

**Generali Patrimoine**



# Netissima

Rapport annuel au 31/12/2019

## 1. L'environnement économique et financier 2019

Les tensions commerciales de plus en plus vives entre la Chine et les États-Unis et les inquiétudes persistantes quant à un Brexit sans accord ont pesé sur l'activité mondiale durant la majeure partie de l'année 2019. Les nouveaux droits de douane annoncés en mai et en août ont miné le commerce bilatéral entre la Chine et les États-Unis et ont pesé sur les chaînes d'approvisionnement du monde entier, et sur les relations internationales de manière plus générale. Le taux de croissance annuel du volume mondial des biens échangés est passé en territoire négatif à la fin de l'été, se repliant à -2 % en rythme annuel en octobre. L'activité manufacturière mondiale a été la plus durement touchée. Le taux de croissance annuel de la production industrielle chinoise s'est replié à son plus bas niveau depuis 17 ans durant l'été, tandis que la production industrielle s'est contractée dans la zone euro tout au long de l'année.

À l'automne, les incertitudes commerciales ont commencé à s'atténuer et le Royaume-Uni est parvenu à éviter une sortie de l'Union européenne sans accord le 31 octobre, dans un contexte marqué par ailleurs par la perspective de plus en plus probable d'un accord commercial provisoire entre les États-Unis à la Chine.

Les grandes économies sont encore protégées par la résilience de leur marché de l'emploi. Le maintien du taux d'emploi et la hausse des salaires (en particulier aux États-Unis) soutiennent en effet la vigueur de la consommation. Les indicateurs globalement solides du secteur tertiaire, qui représente la majeure partie des économies développées, reflètent également cette tendance.

La dégradation des perspectives économiques et la recrudescence des risques liés à la guerre commerciale et à la révision à la baisse des prévisions d'inflation ont déclenché un revirement à 180° des politiques monétaires des grandes banques centrales en 2019, comme en atteste l'inversion du cycle de normalisation de la Fed. Dans les régions émergentes, de nombreuses banques centrales (Chine, Brésil, Russie, Turquie et Afrique du Sud, par exemple) ont par ailleurs assoupli leurs politiques monétaires pour faire face aux difficultés économiques de plus en plus fortes aux quatre coins du monde.

### Zone euro

L'activité économique dans la zone euro a fléchi durant la majeure partie de l'année, mais elle a montré des signes de stabilisation au dernier trimestre. La principale entrave provient du secteur manufacturier, très sensible aux exportations, qui a fortement pâti d'une conjoncture morose et des incertitudes de plus en plus fortes. Les inquiétudes liées à la guerre commerciale sino-américaine et la perspective d'un Brexit brutal, avec le lot d'incertitudes que cela entraînerait, expliquent en grande partie ce ralentissement. Le secteur manufacturier est entré en récession et la production a, selon toute vraisemblance, reculé de 1,5 % en 2019. Cela étant, la vigueur de l'activité à l'intérieur de la zone a permis d'atténuer l'impact du ralentissement de l'activité mondiale et a permis au vieux continent d'éviter une récession. Pour autant, l'activité économique de la zone euro a également pâti du ralentissement de l'économie mondiale. Les prévisions liées à la production ont également été révisées nettement à la baisse, ce qui a pesé sur l'investissement. En outre, la croissance du taux d'emploi a ralenti, ce qui a entravé la reprise dans la région. Le taux de croissance de la production globale est passé de 1,9 % en 2018 à 1,2 % en 2019, selon toute vraisemblance.

L'inflation globale a progressé de 1,2 % en moyenne en rythme annuel en 2019. C'est 50 pb de moins que la moyenne de l'année précédente et cela reflète à la fois le ralentissement de l'économie et l'atténuation de l'effet de base lié aux prix de l'énergie. Après la fin de son programme de rachats d'actifs fin 2018, la BCE a conformément au discours de son président Mario Draghi à Sintra s'est engagée sur des mesures plus audacieuses. Le taux de dépôt a été abaissé de 10 pb (-0,50%), le Quantitative Easing a redémarré en novembre avec un volume mensuel de 20 milliards d'euros et les conditions du programme de refinancement à long terme (TLTRO) ont été assouplies. Plus important encore, les deux premières mesures ne seront déployées que lorsque les perspectives de l'inflation sous-jacente s'amélioreront de manière durable. En conditionnant sa politique à l'évolution de l'inflation, la BCE s'engage à soutenir l'inflation et à mener une politique ultra accommodante dans les prochains mois.

#### Etats-Unis

Le PIB a progressé de 2,1 % en rythme annualisé au troisième trimestre 2019, une croissance plus lente qu'au premier semestre, mais toujours supérieure au taux tendanciel. La consommation résiste bien grâce à la vigueur du marché de l'emploi (le taux de chômage ressortait à 3,5 % au quatrième trimestre, soit son plus bas niveau depuis 50 ans) et la faible inflation a soutenu les salaires réels. Les dépenses d'investissement sont restées faibles, pâtissant de l'incertitude entourant la politique commerciale du gouvernement américain et de l'érosion de la rentabilité des entreprises, malgré des conditions de financement particulièrement favorables. Le fort endettement des entreprises reste un sujet de préoccupation mais l'extrême faiblesse des taux d'intérêt permet d'alléger le poids de la dette.

Les derniers mois de l'année 2019 ont été marqués par une actualité plus encourageante sur le front du commerce mondial puisque la Chine et les États-Unis sont parvenus à un accord a minima, ce qui a incité le gouvernement américain à réduire certains droits de douane. Pour autant, les deux pays doivent encore trouver un compromis sur les différences stratégiques importantes qui les opposent en ce qui concerne leur politique respective relative aux technologies. Les négociations s'annoncent houleuses. Cela n'aidera pas à dissiper les incertitudes à court terme. En octobre, la Fed a abaissé ses taux d'intérêt pour la troisième fois de l'année. Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que la banque centrale américaine n'interviendrait pas à court terme car les risques d'un ralentissement de l'économie ont diminué et que la situation du marché de l'emploi est satisfaisante. Cela étant, le taux d'inflation sous-jacente s'est une

fois de plus révélé inférieur à l'objectif de 2 % fixé par la Fed et les prévisions d'inflation calculées à partir des prix des actifs restent faibles.

#### Marchés émergents

Le conflit commercial sino-américain a eu des répercussions sur les marchés émergents et a pesé sur la production manufacturière. La production industrielle a continué à se contracter en Asie, tout comme la croissance des PIB. La hausse des prix à la consommation a ralenti, à l'exception de certaines denrées alimentaires. Enfin, le revirement de la Fed en matière de politique monétaire a permis à la quasi-totalité des pays d'Asie d'abaisser leurs taux directeurs. En Amérique latine, l'Argentine est une nouvelle fois engluée dans une crise de la dette. En août, le pays a imposé des contrôles sur les capitaux et annoncé une restructuration de sa dette. Cette décision implique des défis considérables pour le gouvernement du nouveau président, Alberto Fernández. Le PIB a continué à se contracter, quoiqu'à un rythme moins rapide qu'auparavant et l'inflation reste très forte. Face au ralentissement de l'économie mondiale, les exportations brésiliennes ont également baissé, tout comme la production industrielle du pays. Le taux de croissance du PIB est cependant resté stable et l'inflation a pu être maîtrisée. La banque centrale a elle aussi abaissé son taux directeur. Le Mexique a suivi l'exemple, la croissance de son PIB ayant tendance à stagner, tandis que l'inflation a ralenti. En Turquie, le PIB a légèrement progressé au troisième trimestre alors que l'inflation a ralenti tout au long de l'année. Enfin, en Russie, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire et de la politique budgétaire, l'inflation a commencé à ralentir, alors que le PIB a légèrement progressé au troisième trimestre.

#### Evolution des principaux indices de marché en 2019

TAUX	3 mois	10 ans			
	USA	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2018	2,81%	2,69%	-0,01%	0,71%	0,24%
31/12/2019	1,91%	1,92%	-0,02%	0,12%	-0,19%
Variation (En point de base)	-90 bps	-77 bps	-1 bps	-59 bps	-43 bps

ACTIONS	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	EuroStoxx 50
31/12/2018	2 506,85	20 014,77	4 730,69	10 558,96	3 001,42
31/12/2019	3 230,78	23 656,62	5 978,06	13 249,01	3 745,15
Variation (En %)	28,88%	18,20%	26,37%	25,48%	24,78%

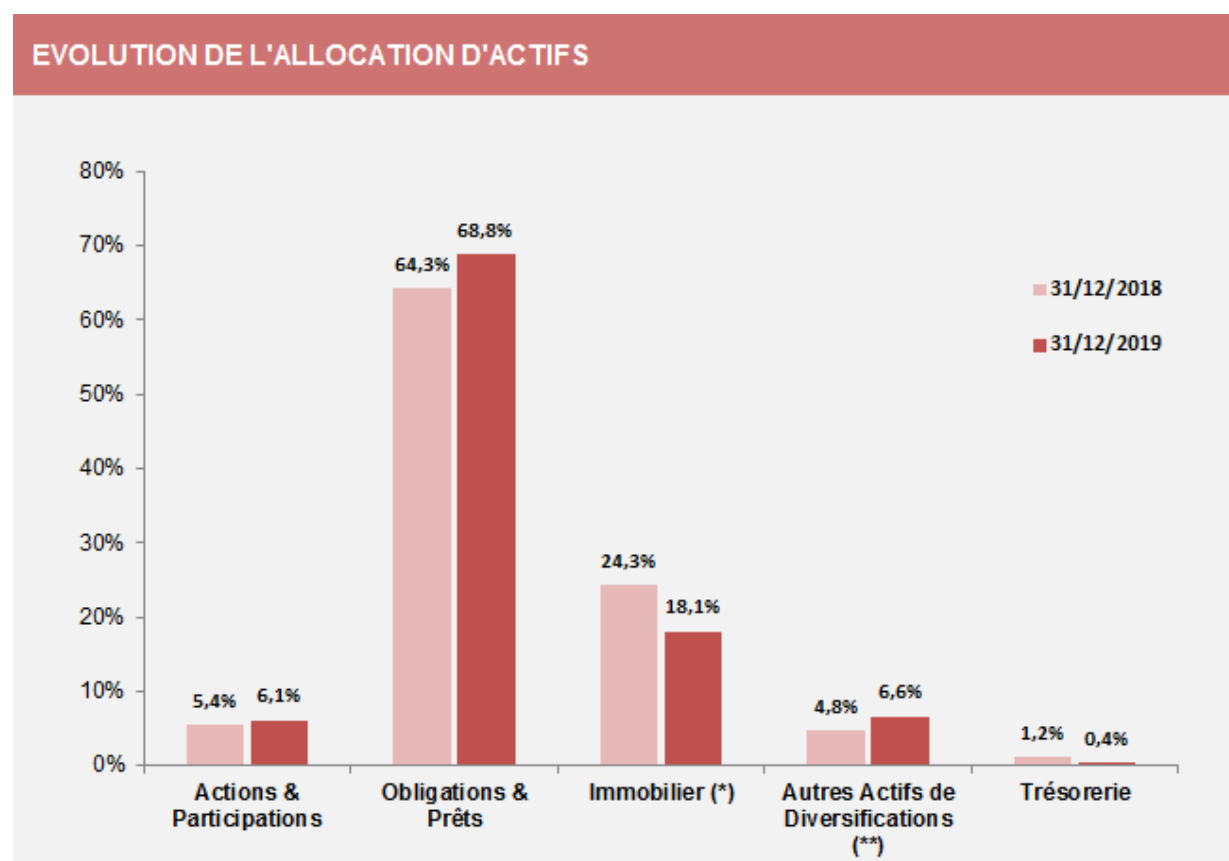
DEVICES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2018	1,15	109,69	125,65
31/12/2019	1,12	108,61	121,82
Variation (En %)	-2,22%	-0,98%	-3,05%

Source : Bloomberg

## 2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 31/12/2019

743,65 millions d'euros (valeur boursière)



(\*) Immobilier hors foncières cotées

(\*\*) Private Equity, Hedge Fund et dette privée

Dans un contexte de taux très bas jusqu'à négatifs sur 2019, notre politique de gestion s'est adaptée à cet environnement en renforçant la diversification de nos investissements et tout en restant prudente.

Pour soutenir la rentabilité du portefeuille obligataire et rapprocher la durée des actifs de celle de nos engagements, la durée du portefeuille obligataire a été allongée en début d'année pour s'établir à 9,2 ans à fin 2019. Les investissements obligataires ont été réalisés, pour environ 35%, sur des emprunts d'Etats en Europe notamment en Belgique, et aussi très modérément sur les pays

émergents. Les deux tiers des investissements obligataires se sont orientés vers le secteur privé, majoritairement sur des obligations non financières. D'autre part, une partie des obligations d'Etat françaises (OAT) en portefeuille sont prêtées à diverses contreparties bancaires afin de bénéficier d'un supplément de revenu. La qualité de signature du portefeuille obligataire a été préservée et le rating moyen reste stable par rapport à 2018 (BBB+).

L'exposition actions a bénéficié d'un marché porteur cette année. Dans ce contexte, nous nous sommes positionnés sur des entreprises à dividendes élevés ayant une réelle perspective de

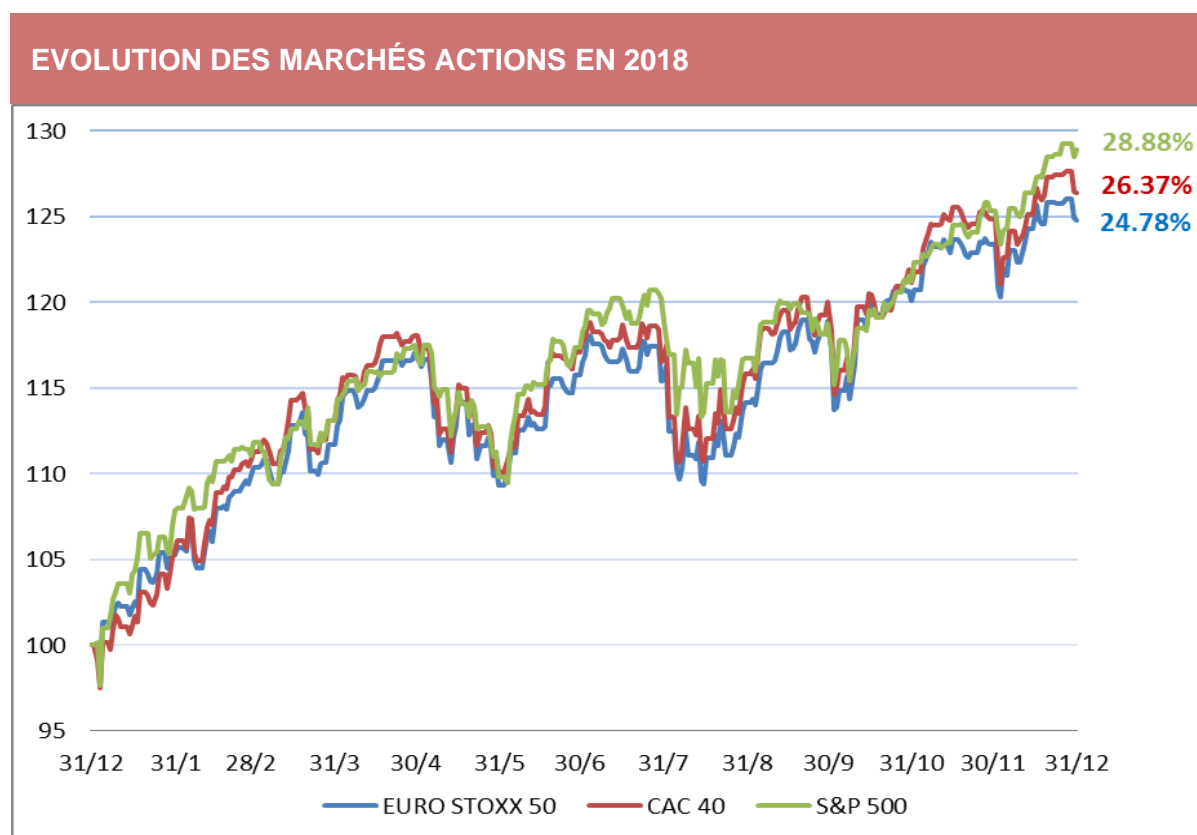
croissance et de revalorisation tout en profitant de cet environnement de marché pour alléger certaines positions qui comportaient un risque potentiel de provisionnement. Nous avons aussi, moyennant un coût raisonnable, renforcé nos couvertures (options de ventes et ventes à terme) afin de préserver la richesse de nos portefeuilles et de conserver la diversification tout en réduisant le risque.

Grâce au déploiement de la stratégie multi-boutique du Groupe, la diversification des portefeuilles s'intensifie notamment au travers de financements de dettes des pays émergents ou de dettes d'entreprises. Le Private Equity est une classe d'actif qui continue aussi de progresser au fur et à mesure des appels de fonds et des engagements pris sur cette classe d'actif, afin d'apporter un relai de croissance à terme pour le portefeuille.

Dans cet environnement de taux bas, notre politique d'investissement immobilière consiste à rechercher des opérations nous permettant de satisfaire nos critères de rentabilité et de sécurité des flux à long terme. L'objectif est également de valoriser notre patrimoine existant en pérennisant les loyers et en poursuivant la démarche «Haute Qualité Environnementale».

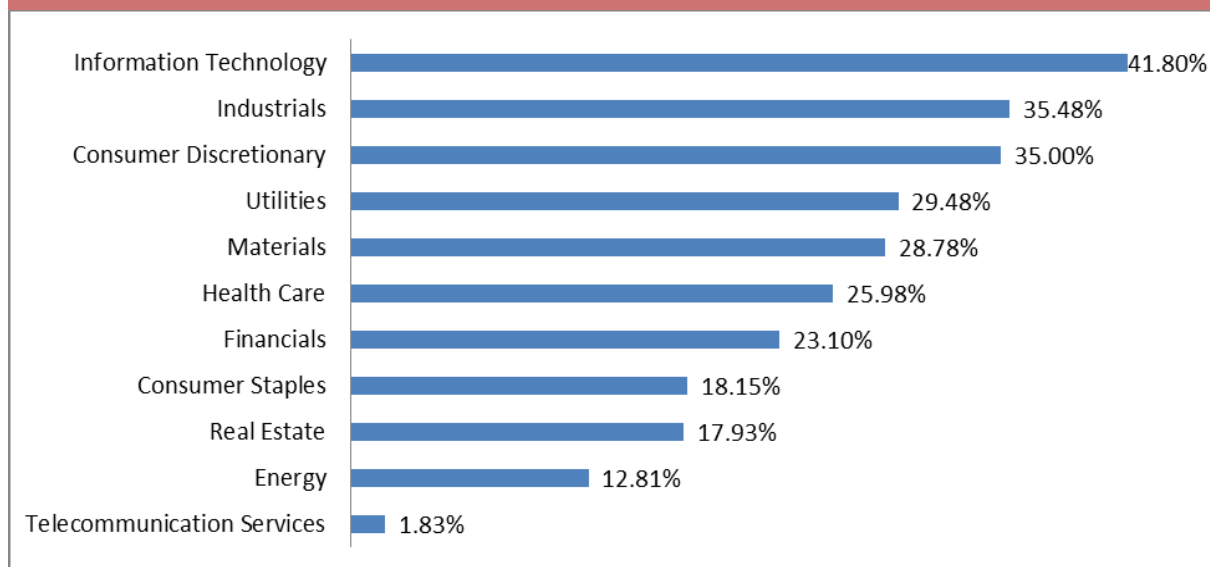
La trésorerie a été régulièrement investie tout au long de l'année afin de soutenir le rendement courant du portefeuille et de conserver le montant correspondant à nos seuls besoins opérationnels.

- La politique de gestion actions



Sur une base 100 au 31 décembre 2017

#### EVOLUTION SECTORIELLE DE L'INDICE MSCI EMU



Contrairement à l'année 2018, les marchés actions mondiaux se sont inscrits en fortes hausses en 2019, saluant les mesures accommodantes des Banques Centrales.

Les rendements à 10 ans se sont effondrés, les prix de l'or se sont redressés et les cours pétroliers ont progressés de plus de 10\$ grâce aux réductions de stocks.

L'année a été marquée par deux événements majeurs: le risque d'un Brexit sans accord et la fin de l'escalade de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis, avec un accord de phase 1.

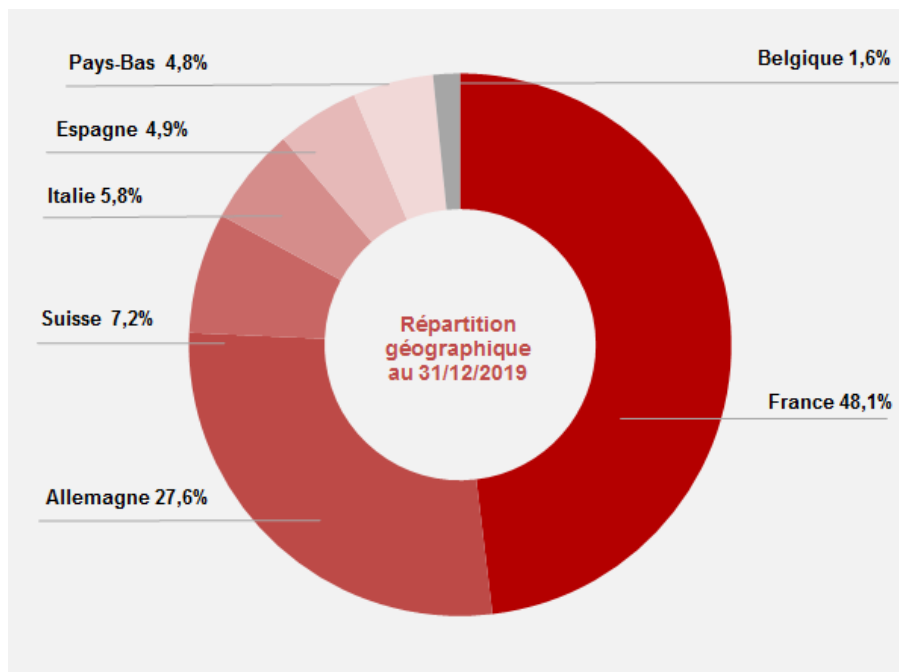
La dispersion des performances au niveau sectoriel sur l'année 2019 a été très forte avec les secteurs de la technologie, des industriels et de la consommation durable, en forte hausse (supérieure à 35%), alors que les télécommunications, le pétrole et les banques se sont distingués par leurs faibles performances (entre 0 et 8 %).

Nos investissements sur l'année ont majoritairement concerné les secteurs des financières et des télécommunications, du fait de leur faible valorisation et du dividende élevé. Nous avons également renforcé le secteur de la consommation durable, porté par les résultats positifs des entreprises et la croissance du PIB.

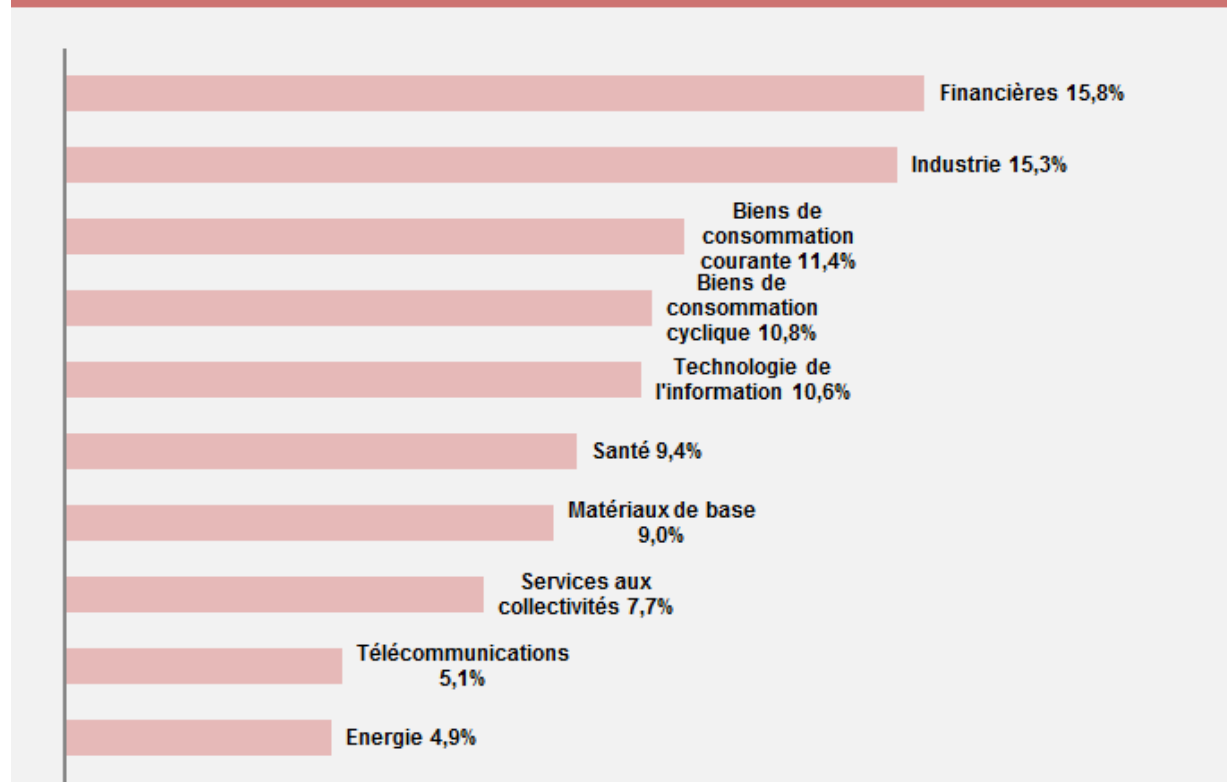
#### Répartition du portefeuille d'actions gérées en direct au 31/12/2019

Premières lignes actions

ACTIONS
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI
ALLIANZ SE-
SANOFI
ASML HOLDING NV
TOTAL SA
IBERDROLA SA
DEUTSCHE TELEKOM AG
ADIDAS AG
AXA SA
ENEL SPA

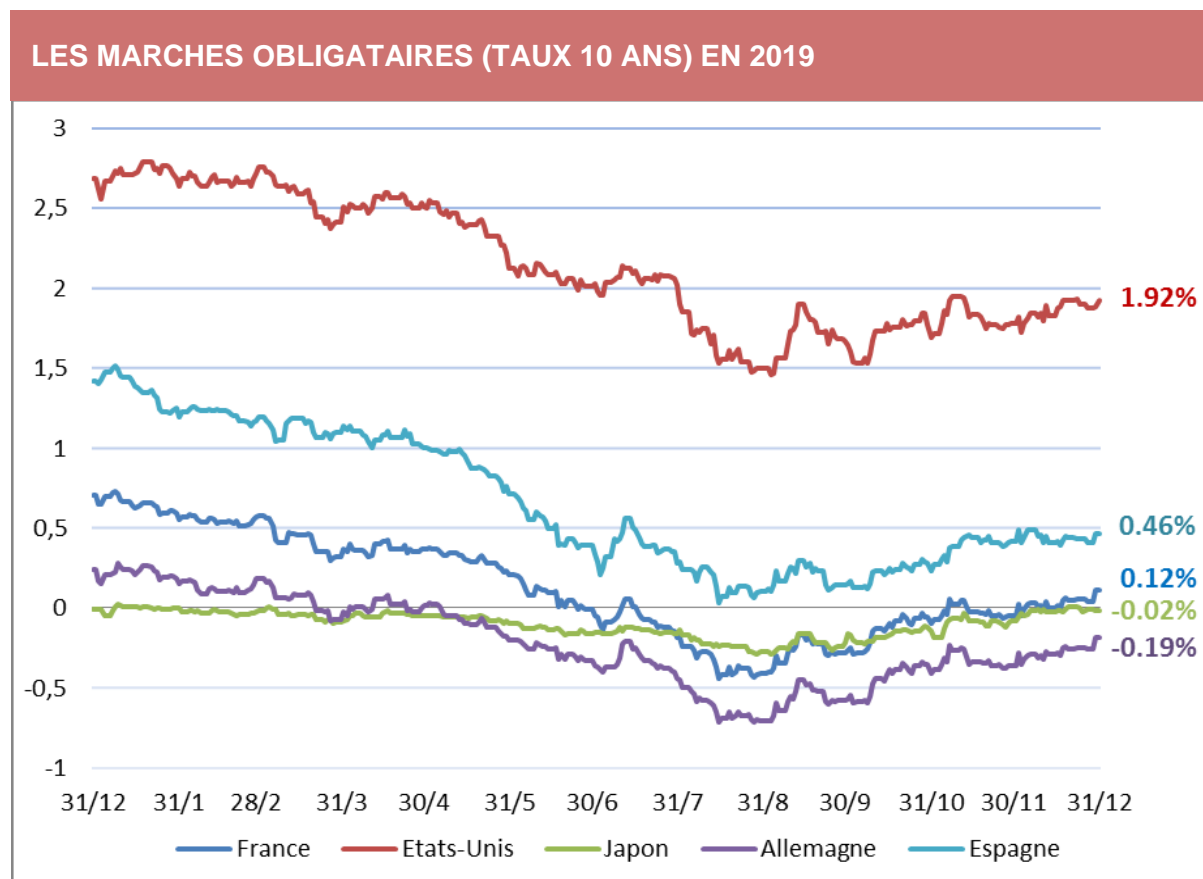


#### RÉPARTITION SECTORIELLE AU 31/12/2019





- La politique de gestion obligataire



Sur l'année 2019, les taux d'intérêts longs termes ont commencé par baisser la première partie de l'année dans un contexte de tension commerciale entre les Etats-Unis et la Chine et les incertitudes sur le Brexit pour atteindre un point bas voir négatif au cours du mois d'août (-0,44% pour l'OAT 10 ans). Les anticipations de croissance ont été révisées à la baisse et l'intervention des banques Centrales était nécessaire pour éviter un ralentissement brutal aux Etats-Unis et en Europe dès 2020. L'action de la BCE a favorisé l'appréciation des actifs risqués avec la poursuite de son programme d'achat d'actifs qui a finalement accordé plus de poids aux achats d'obligations d'entreprises non-financières.

Dans notre allocation stratégique cette année, nous avons privilégié les obligations non-financières dans la catégorie « investment grade, et diversifié la poche souveraine en achetant sélectivement des obligations souveraines des Marchés Emergents dont les fondamentaux restent solides. Nous avons diversifié les achats en obligations libellées en USD couvertes contre le risque de change pour bénéficier d'un surplus de rendement par rapport aux titres en

EUR. Des investissements très sélectifs ont été réalisés sur des émetteurs BB et des émissions subordonnées bancaires. Les obligations « High Yield » ont surperformé cette année les indices crédit avec une performance financière de 12,29% pour l'indice Bloomberg Pan-European high yield alors que les obligations dans la catégorie « investissement grade » ont performé de 6,24% en moyenne (indice Bloomberg EUR Aggregate Corporate). Les obligations souveraines et assimilées affichent une performance financière de 4,56% pour l'indice Bloomberg EUR Aggregate Government related.

Dans un contexte d'incertitudes sur les anticipations macro-économiques, nous avons investi dès le début de l'année pour maximiser le portage et optimiser le rendement du portefeuille obligataire. Les investissements sur le marché primaire ont été privilégiés mais les allocations ont été de moins en moins importantes avec les achats de la Banque Centrale Européenne.

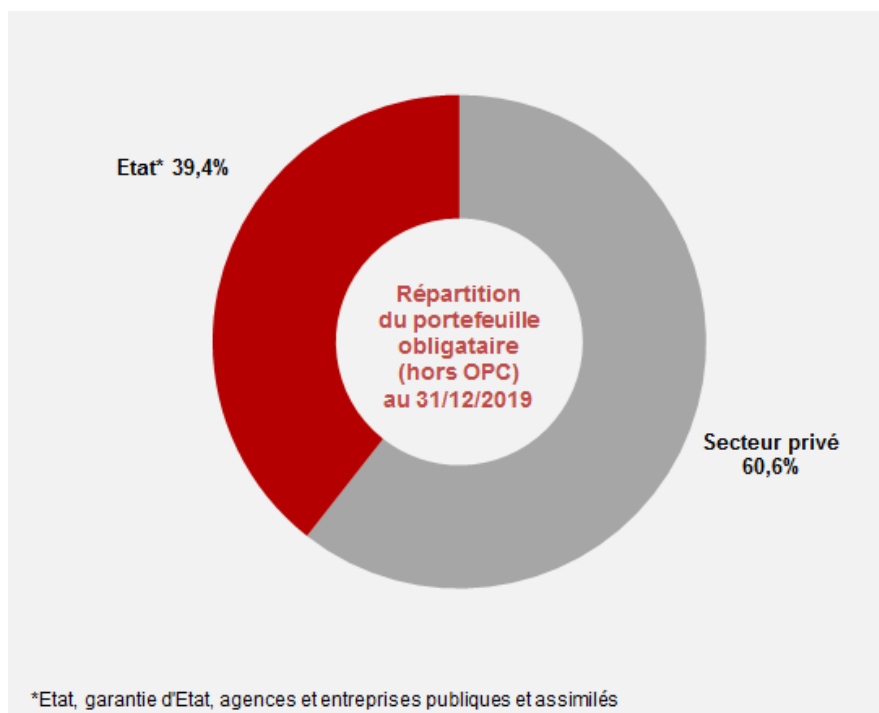
Les principaux achats de l'année ont porté sur des emprunts d'États de la zone euro, notamment l'Espagne, le Portugal et la Belgique. Nous avons également procédé à des achats d'obligations d'entreprises principalement d'émetteurs européens du secteur non-financier dont la note est classée

dans la catégorie "Investment Grade" (notation supérieure ou égale à BBB-)

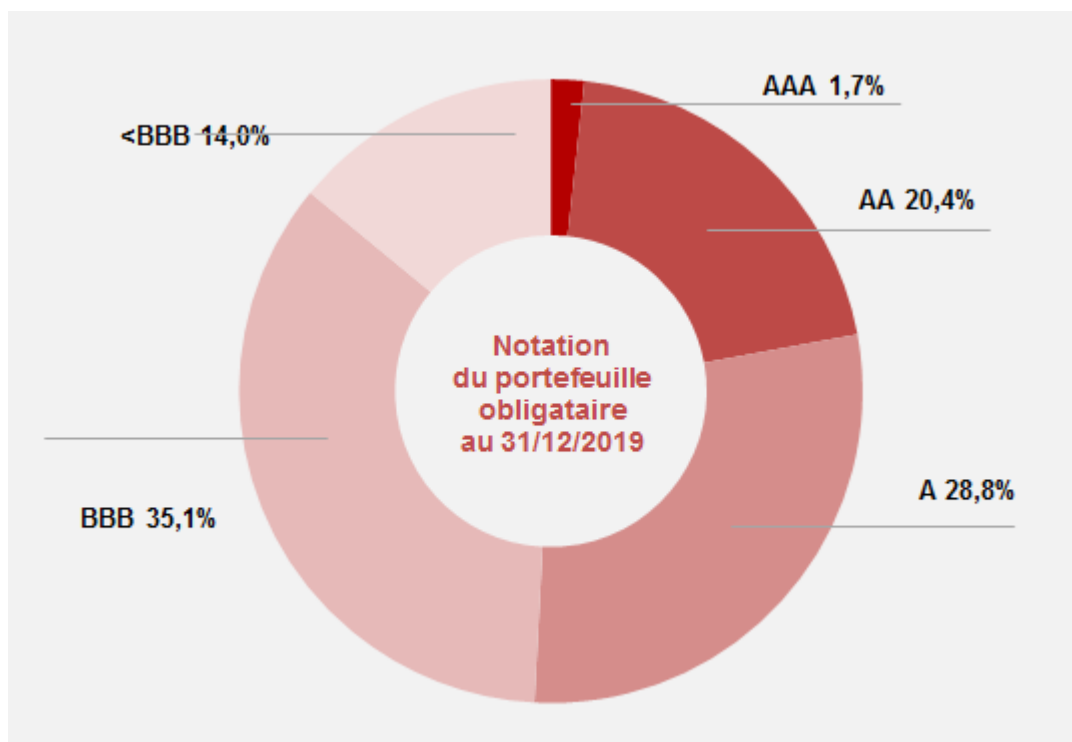
Le montant total de nos investissements nets (acquisitions – ventes) sur l'année s'élève à 1,4 milliards d'euros.

### Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPC) au 31/12/2019

OBLIGATIONS
BGB 3 3/4 45-STRIP 0 06/22/66
SPANISH GOV'T 5 3/4 07/30/32
HELLENIC T-BILL 0 02/28/20
REP OF LATVIA 2 1/4 02/15/47
BANKIA 3 3/4 02/15/29
MERLIN PROPRTIE 2.225 04/25/23
FAURECIA 2 3/8 06/15/27
BASF SE 1 5/8 11/15/37
BGB 3 3/4 45-STRIP 0 06/22/57
<u>BTPS 5 08/01/34</u>

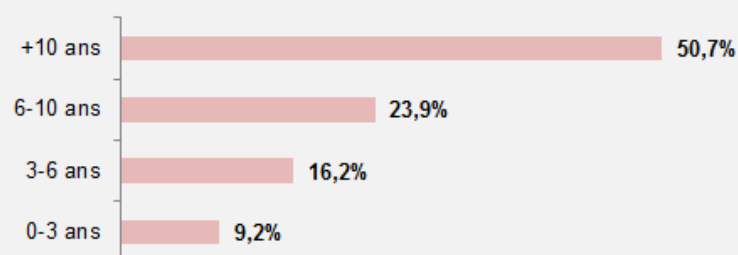


### RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS OPC TAUX ET DÉRIVÉS) EN % DU TOTAL D'ACTIFS



La notation moyenne du portefeuille ressort à BBB+

#### MATURITÉ DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE AU 31/12/2020 RÉPARTITION PAR MATURITÉ



#### DURATION\* DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Duration au 31/12/2018	7,8
Duration au 31/12/2019	9,2

\* Effective duration hors trésorerie

- La politique d'investissement immobilière

#### Données marché

##### Investissement

La baisse continue des taux obligataires a encore renforcé l'attractivité de l'immobilier comme classe d'actif, et les volumes de transactions en France pour 2019 devraient excéder les précédents records de 2015 et 2016. La France, et plus spécifiquement le Grand Paris, a les faveurs des investisseurs internationaux qui placent la capitale en tête de leurs cibles d'investissement (enquête ULI novembre 2019).

Toutes les classes d'actifs ont bénéficié de cet engouement qui entraîne une hausse des valeurs et des gisements de plus-value, mais également une baisse des rendements locatifs. Les bureaux restent la classe d'actif la plus recherchée, avec près des trois quarts de la valeur des opérations conclues sur les neuf premiers mois.

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. La difficulté à trouver des produits à la vente a permis aux localisations plus périphériques de trouver des acquéreurs, la question étant la pérennité de cette attractivité.

Dans ce contexte, notre politique d'investissement immobilière reste centrée sur des opérations nous permettant de satisfaire nos critères de rentabilité et de sécurité des flux long terme avec notamment des investissements portant sur des actifs « core » très bien situés et bénéficiant d'un potentiel de création de valeur locative, ainsi que sur

une poche de diversification géographique ainsi que quelques projets de développement à fort potentiel de création de valeur afin de préserver une richesse à long terme de nos portefeuilles immobiliers.

##### Activité locative

Le marché Francilien redevient raisonnable et se situe proche de la moyenne décennale avec 2 317 000 m<sup>2</sup> de transactions en 2019 avec une très légère baisse de 10 % par rapport à 2018.

Paris intramuros reste la localisation la plus demandée et son taux de vacance à 2,2 % extrêmement faible nous confirme que la situation de sous offre va perdurer.

Par ailleurs le taux de vacance de l'Île de France, lui aussi, reste faible à 5% qui n'est que le taux de la simple fluidité du marché et est en légère baisse par rapport à l'année 2018 (5,5%).

Cette conjoncture est particulièrement favorable à nos portefeuilles immobiliers majoritairement exposés au marché des bureaux parisiens situés en première couronne.

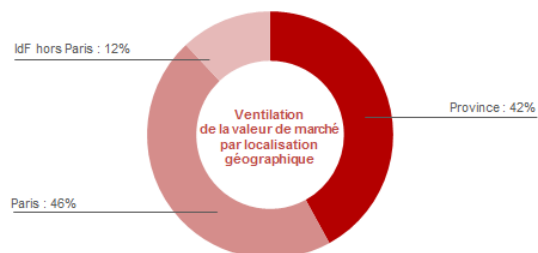
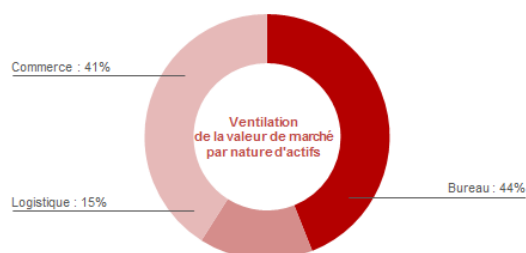
C'est aussi très prometteur pour nos opérations de restructuration en cours de développement dans Paris intramuros car la hausse des valeurs prime a continué tout en arrivant à une certaine stabilisation.

Par ailleurs nous continuons à valoriser nos actifs de bureaux lors de nos discussions avec nos locataires.

#### Constitution du portefeuille

Le portefeuille porte plus de 133 millions d'euros d'actifs immobiliers. L'allocation immobilière reste très élevée et représente 18,1% du total des actifs. Nous avons réalisé des investissements sur des biens de diversification en France.

Le patrimoine immobilier du fonds Netissima est particulièrement diversifié par type d'actifs. Le portefeuille conserve néanmoins une majorité de bureaux parisiens.



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

Après avoir mis en place dès 2006, pour la totalité de sa gestion d'actifs financiers à l'échelle mondiale, un filtre éthique excluant les titres de sociétés impliquées dans des atteintes aux droits de l'homme, dans des cas de corruption répétées, dans des pollutions environnementales significatives, et depuis 2018, les sociétés impliquées dans le secteur du charbon, le Groupe Generali s'est également engagé dans une démarche d'Investissement Socialement Responsable (ISR) en se dotant d'une méthodologie rigoureuse d'analyse des entreprises dans lesquelles il investit.

Cette analyse intègre des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Elle vise à identifier de quelle manière les sociétés respectent ces critères, prouvant ainsi leur solidité et leur capacité à créer de la richesse. Les enjeux étant spécifiques à chaque activité, le choix des critères est adapté à chaque secteur économique.

La méthodologie vise l'attribution d'une note à chaque société analysée. La notation est la manière la plus efficace et la plus objective de classer les sociétés selon leur performances en matière de critères ESG. Une société est considérée comme conforme à la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe Generali lorsque sa note globale est supérieure à 45/100 quel que soit son secteur d'activité.

Les résultats de ces analyses sont ensuite partagés avec les gérants de portefeuille pour prise en compte lors du processus de sélection des titres et de gestion du portefeuille.

Cette approche 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 2019, 99% de l'encours des actions et 57% de celui des obligations d'entreprises du portefeuille sont suivis et analysés à l'aune des critères extra-financiers retenus comme pertinents pour 27 secteurs d'activités. Sur cette base d'encours, 82% des actions et 73% des obligations d'entreprises présentent une note supérieure à

45/100 et sont ainsi conformes à la démarche interne d'Investissement Socialement Responsable.

Les obligations d'Etats sont également couvertes par une analyse ESG avec l'aide de l'agence de notation extra-financière Sustainalytics qui classe les Etats émetteurs selon cinq catégories de risque au regard de critères économiques, environnementaux, sociaux et de gouvernance. Parmi ces cinq catégories de risque : «Négligeable», «Faible», «Moyen», «Elevé» et «Grave», les trois premières sont considérées comme satisfaisant la démarche d'Investissement Socialement Responsable du Groupe Generali.

Ainsi, 100% des obligations d'Etats en portefeuille sont couvertes par cette analyse et conformes à la démarche d'Investissement Socialement Responsable.

Depuis 2017, Generali France se soumet aux exigences réglementaires liées à la loi de Transition écologique et énergétique pour la croissance verte (article 173) et publie un rapport sur l'intégration des critères ESG-Climat dans la politique d'investissement disponible en juin sur son site internet institutionnel.