



LE FONDS EUROSSIMA  
RAPPORT SEMESTRIEL : 30 JUIN 2011



## 1. Environnement économique et financier du 1<sup>er</sup> semestre 2011

Le dynamisme de l'activité économique sur la lancée de 2010 et les bons résultats publiés par les entreprises des deux côtés de l'Atlantique permettaient d'envisager avec optimisme l'année économique et financière. Les plans de relance massifs et les politiques monétaires pour le moins accommodantes n'y suffisent pourtant pas : les conséquences de la crise de 2007 pèsent toujours sur les économies des pays développés qui ne parviennent pas à retrouver un chemin de croissance stable et auto-entretenu. De plus, la dégradation des finances publiques qui en est le corollaire provoque de vives tensions sur les marchés de la dette souveraine, faisant craindre une rechute de l'activité via la contraction du cycle du crédit. Couplés à des chocs exogènes comme la catastrophe japonaise en mars dernier ou les conséquences des révolutions au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, le rythme et l'intensité de la reprise mondiale sont singulièrement revus à la baisse malgré le dynamisme économique des pays émergents. Selon les indicateurs avancés, le fléchissement de la croissance mondiale au premier semestre est significatif et les projections du FMI ne dépassent pas 4,3 % sur l'année 2011.

### 1.1 Aux États Unis

Les signes de faiblesse se manifestent particulièrement aux États-Unis entrés dans un cycle de ralentissement jugé dans un premier temps modéré et temporaire. Cela s'est traduit par un retournement des indicateurs d'enquête (notamment les indices ISM), des indicateurs d'activité réelle plutôt ternes (entre autres celui de la production industrielle), et par de décevants chiffres de l'emploi. Avec seulement 157 000 créations en moyenne par mois dans le secteur privé depuis janvier, le chômage culmine fin juin à 9,1 % de la population active, un record pour le pays. Par ailleurs, ni les mesures exceptionnelles de soutien au marché de l'immobilier, ni le plan d'assouplissement quantitatif (QE2) de la banque centrale américaine, censés relancer la machine économique, n'ont réussi à inverser la tendance. De manière plus conjoncturelle, l'envolée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et renforce les craintes sur la solidité de la reprise. L'activité économique a en outre été pénalisée par le tremblement de terre au Japon, dont les conséquences se sont fait immédiatement sentir sur l'approvisionnement en provenance de ce pays. Enfin, les appels à plus de responsabilité en matière de politique budgétaire (notamment du FMI) afin de remettre le pays sur une dynamique fiscale soutenable, n'ont pas rencontré l'écho attendu. De fait, la difficulté à trouver un accord politique sur le relèvement du plafond de la dette publique a même pu faire craindre que la première économie mondiale ne se retrouve en situation de défaut technique.

### 1.2 En Zone Euro

La situation est particulièrement contrastée avec d'un côté des perspectives positives pour l'Allemagne et certains pays de l'Europe du nord à l'appui d'un commerce extérieur dynamique, des pays périphériques en grande difficulté pris dans la crise de la dette souveraine, et des pays comme la France dont la croissance, certes avérée, est essentiellement liée à des mesures exceptionnelles (relance budgétaire). A ce titre, il est à noter que les dépenses publiques auront autant contribué à la croissance de la zone euro que la consommation privée et l'investissement.

Après un début d'année soutenu (PIB au T1 : +0,8 %), la croissance économique de la zone devrait avoir nettement ralenti au deuxième trimestre (estimations : +0,2 %). Dans ce contexte, les nouveaux trains de mesures restrictives adoptées (ou en passe de l'être) face à la crise de la dette souveraine, conduiront nécessairement à revoir les perspectives de croissance pour l'ensemble de l'année 2011. Symétriquement, la maîtrise de la dette publique est un objectif d'autant plus difficile à atteindre que la croissance est faible. Face à cette crise touchant durement certains de ses membres, la zone euro affiche des difficultés de gouvernance qui compromettent la reprise, d'autant plus que le processus d'assainissement des bilans de nombreuses banques est loin d'être achevé.

**En France**, comme dans les autres pays développés, la croissance a marqué le pas au deuxième trimestre 2011 (+ 0 % contre + 1 % au premier trimestre). D'abord soutenue par des facteurs exceptionnels (effets de rattrapage à la suite des grèves de l'automne dernier, prime à la casse...), la consommation des ménages a ensuite été affectée par le contrecoup de la dissipation de ces facteurs. Globalement, l'industrie comme les services ont été touchés par une chute des nouvelles commandes, tandis que le ralentissement des ventes vers l'Asie n'a pas permis aux exportations de prendre le relais.

## 1.3 Les pays émergents

Dans les pays émergents, quelques signes de modération de la croissance sont apparus au cours du premier semestre, conséquence du durcissement des politiques monétaires et de la hausse des prix des matières premières. Cependant, les perspectives restent plus favorables que celles des pays développés. En Chine, sur les six premiers mois de l'année, la croissance du produit intérieur brut a atteint 9,6 %, contre 10,3 % sur la même période de 2010. Pour endiguer la hausse des prix, qui a atteint un plus haut de trois ans en juin (+6,4 %), Pékin a relevé à plusieurs reprises les taux d'intérêt et les seuils de réserves obligatoires des banques depuis l'automne 2010. Globalement, les grandes économies (Chine et Inde) affichent une bonne résistance, tandis que les économies plus dépendantes des exportations montrent une volatilité supérieure et pourraient ralentir davantage.

## 1.4 Matières premières

Les marchés des matières premières ont été marqués par une forte instabilité au cours du premier semestre. Les cours du pétrole (référence Brent) se sont brièvement approchés de 120 dollars le baril en avril, avant de refluer. Fin juin, la mise sur le marché de 60 millions de barils par l'Agence Internationale de l'Énergie a accentué le repli des cours, mais sur les six premiers mois de l'année le prix du baril de Brent affiche tout de même une hausse de près de 22 %. Profitant de son statut de valeur refuge, l'or a progressé tout au long du premier semestre (+6,5 % en US dollars), sur fond d'aggravation de la crise des périphériques en Europe et de chiffres macro-économiques décevants aux États-Unis.

## 1.5 Le marché des changes

Sur le marché des changes, la parité euro-dollar a évolué en dents de scie dans une fourchette comprise entre 1,30 et 1,50 \$/€. Au cours du premier semestre, les investisseurs ont eu du mal à trancher entre plusieurs thèmes : le durcissement monétaire de la BCE, la crise de la dette souveraine et la perception de la situation américaine. La monnaie unique a terminé le semestre sur une progression de 8 % face au billet vert, revenant à 1,45 \$/€ fin juin, grâce notamment au vote par le Parlement grec de mesures supplémentaires de rigueur budgétaire. De leur côté, le yen et le franc suisse ont été des devises recherchées pour leur caractère défensif, ce qui a accru leurs niveaux de surévaluation vis-à-vis du dollar et de l'euro.

## 1.6 Évolution des principaux indices de marché au 30/06/2011

TAUX	3 mois		2 ans		10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/10	0,303 %	1,006 %	0,591 %	0,921 %	3,308 %	1,120 %	2,888 %	3,357 %
30/06/11	0,246 %	1,547 %	0,442 %	1,666 %	3,157 %	1,138 %	3,005 %	3,410 %
Variation*	-6 bp	+ 54bp	- 15bp	+75bp	- 15bp	+2bp	+12bp	+5bp

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

ACTIONS						
En devises locales	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx
31/12/10	11 577,51	1 257,64	10 228,92	3 804,78	6 914,19	2 792,82
30/06/11	12 414,34	1 320,64	9 816,09	3 982,21	7 376,24	2 848,53
Variation (en %)	+ 7,23 %	+ 5,01 %	- 4,04 %	+ 4,66 %	+ 6,68 %	+ 1,99 %

DEVICES				
	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY	EUR/GBP
31/12/10	1,34155	81,175	108,65	0,8579
30/06/11	1,44985	80,53	116,25	0,904
Variation (en %)	8,07 %	- 0,79 %	6,99 %	5,37 %

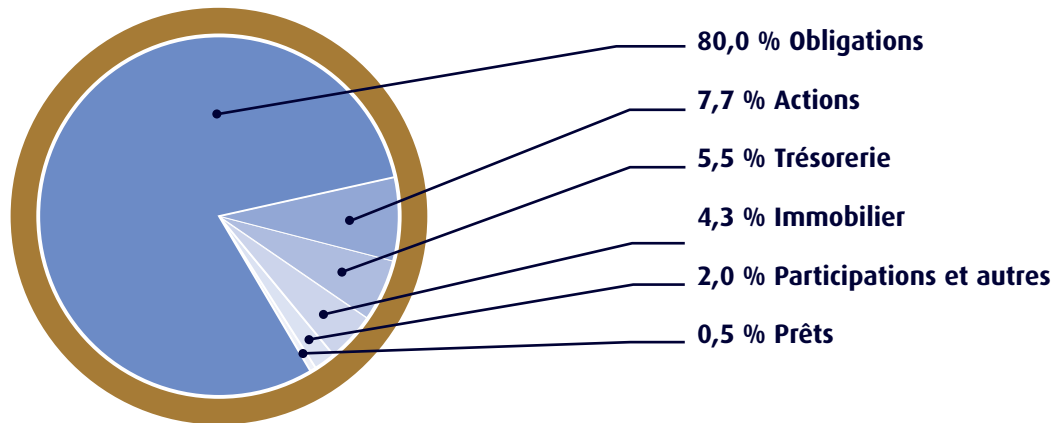
MATIÈRES PREMIÈRES (EN USD)		
	Pétrole (brent)	OR (once)
31/12/10	92,81	1 417,63
30/06/11	113,11	1 510,78
Variation (en %)	+ 21,87 %	+ 6,57 %

**Pour conclure**, la crise de l'endettement public de part et d'autre de l'Atlantique devrait mettre plusieurs années à se résorber et réduira probablement le potentiel de croissance de ces zones. Combiné au manque de visibilité, cela continue de peser logiquement sur le moral des ménages, des entreprises et des investisseurs.

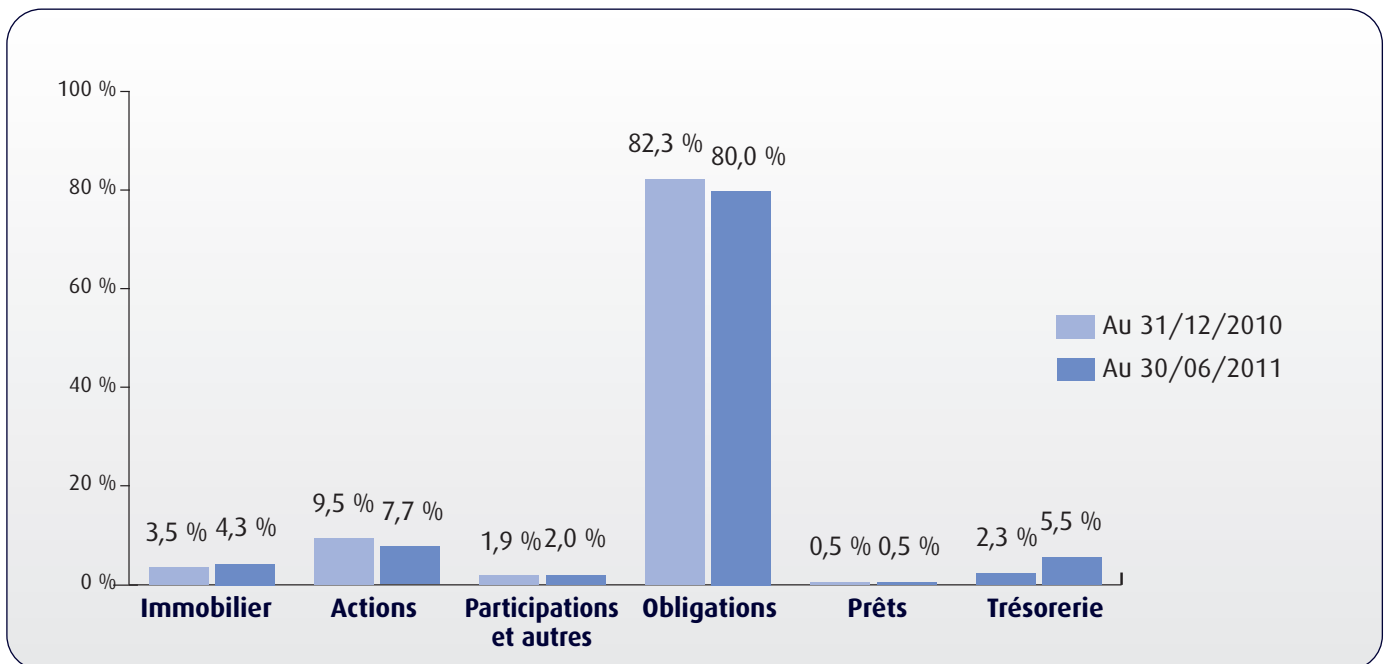
## 2. Les actifs au 30/06/2011

Encours sous gestion au 30/06/2011 : 4 183,13 millions d'euros (Valeur boursière)

Répartition par type d'actifs au 30/06/2011



Évolution de l'allocation d'actifs au 30/06/2011



## 3. La politique de gestion actions

### 3.1 Les marchés actions

Après un début d'année prometteur, les marchés ont été affectés par plusieurs chocs exogènes : risques géopolitiques (Afrique du Nord et Moyen-Orient), renchérissement des matières premières, séisme au Japon... dont l'impact boursier aura été finalement modéré en comparaison de facteurs d'inquiétudes plus endogènes. Parmi ces derniers, la poursuite du ralentissement cyclique, en particulier aux États-Unis et les craintes sur les dettes souveraines ont généré, surtout en fin de période, un haut niveau de volatilité. En mai-juin, les principales places financières ont connu une série de six semaines consécutives de baisse, la plus longue depuis juillet 2008. L'impact sur les marchés d'actions était significatif (-7,9 % pour le CAC 40 sur cette période), mais n'avait pas encore pris l'envergure que l'on connaît maintenant sur les mois de juillet et d'août.

Le premier semestre en montagnes russes s'était même achevé sur une note de soulagement, avec l'adoption par le Parlement grec d'un nouveau plan d'austérité. Les semaines suivantes ont montré que le temps politique et celui des marchés était singulièrement différent puisque les indices mondiaux ont connu une chute importante.

Sur le plan géographique, les marchés développés, États-Unis et Europe étaient à privilégier sur le premier semestre au détriment des émergents (Inde et Brésil notamment). En Europe, la défiance vis-à-vis des pays les plus fragiles de la Zone Euro, très nette en 2010, ne s'est pas poursuivie au premier semestre, comme l'illustre le fait que l'Ibex 35 espagnol et le Dax allemand aient progressé dans le même ordre de grandeur (+5,07 % et +6,68 % respectivement). Seul le marché grec a poursuivi sa chute, perdant encore 13 % après avoir chuté de 35 % l'an dernier.

D'un point de vue sectoriel, aucune évolution tranchée ne ressort de ce premier semestre comme l'indique le fait que les meilleures performances proviennent à la fois d'un secteur cyclique (l'automobile) et d'un secteur patrimonial (l'immobilier). De même, le secteur de la pharmacie (défensif), et celui de la chimie (cyclique) ont pratiquement réalisé la même performance. Enfin, parmi les baisses, on retrouve aussi bien les matières premières, fortement cycliques, que les télécommunications, secteur très défensif.

### 3.2 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 approfondit aujourd'hui sa démarche en Investissement Socialement Responsable (ISR) en se dotant d'une méthodologie rigoureuse et novatrice de sélection des actifs financiers. Cette approche, complémentaire de l'analyse financière fondamentale, intègre les critères Environnement / Social / Gouvernance (ESG) dans l'analyse financière. La nouvelle méthodologie nous permet donc d'examiner et d'intégrer à nos décisions d'investissement un ensemble de variables extra-financières pouvant avoir un impact à long terme sur la performance économique et financière de nos actifs. L'adaptation des portefeuilles à ces nouveaux critères d'investissements se fera progressivement en fonction des flux de capitaux.

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

En s'éloignant parfois des fondamentaux des entreprises, les marchés financiers ont été dominés alternativement par des facteurs macroéconomiques (crainte de récession...), géopolitiques (guerre en Libye...), et politiques (désaccords dans la zone euro). Ces derniers, beaucoup plus difficile à anticiper, ont été également les plus perturbateurs. En conséquence, le pragmatisme est demeuré la règle en ce qui concerne notre politique de gestion, afin de pouvoir adapter rapidement nos portefeuilles à tous les contextes de marché. Ainsi, notre stratégie d'investissement repose principalement sur l'analyse et la sélection de titres en privilégiant des valeurs très liquides, essentiellement de grandes capitalisations avec une bonne visibilité.

Nos choix d'allocation stratégique ont conduit à une réduction significative du poids des actions dans le portefeuille global par rapport au 31/12/2010. Ce résultat n'a toutefois pas été atteint de manière linéaire, mais avec une phase importante de cession sur les deux premiers mois de l'année (en procédant à des ventes sèches mais aussi via la levée des couvertures mises en place en fin d'année 2010), puis un réinvestissement dans le creux de marché consécutif à la crise japonaise et enfin une nouvelle phase de ventes en mai. In fine, le poids des actions dans le portefeuille global est passé de 9,5 % à 7,7 % sur la période.

Les cessions ont eu pour objectif de réaliser un volant significatif de plus-values et, compte tenu de nos anticipations de marchés, de désensibiliser le portefeuille au cycle économique. Ont été cédés selon ces deux logiques des titres que nous estimions bien valorisés comme BHP Billiton ou Repsol et des valeurs sensibles à la conjoncture économique comme Michelin et Accor. Nous avons également été très actifs sur les valeurs industrielles à l'achat comme à la vente (Vallourec, Saint Gobain).

Cette gestion dynamique de la pondération actions, complétée par une gestion active de l'allocation tactique (rotation sectorielle) et des arbitrages intra-sectoriels, a entraîné une rotation significative du portefeuille. Au 30/06/2011, le portefeuille actions est toujours largement sous-pondéré (par rapport à l'indice Eurostoxx Large) en valeurs bancaires dont les besoins en capitaux ne font que s'accroître. Contrairement à l'année 2010, il est également sous-pondéré en biens d'équipement (cession de Schneider, Siemens...), secteur particulièrement sensible au cycle économique.

Profitant de la volatilité des indices actions pour investir dans les creux de marchés, nos investissements ont portés d'une part sur des valeurs distribuant d'importants dividendes (afin de dégager du revenu récurrent), et d'autre part sur des valeurs que nous jugeons sous-valorisées mais disposant d'un potentiel de retournement significatif (Amadeus, Sabmiller...).

Au titre des opérations de dividendes, nous avons réalisé plusieurs opérations ponctuelles (Munich Re, Neslé) et des arbitrages au sein du secteur des télécommunications (KPN, Portugal Telecom). Le secteur des services aux collectivités (Veolia, E.ON...) a également largement contribué à cette stratégie, malgré les attaques subies par les entreprises liées au nucléaire en Allemagne suite à la décision du pays de sortir du nucléaire. Cela se traduit par une légère sur-pondération de ce secteur, bien que la plupart de ces positions aient été débouclées (fin de la « saison » des versements de dividendes et multiplication des avertissements sur résultats).

Du fait de leur cherté relative, nous n'avons pu renforcer autant que souhaité le portefeuille en valeurs sensibles aux zones géographiques en plus forte croissance (pays émergents) comme celles du secteur du luxe (Richemont).

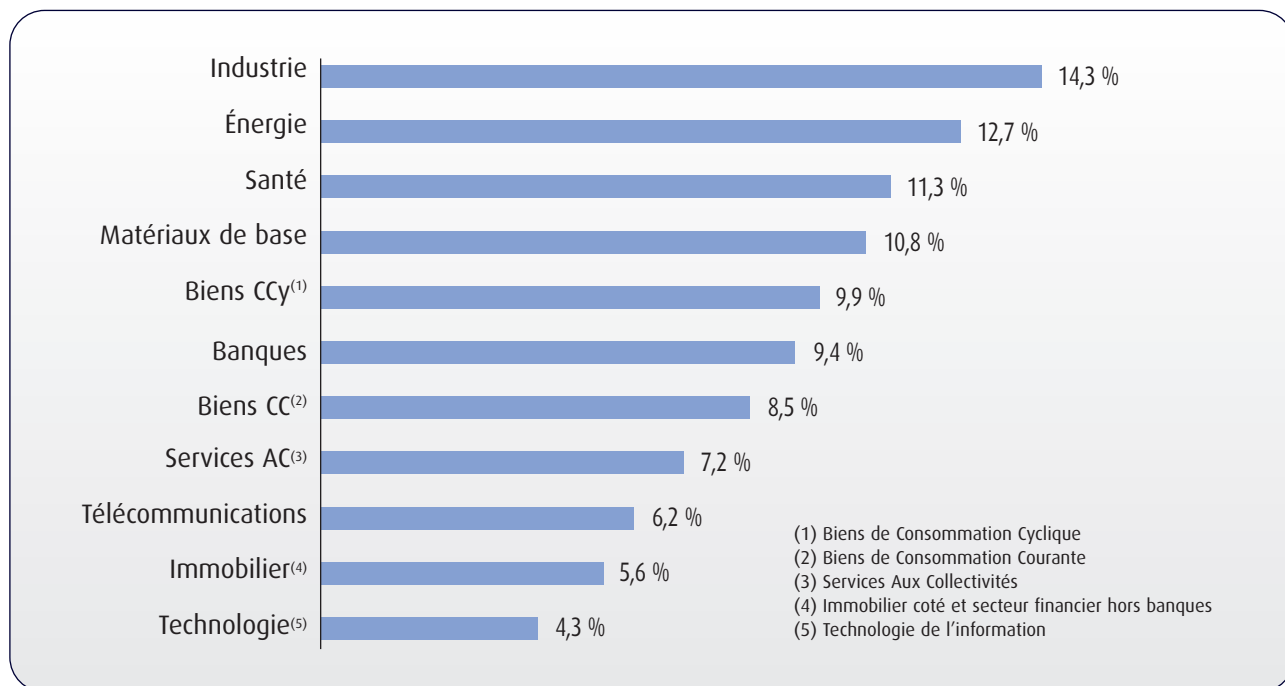
Etant donné le niveau d'incertitude régnant sur les marchés financiers, notre politique de gestion et le portefeuille actions qui en découle (sous-pondération en valeurs financières, recherche de rendement, sociétés bénéficiant de la croissance des pays émergents) nous semble bien adapté aux incertitudes du contexte actuel.

### 3.4 Principales lignes d'actions gérées en direct au 30/06/2011

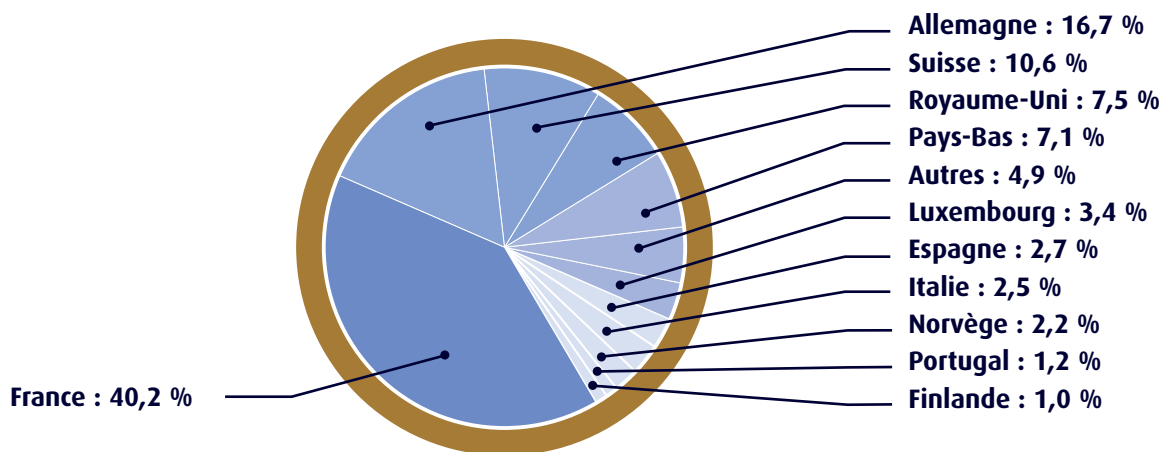
<b>ACTIONS</b>
SANOFI
TOTAL
DEUTSCHE BANK
SIEMENS
ENI
ARCELORMITTAL
SOCIETE GENERALE
VEOLIA ENVIRONNEMENT
ROCHE HOLDING
BAYER

### 3.5 Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct

#### Répartition sectorielle au 30/06/2011



#### Répartition géographique au 30/06/2011



## 4. La politique de gestion obligataire

### 4.1 Les marchés obligataires

La forte hausse du prix des matières premières dans un contexte de politique monétaire particulièrement accommodante a généré sur la première partie du semestre des craintes sur la remontée de l'inflation entraînant des réponses opposées des grandes Banques Centrales. Tandis que la Réserve Fédérale américaine (Fed) maintenait sa politique accommodante pour ne pas freiner la croissance de l'économie, la BCE remontait son taux directeur de 25 points de base dès le mois d'avril, initiant ainsi un cycle de normalisation (remontée progressive des taux). Considérant le choc inflationniste comme temporaire, la Fed laissait déjà entendre qu'elle ne poursuivrait pas son programme d'ajustement quantitatif (QE2) mais qu'elle maintiendrait ses taux autour de 0 % pendant une période prolongée.

Encouragés par de bons chiffres économiques aux États-Unis et au sein de la zone Euro ainsi que par les résultats des entreprises meilleurs qu'espéré, les investisseurs ont privilégiés jusqu'à la mi-février les marchés d'actifs risqués, générant une hausse des taux longs américains et européens. Par la suite, jouant leur rôle de valeur refuge dans un contexte de fortes tensions géopolitiques et suite à la catastrophe japonaise, les taux d'intérêts souverains des pays les plus solides ont baissé significativement à mesure que l'aversion au risque augmentait. En fin de période, dans un contexte moins favorable en terme de croissance, la dégradation des finances publiques de nombreux pays et leur niveau d'endettement a fait ressurgir des craintes extrêmes sur le marché de la dette souveraine.

Aux États-Unis, le rendement du T-Bond à 10 ans a atteint 3,7 % en février pour redescendre progressivement autour de 3,1 %, tandis que la référence allemande, le Bund à 10 ans, atteignait son plus haut du semestre (3,5 %) en avril pour ensuite revenir autour de 3 % fin juin.

Soutenus par les résultats meilleurs que prévu des sommets européens du mois de mars, les primes de risques des obligations d'États des pays périphériques par rapport à l'emprunt de référence allemand se sont resserrés jusqu'à mi-avril avant que la demande d'aide de la part du Portugal et surtout la résurgence des inquiétudes sur la Grèce ne propulsent à nouveau les taux d'intérêt à des niveaux historiquement élevés (fin juin, le taux à 10 ans atteint 17 % en Grèce, 12 % en Irlande, 11 % au Portugal...). Les turbulences des marchés ont touché en juillet l'Italie et l'Espagne, amenant les dirigeants européens à adopter des mesures supplémentaires. Des avancées certaines sont en œuvre pour aider les pays les plus touchés, notamment via le fonds de soutien européen (FESF) qui s'est engagé à procéder à des achats de titres sur le marché.

Avec l'intervention massive des pouvoirs publics dans l'économie, le prix des actifs financiers devient de plus en plus corrélé aux choix de politiques économiques et monétaires provoquant une forte volatilité sur les marchés.

### 4.2 Une gestion tournée vers la recherche de rendement récurrent

Comme en 2010, nos portefeuilles sont confrontés à deux écueils d'égale importance : d'un côté, des taux des pays notés AAA comme la France et Allemagne peu attractifs en terme de rendement, et de l'autre, des marchés offrant des rendements supérieurs mais plus volatils. Dans ce contexte, nous privilégions une gestion active de notre portefeuille (en particulier sur les emprunts d'États) et la diversification.

Notre politique d'investissement (nous sommes globalement acheteur net sur la période) a consisté dans un premier temps à profiter de la remontée des taux pour investir les flux sur des niveaux supérieurs sans dégrader la qualité du portefeuille. Puis, nous avons saisi l'opportunité du repli des taux des pays du cœur de la zone euro pour faire des ajustements sur le portefeuille. Par ailleurs, nos investissements indexés sur l'inflation ont été renforcés.

Plus précisément, notre vue marquée sur les différences fondamentales des économies de l'Espagne et de l'Italie nous avait conduit à arbitrer en 2010 nos positions de l'une vers l'autre. Afin de réaliser les fruits de cette stratégie, nous avons profité du resserrement des primes de risques en mai pour alléger une partie de la position sur les obligations d'État italiennes. Nous avons par la suite réorienté nos investissements vers l'État belge dont le positionnement sur le plan rendement / risque est sensiblement meilleur. Cette baisse des taux a également été l'occasion de prendre des bénéfices sur des emprunts d'État français et allemands pour se repositionner sur des agences publiques bénéficiant de la garantie de l'État comme KfW en Allemagne ou la Cades en France.

En matière de dettes d'entreprises, les emprunts bancaires subordonnés (Tier one) ont été cédés devant le risque que représente l'exposition de certaines banques aux emprunts périphériques et les besoins de refinancement qui en découlent. Les réinvestissements se sont concentrés sur des emprunts hypothécaires bancaires et des émetteurs du secteur privé français (industriels et bancaires). Notre approche est restée là encore pragmatique, privilégiant globalement les secteurs défensifs comme les Services aux Collectivités ou les Télécommunications (France Telecom, Valeo, Casino, Inbev...).

La dispersion des taux des emprunts d'États de la zone euro illustrée par l'évolution des spreads (écart entre le taux qui rémunère l'emprunt réputé le plus solide et celui du plus faible) est un enjeu crucial de la gestion d'un portefeuille obligataire. Toutefois, ne considérant pas la fin de la zone euro comme une option crédible, le portage des obligations trop dégradées pour être cédées limite l'impact instantané des évolutions extrêmes observées récemment. Quoiqu'il en soit, tenant compte de la prégnance de risques systémiques élevés, nous nous étions progressivement allégés sur les emprunts d'État grecs à partir de l'été 2009 et, profitant de leur appréciation, nous avons revendus des emprunts portugais en fin d'année 2010.

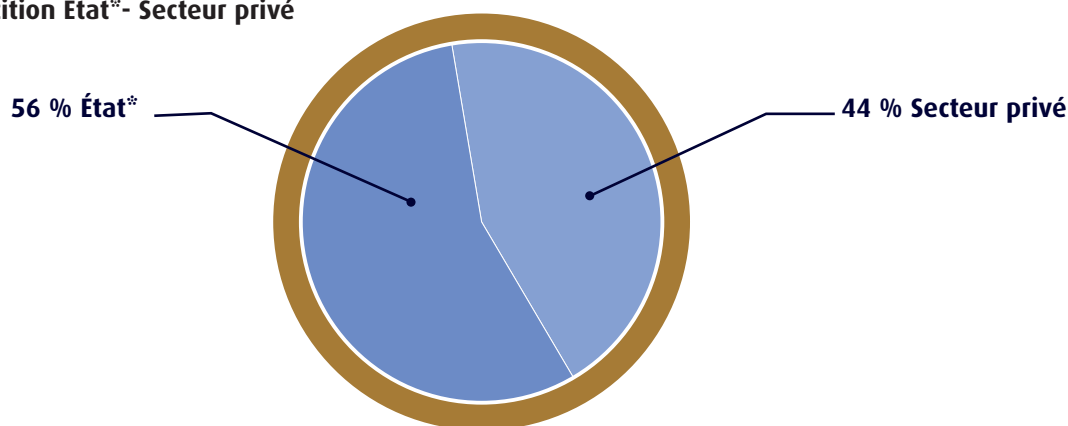
Malgré un environnement de taux d'intérêt volatile, le taux de réinvestissement sur l'année est resté significativement supérieur aux taux des emprunts d'États Core, permettant d'améliorer le rendement récurrent sans augmenter le risque global du portefeuille.

#### 4.3 Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 30/06/2011

OBLIGATIONS
OAT 4.25%07-25102023
OAT 3.50%10-25042020
OAT 3.75%05-25042021
OAT 4.25%03-25042019
ITALIE 2.35%08-150919 INFL.EU.
BELGIQUE 4.25%11-280921 OLO 61
ITALIE 6.50%97-27 TBO
ITALIE 4.75%11-010921
QUEBEC 5%09-290419
OATE 1.10%10-25072022 INDX

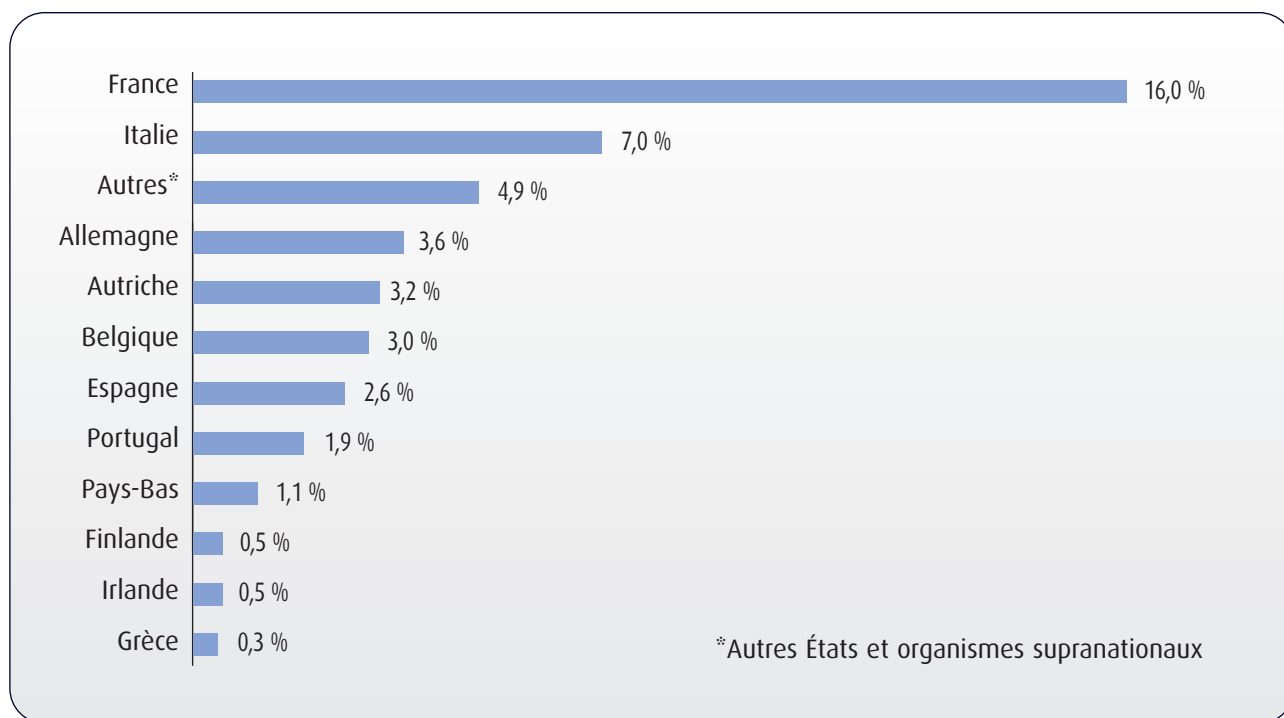
#### 4.4 Répartition du portefeuille obligataire au 30/06/2011

##### Répartition État\* - Secteur privé



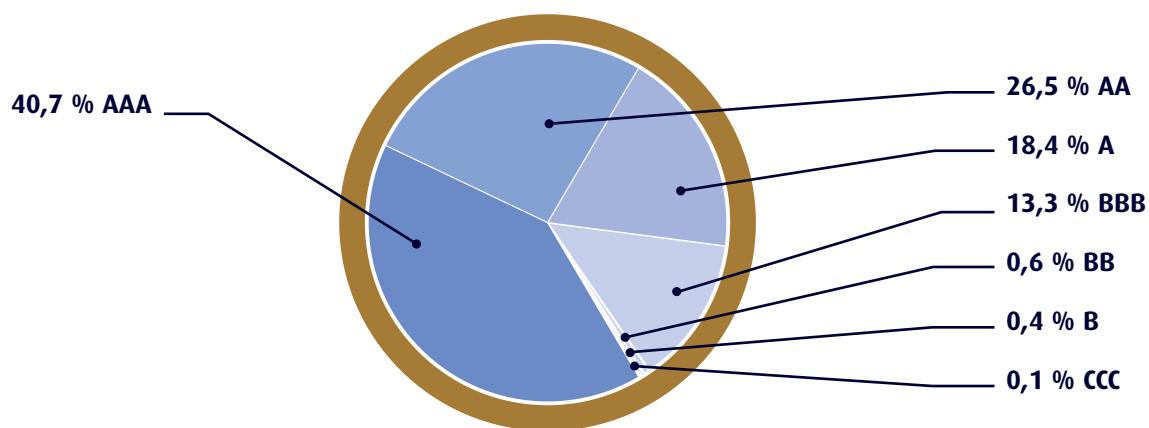
\* État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés...

#### 4.5 Répartition géographique des emprunts d'État et garanties d'État, hors OPCVM taux et dérivés, en % du total d'actifs au 30/06/2011



#### 4.6 Notation du portefeuille obligataire au 30/06/2011

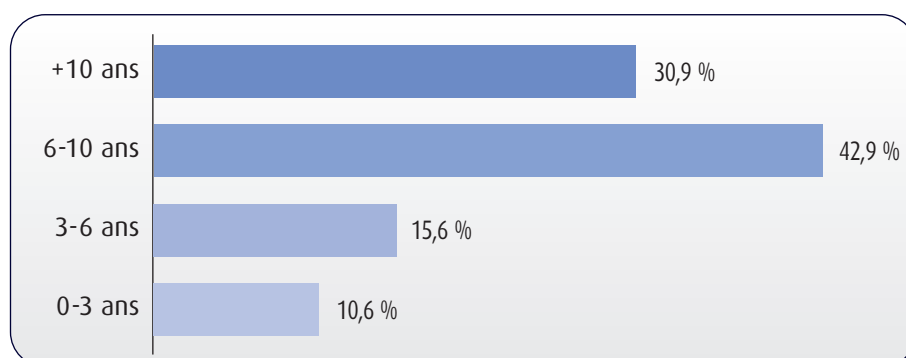
##### Répartition par rating



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

## 4.7 Maturité du portefeuille obligataire au 30/06/2011

### Répartition par maturité



## 4.8 Duration du portefeuille obligataire

31/12/2010	6,56
30/06/2011	6,86

## 5. La politique de gestion immobilière

Le marché de l'immobilier tertiaire au premier semestre 2011 demeure dans une logique d'aversion au risque même s'il présente des signes de stabilisation. Le marché de l'investissement reste focalisé sur les actifs de qualité. La liquidité n'est pas revenue sur les actifs secondaires ou non sécurisés. Les volumes de transactions ont atteint 4,4 milliards d'euros au second semestre 2011 (en hausse de 22 % par rapport au premier semestre 2010). Ce niveau reste cependant modeste et atteste de la prudence toujours palpable des investisseurs.

- Les rendements « prime » semblent aujourd'hui en cours de stabilisation malgré la persistance d'un fort intérêt des investisseurs sur les produits « core » ;
- Les investisseurs sont focalisés sur les bureaux et les commerces de qualité :
  - Les bureaux ont représenté 81 % des engagements, principalement localisés dans Paris Centre Ouest et surtout dans le Croissant Ouest
  - Les commerces ont représentés 14 % des engagements. Ce secteur attire les investisseurs sur les produits les plus qualitatifs et les centres commerciaux.

Le marché reste mené par des acteurs à fonds propres (institutionnels, OPCV, SCPI, Foncières et privés). De nouveaux entrants (fonds souverains, institutionnels étrangers) s'avèrent cependant de plus en plus actifs sur les meilleurs produits sécurisés et pourraient redonner un nouveau dynamisme au marché. Les investisseurs nationaux ont représenté 69 % des engagements semestriels.

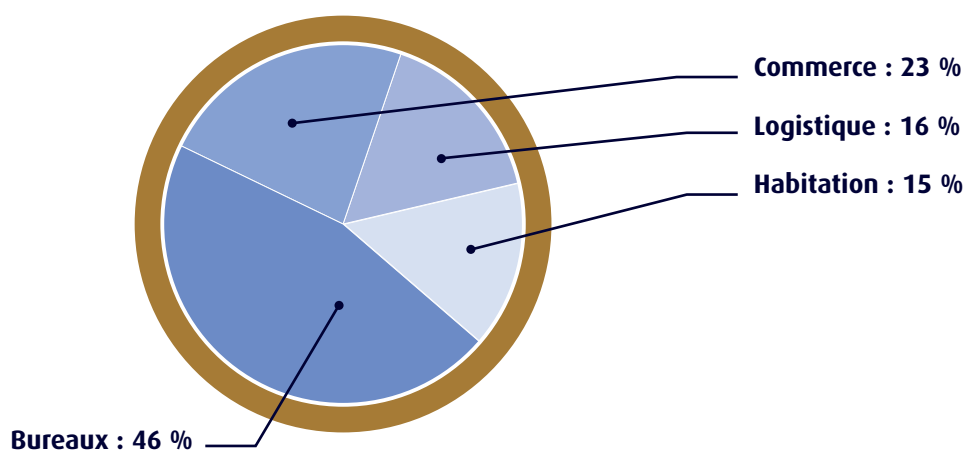
Le marché de la commercialisation locative au premier semestre 2011 voit une très légère progression des volumes (+3 % par rapport au premier semestre 2010) reflétant ainsi la prudence des utilisateurs. Cette situation présente les caractéristiques suivantes :

- Ce sont les secteurs Banque/Assurance et industriel qui ont le plus pesé au cours de ce semestre
- Alors que des tensions se profilent sur les produits « prime » en raison d'une pénurie dans ce secteur, le marché secondaire tire le loyer moyen à la baisse.

Le travail de fond nécessaire sur notre portefeuille, en raison principalement des effets de la crise, a été réalisé sur les années antérieures et l'objectif est maintenant d'assurer sa pérennisation en terme locatif et d'améliorer en permanence sa qualité intrinsèque notamment sur le volet environnemental. Dans ce contexte, qui présente des signes de stabilisation, nous n'envisageons pas de modifier les grands axes de notre politique immobilière. Notre stratégie d'investissement restera donc opportuniste et axée principalement sur la sélectivité et la diversification tant géographique que produit ainsi que la recherche de rendement récurrent et de plus value. Le volume d'investissement 2010 a été relativement modeste en raison notamment d'un marché adverse. L'année 2011 présente un objectif d'investissement plus ambitieux qui nécessite une approche équilibrée entre la reconstitution d'un patrimoine de rendement et la création d'opérations de développement porteuses à terme de plus values et de création de valeur.

Au 30 juin 2011, le portefeuille immobilier totalise en valeur 178 M€. Il se compose majoritairement de deux immeubles de bureaux et d'un immeuble d'habitation situé dans Paris et en région parisienne, d'une participation dans un OPCI logistique qui a acquis 2 entrepôts au premier semestre, ainsi que d'un portefeuille de commerces de pieds d'immeubles parisiens également acquis au premier semestre.

### 5.1 Répartition de la valeur de réalisation par nature d'actifs (hors sociétés cotées)



### 5.2 Répartition géographique de la valeur de réalisation (hors sociétés cotées)

