

Generali Patrimoine



Le fonds Netissima

Rapport annuel au 31/12/2018



1. L'environnement économique et financier 2018

Après une année 2017 exceptionnelle marquée par une croissance mondiale soutenue et synchronisée et par une inflation faible, l'année 2018 s'est révélée beaucoup plus difficile. Le léger ralentissement de la croissance (3,7 % en 2017 contre une prévision de 3,6 % pour 2018) masque des situations disparates selon les pays. Conjugué à la normalisation des politiques monétaires et aux inquiétudes de plus en plus fortes liées aux conflits commerciaux, cela a suffi à ébranler la confiance des investisseurs, comme en atteste la chute de 10 % des actions mondiales (MSCI World) et le retour du taux d'intérêt sur les emprunts d'État allemands à son niveau de mi-2017, aux alentours de 0,25 %.

Cinq facteurs expliquent selon nous cette réaction négative du marché. Premièrement, les chiffres de la croissance, largement révisés à la hausse à plusieurs reprises en 2017, ont été révisés à la baisse en 2018. Ce n'est pas uniquement le niveau de croissance qui compte, mais également la dynamique. Deuxièmement, certaines régions comme la zone euro et la Chine ont connu une forte contraction de leur activité économique. La croissance de la zone euro est passée de 2,5 % en 2017 à 1,9 % en 2018. Elle reste supérieure au taux de croissance potentielle, mais les mauvais chiffres du troisième trimestre (+0,2 % en rythme trimestriel) ont attisé les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie. Troisièmement, nous avons assisté à une forte divergence des taux de croissance entre les différentes régions du monde en 2018, car la politique de relance budgétaire de Donald Trump a permis à l'économie américaine de tourner à plein régime. Cela a fortement soutenu le cours du dollar, dans un contexte marqué par des turbulences dans certains pays émergents (Turquie, Argentine). Quatrièmement, les perspectives de l'économie ont été assombries par des tensions politiques comme la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, les discussions houleuses sur le budget du gouvernement italien et les négociations tendues sur le Brexit. Enfin, la Fed a poursuivi la normalisation de sa politique monétaire, en relevant notamment son taux directeur à quatre reprises pour le porter à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 2,25 % et 2,50 %. Ce n'est pas un hasard si les deux fortes corrections des marchés actions en 2018 ont eu lieu après une hausse de 40 points de base des taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain.

Zone euro

Après une fin d'année 2017 faste, l'activité économique de la zone euro s'est quelque peu contractée en 2018, principalement à cause d'une conjoncture mondiale moins favorable et des effets différés de la hausse des cours du pétrole et de l'euro. Cela étant, la reprise reste alimentée par des forces endogènes. Le marché de l'emploi montre des signes d'amélioration et la croissance des salaires accélère. La hausse attendue de la demande, les conditions de financement favorables et le taux d'utilisation des capacités de production supérieur à la normale soutiennent l'investissement. Pour autant, les craintes d'une guerre commerciale, les inquiétudes vis-à-vis des finances publiques italiennes et le risque d'une sortie brutale du Royaume-Uni de l'Union européenne ont concouru à saper la confiance des investisseurs.

Au cours des douze derniers mois, le taux d'inflation globale a oscillé en moyenne autour de 1,7 % en rythme annuel. Durant le second semestre, la hausse des prix de l'énergie a temporairement poussé le taux d'inflation au-dessus de 2 %. Toutefois, le taux d'inflation sous-jacente n'a pas augmenté et s'est établi en moyenne à 1,2 % en rythme annuel en 2018, ce qui reste sensiblement inférieur à la norme de stabilité des prix définie par la BCE. Dans un contexte marqué par des perspectives macroéconomiques solides, la BCE a annoncé la réduction du volume mensuel de ses achats d'actifs à 15 milliards de dollars pour octobre 2018 et devrait mettre un terme à son programme d'assouplissement quantitatif en décembre 2018.

Etats-Unis

Les mesures de relance budgétaire de Donald Trump et le regain de confiance des entreprises et des consommateurs ont soutenu la croissance américaine au premier semestre 2018. La croissance du PIB a atteint un pic de 4,2 % en rythme annualisé au troisième trimestre. Toutefois, le resserrement des conditions de financement et l'incertitude liée à l'évolution du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine ont commencé à peser sur l'activité : le taux de croissance s'est replié à 3,5 % en rythme annualisé au troisième trimestre et à 2,6 % (estimation) en rythme annualisé au dernier

trimestre, ce qui s'est traduit par une croissance de 2,9 % pour l'ensemble de l'année 2018. Le marché de l'emploi a poursuivi son redressement : le taux de chômage s'est replié à 3,7 % en novembre, soit son plus bas niveau depuis près de 50 ans. Cela se traduit progressivement par une progression des salaires, en hausse d'environ 3 % en rythme annualisé dans les derniers mois de l'année. Le taux d'inflation avait progressé lentement durant les premiers mois de l'année, pour se stabiliser autour de 2,2 %. La forte volatilité des cours du pétrole s'est reflétée dans le taux d'inflation sous-jacente, qui a culminé à 2,9 % en juillet, avant de se replier à 2,2 % en novembre. Comme prévu, la Fed a relevé ses taux à quatre reprises. Toutefois, à l'issue de sa réunion de décembre, elle a laissé entendre qu'elle adopterait un ton plus conciliant, suite à la publication de chiffres décevants en fin d'année et aux corrections observées sur les marchés financiers.

Malgré quelques nouvelles encourageantes, comme la renégociation de l'accord de libre-échange avec le Canada et le Mexique, l'évolution de la politique commerciale reste le principal risque pesant sur les perspectives. La hausse prévue des droits de douane sur les importations chinoises, que le gouvernement projetait de porter à 25 %, a été suspendue mais il est impossible d'exclure la possibilité de voir le gouvernement américain durcir sa position sur le sujet.

Marchés émergents

Après avoir connu une croissance soutenue et synchronisée en 2017, les marchés émergents ont pâti du resserrement de la politique monétaire de la Fed en 2018. Ce cycle de resserrement s'est traduit par une forte hausse du dollar et par un durcissement des conditions de financement dans les marchés émergents, ce qui a globalement pesé sur la demande intérieure et sur les performances des actifs des marchés émergents. Par ailleurs, en premier lieu à cause des différents conflits commerciaux lancés par le gouvernement de Donald Trump, la croissance du commerce mondial a fortement ralenti, notamment au premier semestre 2018 : les volumes d'échange sont passés de 5,4 % en 2017 à 3,8 % en 2018. Cela s'est traduit par un arrêt de la reprise de la croissance dans les marchés émergents. La croissance a globalement stagné à son niveau de 2017. En outre, certains pays ont

rencontré des difficultés, à l'instar de l'Argentine et de la Turquie.

En Argentine, la banque centrale a contré la crise du peso par de fortes hausses de taux (jusqu'à 60 % !), par de fortes coupes budgétaires et par un programme d'aide financière de USD 57 milliards. Dans le sillage de ces mesures, le PIB s'est contracté de 2,3 % en 2018. Il s'agit d'une baisse de plus de 5 points de pourcentage par rapport à 2017 dans un contexte marqué par une inflation galopante. En Turquie, la surenchère dans le conflit avec les États-Unis, les doutes sur l'indépendance de la banque centrale, la part élevée de la dette aux mains de créanciers étrangers et les sanctions commerciales qui en découlent ont provoqué un effondrement du taux de change de la lire et des marchés financiers turcs. La croissance du PIB a ralenti de plus de moitié en 2018 et la contraction semble se poursuivre. Au Brésil, le nouveau président controversé Jair Bolsonaro a pris ses fonctions alors que les marchés semblent lui accorder le bénéfice du doute. Les marchés actions ont bien réagi et le cours du real brésilien a légèrement augmenté.

En Asie, l'attention du marché s'est concentrée sur la Chine, qui pâtit du resserrement des conditions de financement opéré par les autorités réglementaires et du conflit commercial qui l'oppose aux États-Unis. Le gouvernement a dans un premier temps mis en place de nouveaux droits de douane et a adopté de nouvelles mesures de représailles, avant que les deux parties acceptent de retourner à la table des négociations en décembre. La croissance chinoise a ralenti et, dernièrement, les obstacles qui freinent le commerce sont devenus plus visibles. L'Inde a poursuivi son redressement au premier semestre 2018, mais elle n'a pas su maintenir ce rythme effréné au second semestre. Malgré la hausse des cours du pétrole jusqu'au quatrième trimestre 2018, l'inflation reste assez timorée en Inde. Parallèlement, le gouverneur de la banque centrale indienne a démissionné. Les rumeurs font état d'une passe d'armes avec le Premier ministre Narendra Modi sur l'indépendance de la banque centrale. Enfin, l'économie russe a terminé sur une bonne note au quatrième trimestre, même si le taux de croissance en 2018 sera largement similaire à celui de 2017. Contre toute attente, la banque centrale russe a relevé son taux directeur à deux reprises depuis la mi-septembre 2018.

Evolution des principaux indices de marché en 2018

TAUX	3 mois	10 ans			
	USA	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2017	1,69%	2,41%	0,04%	0,78%	0,42%
31/12/2018	2,81%	2,69%	-0,01%	0,71%	0,24%
Variation (En point de base)	+111 bps	+28 bps	-5 bps	-8 bps	-18 bps

ACTIONS	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	EuroStoxx 50
31/12/2017	2 673,61	22 764,94	5 312,56	12 917,64	3 503,96
31/12/2018	2 506,85	20 014,77	4 730,69	10 558,96	3 001,42
Variation (En %)	-6,24%	-12,08%	-10,95%	-18,26%	-14,34%

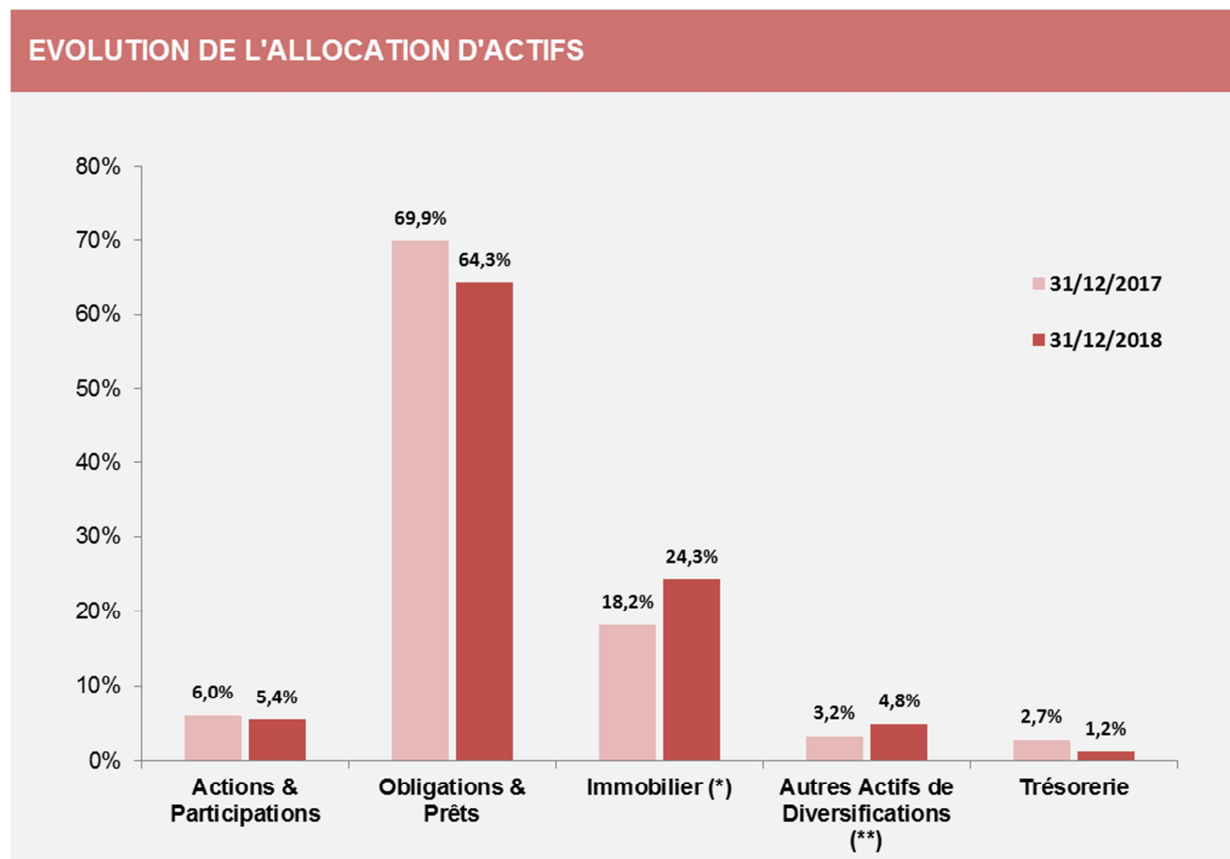
DEVICES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2017	1,20	112,69	135,28
31/12/2018	1,15	109,66	125,62
Variation (En %)	-4,61%	-2,69%	-7,14%

Source : Bloomberg

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 31/12/2018

578,17 millions d'euros (valeur boursière)



(*) Immobilier hors foncières cotées

(**) Private Equity, Hedge Fund et Dette Privée

Dans la continuité de la stratégie mise en place ces dernières années, le principal objectif de la politique de placement a été de limiter la baisse des taux de rendement du portefeuille.

La part des obligations représente à fin 2018 plus de 64% du portefeuille. Nous avons privilégié cette année les investissements sur les obligations d'entreprises non financières et les emprunts d'Etat.

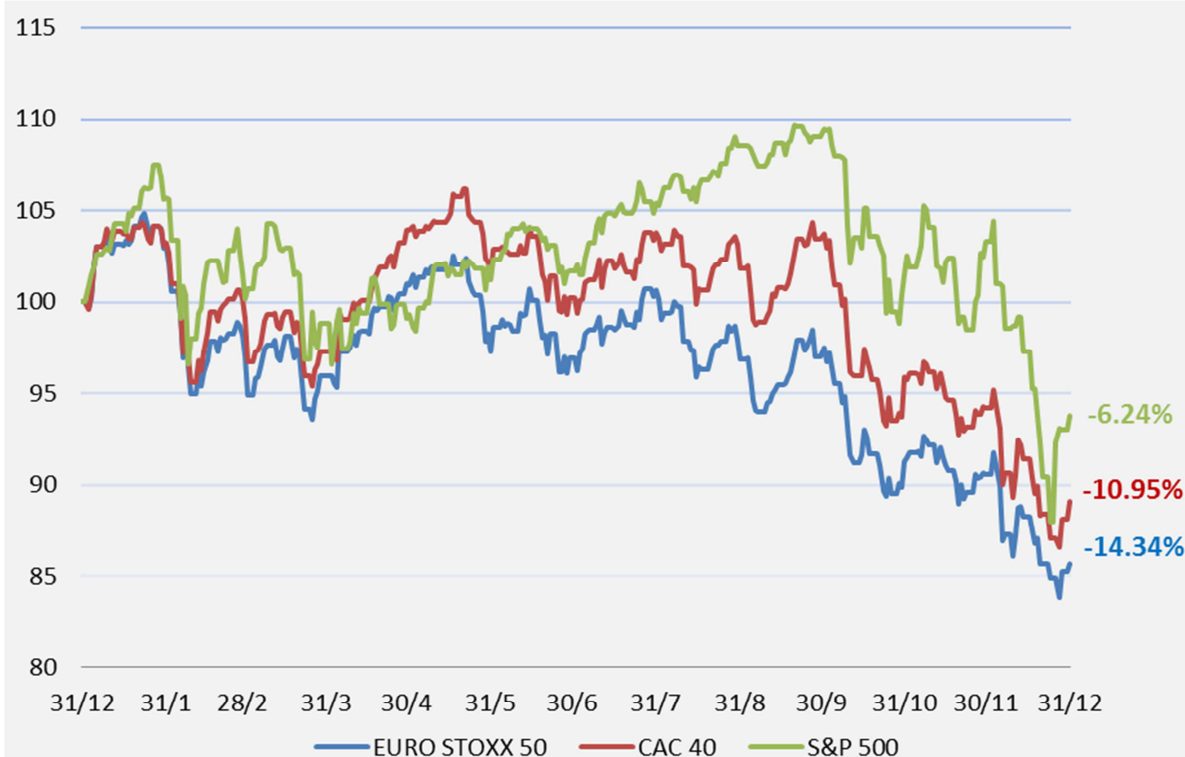
Avec des taux du marché obligataire en zone euro faibles, la recherche de rendement sans dégrader le profil de risque de crédit du portefeuille a été un enjeu majeur.

Le poids des actions a diminué passant de 6% à 5,4% au profit des autres actifs de diversification. Cette exposition a permis au fonds de mieux résister à la baisse des marchés actions sur l'année. Une stratégie de couverture a été mise en place afin de protéger le portefeuille contre une forte baisse des marchés actions.

La proportion d'actifs immobiliers est en hausse et représente plus de 24% du portefeuille. Nous conservons une gestion active de cette poche afin de préserver son potentiel de rendement.

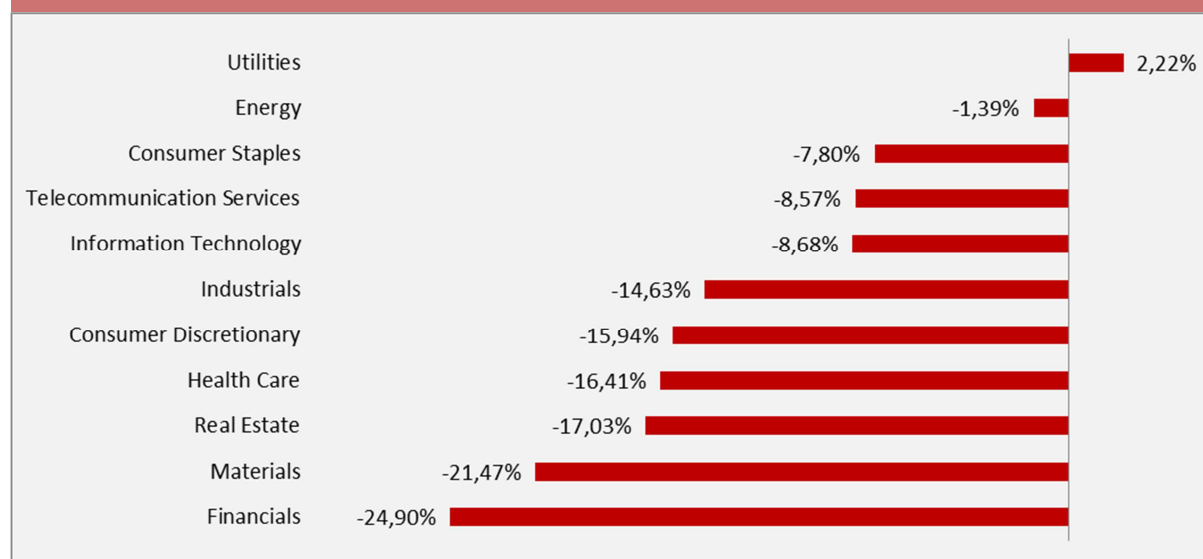
- La politique de gestion actions

EVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS EN 2018



Sur une base 100 au 31 décembre 2017

EVOLUTION SECTORIELLE DE L'INDICE MSCI EMU



Au cours de l'année 2018, nous avons assisté à une forte baisse des marchés actions. Cette tendance a été très marquée le dernier trimestre et portée par des tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Chine ainsi qu'en Europe avec le budget italien et les négociations pour le Brexit.

Dans ce contexte, notre politique de gestion a consisté à se positionner sur des secteurs à dividendes élevés et à potentiel de revalorisation.

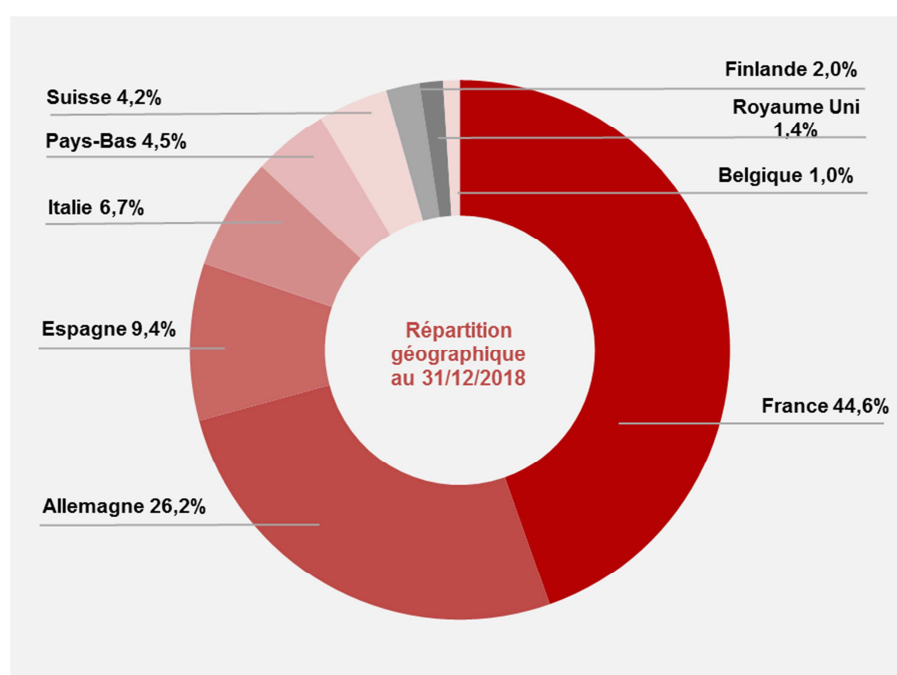
Nos investissements sur l'année ont majoritairement concerné les secteurs des financières et de l'énergie, qui offrent des niveaux de dividendes élevés. Nous avons également renforcé le secteur des services aux collectivités.

Par ailleurs, nous avons profité de niveaux de valorisations élevés pour alléger notre exposition à certains secteurs tels que celui des biens et des matériaux.

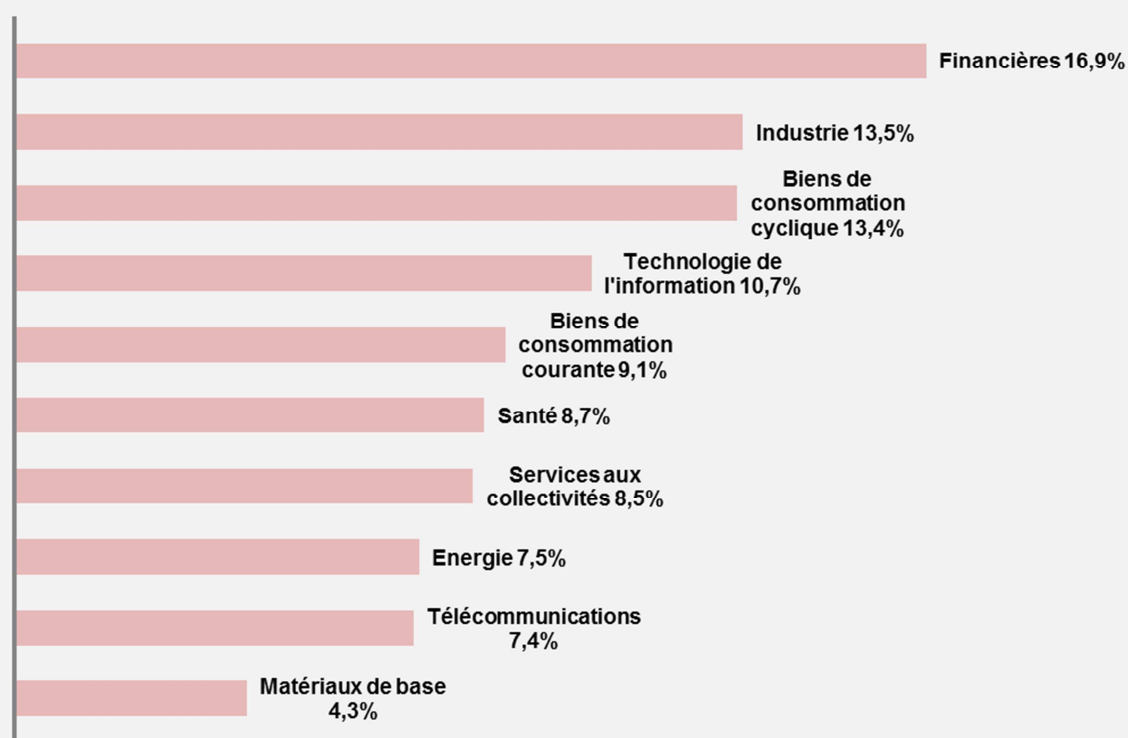
Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 31/12/2018

Premières lignes actions

ACTIONS
BANCO SANTANDER SA
ALLIANZ SE-REG
SANOFI
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG
TOTAL SA
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI
SIEMENS AG-REG
IBERDROLA SA
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES
FRESENIUS SE & CO KGAA

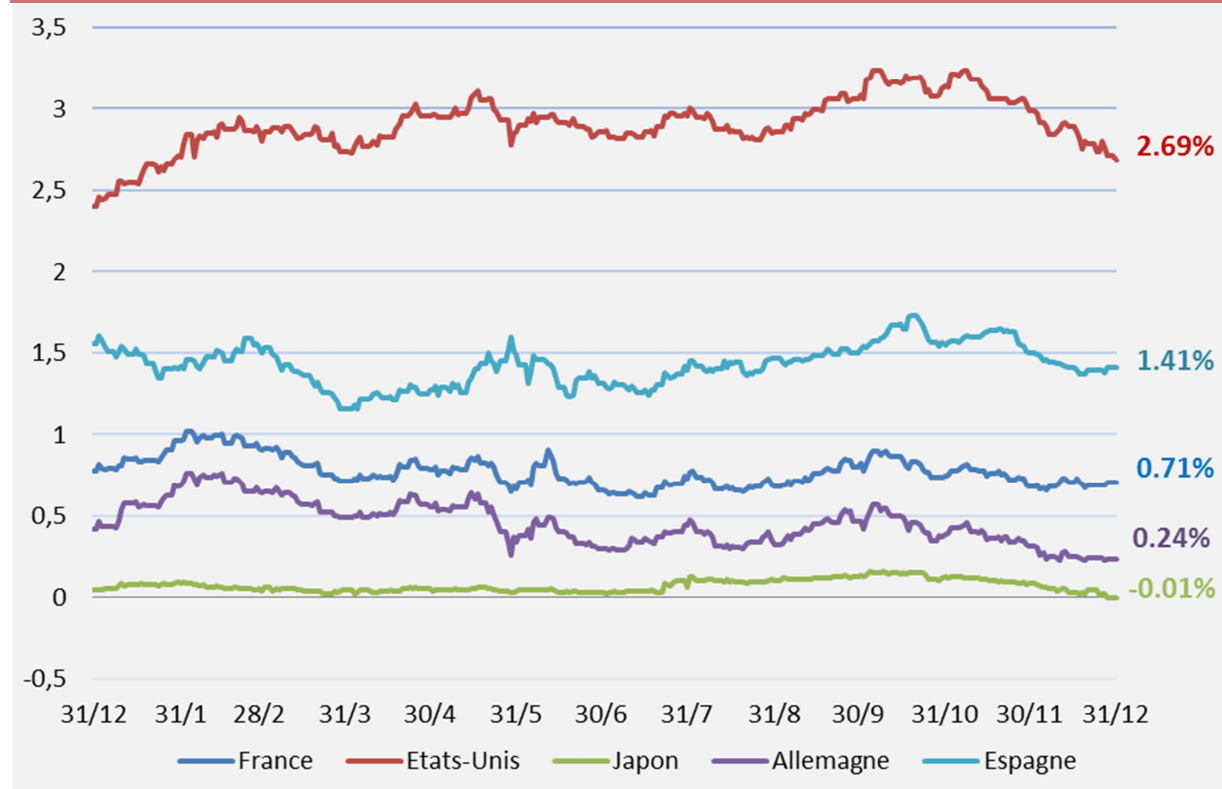


RÉPARTITION SECTORIELLE AU 31/12/2018



- La politique de gestion obligataire

LES MARCHES OBLIGATAIRES (TAUX 10 ANS) EN 2018



Malgré un environnement macroéconomique solide (croissance mondiale désynchronisée mais robuste, inflation stabilisée), l'année 2018 aura été une année préoccupante avec la matérialisation de risques déjà identifiés en 2017 tant du côté économique (normalisation de la FED, fin des mesures non-conventionnelles de la BCE, ralentissement chinois, début d'inversion de la courbe du Trésor Américain et probabilité de récession américaine en hausse) que du côté politique (guerre commerciale sino-américaine, Brexit, élections italiennes et brésiliennes).

En termes d'allocation d'actifs, seules les obligations souveraines affichent des performances positives. L'année 2018 n'aura donc pas marqué la fin du « bull » market obligataire, malgré 4 hausses de taux de la FED. En revanche, le changement de régime se sera bien matérialisé sur le crédit Investment Grade et High Yield (« spreads » au plus haut depuis 2016).

Ainsi, nous avons profité de cet environnement volatil pour nous positionner à l'achat notamment durant les mois de juin, août et septembre 2018.

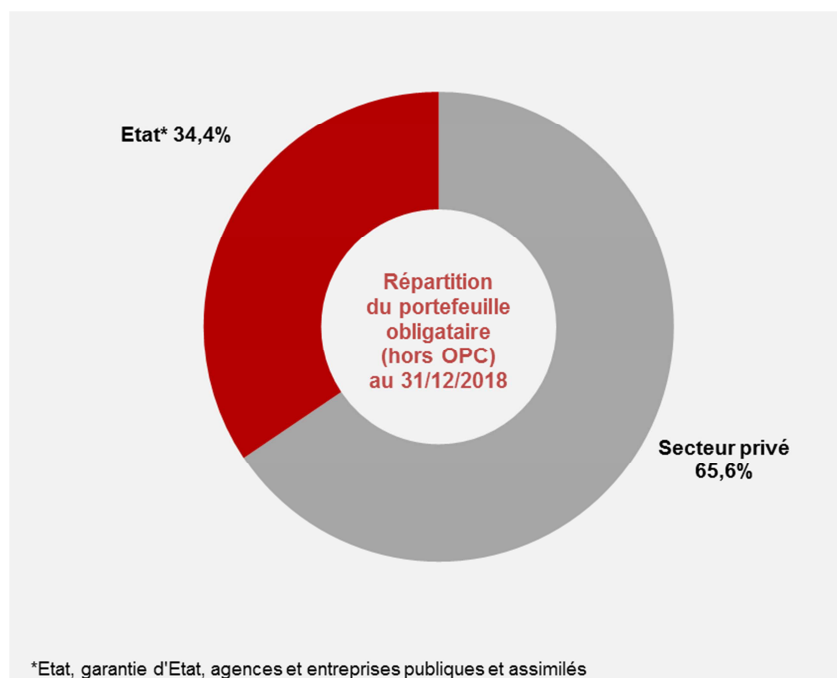
Les principaux achats de l'année ont porté sur des obligations d'entreprises principalement d'émetteurs européens du secteur non-financier dont la note est classée dans la catégorie "Investment Grade" (notation supérieure ou égale à BBB-). Nous avons également procédé à des achats d'emprunts d'Etats espagnols.

Notre processus d'investissement et de sélection de titres s'appuie sur les vues de la recherche macro-économique et de l'analyse crédit interne, ainsi que sur la valorisation relative des émissions et l'analyse du couple rendement sur capital sous Solvency 2.

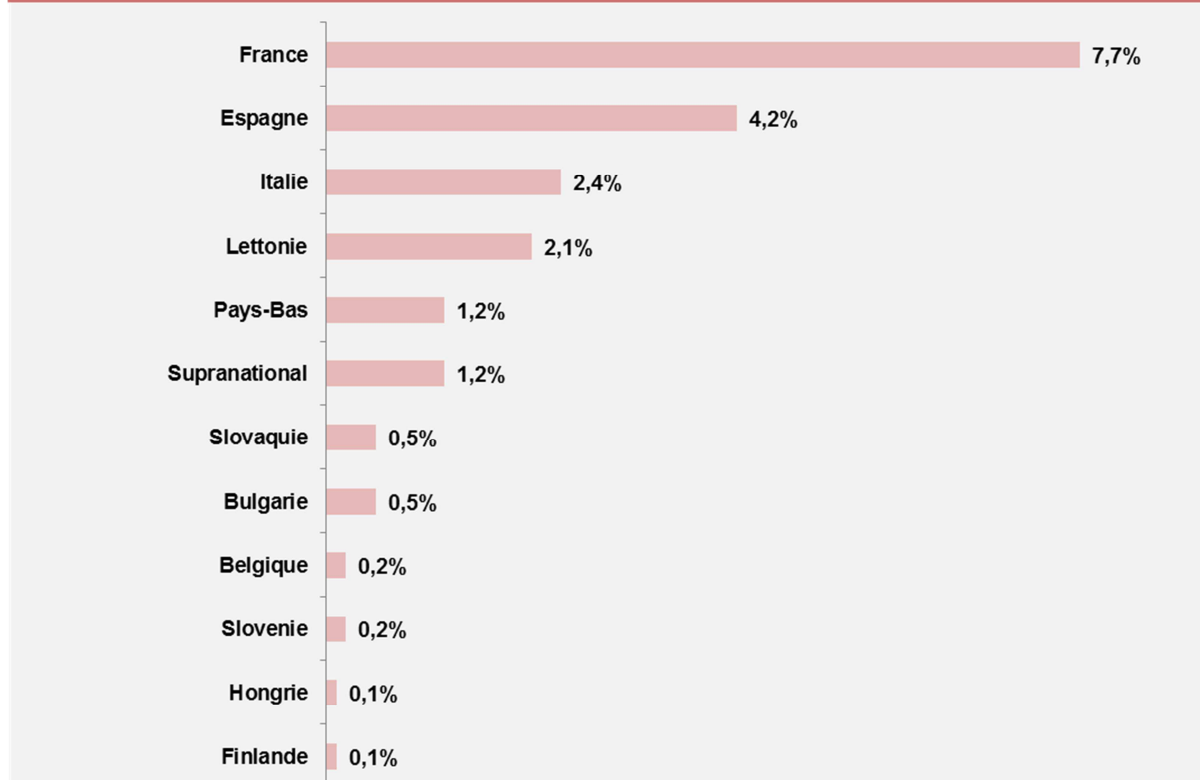
Le montant total de nos investissements nets (acquisitions – ventes) sur l'année s'élève à 29 millions d'euros.

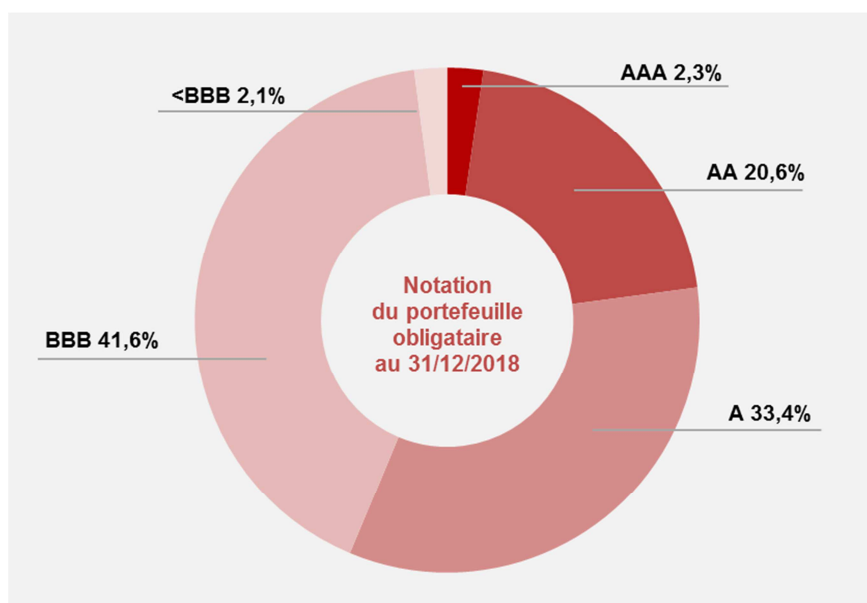
Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPC) au 31/12/2018

OBLIGATIONS
SPANISH GOV'T 5 3/4 07/30/32
REP OF LATVIA 2 1/4 02/15/47
MERLIN PROPRTIE 2.225 04/25/23
FRANCE O.A.T. 3 3/4 10/25/19
BASF SE 1 5/8 11/15/37
FRANCE O.A.T. 3 1/4 10/25/21
BTPS 5 08/01/34
CIE FIN FONCIER 2.77 05/23/33
VILLE DE PARIS 1 1/4 01/12/32
JPMORGAN CHASE 2 7/8 05/24/28

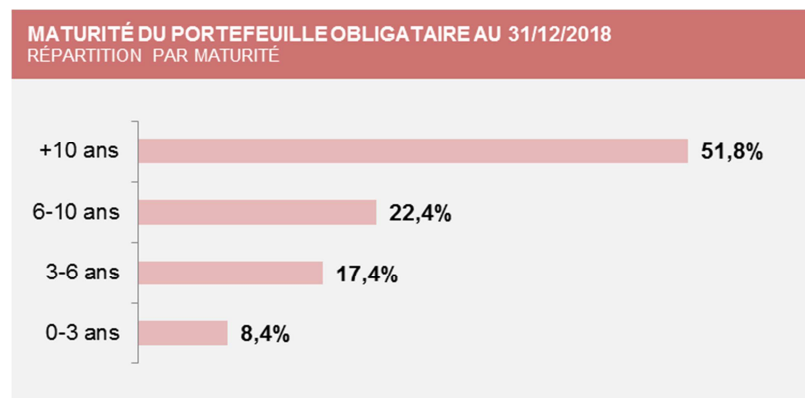


RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS OPC TAUX ET DÉRIVÉS) EN % DU TOTAL D'ACTIFS





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



DURATION* DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Duration au 31/12/2017	8,7
Duration au 31/12/2018	7,8

* Effective duration hors trésorerie

- La politique d'investissement immobilière

Données marché

Investissement

L'année 2018 a connu un volume d'investissement proche de son record absolu de 2007 avec 32.5 milliards d'euros investis dans l'immobilier non résidentiel. L'attractivité de la France se confirme, en particulier de l'Île-de-France avec 41% des investissements réalisés par des acteurs étrangers, contre 30% en moyenne sur ces dernières années.

Le marché des bureaux parisiens a été très actif, porté par les très grandes transactions. La logistique bénéficie également de ce climat favorable et attire les investisseurs, induisant une baisse significative des rendements pour les meilleurs actifs.

En matière de localisation, les investisseurs conservent une forte appétence pour les biens situés dans les quartiers centraux ainsi que sur les meilleurs pôles tertiaires du Grand Paris. Les localisations plus périphériques, pour lesquelles les rentabilités s'étaient fortement affaïssées ces dernières années, ont parfois plus de difficulté à sortir leur épingle du jeu, le couple rendement - risque n'étant plus aussi favorable.

Dans ce contexte, notre politique d'investissement immobilière s'oriente notamment vers des opérations nous permettant de satisfaire nos critères de rentabilité et de sécurité avec, d'une part, des investissements portant sur des actifs «Core» très bien situés et bénéficiant d'un potentiel de création de valeur locative, et d'autre part, une diversification géographique avec des projets de développement à fort potentiel de création de valeur afin de préserver la richesse à long terme de nos portefeuilles immobiliers.

Activité locative

Avec 2 504 400 m² commercialisés tout au long de l'année 2018, le marché des bureaux franciliens affiche une légère baisse de 5 % sur un an, mais reste à un niveau largement supérieur à la moyenne décennale (2 274 000 m²).

Le créneau des grandes surfaces (plus de 5 000 m²) diminue de 13 % et avoisine 982 400 m² pour 81 transactions. Le repli est essentiellement lié à un

nombre plus limité de transactions de plus de 20 000 m² (-30 % sur un an). Les moyennes surfaces (1 000 – 5 000 m²), quant à elles, prennent le relais et dynamisent le marché, en progression de 8 % par rapport à 2017. Représentant pas moins de 1 522 000 m² et 61 % du volume global en 2018, les petites et moyennes surfaces constituent un socle de marché et se placent nettement au-dessus de la moyenne décennale.

De manière générale, le repli constaté en Île-de-France se répercute sur la majorité des secteurs géographiques. Mais ce phénomène est à nuancer car les volumes placés restent particulièrement élevés et pour la grande majorité sont en ligne ou supérieurs à la moyenne décennale.

On note tout de même de belles progressions telles que celles de la Couronne Nord, principalement due à la faiblesse du créneau des grandes surfaces depuis le début de l'année. L'offre à un an poursuit sa diminution (-8 % sur un an) mais maintient un niveau élevé avec 4,0 millions de m² disponibles au 1^{er} janvier 2019. La part des locaux neufs et restructurés est en diminution et ne représente que 23 % de l'offre totale. Cela s'explique notamment par le niveau particulièrement élevé des pré-commercialisations en Île-de-France. Dans ce contexte, le taux de vacance poursuit sa tendance baissière et connaît son niveau le plus bas en 10 ans avec une moyenne francilienne de 5,5 % au T4 2018 (contre 6,0 % à la même période en 2017). La capitale affiche également un taux de disponibilité historiquement bas (2,5 %), tout comme La Défense (4,6 %) qui n'avait pas atteint ce niveau depuis 2009. La faible vacance francilienne a provoqué une hausse globale des loyers moyens de +5 % sur 2 ans. Nous ne voyons pas de risque à court terme sur le marché Francilien et plus particulièrement Parisien.

Nous continuons d'appliquer notre politique de rapprochement avec nos locataires en discutant et renouvelant les baux par anticipation. Ainsi que notre politique de création de valeur lors des restructurations de certains de nos immeubles et la remise sur le marché à des valeurs beaucoup plus élevées.

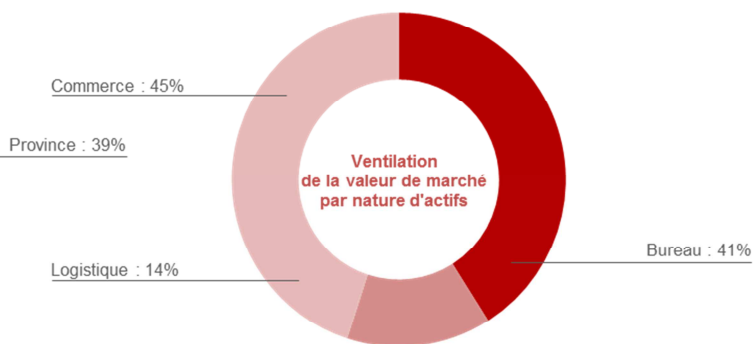
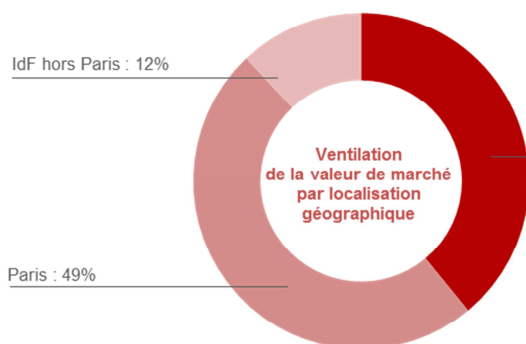
Constitution du portefeuille

A fin 2018, le portefeuille conserve sa diversification tant d'un point de vue typologique que géographique. Nous avons investi 45 M€ sur des actifs immobiliers de bureaux et de commerces.

Le patrimoine immobilier du portefeuille représente 138 M€ et se répartit entre 45% de

commerces, 41% de bureaux et 14% d'actifs logistiques.

De par sa constitution et les actions menées par notre société de gestion, le patrimoine immobilier offre ainsi un rendement récurrent pérenne.



Intégration de critères extra-financiers dans la gestion d'actifs

Generali applique pour sa gestion directe d'actifs financiers un filtre éthique incontournable en excluant les titres de sociétés impliquées dans des atteintes aux droits de l'homme, des affaires de corruption, des armes controversées et des dommages environnementaux, notamment avec l'exclusion du secteur du charbon¹.

Parallèlement, Generali entreprend et développe, à l'échelle internationale, le dialogue avec les émetteurs sur la base de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour contribuer à une transition juste et créatrice de valeur.

Generali France s'est également engagé dans une démarche d'Investissement Socialement Responsable (ISR) en se dotant en 2010 d'une méthodologie interne d'analyse des actifs financiers.

Cette méthodologie vise à identifier toutes les sociétés qui respectent les critères ESG de Generali, prouvant ainsi leur solidité et leur capacité à créer de la richesse. Les enjeux ESG différant selon les activités, le choix des critères extra-financiers ainsi que leur pondération sont adaptés à chaque secteur économique.

L'analyse de chaque entreprise permet de lui attribuer, de manière objective, une note et un classement selon ses performances en matière d'ESG. Une société est considérée comme conforme à la démarche d'Investissement Socialement Responsable lorsque son score global est supérieur à la moyenne de son secteur d'activité.

Les résultats de ces analyses sont ensuite partagés avec les gérants de portefeuille. Ce qui leur permet d'examiner et d'intégrer aux décisions d'investissements un ensemble de critères extra-financiers pouvant avoir un impact à moyen et long terme sur la performance économique et financière des actifs.

Au 31 décembre 2018, 98.4% de l'encours des actions et 55.5% de celui des obligations d'entreprises du portefeuille sont suivis et analysés à l'aune des critères extra-financiers retenus comme pertinents pour chacun des 27 secteurs d'activités analysés.

Les obligations d'Etats sont également couvertes à 99% par une analyse ESG avec l'aide de l'agence de notation extra-financière Sustainalytics.

Generali France a fait progresser aussi ses encours en obligations vertes de +65% en 2018.

Sur l'encours total couvert par une analyse ESG, 82,7% des actifs financiers du fonds euro Netissima sont conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe Generali.

En ce qui concerne les investissements en immobilier, la politique de gestion de Generali France s'inscrit dans une démarche de développement durable depuis les années 2000. Toutes certifications confondues, plus de 61% des surfaces locatives de bureaux gérées par Generali Real Estate sont certifiées.

Generali Real Estate est par ailleurs membre fondateur de l'initiative CIRCOLAB, destinée à promouvoir et favoriser le recyclage des matériels et matériaux issus des opérations de rénovation ou de déconstruction.

¹ L'exclusion pour tout nouvel investissement vise les entreprises dont 30% du chiffre d'affaire provient du charbon ; les entreprises dont 30% de l'énergie produite est issue du charbon ; les entreprises minières produisant plus de 20 millions de tonnes de charbon par an ; les entreprises identifiées par Urgewald dans le Top 120 des centrales à charbon.