



LE FONDS EUROSSIMA
RAPPORT SEMESTRIEL : 31 DÉCEMBRE 2010



1. Environnement économique et financier 2010

Les mesures sans précédent prises après la crise financière par les gouvernements des pays développés pour stabiliser les marchés financiers et relancer l'activité ont certainement permis d'éviter le pire et contribué à la reprise économique entre la fin de 2009 et le milieu de 2010. Cependant, leurs conséquences sur l'état des finances publiques sont devenues la source de nouvelles instabilités potentiellement systémiques et susceptibles d'affecter négativement la croissance mondiale. Dans ce contexte, la divergence entre des pays émergents (Chine en tête) confrontés à un risque de surchauffe, et des pays développés dépourvus de marges de manœuvre dans un contexte de croissance moyenne, n'a jamais été aussi forte. Sur l'année 2010, la progression du PIB est proche de 3 % aux États-Unis, avoisine 2 % en Europe, et dépasse 10 % en Chine. Pour l'économie mondiale, le FMI estime que la croissance aura atteint 5 % , après un recul historique en 2009.

Compte tenu d'inquiétudes persistantes sur la solidité du système financier international et du durcissement des politiques budgétaires jusqu'à présent très expansionnistes, les banques centrales des pays développés ont conservé ou accru leur biais extrêmement accommodants. Privilégiant le soutien à l'économie et différant le nécessaire ajustement de leur politique monétaire, celles-ci doivent à présent intégrer à leurs scénarii les impacts sur la stabilité des taux de change et les conséquences, potentiellement déstabilisatrices, d'un afflux massif de capitaux spéculatifs vers les zones émergentes. Si certains risques pèsent toujours sur l'évolution des principales économies développées (évolution des marchés immobiliers, faiblesse persistante de la croissance du crédit ou maintien du chômage à un niveau élevé), les entreprises restent les agents économiques qui présentent les profils de bilan les plus sains.

1.1 Aux États Unis

Le niveau très élevé du chômage et de l'endettement après la chute des prix de l'immobilier risquant de pénaliser le moral des américains et donc leur consommation, la Réserve fédérale a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. Son président, Ben Bernanke, a d'abord assuré que les taux d'intérêt seraient maintenus très bas sur une « longue période », avant de lancer un nouveau programme de soutien à l'économie (au travers notamment de rachats d'emprunts d'État). Parallèlement, la réglementation financière a été modifiée afin de limiter les opérations les plus opaques et les plus risquées. Enfin, conséquence des élections législatives de mi-mandat, les allègements fiscaux mis en place par le président Bush ont été prolongés. Après un ralentissement en milieu d'année, les signes de reprise économique se sont à nouveau multipliés, avec notamment en fin d'année une activité industrielle solide et des dépenses de consommation en progression.

1.2 En Zone Euro

Avec le risque de rechute (« double dip ») de l'économie américaine, la crise aura été le sujet principal de préoccupation des marchés en 2010. Après la Grèce au printemps, les investisseurs se sont mis à douter de la capacité de remboursement de l'Irlande, jusqu'à faire grimper les rendements des emprunts d'État à un seuil nécessitant une nouvelle intervention d'urgence de l'Union Européenne et du FMI. Malgré la mise en place d'un plan de 750 milliards d'euros, les interrogations sont restées vives sur d'autres pays, en particulier le Portugal, et surtout l'Espagne, dont le défaut entraînerait des conséquences d'une autre dimension pour l'Europe. Plus généralement, les pays européens peinent à réduire fortement leur déficit. En 2010, l'effort de redressement budgétaire n'a concerné que les économies de la périphérie, tandis que la France et l'Allemagne maintenaient un stimulus budgétaire. Si cette asymétrie des comportements au sein de la Zone Euro a permis à l'activité globale de la zone de ne pas fléchir, nul doute que les mesures d'austérité se multiplieront à l'avenir.

Selon des chiffres encore provisoires, **l'Allemagne** a affiché en 2010 une croissance de 3,6 % de son PIB, un record depuis la réunification. Outre le dynamisme de ses exportations, la première économie européenne a profité d'une décrue quasi ininterrompue du chômage, ce qui a permis une augmentation des dépenses des ménages. **En France**, la situation de l'économie reste plus fragile. Malgré le dynamisme du mouvement de reconstitution des stocks qui a surpris cette année et la reprise de l'investissement des entreprises (grâce à des perspectives d'activité favorables et l'amélioration des conditions de financement), l'Insee ne prévoit pour 2010 qu'une croissance de 1,6 %. Cette difficulté à rebondir rapidement et fortement se retrouve sur un marché du travail qui ne s'améliore que lentement, comme l'indique la persistance d'un taux de chômage de 9,3 % de la population active. Au final, c'est la consommation des ménages qui reste le moteur de la croissance française. Elle augmenterait de 1,7 % sur l'année, mais la fin de la prime à la casse et le virage vers plus de rigueur budgétaire suscitent des interrogations.

1.3 Les pays émergents

De leur côté, ils ont continué à croître à des rythmes soutenus. Pour certains d'entre eux (la Chine par exemple), l'apparition de signes d'une surchauffe de l'économie (accélération des salaires, formation de bulles immobilières dans certaines zones, regain d'inflation) a conduit à un durcissement des politiques monétaires.

1.4 Le marché des devises

Sur ce marché, l'année 2010 a été des plus agitées. La parité euro-dollar a été particulièrement mise à l'épreuve par la crise souveraine en Europe et la politique d'assouplissement quantitatif aux États-Unis. L'euro est passé de 1,43 à 1,22 dollar au cours du premier semestre en raison des fortes tensions sur les dettes des pays périphériques, avant de remonter à 1,42 dollar début novembre, pour finalement terminer l'année sur un repli de 6,5 %, à 1,34 dollar. Alors que le Japon est l'un des pays industrialisés les plus concernés par les problèmes de financement et de dette publique, le yen a repris de la vigueur face au billet vert, clôturant l'année en hausse de 12,6 %. Au-delà, 2010 a surtout été marquée par le bras de fer qui s'est tenu entre les pays industrialisés, à faible croissance mais à politique monétaire ultra-accommodante, et les pays émergents très dynamiques, « victimes » d'afflux de capitaux spéculatifs.

1.5 Matières premières

Sur ce compartiment, les prix de l'énergie, des métaux et des produits agricoles ont fortement progressé en 2010. La raison essentielle réside une fois encore dans la demande des pays émergents, en particulier de la Chine, qui ne faiblit pas. Le prix du baril de pétrole (brent) a progressé de presque 20 % et atteint un plus haut de deux ans, au-dessus du seuil des 90 dollars le baril. Tous les métaux précieux ont été orientés à la hausse, l'or en particulier, en hausse de presque 30 % en dollars sur l'année, à 1417 dollars l'once. Les banques centrales des pays émergents, Chine et Inde en tête, soucieuses de diversifier leurs réserves de change, ont en effet acheté massivement de l'or. En outre, dans un environnement de taux (et donc de rendements) bas, nombre d'intervenants se sont, par effet d'opportunité, tournés vers le métal jaune.

De nombreux doutes persistent à l'horizon 2011. La volatilité demeure élevée et l'année réservera son lot de surprises. Le volontarisme politique affiché par les banques centrales et les États (quantitative easing aux États-Unis, aides financières à l'Irlande, etc...) a calmé les craintes, mais les incertitudes qui animent le marché des devises et celui des dettes souveraines n'ont pas été entièrement levées. L'orientation des marchés dépendra également de l'ampleur de la reprise de l'économie mondiale. D'un côté, les fondamentaux macroéconomiques apparaissent solides et le redressement spectaculaire de la santé financière des entreprises entraîne un redémarrage de l'investissement productif ainsi qu'une amélioration progressive du marché du travail. Cependant, d'un autre côté, un certain tassement de l'activité est à attendre. Le FMI prévoit pour 2011 une hausse du PIB mondial de 4,4 %, contre 5 % l'an dernier.

1.6 Évolution des principaux indices de marché au 31/12/2010

TAUX	3 mois		2 ans		10 ans			
	USA	EURO	USA	France	USA	Japon	Allemagne	France
31/12/09	0,251 %	0,700 %	1,140 %	1,114 %	3,835 %	1,282 %	3,383 %	3,584 %
31/12/10	0,303 %	1,006 %	0,591 %	0,921 %	3,308 %	1,120 %	2,888 %	3,357 %
Variation*	+ 5bp	+ 31bp	- 55bp	- 19bp	- 53bp	- 16bp	- 50bp	- 23bp

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

ACTIONS						
En devises locales	Dow Jones	S&P 500	Nikkei	CAC	Dax	Euro Stoxx
31/12/09	10428,05	1115,10	10546,44	3936,33	5957,43	2964,96
31/12/10	11577,51	1257,64	10228,92	3804,78	6914,19	2792,82
Variation (en %)	+ 11,02 %	+ 12,78 %	- 3,01 %	- 3,34 %	+ 16,06 %	- 5,81 %

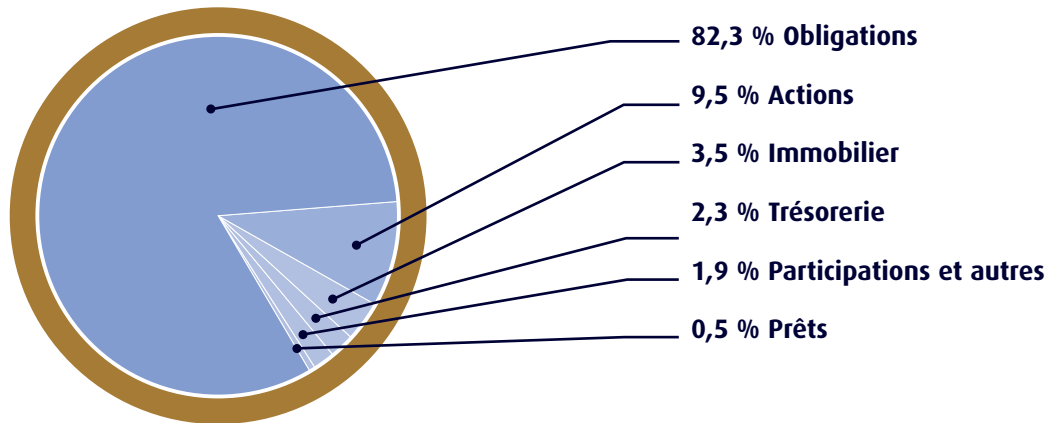
DEVICES				
	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY	EUR/GBP
31/12/09	1,43475	92,915	133,16	0,9037
31/12/10	1,34155	81,175	108,65	0,8579
Variation (en %)	- 6,50 %	- 12,64 %	- 18,41 %	- 5,07 %

MATIÈRES PREMIÈRES (EN USD)		
	Pétrole (brent)	OR (once)
31/12/09	77,4	1096
30/06/10	92,81	1417,63
Variation (en %)	+ 19,91 %	+ 29,35 %

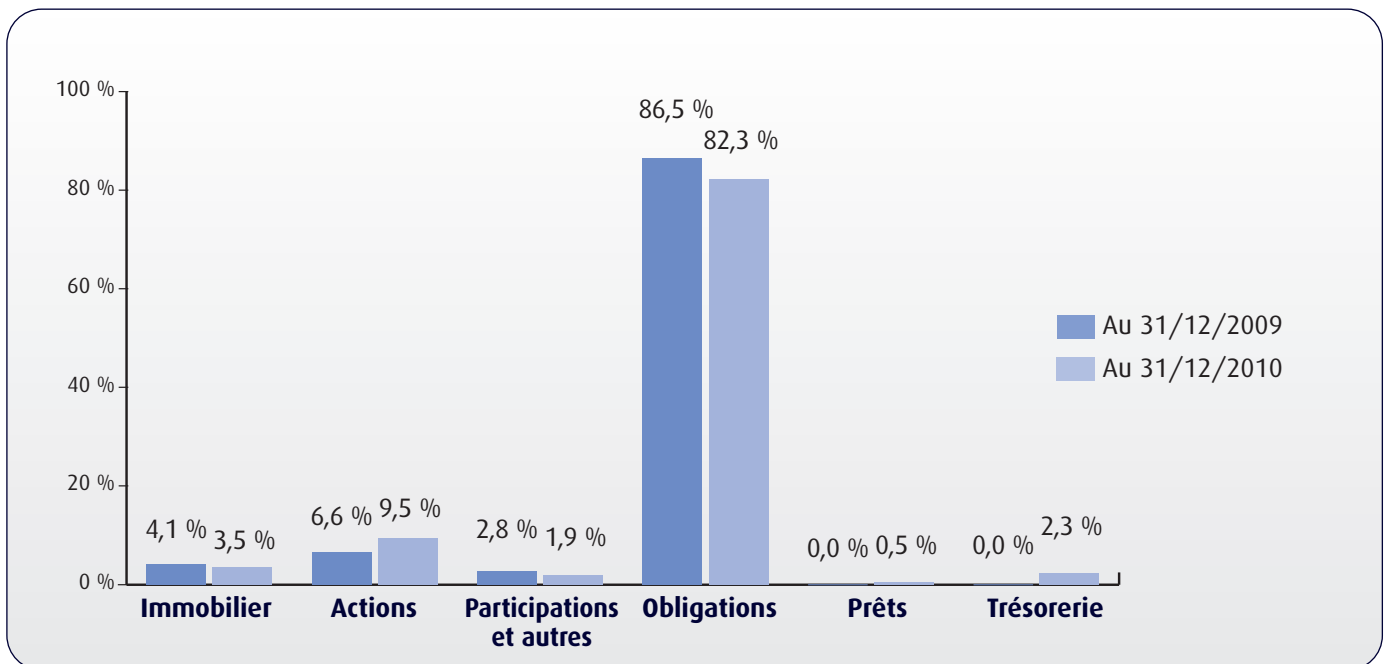
2. Répartition des actifs

Encours sous gestion au 31/12/2010 : 3 789,93 millions d'euros (Valeur boursière)

Répartition par type d'actifs au 31/12/2010



Évolution de l'allocation d'actifs au 31/12/2010



3. La politique de gestion actions

Concernant les marchés actions, alors que 2009 avait été marqué par un fort rebond et le retour de la confiance des investisseurs, l'année 2010 aura été mouvementée et très hétérogène en termes géographiques. Les craintes extrêmes et répétées, nourries tout au long de l'année par les statistiques économiques, sur le risque d'une retombée de l'économie mondiale en récession, auxquelles se sont ajoutées les menaces de faillites à répétition des États dans la Zone Euro, Grèce et Irlande en tête, ont dominé les préoccupations des investisseurs.

Malgré une volatilité importante sur l'ensemble de l'année, les principales places financières ont affiché des performances globalement positives en 2010, poursuivant ainsi la tendance amorcée au printemps 2009. Sur quelques soixante-dix places de cotation en action dans le monde, dix-huit ont affiché une performance négative. L'indice MSCI World, qui globalise la performance moyenne des Bourses mondiales, s'est inscrit en hausse de 9,56 % sur l'année. Cette performance est à relier au redressement spectaculaire des profits des entreprises, permis par l'affermissement de la reprise mondiale. Les divergences de performances sont cependant importantes entre les grandes zones géographiques. Les marchés émergents s'affichent ainsi largement en tête, alors que la Zone Euro, affectée par la crise des dettes publiques, est en queue de peloton. Au sein même de la Zone Euro, les écarts sont extrêmes entre le marché Allemand (+16,06 %) et ceux des pays périphériques affectés par la crise de la dette (Athènes : -35,62 %, Madrid : -17,43 %). La contre-performance des Bourses japonaises (-3,01 %) et françaises (-3,34%) tranche singulièrement avec les gains substantiels enregistrés à Wall Street (Dow Jones : +11,02 %).

Entre grands secteurs, les écarts de performances sont également notables. Globalement, les secteurs financiers et défensifs (Santé, Télécoms) accusent des retards importants par rapport aux secteurs cycliques (Industrie, Technologie,...), qui ont logiquement bénéficié du redémarrage de l'activité. En outre, le secteur du Luxe est celui qui a le mieux tiré son épingle du jeu (+35,8 % au sein de l'indice CAC 40). Il a profité du niveau satisfaisant de la croissance mondiale, qui favorise notamment l'émergence d'une importante classe riche dans les pays d'Asie du Sud-est. Sauf incident, l'environnement macroéconomique devrait rester favorable aux actions en 2011.

Dans un contexte marqué par une grande volatilité et une rotation sectorielle importante, notre approche de gestion conserve son caractère pragmatique et repose principalement sur l'analyse et la sélection de titres. Nos investissements s'orientent vers des valeurs très liquides, essentiellement de grandes capitalisations avec une bonne visibilité. Dans le prolongement de la stratégie d'investissement mise en place en 2009 et grâce à l'effort de réduction du point mort actions (seuil de marché à partir duquel le portefeuille global est en plus-value latente), les conditions de marché nous ont permis à la fois de réaliser un montant significatif de plus-values et de travailler le portefeuille pour continuer de l'adapter à nos anticipations. D'un point de vue stratégique, si le poids des actions est au final assez proche de celui de la fin 2009, les phases d'investissements (premier et dernier trimestre) s'équilibrent avec une période de désinvestissement importante sur le milieu de l'année. Dans un contexte de marché présentant de nombreuses opportunités, cette gestion dynamique de la pondération action, complétée par une gestion active de l'allocation tactique (rotation sectorielle) et des arbitrages intra-sectoriels, a entraîné une rotation significative du portefeuille.

Nos investissements avaient privilégié dans un premier temps les entreprises présentant un fort potentiel de revalorisation, les valeurs à fort dividende et les sociétés sensibles à la dynamique des pays en forte croissance. Au niveau sectoriel, cela s'était traduit par une préférence pour les secteurs des Services aux Collectivités, des Matériaux, de l'Énergie et du Luxe. Ces différentes stratégies se sont révélées payantes et ont chacune contribué à générer un montant significatif de plus-values.

Les lignes cédées dans le cadre d'opérations de rendement n'ont pas été reconstituées dans le secteur des Services aux Collectivités (RWE, Véolia, E.ON...) et des Télécommunications (KPN, Deutsche Telekom, Portugal Telecom...), aboutissant à une réduction de la pondération de ces secteurs dans notre portefeuille par rapport à l'indice Eurostoxx Large. De même, alors que nos portefeuilles sont intrinsèquement sous-pondérés en valeurs financières (banques et assurances), nous avons cédé, après versement des dividendes, des titres comme Zurich Financial Services, Allianz ou Axa.

Au sein des valeurs sensibles à la reprise du cycle économique, celles appartenant au secteur des Biens de Consommation Courante (Legrand, Schneider, Philips ou Siemens) ont été cédées au premier semestre, avant d'être remplacées en partie par des investissements dans le secteur du Transport Aérien (Air France-KLM, Lufthansa...) et de l'Automobile (Volkswagen) en fin de période. Nous conservons par ailleurs notre surpondération en valeurs pétrolières, tout en étant très actifs sur le portefeuille (achat/vente sur Royal Dutch Shell, Total, Statoil, et renforcement de Repsol).

Répondant à la même stratégie que les valeurs du luxe (exposition à la croissance des pays émergents, valorisation élevée) nous avons également cédé certaines valeurs sidérurgiques (Arcelor Mittal) ou minières (Xstrata) pour prendre nos bénéficiaires. Profitant d'opportunités de marché au cours de l'année, nous avons pu reconstituer ces lignes sur des niveaux inférieurs et maintenir notre surpondération sur ces secteurs. A l'inverse, la cherté relative des entreprises de luxe ne nous a pas encore permis d'en faire autant malgré l'intérêt du secteur. Dans un contexte d'incertitude en Europe et de croissance moyenne aux États-Unis, cette recherche de relais de croissance dans les pays émergents s'est également traduite par des investissements via des fonds indiciels cotés (ETF) sur le marché chinois.

Toujours dans l'optique de générer des plus-values, nous avons cédé un certain nombre de petites et moyennes valeurs dont la performance avait été significative comme Dassault Systèmes, Rémy Cointreau ou Bureau Veritas.

Les opérations de couverture dites « macro » (sur un indice) ont été poursuivies en particulier sur le début de l'année, toutefois dans des proportions moindres qu'en 2008 et 2009. Nous avons plutôt privilégié la couverture de certains titres comme WPP ou Xstrata. Nous avons par ailleurs poursuivi notre politique de couverture du portefeuille contre le risque de change sur certaines devises comme le dollar US, la livre sterling ou le franc suisse.

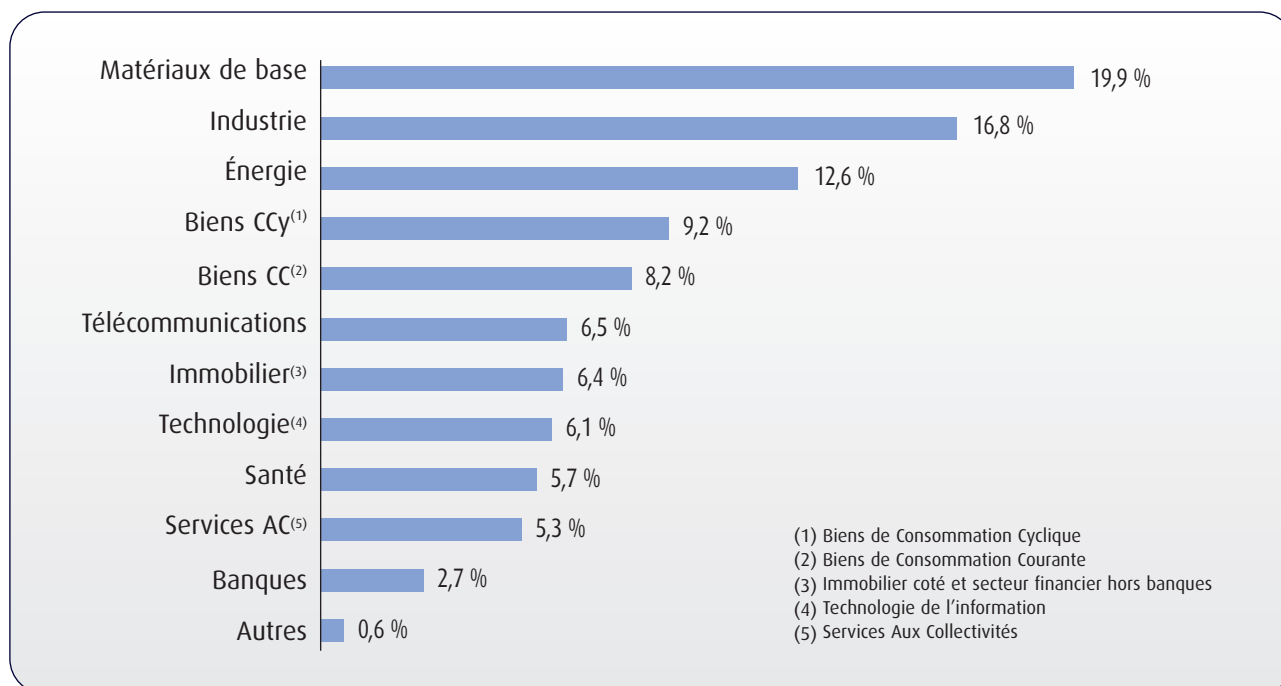
Par sa grande diversification et sa composition, le portefeuille actions ainsi constitué reflète notre approche prudente des marchés boursiers, marqués en 2010 par une grande volatilité née de la distorsion entre les résultats des entreprises et l'environnement macroéconomique. Pour autant, le caractère actif de la gestion et les stratégies mises en place ont permis de générer des plus-values malgré l'orientation incertaine des marchés d'actions.

3.1 Principales lignes d'actions gérées en direct au 31/12/2010

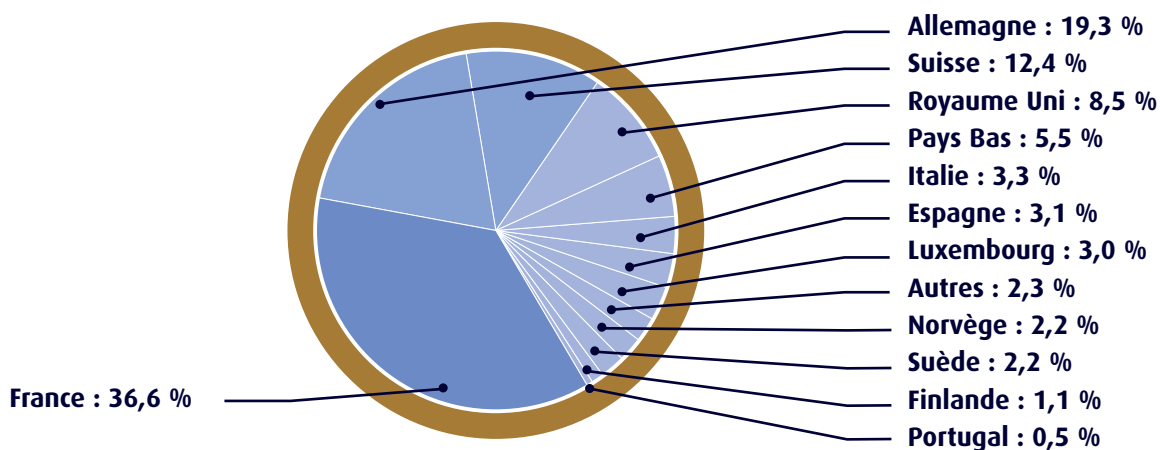
ACTIONS
TOTAL
AIR LIQUIDE
DANONE
ARCELORMITTAL
ENI
MUNCHENER RUCKVERSICHERUNGS
VINCI
SAP
STATOIL
VEOLIA ENVIRONNEMENT

3.2 Répartition du portefeuille d'actions en direct

Répartition sectorielle au 31/12/2010



Répartition géographique au 31/12/2010



4. La politique de gestion obligataire

Bien que les banques centrales des pays développés aient maintenu voire accentué les politiques monétaires particulièrement accommodantes engagées à l'automne 2008 afin de soutenir la reprise économique, le marché obligataire a connu une année agitée en 2010.

Sur les huit premiers mois de l'année, face à la montée du risque souverain et la détérioration de la qualité de crédit de plusieurs pays périphériques de la Zone Euro (Grèce, Irlande, Espagne, Portugal), les obligations d'État des grands pays industrialisés ont joué leur rôle de valeur refuge et se sont très nettement détendus, s'approchant de leurs plus bas historiques de la fin 2008. Aux États-Unis, le rendement du T-Bond à 10 ans est ainsi repassé sous les 2,5 %, tandis que la référence allemande, le Bund à 10 ans, approchait les 2 %.

Les titres de dette des pays périphériques ont été particulièrement malmenés en raison principalement de deux épisodes : la crise grecque au printemps suivie d'une seconde secousse à l'automne, liée aux difficultés du système bancaire en Irlande. Par effet de contagion, d'autres pays ont atteint en 2010 des niveaux de taux sans précédents depuis leur entrée dans la Zone Euro, le Portugal dépassant la barre des 7 % et l'Espagne celle des 5,5 %.

Au cours du dernier trimestre, une correction brutale s'est produite sur les titres de dette publique des États dits « Core » (Allemagne, France...), poussant de nouveau les taux d'intérêt à la hausse. Toutefois, rassurés sur la détermination de la Zone Euro à soutenir ses membres, sur les perspectives de croissance (notamment en Allemagne) et sensibles au risque de relèvement des taux courts dans l'éventualité d'un regain d'inflation, les marchés ont enclenché une réduction de l'écart entre les taux des pays Core et Périphériques en toute fin de période. Si cette « reconvergence » s'établit sur des niveaux plus élevés qu'avant la crise, l'écart entre les pays les plus vertueux et les autres devrait toutefois rester significatif.

Les obligations d'entreprises ont continué à surperformer les obligations d'État en 2010, soutenues par la réduction des taux de défaut et par l'affermissement de la reprise économique. Le segment des obligations à haut rendement, qui avait déjà enregistré une hausse exceptionnelle en 2009, se distingue encore par des performances à deux chiffres. Dans un environnement caractérisé par une faible inflation et par des incertitudes persistantes sur la solidité financière de certains agents économiques, les banques centrales des grands pays industrialisés devraient conserver des politiques monétaires très accommodantes en 2011. Les taux d'intérêt à court terme devraient donc demeurer proches de leurs niveaux actuels, très bas, une bonne partie de l'année prochaine.

Cet environnement, marqué à la fois par un record de faiblesse des taux des pays réputés les plus solides, par des phases de stress intense sur le thème du risque systémique et en fin d'année par une « reconvergence brusque », nous a conduit à naviguer entre deux écueils d'égale importance : des rendements trop faibles pour assurer une rentabilité correcte, d'une part, et la dégradation du risque du portefeuille, d'autre part. Pour cheminer, nous avons privilégié une gestion très active de notre portefeuille (en particulier sur les emprunts d'États) et la diversification. Cette politique se matérialise notamment par la cession, en début d'année, d'emprunts d'État espagnols pour privilégier, avec un rendement proche, les emprunts d'État italiens. Cette opération, structurante pour nos portefeuilles, correspondait à une vue marquée sur les différences fondamentales des économies de ces deux pays, confortée ensuite par la divergence des rendements observés sur le reste de l'année. Sur la période, nous avons naturellement préféré les emprunts d'État français à la dette allemande, dont nous avons réduit le poids dans nos portefeuilles, profitant des records de faiblesse atteints en milieu d'année pour réaliser des plus-values. Par ailleurs, tenant compte de la prégnance de risques systémiques élevés, nous nous sommes progressivement allégés sur les emprunts d'État grecs à partir de l'été 2009 et, profitant de leur appréciation, revendus des emprunts portugais en fin d'année 2010. Nous ne souhaitons pas pour autant nous départir complètement d'une exposition aux pays périphériques, leur apport en terme de rendement (une fois le plan de stabilisation mis en place) ayant un impact positif sur le rendement des portefeuilles. Malgré un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, ces vues fondamentales nous ont permis d'atteindre un taux de réinvestissement sur l'année significativement supérieur au taux des emprunts d'États Core et d'améliorer ainsi le rendement récurrent sans dégrader le risque global du portefeuille.

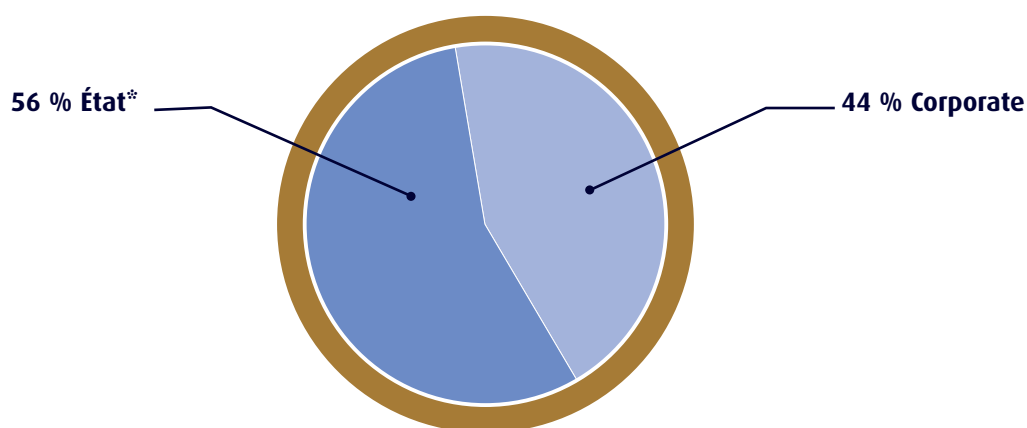
Parallèlement, les dégradations de notation de certaines entreprises particulièrement touchées par la crise, ainsi que le nombre réduit des émissions lié à la bonne santé financière des autres, ont eu pour effet de réduire significativement notre univers d'investissement en dettes d'entreprises. Notre approche est donc restée essentiellement pragmatique, privilégiant globalement les secteurs défensifs comme les Services aux Collectivités ou les Télécommunications, ainsi que les emprunts bancaires dont la prime de risque en phase d'après-crise restait attractive. Nos principaux investissements sur le segment des dettes d'entreprises concernent Alstom, Casino, Véolia, KPN et RWE. Parallèlement aux macro-couvertures toujours en place et afin de préserver notre capacité d'intervention dans l'éventualité d'une hausse de taux supérieure à celle anticipée, nous conservons une durée moyenne (6,56 au 31/12/2010).

4.1 Le portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 31/12/2010

OBLIGATIONS
OAT 3.50%10-25042020
OAT 3.75%05-25042021
OAT 4.25%03-25042019
ITALIE 2.35%08-150919 INFL.EU.
OAT 4.25%07-25102023
ITALIE 6.50%97-27 TBO
KRED.WIED.4.375%08-040718 EMTN
BEI 4.125%07-150424 MTN
ITALIE 3.75%06-010821 TBO
QUEBEC 5%09-290419

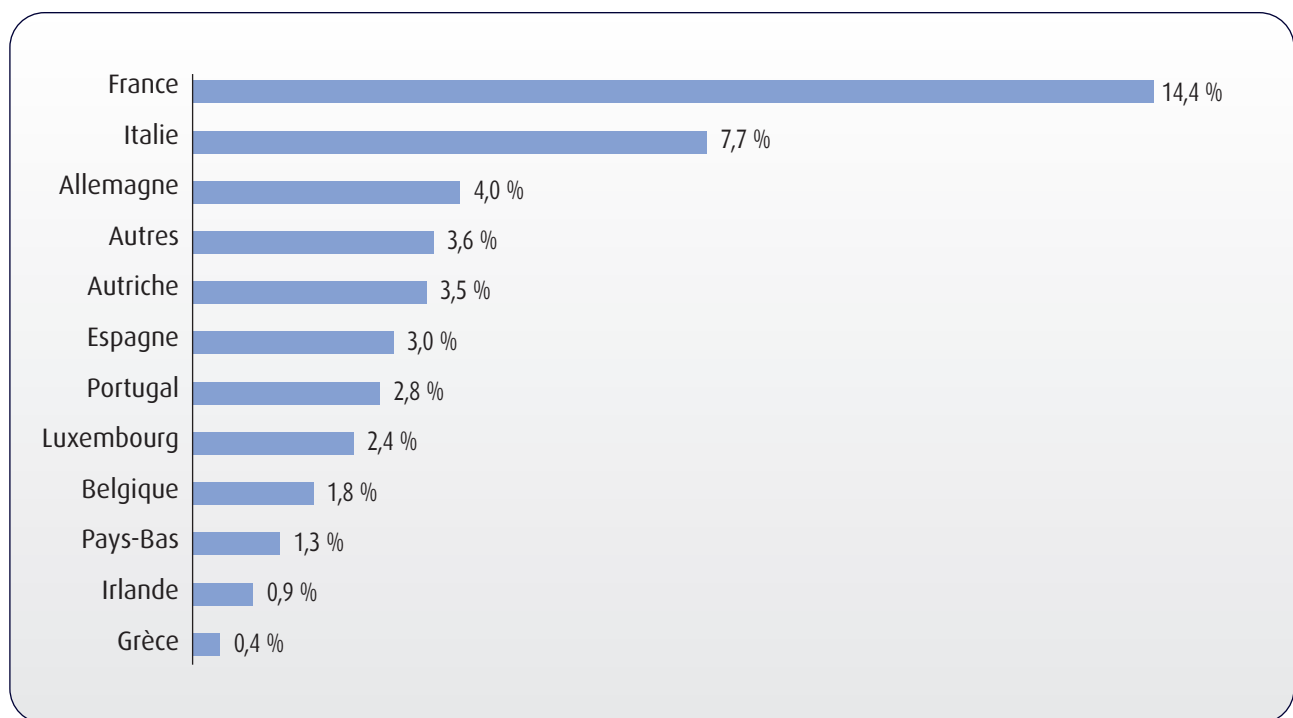
4.2 Répartition du portefeuille obligataire au 31/12/2010

Répartition État*- Corporate



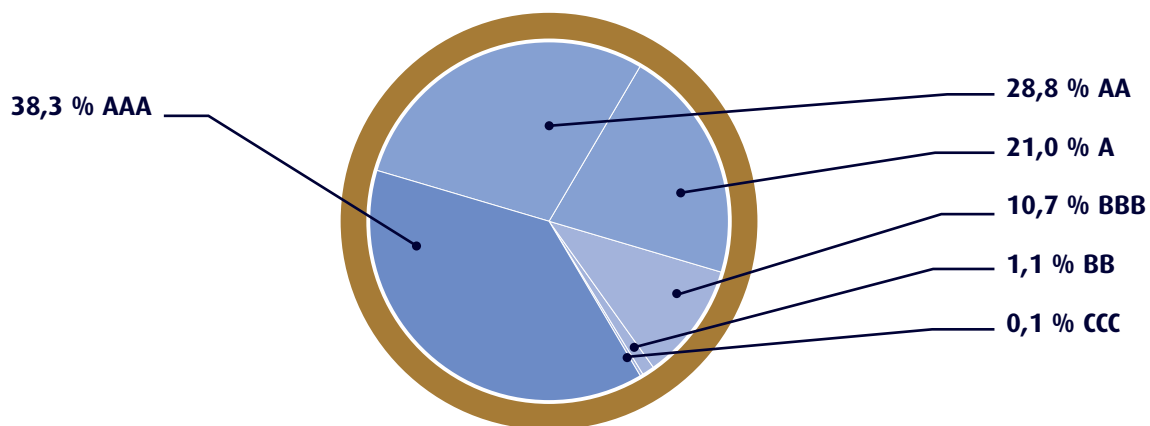
* État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés...

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



4.4 Notation du portefeuille obligataire au 31/12/2010

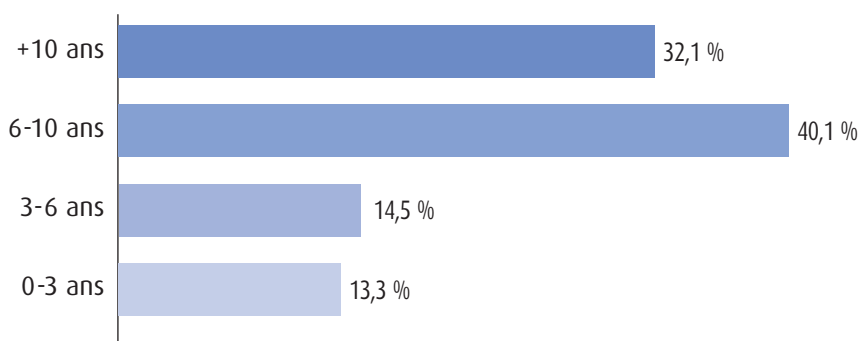
Répartition par rating



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

4.5 Maturité du portefeuille obligataire au 31/12/2010

Répartition par maturité



4.6 Duration du portefeuille obligataire

Duration au 31/12/2009	6,30
Duration au 31/12/2010	6,56

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

5. La politique de gestion immobilière

Le second semestre 2010 a bien confirmé pour le marché de l'immobilier tertiaire une situation de pénurie de plus en plus flagrante, et cela aussi bien sur le marché de l'investissement que sur celui de la commercialisation locative.

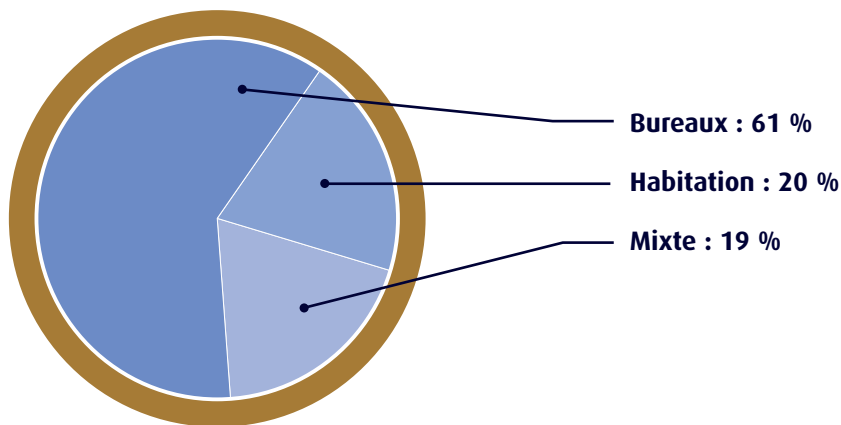
Avec 11 milliards d'euros de transactions en France en 2010 contre 7,7 milliards d'euros en 2009, le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise reste faible. La progression des volumes à l'investissement aura été, cependant, plus forte qu'attendue grâce à une bonne fin d'année. L'immobilier reste une valeur refuge privilégiée en sortie de crise. Malgré l'attractivité du marché français et l'augmentation croissante des fonds disponibles, la réticence et la prudence des banques ainsi que la sélectivité accrue des investisseurs sur des produits « prime », peu nombreux, contraignent la demande en la concentrant sur une frange réduite du marché. La pénurie de produits engendre un marché très compétitif. Cependant, la baisse des taux de rendement induite mécaniquement par une telle situation semble en phase de stabilisation.

Le marché locatif en 2010 voit une stabilisation de la demande et une progression des volumes et du nombre de transactions alors que les renégociations perdent en intensité. Les offres de seconde main prennent le pas sur les neuves et restructurées. Malgré la poursuite probable de la baisse du loyer moyen, la tension se profile sur les produits « prime », ce qui devrait engendrer dans un premier temps une réduction progressive des avantages commerciaux lors des négociations. L'offre future devrait se caractériser par une pénurie des locaux de qualité au détriment d'un stock toujours plus important et durable de surfaces de seconde main.

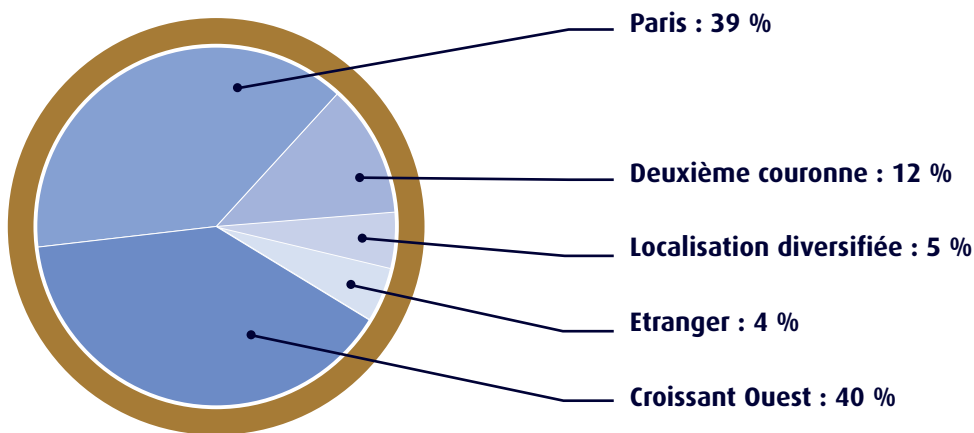
Le portefeuille immobilier a été profondément travaillé ces deux dernières années en termes de renégociation ou de nouveaux baux, de manière à limiter l'apparition d'un risque significatif à court terme. En outre, nos valeurs ont bien résisté. Dans cet environnement qui présente des signes concrets de convalescence (même 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 de plus-value.

Au 31 décembre 2010, le portefeuille immobilier est concentré essentiellement sur trois immeubles de bureaux et un immeuble d'habitation situé dans Paris et en région parisienne.

5.1 Répartition de la valeur de réalisation* par nature d'actifs au 31/12/2010



5.2 Répartition géographique de la valeur de réalisation au 31/12/2010*



* Valeur de réalisation : valeur vénale (hors frais et droits) des immeubles d'après l'expertise, augmentée de la valeur nette des autres éléments d'actif (trésorerie...).