

Le fonds Eurossima

Rapport semestriel au 30/06/2016



1. L'environnement économique et financier 2016

Le mois de janvier 2016 a été marqué par une sévère correction sur les marchés actions, dans un contexte de ralentissement de la croissance en Chine, de fléchissement de l'indice PMI services aux États-Unis faisant craindre un essoufflement de la demande des ménages dans les pays industrialisés, et de forte baisse des cours du pétrole.

Les banques centrales ont permis par la suite de limiter la défiance des marchés, et plus particulièrement au mois de mars avec l'annonce de la Banque Centrale Européenne (BCE) d'une série de mesures expansionnistes.

Néanmoins, à fin juin, si les marchés actions américains ont retrouvé, voire dépassé leurs niveaux de début d'année, les cours des actions européennes, marqués par les événements géopolitiques, enregistrent quant à eux une baisse.

Dans un contexte de faible inflation, d'achats obligataires par la BCE et de retour de l'aversion au risque, les rendements des emprunts d'État ont atteint de nouveaux points bas historiques, le taux allemand à 10 ans basculant même en territoire négatif (-0,13 % au 30 juin).

États-Unis

L'activité économique aux États-Unis a ralenti au premier trimestre 2016. En effet, la croissance (annualisée) du PIB réel est tombée à +1,1 % au premier trimestre, contre +1,4 % au T4 2015, portée principalement par la consommation (toutefois en décélération). L'investissement et les exportations nettes ont enregistré une nouvelle contraction, impactés par les difficultés financières de l'industrie pétrolière et par l'incertitude qui pèse sur le secteur manufacturier tourné vers l'export.

L'embellie sur le marché de l'emploi s'est poursuivie au deuxième trimestre, le taux de chômage ayant reculé à 4,7 %. L'effet de composition de la main-d'œuvre a limité la croissance des salaires à +2,4 % en glissement annuel. Néanmoins, les prix des services ont soutenu l'inflation sous-jacente des prix à la consommation, qui est ressortie à +2,2 % en mai.

L'inflation globale des prix à la consommation reste lourdement impactée par les cours du pétrole, retombant à +1,1 %. Les tensions inflationnistes modérées et l'inquiétude croissante quant aux

perspectives économiques et financières à l'échelle mondiale pourraient inciter la Réserve Fédérale Américaine (Fed) à ne pas relever ses taux d'ici la fin de l'année.

Zone euro

La reprise en Zone Euro s'est poursuivie au cours du premier semestre. Au T1 2016, le PIB global est ressorti en hausse de +0,5 % en glissement trimestriel. Ce redressement est attribuable à l'embellie persistante du marché du travail. Le taux de chômage est tombé à 10,1 % en mai, contre 10,4 % en janvier. La reprise économique dans la zone euro repose de plus en plus sur l'activité intérieure. Si l'impact favorable des faibles cours du pétrole s'estompe au fil des mois, les conditions financières demeurent très favorables et la politique budgétaire a été légèrement accommodante. Les anticipations ont toutefois été revues à la baisse dans le sillage du référendum sur le Brexit.

Au cours du premier semestre, l'inflation globale a oscillé autour de zéro. La perspective d'une inflation toujours dangereusement faible a poussé la BCE à assouplir davantage sa politique monétaire déjà très accommodante en prolongeant son programme de rachats d'actifs au moins jusqu'en mars 2017. La banque centrale a également décidé en mars de porter de 60 à 80 milliards d'euros le montant de l'enveloppe mensuelle consacrée à ce programme, d'élargir le périmètre des actifs admissibles à ses rachats, d'abaisser son taux de refinancement et son taux de rémunération des dépôts et de lancer une série de quatre nouvelles opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO II).

Le 23 juin, les Britanniques ont décidé par référendum de quitter l'Union européenne. Si la période de négociation sur les conditions précises de sortie pourrait durer jusqu'à deux ans, l'incertitude substantielle aura d'ores-et-déjà un impact négatif sur la croissance, en particulier au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Europe continentale.

Après le résultat du référendum sur le Brexit, la BCE a indiqué qu'elle se tenait prête à prendre de nouvelles mesures si nécessaire.

Marchés émergents

Les marchés émergents ont débuté l'année 2016 handicapés par un regain de tension alimenté par la Chine, la baisse des cours du pétrole et le premier relèvement de taux de la Fed en décembre 2015. La dévaluation surprise du yuan chinois intervenue début janvier et le fléchissement des statistiques économiques chinoises ont fait resurgir la crainte d'une dévaluation plus marquée de la devise chinoise, qui a mis sous pression les devises et les actifs des marchés émergents. La poursuite de la baisse des cours du pétrole a par ailleurs accentué l'inquiétude quant aux perspectives des pays producteurs de matières premières.

Il a fallu attendre le mois de mars pour que la défiance des investisseurs à l'égard des marchés émergents s'atténue, rassurés par la stabilisation des statistiques économiques chinoises, par la posture attentiste de la Fed et par l'amorce d'un rebond durable des cours du pétrole.

En Chine, les indicateurs économiques se sont stabilisés au cours du premier semestre grâce à une forte expansion du crédit et aux mesures de relance budgétaire. Cette situation tranche avec la profonde récession que connaît le Brésil, où les tensions politiques ont culminé avec la destitution de la présidente Dilma Rousseff. La Russie est restée en récession mais la contraction de l'activité s'atténue.

Évolution des principaux indices de marché en 2016

TAUX	3 mois	10 ans			
	USA	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2015	0,61 %	2,27 %	0,25 %	0,98 %	0,63 %
30/06/2016	0,65 %	1,49 %	-0,23 %	0,20 %	-0,13 %
Variation (En point de base)	+4 bps	-78 bps	-48 bps	-78 bps	-76 bps

ACTIONS	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	Euro Stoxx 50
31/12/2015	2 043,94	19 033,71	4 637,06	10 743,01	3 267,52
30/06/2016	2 098,86	15 575,92	4 237,48	9 680,09	2 864,74
Variation (En %)	+2,69 %	-18,17 %	-8,62 %	-9,89 %	-12,33 %

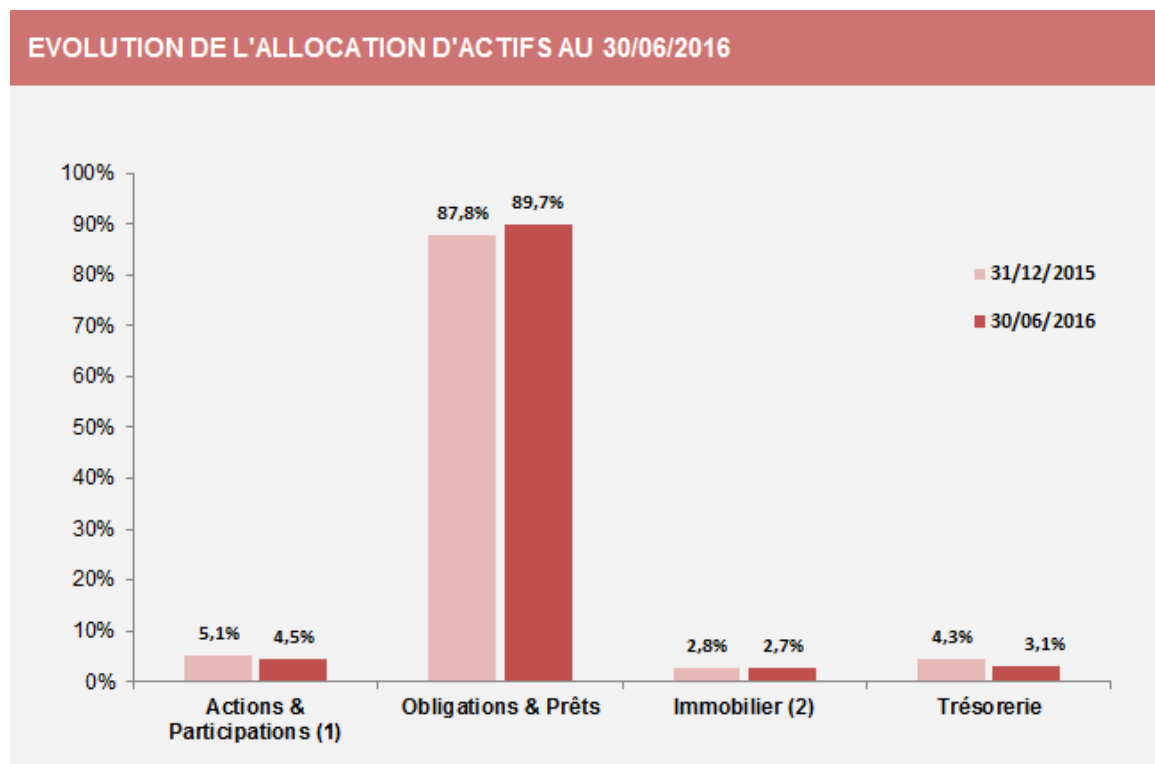
DEVICES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2015	1,086	120,295	130,676
30/06/2016	1,110	102,590	113,972
Variation (En %)	+2,3 %	-14,7 %	-12,8 %

Source : Reuters

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 30/06/2016

7 174,71 millions d'euros (valeur boursière)



- (1) Actions y/c couverture optionnelle de vente
 (2) Immobilier hors foncières cotées

Dans la continuité de la stratégie mise en place en 2015, la politique de placement a poursuivi ses efforts visant à limiter la baisse des taux de rendement du portefeuille.

Afin de limiter la trésorerie à un niveau relativement faible, les investissements obligataires ont été privilégiés.

La part des obligations représente près de 90 % du portefeuille au 30 juin 2016.

Avec des taux du marché obligataire en zone euro proches de zéro, la recherche de rendement sans dégrader le profil de risque de crédit du portefeuille a été un enjeu majeur.

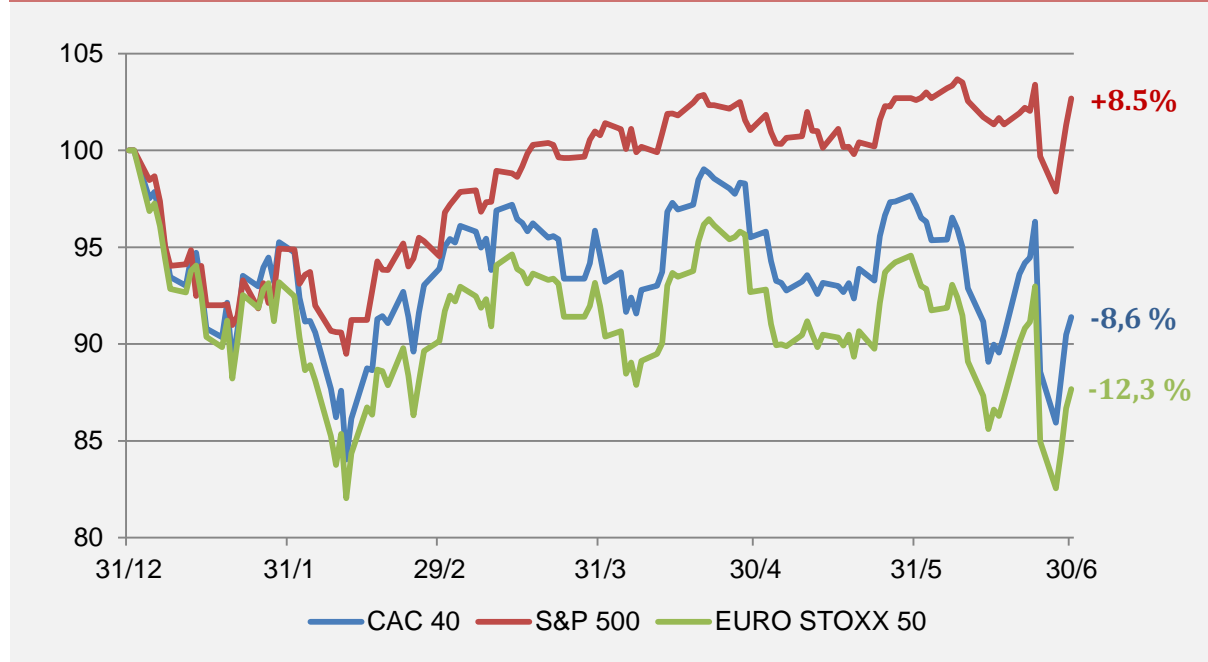
La baisse de l'exposition action est le résultat du programme de couverture optionnelle mis en place courant 2015 visant à protéger une partie du portefeuille d'actions de la baisse marquée des marchés et de la volatilité des cours.

La proportion d'actifs immobiliers est maintenue stable.

La trésorerie qui représente près de 3 % des actifs au 30 juin 2016 permet de saisir des opportunités d'investissement, notamment en immobilier.

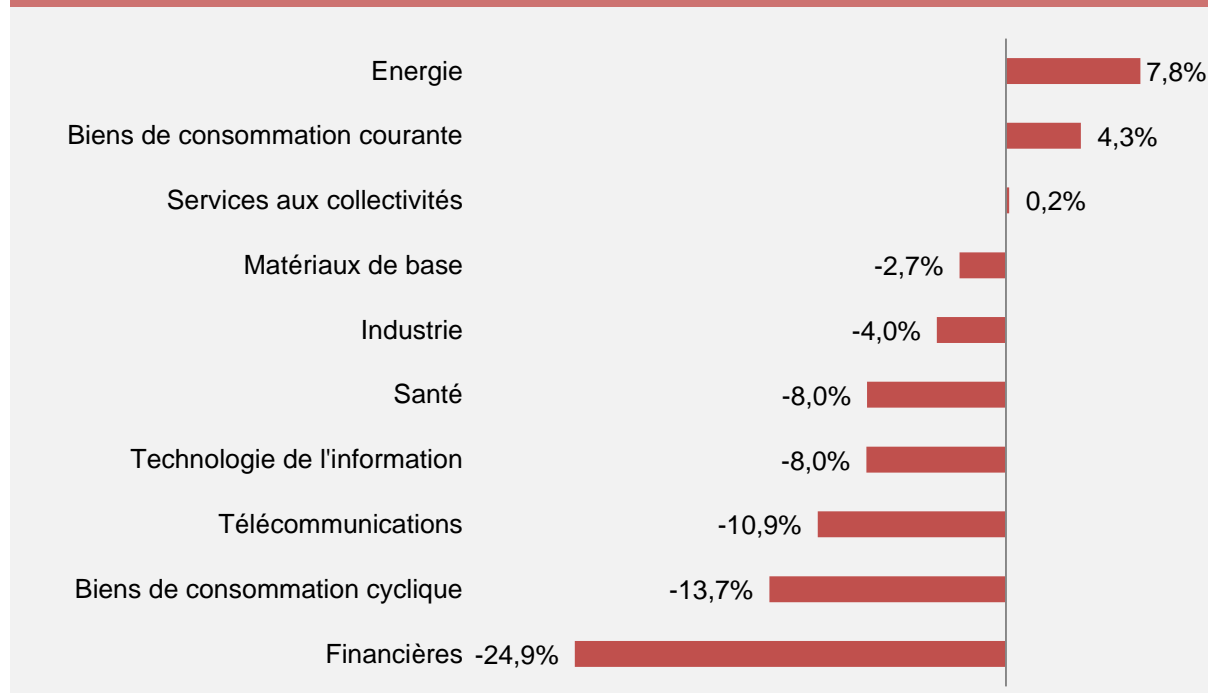
- La politique de gestion actions

ÉVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS EN 2016



Sur une base 100 au 31 décembre 2015

ÉVOLUTION SECTORIELLE DE L'INDICE MSCI EMU



RAPPORT SEMESTRIEL : 30 juin 2016

Dans un contexte de marché baissier depuis la fin de l'année 2015, notre politique de gestion a consisté à réduire, principalement au mois de janvier, notre exposition globale aux actions cotées. Les performances des options de ventes indicelles achetées courant 2015 ont été particulièrement satisfaisantes, et ont permis de protéger une partie des plus-values latentes du portefeuille actions

Nos investissements du semestre ont concerné le secteur énergétique pour bénéficier de la

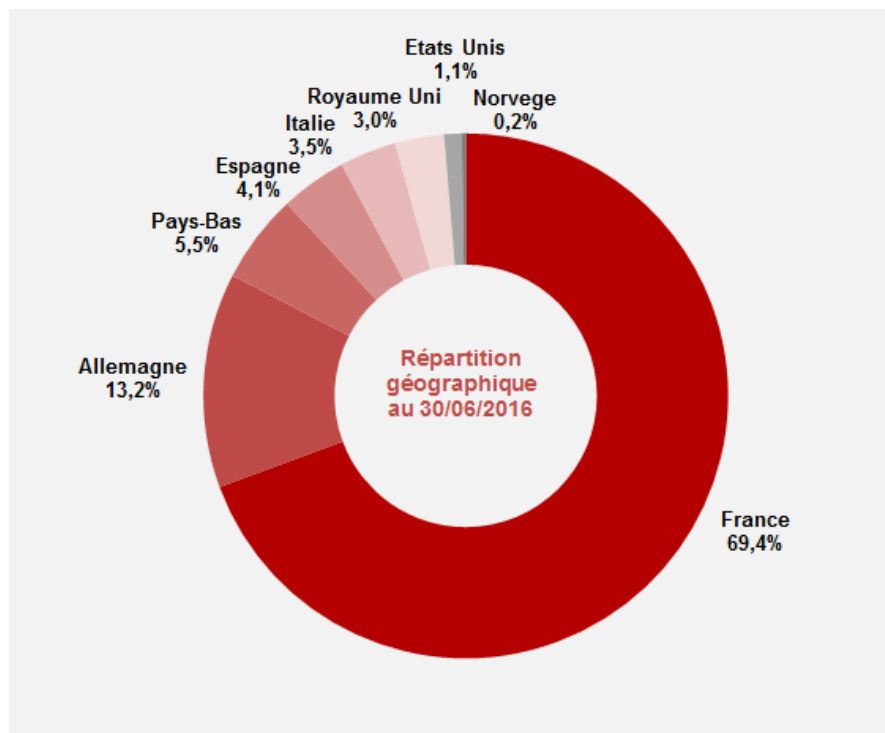
remontée des prix du pétrole ainsi que le secteur des télécommunications qui offre des niveaux de dividendes élevés.

Nous nous sommes également tournés vers des titres défensifs, à des niveaux de valorisations attractifs, dans des domaines tels que les biens de consommation, la santé ou encore l'industrie.

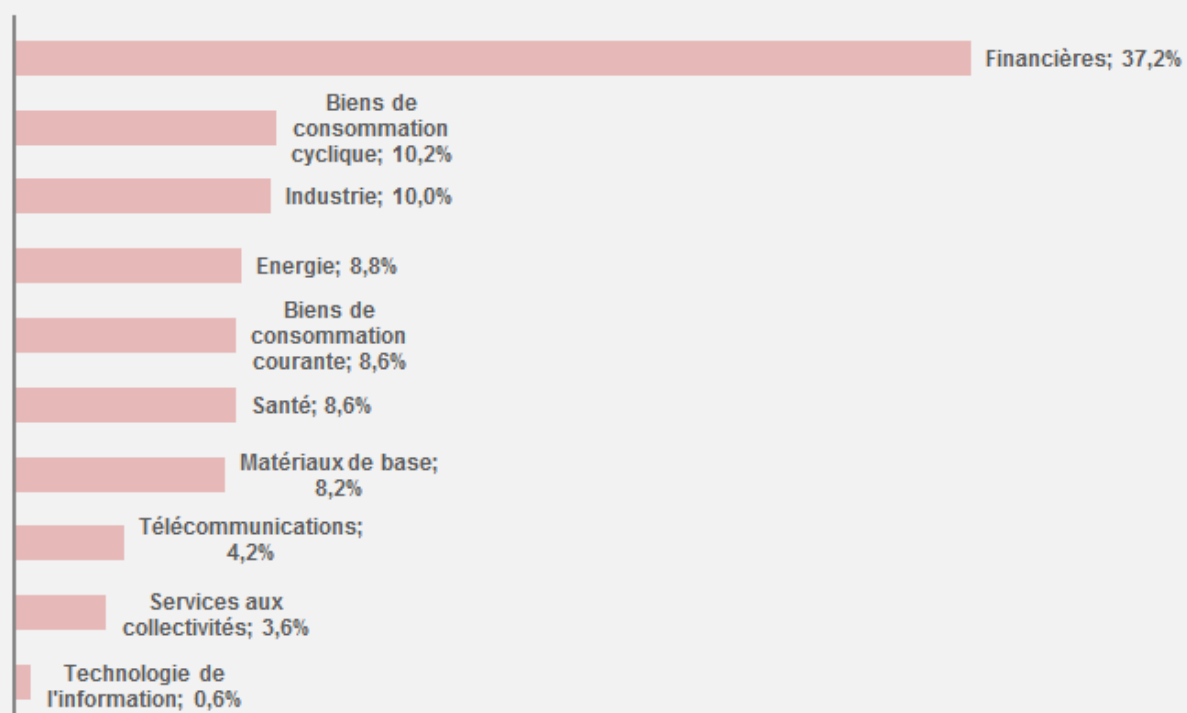
Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 30/06/2016

Premières lignes actions

ACTIONS
MERCIALYS
TOTAL
SANOFI
BNP PARIBAS
BAYER
HEIDELBERGCEMENT
ING GROEP
UNILEVER
SOCIETE GENERALE
SCHNEIDER ELECTRIC

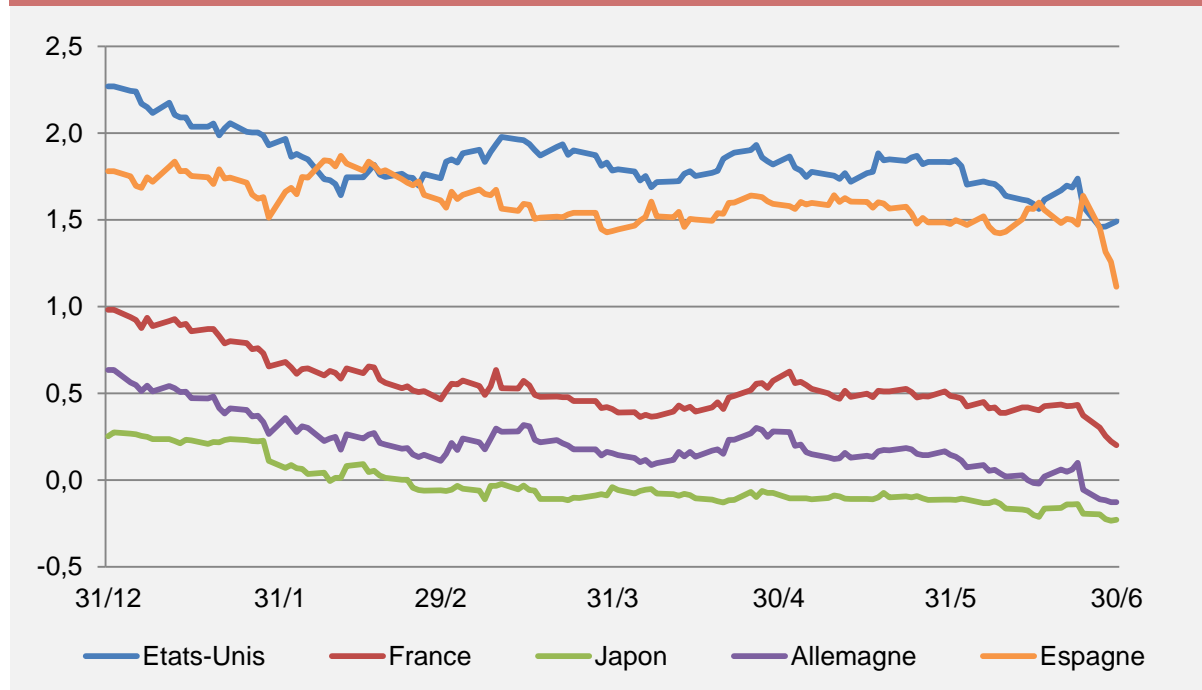


RÉPARTITION SECTORIELLE AU 30/06/2016



- La politique de gestion obligataire

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES (TAUX 10 ANS) EN 2016



Dans un environnement de baisse continue des taux de rendement des obligations de la zone euro, l'année 2016 a été marquée par la poursuite de la réduction du niveau de la trésorerie et de notre politique de diversification du portefeuille.

Nos investissements du semestre ont ainsi porté d'une part sur des obligations souveraines, notamment italiennes et irlandaises ; d'autre part, sur des obligations d'entreprises, principalement des émetteurs européens dont la dette est notée dans la catégorie « Investment Grade ».

Notre processus de sélection de titres s'appuie sur la recherche macro-économique et l'analyse

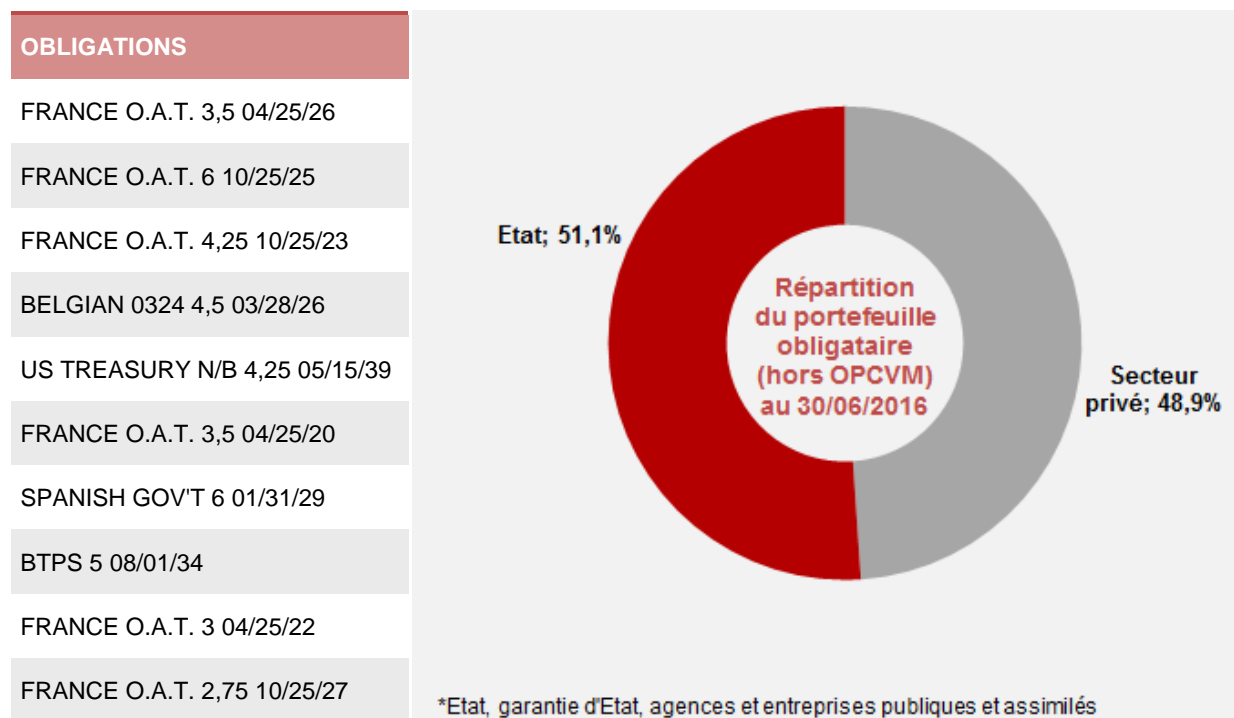
crédit internes ainsi que sur la valorisation relative des émissions et l'analyse du couple rendement-risque.

La diversification obligataire poursuivie depuis 2012 représente 4,5 % de la poche obligataire totale au 30 juin 2016. Dans le cadre de cette politique de diversification, nous visons des zones géographiques économiquement prometteuses, notamment les États-Unis.

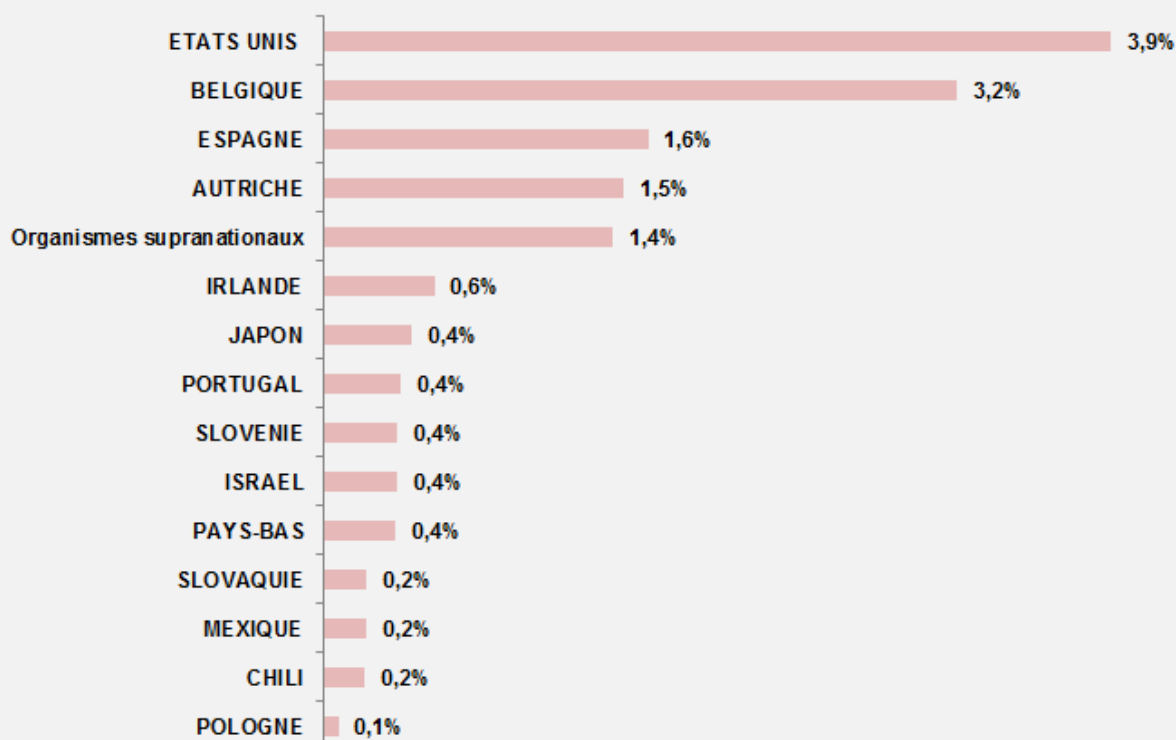
Le montant total de nos investissements nets sur le semestre, s'élève à 490 millions d'euros.

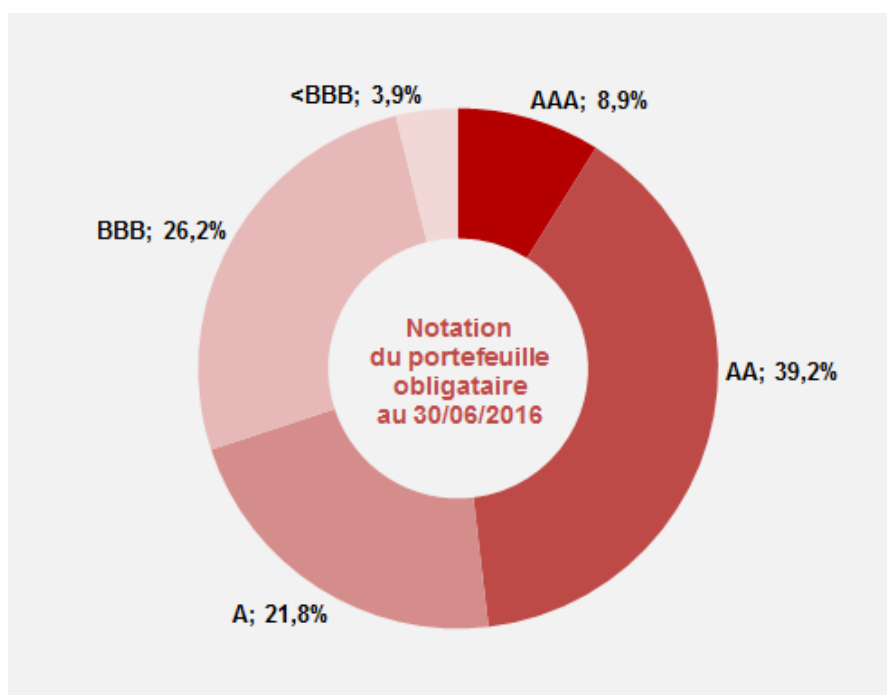
RAPPORT SEMESTRIEL : 30 juin 2016

Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 30/06/2016

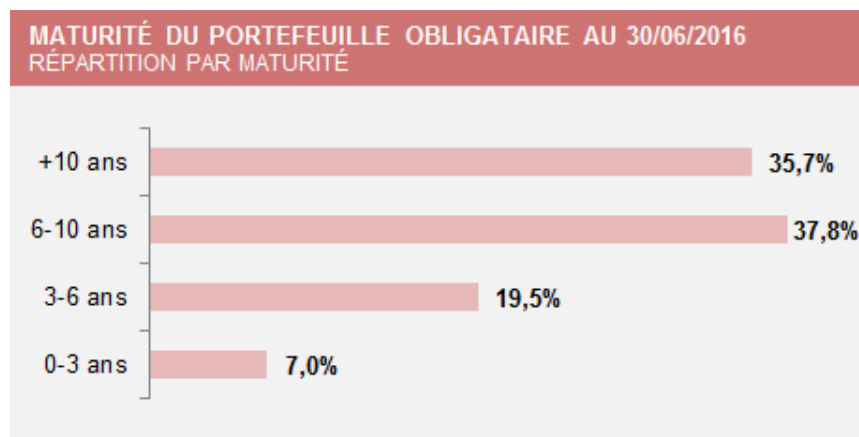


RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS OPCVM TAUX ET DÉRIVÉS) EN % DU TOTAL D'ACTIFS





La notation moyenne du portefeuille ressort à **BBB+**



DURATION* DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Duration au 31/12/2015	7,0
Duration au 30/06/2016	7,5

* Effective duration hors trésorerie

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 de sociétés impliquées dans des atteintes aux droits de l'homme ou dans des pollutions environnementales significatives, 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, 97% de l'encours actions en direct et 46% de celui des obligations d'entreprises est suivi et analysé à l'aune des 34 critères extra-financiers retenus comme pertinents pour chacun des

27 secteurs d'activités. Sur cette base de titres, 85 % des actions et plus de 87 % des obligations d'entreprises reçoivent une notation supérieure à la moyenne de leur secteur et sont conformes à notre politique de sélection ISR.

Les obligations d'États européennes sont également couvertes par une analyse ESG avec l'aide de l'agence de notation extra-financière Sustainalytics. Ainsi, 63% des obligations d'États sont suivies et analysées et parmi elles, 100 % sont considérées comme conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe.

Au total, près de 54 % de tous les titres en portefeuille sont couverts par l'analyse ISR et plus de 89 % de ces titres sont conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe.

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
ROYAL DUTCH SHELL	Oil & Gaz	42.3%	41.5%
ORANGE SA	Telecommunication Services	66.2%	63.0%
ROCHE HOLDING AG	Healthcare	53.6%	50.7%
SCHNEIDER ELECTRIQUE	Electrical equipment	80.3%	45.1%
VINCI SA	Construction & Engineering	64.0%	56.8%
SODEXO	Hotel, Restaurants & Leisure	58.7%	49.7%
SANOFI	Healthcare	53.6%	50.7%
ESSILOR	Healthcare	52.9%	50.7%
TOTAL SA	Oil & Gaz	48.8%	41.5%
NESTLE	Beverage & Food Products	40.7%	45.7%

Score des 10 premières lignes obligations d'Entreprise couvertes			
Société	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
KLEPIERRE	Real Estate	67.3%	54.7%
ORANGE SA	Telecommunication Services	66.2%	63.0%
BHP BILLITON	Metals & Mining	55.0%	46.6%
HOLCIM	Construction Materials	73.4%	65.1%
AXA SA	Insurance	62.8%	33.9%
MONDI	Paper & Forest Products	56.0%	49.0%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	Utilities	52.8%	51.1%
LINDE	Chemicals	58.6%	56.1%
ALLIANZ SE	Insurance	56.9%	33.9%
KONINKLIJKE KPN	Telecommunication Services	65.7%	63.0%

- La politique d'investissement immobilière

Données de marché

Investissement

A la fin du premier semestre 2016, le marché de l'investissement en immobilier non résidentiel se place au-dessus de sa moyenne décennale malgré un volume d'investissement légèrement en retrait par rapport au premier semestre de l'année précédente, et ce essentiellement en raison du manque de produits sur le marché. La concurrence et les liquidités à placer dans l'immobilier étant toujours très importantes, la pression à la baisse des taux de rendement à l'acquisition se poursuit.

Dans ce contexte, notre politique d'investissement immobilière s'axe notamment sur des opérations nous permettant de satisfaire nos critères de rentabilité à savoir des investissements sur des actifs de diversification géographique mais également des projets de développement à fort potentiel de création de valeur afin de préserver une richesse à long terme de nos portefeuilles immobiliers. Cette politique d'investissement complète notre action de valorisation du patrimoine existant via la pérennisation des locataires en place et la poursuite de notre démarche « Haute Qualité Environnementale ».

Activité locative

Au premier semestre 2016, le marché parisien des bureaux reste dynamique même si dans certains quartiers une légère baisse des transactions a été observée, ceci étant le résultat d'un manque de produits (Quartier Central des Affaires de Paris, Quartier de l'Opéra, 5^e, 6^e ou encore 7^e arrondissements de Paris). Ainsi, les six premiers mois de l'année enregistrent une hausse de la demande placée par rapport au premier semestre de l'année précédente.

Cette conjoncture est favorable pour nos portefeuilles immobiliers majoritairement exposés au marché des bureaux Paris et Ile-de-France. Nous avons ainsi poursuivi notre démarche de valorisation du patrimoine en pérennisant les baux des locataires déjà en place et nous avons également été actifs au

cours de ce premier semestre en matière de location des surfaces vacantes.

Constitution du portefeuille

L'allocation en actifs immobiliers reste stable sur ce premier semestre.

La recherche d'opportunités d'investissement se poursuit mais est contrainte par des rendements jugés insuffisants au regard de nos critères de sélection.

Au 30 juin 2016, le portefeuille porte 192 millions d'euros d'actifs immobiliers réparties entre 81 % d'actifs de bureaux, 18 % d'actifs résidentiels et 1 % de commerces.

Eurossima détient notamment 50 % des titres d'une Société Civile Immobilière investie dans un immeuble de bureau « Espace Seine » situé à Levallois-Perret et représentant 48 % de la poche immobilier du fonds. Cet immeuble fait état d'une moyenne résiduelle ferme de ses baux de 6 ans. Il permet d'assurer un rendement pérenne.

