au cours de l'année 2013, les volumes affichent une légère baisse de 4 % par rapport à 2012. Cette dernière est essentiellement due à un quatrième trimestre moins dynamique et plus compliqué conduisant ainsi certaines transactions attendues sur l'année à ne se réaliser qu'en 2014. La bonne tenue du marché de l'investissement en immobilier s'est donc confirmée malgré une conjoncture économique déprimée et des marchés utilisateurs fortement dégradés. Il n'a pour autant pu exprimer sa pleine capacité en raison de l'inadéquation entre les importants capitaux disponibles et l'offre restreinte proposée.

Si les bureaux concentrent la majorité des investissements (67 %), ils enregistrent une baisse de près de 7 % par rapport à 2012 avec un peu plus de 10,4 milliards d'euros investis. Ce résultat s'explique par le fort recul des transactions dans Paris. Le marché des commerces s'est très bien comporté, représentant 24 % du volume. Ce segment a été dynamisé par de grosses opérations en fin d'année.

Du fait d'une concurrence accrue, les investisseurs ont eu tendance à délaissier le QCA (passant de 46 % à 33 %) pour la première couronne parisienne (14 %). Les transactions en Régions sont stables (23 %).

Le paysage dessiné par les acteurs a peu évolué et demeure marqué par la prépondérance des investisseurs nationaux (60 % des engagements en 2013). Les investisseurs internationaux restent en retrait malgré le retour à l'acquisition des anglo-saxons.

Les taux de rendement à l'acquisition sont restés stables par rapport à 2012 dans le quartier central des affaires de Paris.

Activité locative

Malgré un léger rattrapage en décembre 2013, la surface en bureaux commercialisée sur l'année ne dépasse pas les 1 850 000 m², affichant une baisse de 25 % comparativement à l'année précédente. Compte tenu de la baisse très significative du nombre des grandes transactions en 2013, celles-ci devraient faire l'objet d'un rattrapage en 2014 et ainsi augmenter le volume des surfaces louées entre 1 900 000 m² et 2 000 000 m².

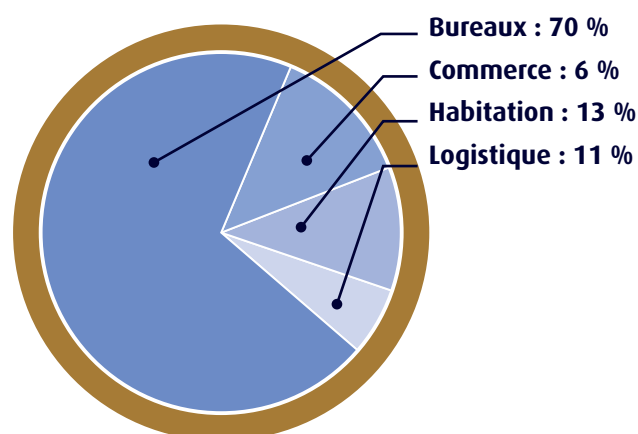
En 2013, le marché des commerces reste difficile et hétérogène. En effet, si le marché des commerces les mieux localisés reste orienté à la hausse et ce de manière sensible, les loyers des emplacements numéro 1 (commerces localisés en ville bénéficiant d'un fort trafic de population), sont à peine en augmentation. Quant aux autres emplacements, l'évolution du marché donne la main aux locataires. Ils bénéficient alors d'une latitude de négociation qu'ils n'avaient auparavant, ce qui pousse les loyers à la baisse.

Constitution du portefeuille

Le portefeuille d'Eurossima est diversifié tant par sa typologie que par sa répartition géographique. Ainsi, il porte 70 % de bureaux dont l'immeuble Espace Seine pour 44 % qui a été totalement restructuré en 2012 permettant l'obtention de la certification HQE Exploitation et Bréeam one use.

Il porte également 13 % d'immeubles résidentiels via la détention des parts de deux OPCI, 11 % d'un OPCI logistique et 6% de commerces majoritairement constitués de boutiques en pied d'immeuble.

Ventilation de la VM par nature d'actifs



Ventilation de la VM par localisation géographique

