



LE FONDS EUROSSIMA
RAPPORT SEMESTRIEL : 31 DÉCEMBRE 2011

1. L'environnement économique et financier 2011

2011 a été une année éprouvante. Certains événements imprévisibles ont attisé les tensions dès les premiers mois de l'année. Les troubles civils en Afrique du Nord et au Moyen-Orient s'étendant à la Libye ont entraîné une flambée des cours pétroliers. En mars, le Japon a été frappé par un séisme de grande ampleur, un tsunami et une catastrophe nucléaire, causant des perturbations dans la chaîne des approvisionnements pendant une grande partie de l'année. Par la suite, la crise européenne de la dette a jeté le doute sur les perspectives macroéconomiques à court et moyen terme. Partie de Grèce, elle a d'abord envahi les pays dits périphériques avant de contaminer l'Italie et l'Espagne. L'absence de fédéralisme et les difficultés des gouvernements à s'accorder sur les solutions à apporter à la crise ont entraîné une défiance généralisée. Pour éviter une asphyxie financière des États européens, les plans d'austérité se sont multipliés, ce qui a provoqué un ralentissement marqué de l'activité de la Zone Euro. Au niveau mondial, la croissance a fléchi en 2011 (3,8%), en comparaison de la très bonne performance enregistrée en 2010 (4,5%). Dans cet environnement, la tâche des Banques Centrales s'est révélée ardue, avec la lutte contre le risque inflationniste au premier semestre puis la nécessaire adaptation au ralentissement mondial et au problème de liquidité rencontré par les banques durant le second semestre.

1.1 Aux États-Unis

L'économie américaine a évité le retour en récession en 2011, au terme d'une année de constante amélioration. Le pays a toutefois perdu plus d'un point de croissance du PIB avec 1,7% en 2011 après 3% en 2010. L'accélération de l'inflation (pic de 3,9% atteint en septembre 2011) a pesé sur la consommation des ménages, qui, malgré tout, a résisté (2,2% de progression sur l'année) grâce à une baisse du taux d'épargne. L'investissement des entreprises n'a pas fléchi au cours de l'année, comme l'illustre l'accélération des dépenses en bien d'équipement. Le marché du travail s'est amélioré graduellement, favorisant une baisse du chômage (de 9,4% fin 2010 à 8,5% en décembre 2011) et une augmentation de la confiance des consommateurs. Comme en Europe, la question des finances publiques a occupé le devant de la scène. La perte du triple A (début août), avec l'imbroglio politique autour de la question de l'augmentation du plafond de la dette a même constitué l'évènement marquant de l'année 2011. Le déficit public n'a que peu diminué, passant de 9% du PIB en 2010 à 8,7% en 2011. Autre fragilité de l'économie : le désendettement des ménages, qui s'est poursuivi. Le taux d'endettement par rapport à leurs revenus s'est en effet replié de 120% en 2010 à 114% l'an passé. Le marché immobilier, dont une reprise est attendue, reste néanmoins encore un point faible, avec un stock important de maisons à la vente.

1.2 En Zone Euro

La Zone Euro, menacée par une nouvelle récession, a présenté en 2011 un visage diamétralement opposé à celui des États-Unis. La croissance a été élevée au cours des premiers mois de l'année, pour progressivement s'étioler. Le PIB a avancé de 1,6% en moyenne en 2011 (après 1,7% en 2010), ce qui ne reflète les hétérogénéités entre les pays. L'Allemagne a affiché un taux de croissance aussi élevé qu'en 2010 (3%), mais a subi un ralentissement particulièrement brutal au second semestre, en phase avec le cycle industriel mondial. La France reste un élève moyen avec une croissance égale à celle de la Zone Euro (1,6%). Les économies italienne et espagnole enregistrent des taux de croissance faibles (respectivement 0,7% et 0,5%). Enfin, la Grèce et le Portugal sont en nette récession (respectivement -5,4% et -1,5%).

Globalement, le ralentissement résulte de la succession de plusieurs chocs : l'envolée des prix des matières premières (pic d'inflation à 3% atteint à l'automne) et les effets de la crise des dettes souveraines (risque de « credit crunch », pénurie du crédit qui accentuerait la récession) en deuxième partie d'année. Plus précisément, les composantes du PIB traduisent la faiblesse de la demande interne, en particulier l'investissement, tandis que les perspectives dans l'industrie montrent une nette inflexion des commandes, domestiques comme à l'exportation. Le marché du travail est resté dégradé en 2011, avec une stabilisation du taux de chômage à 10,1%.

1.3 Les pays émergents

Les pays émergents ont, dans leur ensemble, enregistré des taux de croissance encore élevés en 2011 (9,3% en Chine, 5,3% pour l'Asie hors Chine, 4% pour l'Amérique Latine) mais sont entrés dans une phase de consolidation. Confrontés au risque inflationniste (lié au renchérissement des prix du pétrole et du blé notamment), ils ont subi les effets d'un durcissement monétaire mis en place par les banques centrales pour éviter la surchauffe.

Leur réactivité a freiné la dérive des prix mais demande confirmation. L'inflation reste forte au Brésil, pays où le ralentissement a été particulièrement marqué (3% en 2011 après 7,5% en 2010). Par ailleurs, la Chine, comme les autres pays, a subi la décélération du commerce mondial sur ses exportations mais l'ampleur du ralentissement de la croissance s'est avérée limitée, la demande domestique étant restée robuste.

1.4 Les matières premières

Avec le ralentissement économique mondial, la crise des dettes souveraines européennes et l'absence de visibilité, les matières premières ont reculé, à l'exception de l'or et du pétrole. Les cours de l'or noir sont restés dans les hautes sphères (une moyenne de 111\$ sur l'année pour le baril de Brent) et ont progressé de plus de 14%, une hausse qui a pénalisé l'économie mondiale. La demande en provenance des pays émergents (Chine, Brésil, Inde...) a maintenu la pression sur les prix de l'énergie, tandis que l'offre n'a pas progressé au même rythme. Conséquence du printemps arabe, la production libyenne a été suspendue de longs mois et les mouvements populaires d'Afrique du Nord ont touché le Moyen-Orient, tirant les cours du brut à plus de 120\$/baril. Par ailleurs, l'année 2011 aura été un bon cru pour l'or qui a joué le rôle de valeur refuge. En douze mois, l'once a progressé de plus de 12%, atteignant son plus haut de l'année (1 923\$) début septembre, soutenue par l'incertitude ambiante.

1.5 Le marché des changes

Sur le marché des changes, les devises refuges (yen, franc suisse, dollar) ont de nouveau enregistré les meilleures performances face à l'aggravation de la crise souveraine en Europe et à la multiplication des signaux de ralentissement de la croissance mondiale. Les banques centrales japonaise et suisse ont même dû intervenir massivement pour limiter l'appréciation de leur devise. Face au billet vert, les hausses de taux de la BCE au cours de la première partie de l'année ont soutenu la monnaie unique. L'euro s'est affaibli lorsque la crise de la dette souveraine de la Zone Euro s'est ravivée à l'automne. Sur l'ensemble de l'année, le taux de change a évolué autour de 1,39 dollar mais l'entrée en récession de la Zone Euro l'a conduit à terminer à 1,27 dollar. La tendance à la dépréciation du dollar contre euro depuis dix ans (44% de chute) pourrait bien toucher à sa fin.

1.6 Évolution des principaux indices de marché sur l'année 2011

TAUX	3 mois		2 ans		10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/2010	0,303%	1,006%	0,591%	0,921%	3,308%	1,120%	2,888%	3,357%
31/12/2011	0,581%	1,356%	0,233%	0,829%	1,875%	0,987%	1,828%	3,166%
Variation*	+28bp	+35bp	-36bp	-9bp	-143bp	-13bp	-106bp	-19bp

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

ACTIONS						
En devises locales	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx
31/12/2010	11 577,51	1 257,64	10 228,92	3 804,78	6 914,19	2 792,82
31/12/2011	12 217,56	1 257,60	8 455,35	3 159,81	5 898,35	2 316,55
Variation (en %)	+5,53%	-0,003%	-17,34%	-16,95%	-14,69%	-17,05%

DEVICES				
	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY	EUR/GBP
31/12/2010	1,34155	81,175	108,65	0,8579
31/12/2011	1,29815	76,96	100,2	0,8376
Variation (en %)	-3,24%	-5,19%	-7,78%	-2,37%

MATIÈRES PREMIÈRES (EN USD)		
	Pétrole (Brent)	OR (once)
31/12/2010	92,81	1 417,63
31/12/2011	108,28	1 574,57
Variation (en %)	+16,67%	+11,07%

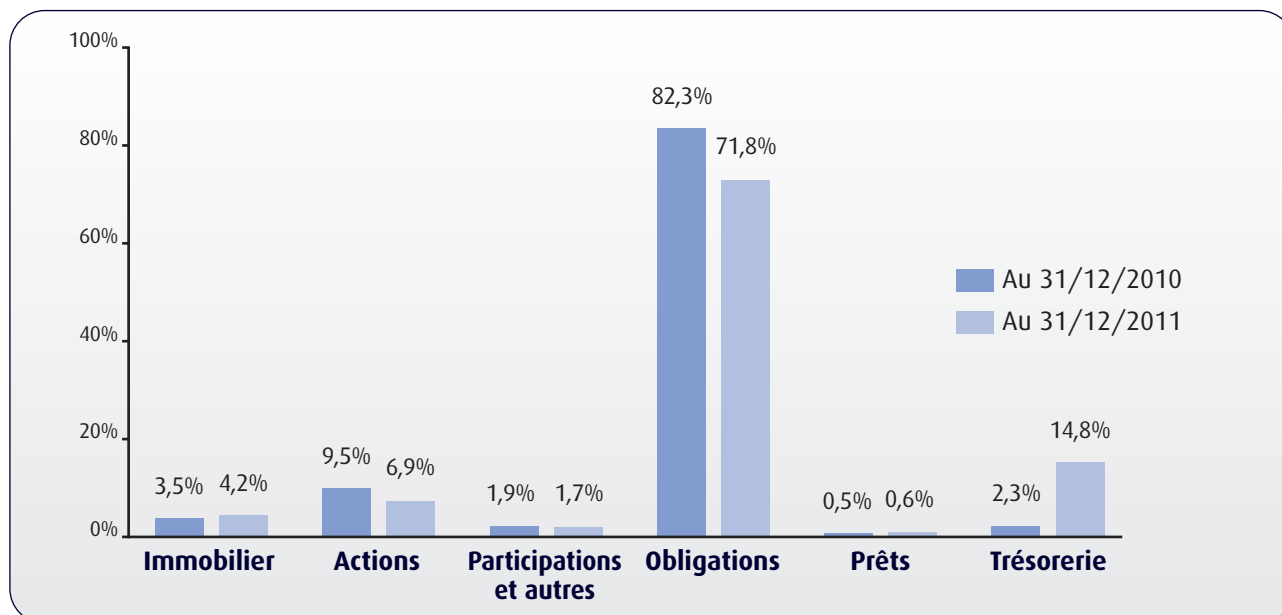
Pour conclure, les perspectives pour les marchés financiers et l'économie européenne pour 2012 restent largement tributaires de l'évolution de la crise dans la Zone Euro. Aux États-Unis, la croissance dépendra en grande partie des décisions politiques sur les finances publiques. Le ralentissement dans les pays émergents devrait se poursuivre avec la baisse de la demande étrangère, mais leur capacité de rebond est plus forte en raison d'une dette moins conséquente, laissant des degrés de liberté plus importants.

2. Les actifs au 31/12/2011

2.1 Encours sous gestion au 31/12/2011

4 201,23 millions d'euros (Valeur boursière)

2.2 Évolutions de l'allocation d'actifs au 31/12/2011



Après un début d'année satisfaisant du point de vue de la gestion financière, les tensions extrêmes sur les marchés de dettes souveraines européennes conjuguées à l'impact des plans d'austérité sur la croissance et la forte volatilité des marchés boursiers nous ont conduit à réduire de manière significative les actifs risqués de nos portefeuilles.

En premier lieu, la forte divergence des primes de risque des dettes souveraines des pays de la zone euro nous a conduit à réduire notre exposition aux emprunts d'États non domestiques selon deux logiques différentes. D'une part, dans le prolongement de la stratégie initiée dès 2009 avec les emprunts d'États grec et portugais en 2010, nous avons réduit notre exposition aux emprunts d'États dits « périphériques » (Espagne, Italie...). D'autre part, le mouvement de « fuite vers la qualité » ayant conduit les taux d'intérêts des États dits « core » (Allemagne, France...) à leurs plus bas niveaux, nous avons jugé opportun de réaliser un certain nombre de plus-values.

Ensuite, prenant acte de la persistance de la forte volatilité du marché actions, perturbé par le manque de visibilité sur les perspectives de sortie de crise et la dégradation de l'environnement macroéconomique, nous avons baissé de manière tactique le poids de ces actifs dans nos portefeuilles en procédant à des cessions. Nous restons toutefois convaincus de l'importance des actions pour la performance des fonds en euros.

La part de l'immobilier dans les portefeuilles reste quand à elle globalement stable ou en légère hausse, ces actifs ayant une volatilité plus réduite.

L'abaissement du niveau de risque des portefeuilles via la cession d'actions et d'obligations d'États non domestiques s'est traduit par une augmentation importante de la poche de trésorerie, ce qui nous permettra le moment venu de réinvestir dans de meilleures conditions.

Cette stratégie de gestion nous a permis de préserver le socle de la performance financière des fonds en euros que constitue le rendement courant (loyers immobiliers, coupons obligataires et dividendes actions) et de limiter l'impact négatif des moins-values et des provisions pour dépréciation sur le second semestre.

Dans un contexte difficile depuis plusieurs années, Generali poursuit son engagement responsable dans la gestion de ses actifs financiers et immobiliers. Cette politique vise, tout en privilégiant la performance à moyen et long terme des placements de ses clients, à consolider sa solidité financière et la sécurisation des portefeuilles.

3. La politique de gestion actions

3.1 Les marchés actions

Après un bon début d'année, porté par l'optimisme d'une reprise de la croissance et d'une résolution rapide de la crise souveraine via le Fond Européen de Stabilité Financière (FESF), ce sont finalement la déception et l'aversion pour le risque qui auront caractérisé l'année 2011. L'accumulation des facteurs de risque (révolutions au Moyen-Orient, catastrophe de Fukushima, dégradation de la note des États-Unis, crise des dettes souveraines, ralentissement de l'activité mondiale) a attisé la nervosité des investisseurs et déclenché des flux vendeurs à partir de l'été.

L'évolution a donc été erratique d'une part, mais également fortement différenciée entre régions, dans un panorama boursier marqué par une glissade de 7,61% de l'indice MSCI World. En Europe (-17,05% pour l'Eurostoxx), les investisseurs sont restés focalisés sur les développements de la crise européenne, évoluant au gré de l'enchaînement des sommets au sein de la Zone Euro. La contre-performance de la Bourse de Paris (-16,95%) la classe dans le concert européen derrière les Bourses de Francfort (-14,69%), mais aussi de Madrid (-13,11%), d'Amsterdam (-11,87%) et de Londres (-5,55%). La Grèce affiche, elle, la pire performance des indices européens, l'Athex reculant de 52,2% sur un an.

Aux États-Unis (+5,53% pour le Dow Jones), la bonne tenue du marché s'est jouée entre octobre et décembre (+12%), le reste de l'année étant caractérisé par de grandes oscillations : une première poussée jusqu'à fin juillet (+10%), dans l'espoir d'une rapide sortie de crise grâce à une politique monétaire très accommodante, suivie d'une chute brutale jusqu'au 3 octobre, entraînée par les difficultés structurelles du marché du travail, la faiblesse de l'immobilier et la perte du triple A, avant la remontée de fin d'année, favorisée par des statistiques économiques éloignant le spectre de la récession et le soutien de résultats d'entreprises supérieurs au consensus.

De leur côté, les Bourses émergentes ont fortement déçu, l'indice MSCI Emerging Markets ayant reculé de 20,4% (en dollars) en 2011. La défiance envers ces marchés a eu plusieurs causes dont un ralentissement, redouté puis constaté, de la croissance économique de ces pays : à la fois par le jeu d'une moindre demande des États-Unis et de l'Union Européenne et par les politiques menées par les gouvernements pour tenter de calmer l'inflation.

D'un point de vue sectoriel, l'opposition entre cycliques (Automobile, Biens d'équipement, Tourisme-Transports) et défensifs (Pharmacie-Santé, Alimentation, Aéronautique-Défense, Services aux Collectivités) a été clairement marquée sur un an, les non cycliques ayant amorti les pertes en Europe et réalisé des performances positives aux États-Unis.

Enfin, les grandes capitalisations sont apparues plus robustes aux différents chocs et ont surperformé les small & mid caps à la fois en Europe et aux États-Unis.

3.2 Une gestion pragmatique face à un contexte incertain

Le premier semestre, affecté par une série de chocs exogènes (risques géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, renchérissement des matières premières, séisme au Japon...) et endogènes (poursuite du ralentissement cyclique, en particulier aux États-Unis et craintes sur les dettes souveraines) s'était avéré volatile mais finalement positif en termes de rendement. Cette configuration de marché et nos anticipations nous avaient conduit à réduire tactiquement le poids des actions dans les portefeuilles, afin de limiter l'exposition aux actifs risqués et de réaliser un volant significatif de plus-values.

Cet acquis en matière de rendement exceptionnel s'est révélé précieux au regard des développements de la crise en zone euro, qui a atteint des niveaux paroxystiques sur le deuxième semestre, nous privant d'opportunités similaires. En effet, la dégradation brutale et continue des marchés dans un contexte de forte aversion au risque ne nous a pas permis de trouver de point d'entrée solide pour conforter nos positions, nous conduisant en conséquence à accentuer le caractère défensif de nos portefeuilles. Nos choix d'allocation stratégique se sont ainsi matérialisés par une nouvelle baisse de la poche actions dont le poids a, in fine, été abaissé de 9,5% à 6,9% sur l'année.

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 31/12/2011, le portefeuille actions est surpondéré (par rapport à l'indice Eurostoxx Large) en valeurs du secteur des services aux collectivités, pour leur apport en terme de rendement (E.ON, GDF Suez), et les valeurs cycliques

ont été renforcées dans la baisse des marchés afin de bénéficier de leur potentiel de revalorisation. Ainsi, le poids des entreprises opérant dans le secteur des matières premières, des media et des biens de consommation cycliques (Anglo American, Lagardère, Accor) a été renforcé.

A l'inverse, notre exposition aux secteurs plus défensifs comme celui des biens de consommation courante, l'agroalimentaire ou la pharmacie (Beiersdorf, Danone, Roche) a été réduite, affichant en fin de période une nette sous exposition par rapport à l'indice. De même, la vente de valeurs pétrolières (Statoil, Repsol) a réduit notre surexposition à ce secteur pour tendre vers la neutralité. De manière structurelle, le portefeuille reste largement sous-pondéré en valeurs financières, en particulier bancaires.

La forte décroissance des volumes échangés sur les bourses européennes pendant la baisse conforte notre politique de gestion, fondée sur l'analyse et la sélection de titres en privilégiant des valeurs très liquides, essentiellement de grandes capitalisations diversifiées géographiquement (exposition aux zones économiques en forte croissance). A ce titre, la baisse indiscriminée des valeurs européennes nous a permis de renforcer le portefeuille en valeurs du secteur du luxe (LVMH).

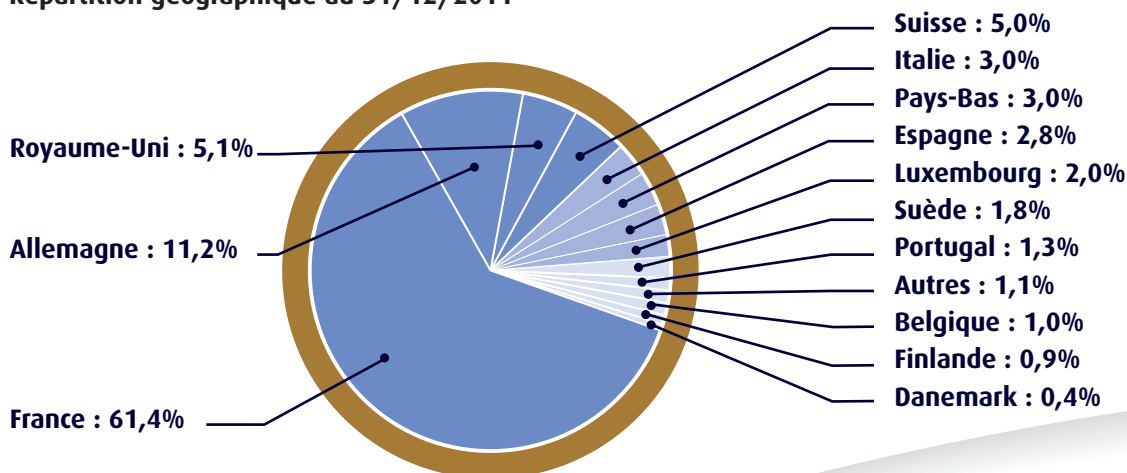
Malgré des fondamentaux globalement sains, les entreprises ont vu leur cours de bourse fortement impacté par le climat d'incertitude généré par les développements de la crise des dettes souveraines européennes et les conséquences sur la croissance de la mise en place de plans d'austérité. Si plusieurs années de dégradation des finances publiques et le besoin d'augmenter le potentiel de croissance de la zone euro ne peuvent être traités du jour au lendemain, nous sommes aujourd'hui plus confiants dans les solutions mises en place. La levée de l'hypothèque qui pesait sur le refinancement des banques par la BCE en fin d'année, ainsi que la meilleure coordination qui se dessine entre les gouvernements de la zone euro dans le traitement de la crise nous conduit à réinvestir de manière prudente sur le marché des actions.

3.3 Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 31/12/2011

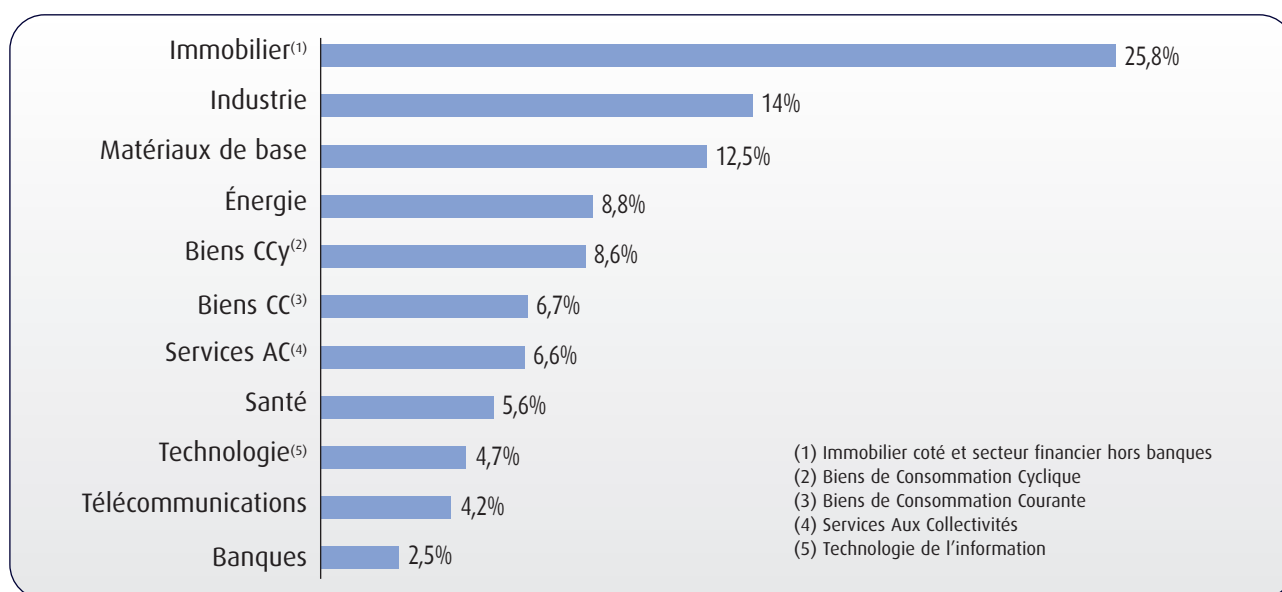
Premières lignes actions

ACTIONS
MERCIALYS
TOTAL
ENI
SIEMENS
SANOFI
VIVENDI
VALLOUREC
ARCELORMITTAL
LAGARDERE
VEOLIA ENVIRONNEMENT

Répartition géographique au 31/12/2011



Répartition sectorielle au 31/12/2011



3.4 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. Cette nouvelle méthodologie nous permet donc 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.

A ce jour, plus de 90% des actions détenues en portefeuille sont suivies et analysées à l'aune des 34 critères extra-financiers retenus comme pertinents pour chacun des 26 secteurs d'activités. Sur cette base de titres, plus de 80% reçoivent une notation supérieure à la moyenne de leur secteur et sont conformes à notre politique de sélection ISR.

Top 10 score global

Société	Secteur	Score global de la société	Score global moyen du secteur
VIVENDI	Biens de Consommation Cyclique	42	38,05
FRANCE TELECOM	Télécommunications	41	40,50
GDF SUEZ	Services Aux Collectivités	44	45,22
TELEFONICA	Télécommunications	48	40,50
ABERTIS INFRASTRUCT.S.A ORD.	Industrie	55	44,71
TOTAL	Énergie	46	42,86
ENI	Énergie	51	42,86
VALLOUREC	Industrie	50	43,55
E.ON NOM.	Services Aux Collectivités	46	45,22
SANOFI	Santé	44	38,57

Lecture : 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 de discussions avec l'entreprise concernée peut toutefois être menée sur les points soulevés par l'analyse primaire, justifiant son maintien en portefeuille si 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.

4. La politique de gestion obligataire

4.1 Les marchés obligataires

En 2011, la crise de solvabilité des États perdurant, les marchés de taux en Zone Euro ont été fortement chahutés. L'incapacité des dirigeants politiques européens à s'accorder sur une stratégie globale et crédible de résolution de crise et les mises en garde des agences de notation ont nettement pesé. L'Italie, dont le taux à 10 ans s'établissait à 4,30% au 30 juin 2011, a vu ce taux atteindre 7,30% en fin d'année. Les banques, contraintes de renforcer leurs fonds propres, ont réduit fortement la taille de leur portefeuille obligataire, accentuant ainsi l'élargissement des spreads (primes de risque) et la vente de dettes périphériques (notamment l'Italie). Après l'Italie et l'Espagne, ce sont les émetteurs les mieux notés qui ont vu leurs spreads s'écarter violemment à l'automne. La France et les Pays-Bas, menacés de dégradation, traitaient à respectivement 2 points de taux et 0,8 point de taux de l'Allemagne sur la maturité 10 ans en septembre-octobre.

Du côté des pays « core », les fondamentaux (ralentissement progressif de la croissance et de l'inflation), la politique monétaire (accommodante) et l'aversion au risque (repli vers les valeurs refuges) ont plaidé pour des rendements historiquement bas (environ 2% pour les 10 ans allemand). Fait marquant de l'année 2011, la surperformance des T-Bonds américains et des Gilt britanniques vis-à-vis de l'Allemagne, malgré des finances publiques dégradées dans ces deux pays. Le flux de capitaux étrangers souhaitant éviter le risque « euro », combiné au coup de pouce de leurs banques centrales (prêteuses en dernier ressort), ont permis d'accentuer la baisse des taux longs. La Fed, en plus de s'engager à maintenir ses taux directeurs bas pour une longue période, a lancé mi-septembre une « Operation Twist », consistant à vendre des titres de maturités courtes pour en acheter de maturités plus longues. Le but recherché était de maintenir les taux longs à un faible niveau. Outre-Manche, bien que l'inflation ait atteint 4,5% en moyenne en 2011, la Banque d'Angleterre a décidé d'augmenter la taille de son programme d'achats de Gilts.

Pour palier à sa relative passivité sur le marché secondaire (refus de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort) et soutenir plus activement les banques, la BCE s'est résolue à ramener son taux directeur à 1% au mois de novembre et à renforcer sa politique non conventionnelle par la réactivation de son programme de rachats d'obligations (SMP), et l'allongement à 3 ans des opérations de refinancement bancaires (LTRO). Les pays européens ont tenté d'apporter des réponses (modification des Traités européens, mise en place de prêts bilatéraux avec le FMI, activation du Mécanisme de Stabilité Européen), ce qui a permis une reconvergence des rendements obligataires européens sur la fin d'année.

Au sein des marchés du crédit, la dispersion, à la fois en termes de fondamentaux (financières vs non-financières, core vs périphérie) et de degrés de sensibilité au risque souverain, permet à la classe d'actifs d'afficher une certaine résistance dans sa performance totale en 2011. Un arbitrage en faveur des États-Unis face à l'Europe aura également été porteur en 2011, en raison de la vague de downgrades (souverains) ayant affecté l'Europe. Ce mouvement ne s'est pas soldé par une augmentation des taux de défaut en Europe, qui sont restés à des niveaux plutôt faibles en 2011 (2,5%). Cette situation peut s'expliquer par une santé financière globalement saine des entreprises européennes et par une attitude plutôt prudente des émetteurs non-financiers.

4.2 Une gestion active destinée à protéger les portefeuilles tout en préservant le rendement courant

L'architecture globale d'un fonds en euros reposant majoritairement sur le portefeuille obligataire, lui-même composé en majorité d'emprunts d'États de la zone euro (règle de congruence entre la devise des engagements et celle des actifs en représentation), la gestion de ces actifs dans un contexte de crise aiguë et inédite revêt une importance particulière. A ce titre, la bonne tenue du taux d'investissement du portefeuille obligataire de Generali France sur la période (3,92%) au regard du taux d'intérêt de référence que constitue l'OAT française (3,30% en moyenne sur l'année) est à noter.

Un marché obligataire livré par moments aux vents des hypothèses les plus extrêmes face à la difficulté des gouvernements européens à définir des solutions adaptées et au refus de la Banque Centrale Européenne d'assouplir sa position concernant ses interventions directes sur le marché des dettes souveraines, nous a conduit à réduire notre exposition aux emprunts d'États non domestiques. Elargissant le mouvement initié dès 2009 avec la Grèce et en 2010 pour le Portugal, nos expositions aux dettes non domestiques ont été considérablement abaissées dans le but de réduire les risques des portefeuilles.

Afin de respecter les limites d'investissements fixées par le Groupe Generali en fonction des différentes catégories d'émetteurs, nous avons également réduit notre exposition à la dette italienne, étant donné les dégradations de la notation du pays par les agences de rating. Par ailleurs, les différents plans de sauvetage de la Grèce par l'Union Européenne nous ont conduit à provisionner 60% de notre exposition à la dette de ce pays, à l'instar des autres investisseurs privés.

Parallèlement, les records de faiblesse atteints par les taux des obligations d'État allemandes ou même françaises jusqu'au dernier trimestre, en lien avec leur statut de valeur refuge, nous ont permis de céder dans de bonnes conditions une partie de ces signatures afin de réaliser des plus-values. Conformément aux règles de fonctionnement d'un fonds en euros, les plus et moins-values générées lors de la vente de titres obligataires sont imputées à la réserve de capitalisation, n'impactant pas directement le rendement financier. En l'occurrence, les plus-values générées sur les États « core » viennent en compensation des moins-values liées à l'écartement des primes de risques (spread) sur les États périphériques, limitant ainsi l'impact de ces événements extrêmes.

In fine, l'exposition du portefeuille à la dette souveraine est équilibrée. La part des obligations d'État ayant bénéficié d'un plan de soutien (Portugal, Irlande, Grèce) ne représente que 2% du total des actifs du fonds. Notre niveau d'exposition sur l'Italie et l'Espagne est limité, respectivement moins de 5,2% et moins de 1,8% de ces mêmes actifs.

Malgré des investissements dans des dettes d'entreprises plutôt à court terme (Legrand, Vivendi, France Telecom), nous sommes vendeurs nets d'obligations sur la période, comme l'illustre la forte réduction du poids de cette classe d'actifs sur l'année et le gonflement concomitant de la poche de trésorerie dont le réinvestissement n'est envisageable que depuis fin décembre.

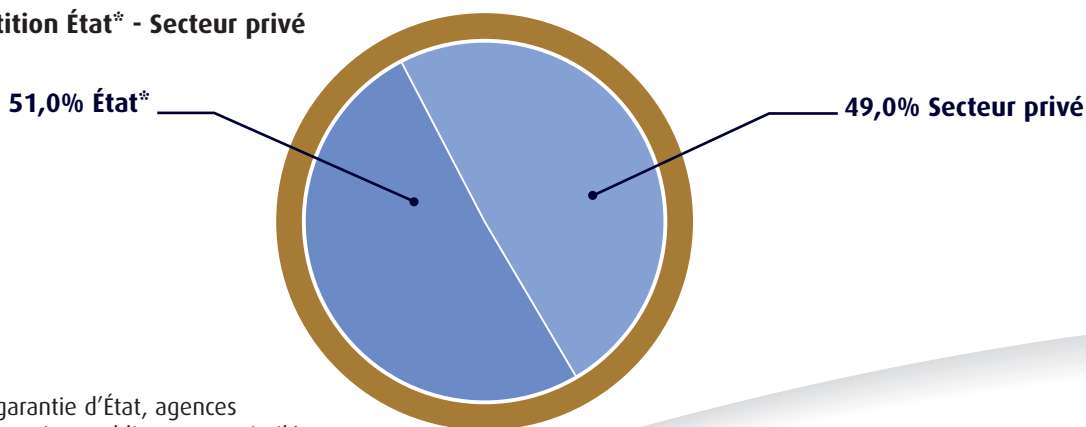
La forte incertitude sur les marchés obligataires a en effet présidé jusqu'à la fin de l'année et l'annonce par la BCE d'opérations de financement du système bancaire à 3 ans (LTRO). Cette mesure non conventionnelle éloigne le spectre de la crise de liquidité et a pour objectif de restaurer la confiance dans le système bancaire, condition nécessaire à une reprise économique à moyen terme. La réduction des spreads qui en a résulté nous permet dès à présent de reprendre position sur un marché quelque peu pacifié et présentant à nouveau de bonnes opportunités d'investissements.

4.3 Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 31/12/2011

OBLIGATIONS
OAT 3.50%10-25042020
OAT 3.75%05-25042021
BELGIUM 4.5%11-280326 64
BELGIQUE 4.25%11-280921 OLO 61
BEI 4.125%07-150424 MTN
ITALIE 2.35%08-150919 INFL.EU.
QUEBEC 5%09-290419
ITALIE 6.50%97-27 TBO
LANDW.RENT.3.75%08-120413 EMTN
OATE 1.10%10-25072022 INDX

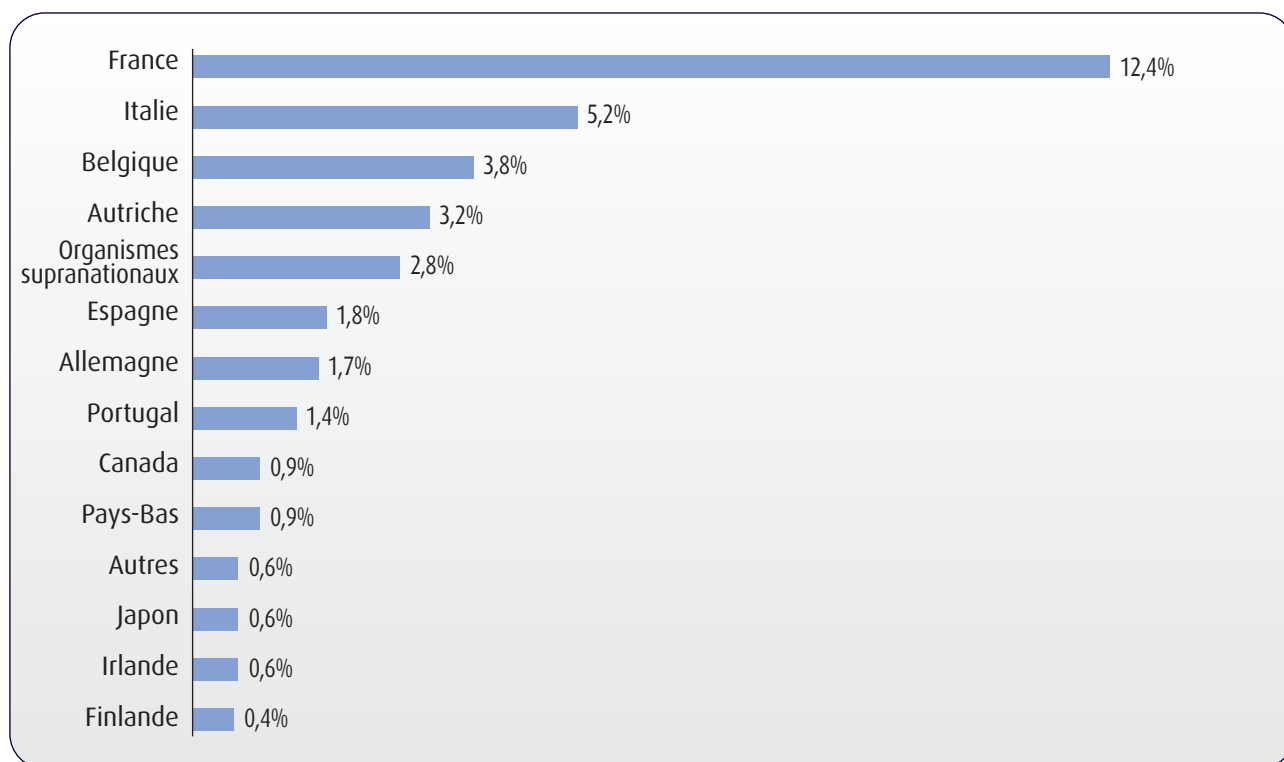
4.4 Répartition du portefeuille obligataire au 31/12/2011

Répartition État* - Secteur privé



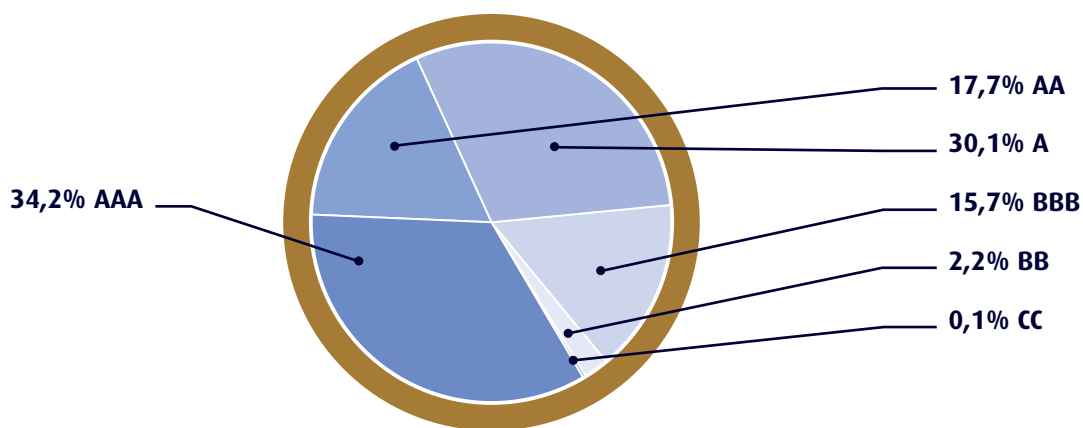
* État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés...

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



4.6 Notation du portefeuille obligataire au 31/12/2011

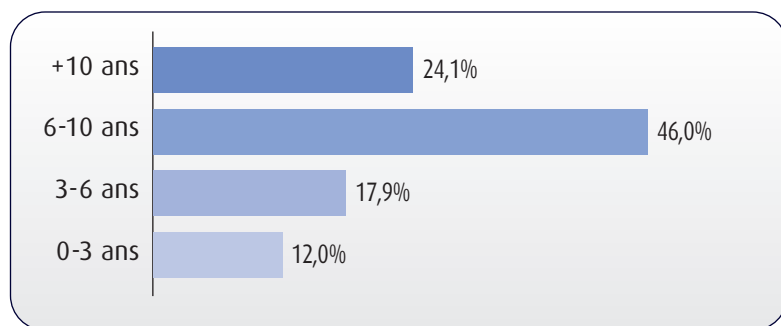
Répartition par rating



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

4.7 Maturité du portefeuille obligataire au 31/12/2011

Répartition par maturité



4.8 Duration du portefeuille obligataire

Duration au 31/12/2010	6,56
Duration au 31/12/2011	5,20

5. La politique de gestion immobilière

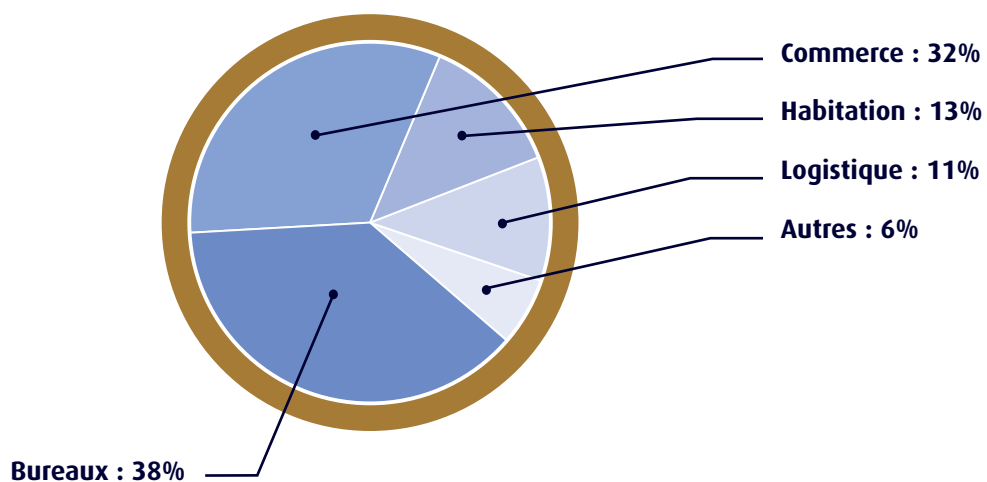
Le marché de l'immobilier tertiaire de l'année 2011 voit le retour d'un certain dynamisme malgré un environnement difficile. 17,2 milliards d'euros ont été investis en immobilier non résidentiel pendant l'année 2011. Le marché reprend des couleurs et se rapproche du niveau qu'il avait atteint en 2005 (17,6 milliards). Le second semestre 2011 a été particulièrement actif. Malgré la raréfaction du crédit, la demande est restée très soutenue en raison de l'importance des fonds propres cherchant à se placer dans l'immobilier. Ceci a également permis aux taux de rendement des actifs « prime » de se maintenir à des niveaux bas. Ce marché actif est, cependant, resté très prudent et très étroit compte tenu de la forte sélectivité des acquéreurs pour ce type de biens.

Le marché locatif a également enregistré une bonne année 2011 avec un volume annuel de transaction locative à 2 442 000 m². Le taux de vacance des bureaux franciliens reste stable à 7,1%. Des situations contrastées sont enregistrées en termes de prix, une légère augmentation du loyer « prime » à Paris est due à la tension exercée sur les offres particulièrement rares dans le Quartier Central des Affaires (QCA) alors qu'une baisse de loyers de présentation de quelques immeubles en première couronne est constatée. La tendance actuelle des utilisateurs reste la prudence qui induit le report, dans la mesure du possible, des projets d'implantation ; cette situation engendre des négociations plus longues et compliquées ainsi que le retour des renégociations.

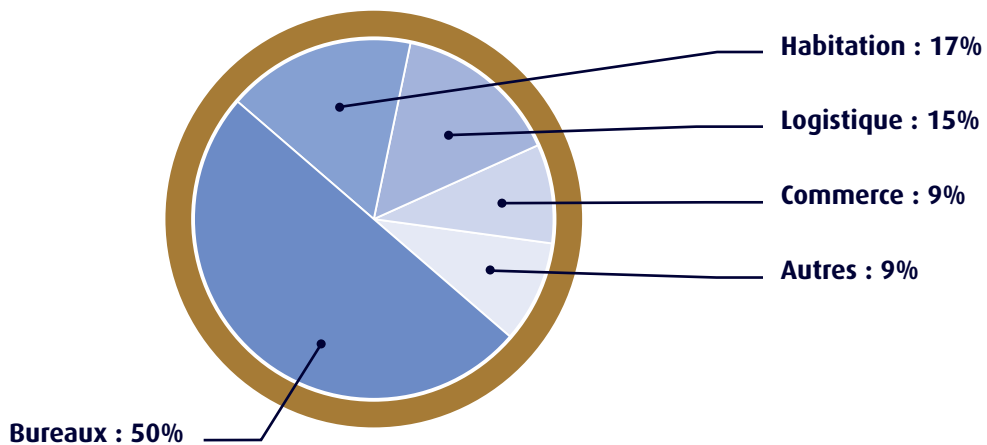
Le travail de fond nécessaire sur le portefeuille, en raison principalement des effets de la crise, a été globalement réalisé et l'objectif est maintenant d'assurer sa pérennisation en terme locatif et d'améliorer en permanence sa qualité intrinsèque, notamment sur le volet environnemental. Dans ce contexte qui présente des signes concrets de convalescence progressive nous n'envisageons pas de modifier les grands axes de notre politique immobilière. Notre politique 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.

Au 31 décembre 2011, le portefeuille immobilier a une valeur de 234 M€. Il se compose de deux immeubles de bureaux et d'un immeuble d'habitation situé dans Paris et en région parisienne, d'une participation dans l'OPCI Generali Logistique, qui a acquis plusieurs entrepôts logistiques de dernière génération en 2011, d'un portefeuille de commerces de pieds d'immeubles parisiens également acquis au premier semestre 2011 et d'une participation dans une foncière cotée, la société Mercialys acquis également en 2011. Ce portefeuille a par conséquent eu une forte croissance de ces encours immobiliers en 2011 avec un double objectif de diversification de la typologie des actifs et d'investissement garantissant des cash flow récurrents.

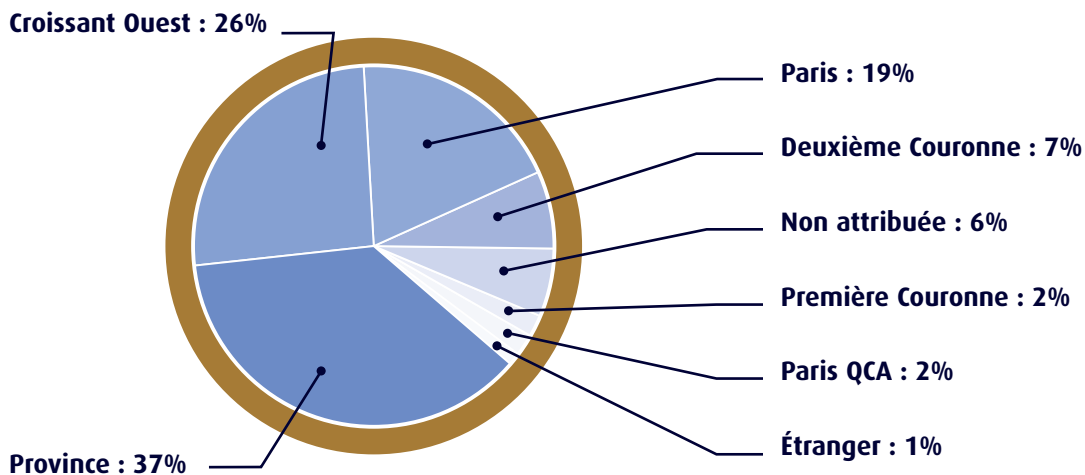
5.1 Répartition de la valeur de réalisation par nature d'actifs (yc sociétés cotées)



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



5.3 Répartition géographique de la valeur de réalisation (yc sociétés cotées)



5.4 Répartition géographique de la valeur de réalisation (hors sociétés cotées)

