



LE FONDS EUROSSIMA
RAPPORT SEMESTRIEL : DÉCEMBRE 2008



LE FONDS EUROSSIMA

1. L'environnement économique

2008 est sans conteste l'année de toutes les crises sur fond de forte volatilité, de crise de liquidité, d'incertitude des marchés financiers et de scandales... et restera associée à la plus grave crise économique depuis celle des années 30.

La propagation de la crise financière à l'économie réelle s'est accentuée ce second semestre, se manifestant par un net recul de la consommation des ménages, le destockage des entreprises qui ont différé leurs projets d'investissements, l'amplification du krack immobilier, la faillite de plusieurs établissements bancaires ou la survie de ce secteur grâce aux interventions des Etats. Cette fin d'année a été marquée par la succession des plans de relance et de soutien à l'économie des gouvernements et des banques centrales partout dans le monde. Les enjeux portent sur le rétablissement de la confiance, le financement des entreprises et des ménages afin d'éviter des faillites en cascade.

Aux Etats-Unis, l'élection du candidat démocrate Monsieur Barack Obama suscite des attentes considérables sur le terrain économique via son « New Deal ». Les publications statistiques du second semestre ont apporté une vague de mauvaises nouvelles : taux de chômage atteignant 7 % de la population active, baisse de la consommation, hausse des stocks immobiliers, chute des indicateurs d'activité dans les services et l'industrie... Dans le secteur financier, quelques mois après avoir secouru la Banque Bear Stearns, les autorités américaines ont mis sous tutelle les deux firmes de refinancement hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac, représentant plus de 40 % de l'encours de crédits immobiliers, menacées d'implosion. D'autres interventions ont suivi telle Citigroup, qui a représenté la plus grosse opération de soutien à une banque menée par le Trésor garantissant la plupart des pertes potentielles de son portefeuille. Seule Lehman Brothers, 4^{ème} banque d'affaires à Wall Street, a fait faillite à défaut de repreneur, propageant ainsi une onde de choc jusqu'en Europe. Début octobre, l'administration Bush a mis en place une enveloppe de 700 milliards de dollars pour sauver l'ensemble du système financier. De son côté, Ben Bernanke, Président de la Fed, a entrepris plusieurs actions visant à assurer la liquidité bancaire dont une série de baisses historiques du principal taux directeur de 2,25 % en juillet à une fourchette comprise entre 0 % et 0,25% en décembre. Simultanément, les grands noms du secteur automobile (General Motors, Ford et Chrysler), victimes collatérales de la crise économique, ont interpellé le Congrès américain, et ont obtenu une aide financière en toute fin d'année qui les protège momentanément de la faillite. 2008 se termine sur fond de scandale financier, avec l'affaire Madoff ; la plus grosse escroquerie patrimoniale de ces dernières décennies.

En Zone Euro, les différents pays de la Communauté Européenne ont fait corps afin de soutenir leur économie quitte à alourdir leur niveau d'endettement. La Banque Centrale Européenne, en soutien au secteur bancaire, a procédé à des injections massives de liquidités. Elle a également baissé son taux directeur, à trois reprises au second semestre passant de 4,25 % à 2,50 % agissant ainsi sur le coût du refinancement des banques et devant permettre un accès plus facile au crédit bancaire pour les différents agents économiques.

En France, la situation est loin d'être plus enviable avec une augmentation du chômage, une situation chaotique des entreprises du secteur automobile, et un fort ralentissement de l'immobilier. Le pays s'est démarqué de ses voisins européens au 3^{ème} trimestre, en affichant une faible croissance (seul pays à ne pas cumuler plusieurs trimestres de PIB négatif) mais n'échappe pas à la tendance générale ; une croissance négative pour le 4^{ème} trimestre étant envisagée à 0,5%.

En ce qui concerne les matières premières, après des envolées historiques lors de la première moitié 2008, le second semestre a été marqué par la chute des cours du **pétrole** qui a fini par tenir compte de la réalité conjoncturelle du ralentissement de la demande. Après avoir franchi le seuil symbolique des 100 \$ le baril début 2008, pour la première fois de son histoire, les cours ont marqué un pic à 147 \$ le 11 juillet dernier puis se sont effondrés à 32,40 \$ le 19 décembre. Le baril de pétrole termine l'année à 36,24 \$ enregistrant une baisse de 61,37%.



LE FONDS EUROSSIMA

1. L'environnement économique

Quant au **dollar**, 2008 aura été l'année des plus amples fluctuations, franchissant des seuils symboliques (de faiblesse) jusqu'à atteindre 1,6038 (le 15 juillet dernier) pour 1 euro puis terminer l'année proche des 1,39.

L'année 2009 commence avec très peu de visibilité sur les marchés et surtout avec une grande inconnue sur le plan économique. Personne ne peut honnêtement prédire l'ampleur du ralentissement économique et de sa durée.

TAUX	3 mois		Obligations d'Etat 2 ans		Obligations d'Etat 10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/07	4,7025%	4,684%	3,073%	4,093%	4,034%	1,5%	4,33%	4,39%
31/12/08	1,425%	2,892%	0,765%	1,869%	2,251%	1,175%	2,94%	3,333%
Différence	-3,28%	-1,79 %	-2,31 %	-2,22 %	-1,78 %	-0,33 %	-1,39 %	-1,06 %

MATIERES PREMIERES		
	Pétrole	OR
31/12/07	93,82	836,15
31/12/08	36,24	862,2
Variation	-61,37%	3,12%

INDICES ACTIONS						
	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx
31/12/2007	13264,82	1468,35	15307,78	5614,08	8067,32	4399,72
31/12/2008	8776,39	903,25	8859,56	3217,97	4810,2	2447,62
Variation	-33,84%	-38,49%	-42,12%	-42,68%	-40,37%	-44,37%



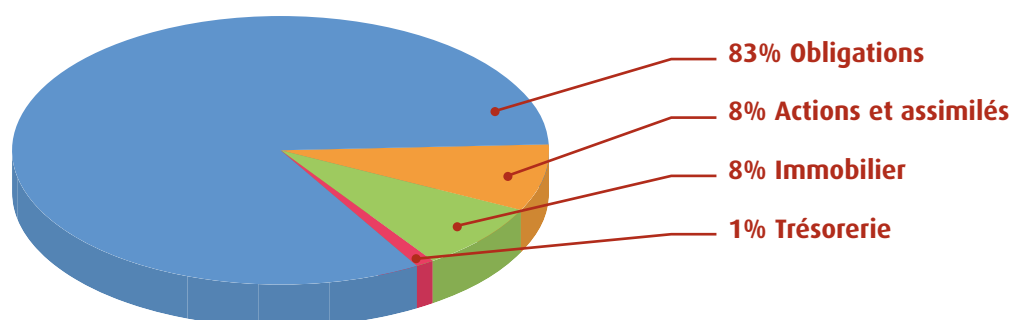
LE FONDS EUROSSIMA

2. Notre politique d'investissement

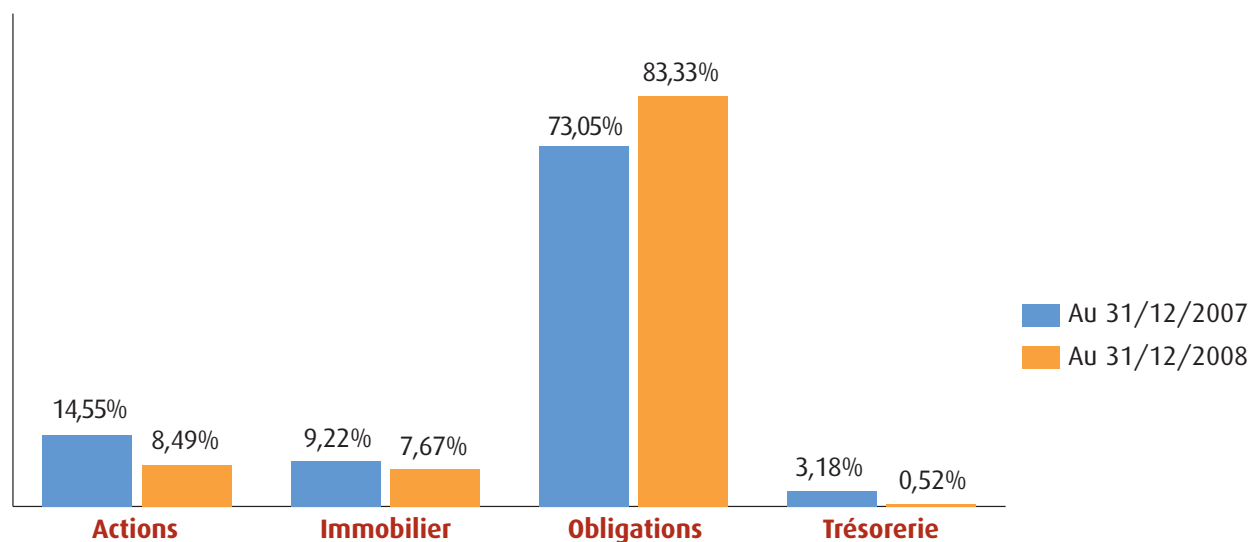
Encours sous gestion au 31/12/2008 : 1 911,62 millions d'euros (Valeur boursière)

Répartition des actifs :

Eurossima - Répartition par type d'actifs au 31/12/2008



Eurossima - Evolution de l'allocation d'actifs



LE FONDS EUROSSIMA

2. Notre politique d'investissement

• La politique de gestion actions

Une gestion plus prudente et très sélective dans un environnement financier instable

La crise financière qui a éclaté violemment cet automne, s'est propagée très rapidement au niveau planétaire avec comme conséquence, le blocage du crédit, la forte chute des places boursières et des mouvements de change brutaux et irraisonnés.

Les marchés financiers ont pâti de l'aggravation de la récession économique mondiale, jugée de grande ampleur et durable.

A la fin de l'année, on observe des pertes historiques sur un certain nombre d'indices allant de 35% à 85 %, les pays émergents étant les plus touchés. L'année 2008 aura été marquée par une grande volatilité des indices boursiers dont les fluctuations erratiques ont pu dépasser 5 % en une seule journée. A 3 217,97 points au 31/12/2008, le CAC 40 a enregistré l'année la plus noire depuis sa création en 1987, - 42,68% avec un plus bas à 2 838,50 points atteint le 21 novembre dernier, contre plus de 5 600 points le 2 janvier 2008, perdant environ 600 milliards d'euros de capitalisation. Aucune action entreprise n'a évolué positivement et cette crise financière a touché tous les secteurs épargnant très peu de valeurs. Les secteurs bancaires et automobiles ont été fortement touchés : Dexia (-81,41%), Renault (- 80,88%) et Peugeot (-76,57%). Seuls les télécommunications ont résisté en raison des revenus récurrents qu'ils génèrent (France Telecom à - 8,93%). De manière générale, les marchés actions ont intégré les perspectives d'activité en forte baisse à compter de l'automne et ont réagi fortement suite à la publication des résultats inférieurs aux attentes. Une tentative de stabilisation des indices s'est opérée en fin d'année sans rebond comme l'espéraient les opérateurs.

Dans cet environnement financier instable, nous avons maintenu un niveau faible d'exposition dans la poche actions. La volatilité persistant et le manque de visibilité ont motivé la poursuite de nos ventes sur les valeurs financières. En amont des turbulences, nous avons ainsi vendu l'ensemble de notre position sur la Société Générale, Fortis (avant que le titre ne se déprécie fortement). Nous maintenons notre sous pondération sur le secteur bancaire. Cette politique a été appliquée à d'autres secteurs comme les matières premières (Rio tinto) ou l'assurance (Allianz,). Parmi les ventes d'autres secteurs, nous avons allégé notre position sur les valeurs pharmaceutiques dans le but de prendre des bénéfiques. Après avoir rempli leur rôle défensif, nous jugeons ces actions trop chères actuellement. Dans le secteur agro alimentaire, nous avons vendu une partie de notre position sur Danone. Cette ligne était couverte par des options qui ont été exercées. Nous avons également cédé notre position sur Hermès jugée trop chère.

Concernant les achats, nous avons choisi de prendre des positions sur des valeurs présentant une bonne visibilité, des bénéfiques récurrents, le versement de dividendes régulier, un niveau d'endettement que nous jugeons raisonnable et ayant subi une forte baisse. En effet, dans cette période de paralysie du crédit, les entreprises qui ont trouvé des financements nous semblaient particulièrement intéressantes. C'est ainsi que nous avons acheté des titres Véolia, Carlsberg/Heineken (qui ont financé leur croissance externe par le crédit). Nous avons également investi dans des valeurs cycliques qui ont souffert, mais offrant un point d'entrée intéressant tels ABB et les Ciments Français. Nous avons également créé une ligne sur SAP, leader mondial des fournisseurs de logiciels de gestion.

Notre politique de couverture sur la poche actions a été active : nous avons exercé des options de vente sur certains titres comme Danone et Nokia qui ont participé à la performance de l'actif général.



LE FONDS EUROSSIMA

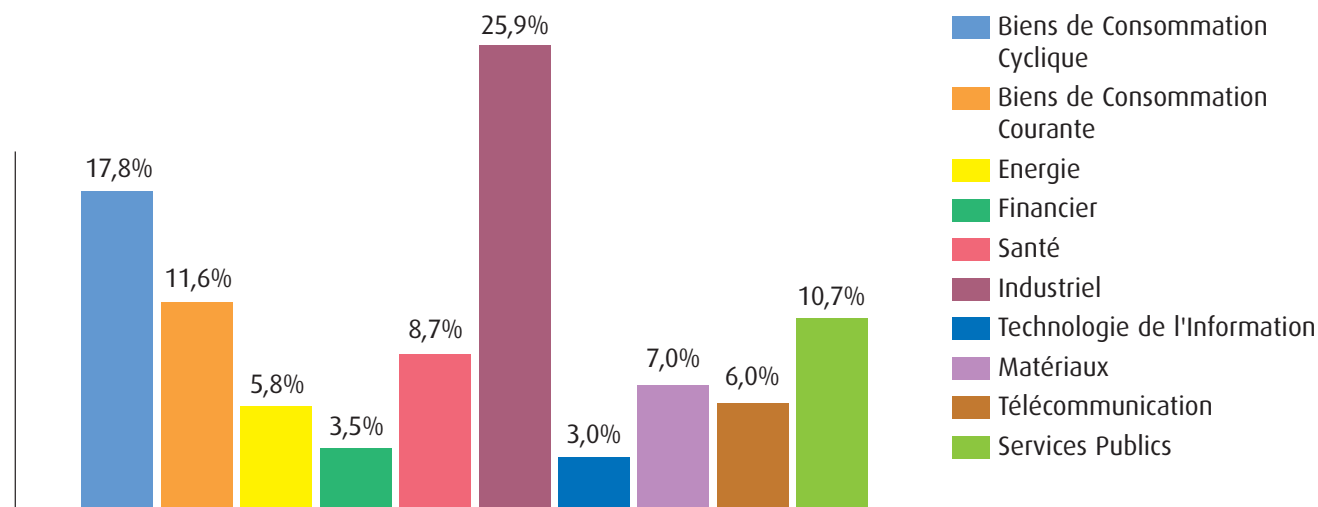
2. Notre politique d'investissement

Principales lignes d'actions gérées en direct au 31/12/2008 :

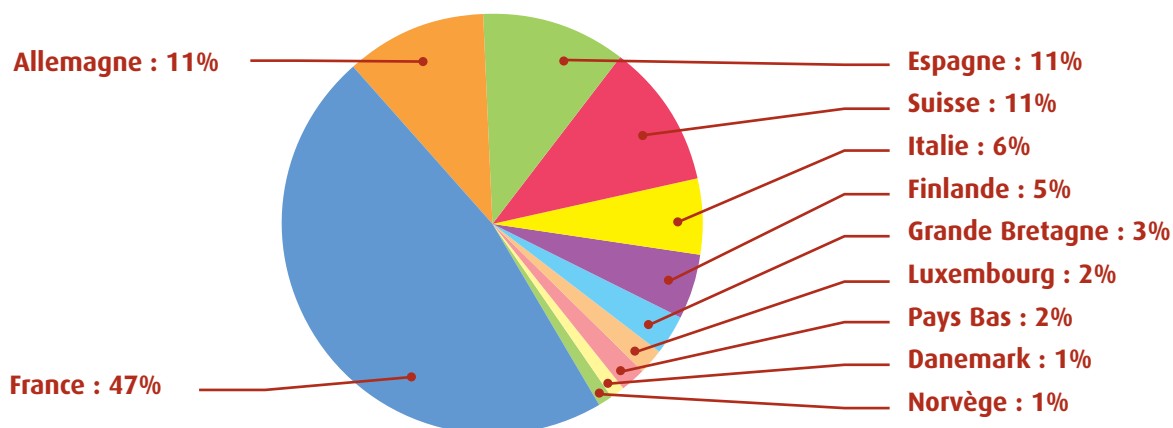
ACTIONS
LUXOTTICA GROUP
SANOFI AVENTIS
VINCI
BEIERSDORF NOM.
BUREAU VERITAS
TELEFONICA
KONE CL.B
FRANCE TELECOM
VEOLIA ENVIRONNEMENT
SCHNEIDER ELECTRIC

Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct :

Eurossima - répartition par secteur au 31/12/2008



Eurossima - Répartition par pays au 31/12/2008



LE FONDS EUROSSIMA

2. Notre politique d'investissement

• La politique de gestion obligataire

Une gestion rigoureuse qui a permis d'éviter en 2008 les défauts d'émetteurs dans le portefeuille.

Pendant ce dernier semestre, la crise de confiance des différents opérateurs s'est accrue sur le marché des taux. La dégradation marquée de la conjoncture mondiale a engendré des achats massifs des actifs les plus liquides : les titres d'État. Sur le segment des obligations d'État d'échéance longue, la recherche de la sécurité et de la liquidité a provoqué une forte baisse de la rémunération. Les interventions des gouvernements occidentaux et des Banques Centrales (BCE, Fed...) ont contribué au mouvement de pentification observé sur les courbes d'emprunts d'État européens et américains. L'élargissement des primes de risque entre emprunts d'État et émetteurs privés témoigne d'une forte discrimination entre eux. Les conditions d'émission sur le marché obligataire sont particulièrement difficiles pour les entreprises du secteur privé (taux de rémunération élevée au regard des emprunts d'État). Par ailleurs, l'euro a eu un rôle salutaire tout au long de l'année pour l'ensemble des pays ayant adopté la monnaie unique. Crédible et inspirant confiance, la devise européenne a eu un effet positif sur les taux d'intérêt. L'enjeu de cette fin d'année et du début 2009 consistera pour les gouvernements européens, à ajuster les financements des plans de soutien à l'économie avec la maîtrise de leur politique budgétaire, correspondant aux critères de Maastricht, dont le respect garantit la stabilité de l'euro.

Après avoir été fort perturbés, les marchés du financement semblent recommencer progressivement à s'ouvrir : ce qui laisse présager une relance de l'activité économique.

Dans ce contexte particulièrement difficile, notre gestion obligataire s'est articulée autour de deux phases.

De juillet à mi septembre, notre principale activité a consisté à profiter des mouvements importants sur le marché primaire à moyen terme (échéances 4 / 5 ans) pour procéder à des opérations de désensibilisation de nos lignes et de pentification. Ces opérations ont consisté à vendre des échéances longues pour acheter des échéances plus courtes.

Le 15 septembre a marqué un nouveau tournant avec l'annonce de la faillite de l'établissement financier Lehman Brothers. Pendant près de deux mois, nous avons assisté à une situation de blocage total du marché interbancaire et monétaire, caractérisée par une fuite vers la qualité qui a empêché toutes les émissions obligataires. Le marché primaire a été paralysé et quasiment aucun échange ne s'est réalisé sur le marché secondaire. Pendant cette seconde période, nous avons gardé un volant important de liquidité. Puis nous avons repris progressivement nos investissements sur le segment des emprunts d'État, ce qui a eu un impact sur l'évolution globale du rating du portefeuille (augmentation de la poche emprunts d'État). Nous avons pris nos bénéfices sur l'emprunt d'État irlandais en allégeant notre position car nous avons anticipé que ce pays allait avoir des difficultés par rapport aux autres pays européens. Nous avons également cédé de l'emprunt d'État allemand (le Bund) en encaissant des plus-values pour commencer à arbitrer partiellement vers des obligations assimilables du trésor grecques présentant un meilleur rendement. Parallèlement à ces acquisitions, nous avons également acheté des titres monétaires et des emprunts d'État à 10 ans et plus (OAT françaises, emprunt d'État espagnols...).

Au niveau du segment des obligations privées (Corporate), nous avons privilégié les secteurs des « utilities » (Services aux collectivités) et télécommunications, et écarté les valeurs financières. Ces émissions offraient des primes de risque généreuses par rapport aux emprunts d'État de même échéance. Nos principaux achats ont porté sur les échéances 2013, 2014 et 2016. Mi-novembre, nous avons investi dans des obligations d'entreprises présentant des primes de risque importantes (rendements attractifs) car très peu d'investisseurs n'osaient intervenir. Nous avons ainsi acheté les titres EON, EDF, ENI, Carrefour.

Notre scénario pour le début d'année consistera à saisir les opportunités qui apparaîtront sur le marché des « emprunts inflation ». En effet, nous envisageons que le financement des différents plans budgétaires de relance des économies entraînera une reprise de la hausse des prix. Même si aujourd'hui le marché n'est pas très liquide, nous projetons



LE FONDS EUROSSIMA

2. Notre politique d'investissement

d'acheter, des « emprunts inflation » dès qu'une opportunité se présentera. Notre gestion de couverture sur la poche obligataire a été également très active. Nous avons acheté des protections à la hausse des taux d'intérêt échéances entre 2010 et 2015 pour nous couvrir contre un mouvement inflationniste défavorable.

Le portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 31/12/2008

PRINCIPALES LIGNES
KRED.WIED.4.375%08-040718 EMTN
BEI 4.125%07-150424 MTN
GRECE 6.50%99-14
GRECE 5.35%01-11
PORTUGAL 4.1%06-150437
BELGIQUE 5%01-11 OLO 36
AYT CEDULAS CAJAS 5.25%01-11
LANDW.RENT.3.75%08-120413 EMTN
ESPAGNE 6.15%97-13
BANK OF SC 4.75%07-080622 EMTN

Notation du portefeuille au 31/12/2008 :

RATING	%
ETAT	38,0%
AAA (hors Etat)	15,9%
AA+	3,2%
AA	3,6%
AA-	4,1%
A+	7,7%
A	8,9%
A-	7,9%
BBB+	5,1%
BBB	3,5%
BBB-	2,1%
TOTAL	100,00%

Maturité du portefeuille au 31/12/2008 :

TRANCHE DE MATURITE	%
Moins de 1 an	3,9 %
De 1 à 3 ans	21,5%
De 3 à 5 ans	14,1%
De 5 à 7 ans	14,8%
De 7 à 10 ans	25,3%
De 10 à 30 ans	17,9%
Plus de 30 ans	2,6%
TOTAL	100,00%

Sensibilité au 31/12/2008	5,37
Duration au 31/12/2008	5,69

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



LE FONDS EUROSSIMA

2. Notre politique d'investissement

• La politique de gestion immobilière

Notre politique d'investissement est axée sur les recherches d'opportunités d'arbitrages et d'investissement.

Le marché immobilier

Le marché immobilier français s'est encore un peu plus tourné vers une situation de blocage au cours de ce dernier trimestre du fait de l'effet conjugué du tarissement des financements, de la morosité ambiante des marchés financiers et de l'inadéquation de l'offre de produits par rapport à la demande. Cette situation a pu être observée de la manière suivante :

- Le retournement marqué du marché immobilier résidentiel de plus de 30% dans le neuf avec un doublement des délais de commercialisation observé lors de la rentrée de septembre ainsi que la baisse sensible des transactions dans l'ancien permet déjà d'observer une baisse des prix de l'ordre de 10% dans l'ancien selon certains agents immobiliers;
- Le ralentissement persistant du marché de la commercialisation locative en bureaux qui reste la clef de voûte du marché dans son ensemble ; celui-ci retrouve les niveaux qui restent cependant acceptables des années 2004-2005 et semble toujours relativement sain même si les effets de la récession ne donne pas une visibilité très étendue sur la stratégie immobilière des utilisateurs ; ceux-ci profitent de la situation pour renégocier plus durement leur renouvellement ou se positionner sur des immeubles plus rationnels ou permettant un regroupement de différents sites.
- Un marché de l'investissement toujours victime du blocage des financements et du manque de visibilité des prix qui n'ont semble-t-il pas intégré les effets du manque de liquidité et de comparables transactionnels susceptibles d'éclairer les experts et les investisseurs. Les dossiers actuellement proposés sont souvent de mauvaise qualité ou à des prix ne permettant pas à un acquéreur de se positionner si bien que de nombreux d'entre eux sont retirés rapidement de la vente ; le gré à gré est d'ailleurs redevenu la norme après l'échec de certains des derniers appel d'offres.

Le marché de l'investissement et de la commercialisation

Les derniers chiffres publiés sont circonscrits au marché tertiaire de l'Ile de France, ceux-ci restent cependant significatifs puisque ce marché représente 80% du marché total.

Le montant global des investissements pour l'année 2008 s'établit à 8,4 Milliards d'euros (bureaux, commerces, locaux d'activité, entrepôts ; montants acte en main, transactions de plus de 4 M€). Ce chiffre est à comparer à un volume de 20,4 Md€ pour l'année 2007. Pour le 4^{ème} trimestre 2008, le montant global des investissements en Ile-de-France est estimé à 1,9 Md€.

Selon les résultats du 4^{ème} trimestre 2008, la demande placée en bureaux (transactions locatives et ventes utilisateurs) en Ile-de-France s'élève à 2 359 000 m². Ce chiffre est à comparer avec 2 756 300 m² pour l'année 2007. Au 4^{ème} trimestre 2008, le volume global de la demande placée de bureaux en Ile-de-France est de 488 500 m², à comparer à 722 300 m² pour le 4^{ème} trimestre 2007.

L'estimation de l'offre globale de bureaux immédiatement disponible en Ile-de-France au 31 décembre 2008 est de 2 745 000 m², en hausse par rapport au trimestre précédent de + 9 %.

Le loyer facial (HT HC /m²/an) moyen des bureaux de seconde main en Ile-de-France au 4^{ème} trimestre 2008 est de 321 € ; au trimestre précédent, il était de 316 € et au 4^e trimestre 2007, il était de 314 €.



LE FONDS EUROSSIMA

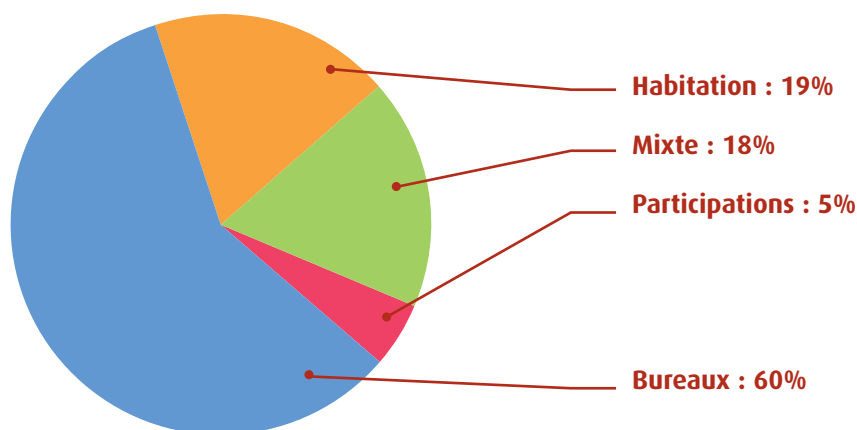
2. Notre politique d'investissement

La gestion immobilière

Dans cet environnement :

- 1 - Le portefeuille immobilier résiste bien en raison principalement de la longue durée des baux en place et de la qualité intrinsèque des immeubles.
- 2 - Le programme d'arbitrage, quoique délicat a pu être tenu grâce à l'anticipation de ces difficultés dès la fin de l'année 2007.
- 3 - Notre politique d'investissement reste totalement opportuniste. Cette stratégie nécessite à la fois une extrême réactivité et une veille active et permanente des différents marchés immobiliers.

Répartition de la valeur de réalisation par nature d'actifs



Répartition géographique de la valeur de réalisation

