



IMMOBILIER 21

LETTRE MENSUELLE NOVEMBRE 2018

GESTION 21

Contacts

Valérie Salomon Liévin
06 71 27 61 76 / 01 84 79 90 24
v.salomon@gestion21.fr

Romain Joudelat
06 40 88 12 44 / 01 84 79 90 26
r.joudelat@gestion21.fr

Aymeric Pélissier
06 89 98 83 30 / 01 84 79 90 29
a.pelissier@gestion21.fr

Eliesse Boudokhane
06 58 92 96 35 / 01 84 79 90 32
e.boudokhane@gestion21.fr

Equipe de gestion :

Laurent Gauville **Pierre Pougnet**
Daniel Tondou **Silvère Poitier**

Site internet : www.gestion21.fr
Souscriptions/Rachats (Cut off 12h30)
Caceis Bank : 01 57 78 15 15



Prix de l'OPCVM Immobilier ayant réalisé la meilleure performance globale 5 ans
Prix obtenu en juin 2014



Meilleur fonds actions secteur Immobilier Europe sur 3 ans
Prix obtenu en mars 2012
Prix obtenu en mars 2011

GESTION 21 a des relations commerciales avec Pierre-Papier

Principales Caractéristiques

Date de lancement	27/11/2007
Classification AMF	Actions de la Zone Euro
Catégorie	Actions Immobilières
Europerformance	et Foncières
Eligibilité PEA	Non
Indice	IEIF Zone Euro div. nets réinv.
Durée de placement recommandée	> 5 ans
Valorisation	Quotidienne
Droit d'entrée	Max 4% TTC
Frais de gestion ¹	1,4% (I); 2,2% (A)
Dépositaire	Caceis Bank
Valorisateur	Caceis Fund Admin
Commissaire aux comptes	Deloitte
Actif net	139M€
Taux d'investissement	97%
Nombre de valeurs	31
Code ISIN	Valeurs liquidatives au 30/11/18
Part IC	FR0010 540 716 19 165,09
Part ID	FR0010 541 854 13 183,79
Part AC	FR0010 541 821 175,33
Part AD	FR0010 541 839 125,21

¹Commission de surperformance : 20% de la surperformance du fonds au-delà de son indice de référence, uniquement en cas de performance annuelle positive

²le 27/11/07

³Classement Zone Euro au 30/11/18
Données Europerformance retraitées par GESTION 21

⁴Calcul GESTION 21

⁵NJL : Nombre de jours pondérés nécessaires pour liquider 100% du fonds, sur la base des volumes moyens 1 an

Statistiques (1 an glissant)

	IEIF ZE	IMMOBILIER 21
Volatilité	11,5%	11,0%
Tracking Error	-	1,8%
Bêta vs IEIF	-	0,95
Bêta vs CAC 40	0,53	0,51
Ratio de Sharpe	0,0	-0,1

Informations importantes

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

La date de création du fonds est le 27/11/2007.

Présentation conforme au « Code de bonne conduite relatif à la présentation des performances et des classements » de l'AFG.

Quel est l'impact des taux d'intérêt sur la performance boursière des foncières de la Zone Euro ?

Depuis 2 ans, nous sommes régulièrement interrogés sur la relation entre les taux d'intérêt et la performance boursière des foncières. La crainte exprimée est la suivante : une hausse des taux conduit-elle à une baisse des cours de bourse de foncières de la Zone Euro ? La persistance de cette interrogation nous conduit à réessayer d'y répondre en recensant nos publications.

> **Novembre 2016** : publication d'une note sur la relation entre le secteur immobilier coté et les taux d'intérêt. Nous souhaitons rappeler deux éléments de cette note.

- Economiquement, les résultats des foncières sont protégés d'une remontée des taux car, hors risque systémique, il n'y a pas de hausse de ces derniers sans hausse de l'inflation. Le secteur bénéficiant de loyers indexés sur l'inflation, il est naturellement protégé de l'évolution de l'inflation et donc des taux d'intérêt.

- Boursièrement, l'analyse empirique met en évidence l'absence de relation automatique entre la hausse des taux et la performance boursière des foncières cotées.

> **Janvier 2018** : publication d'une lettre mensuelle qui posait la question suivante : "Faut-il craindre une hausse des taux d'intérêt ?".

A cette occasion, nous avons rappelé l'absence de relation automatique entre la hausse des taux et la performance boursière des foncières cotées. Nous avons également mis en avant la prime de risque du secteur de +300bp. Un niveau très protecteur par rapport à la prime historique moyenne de +120bp.

> **Novembre 2018** : publication de la présente lettre mensuelle sur l'impact des taux d'intérêt.

La hausse des taux en Zone Euro a été maintes fois annoncée sans jamais être observée. La question de l'impact de cette hausse est un débat encore peu concret. En cette fin d'année, ce débat théorique a trouvé une illustration réelle avec une performance positive des foncières américaines (performance 2016 : +9% ; 2017 : +5% ; 2018 : +4%) dans un contexte avéré de hausse des taux.

A ce jour, les foncières américaines affichent un rendement dividende moyen de 4,1% avec des taux longs à 3%, soit une prime de risque de +110bp. Ainsi, aux Etats-Unis, le niveau de la prime de risque est revenu se caler sur les niveaux de sa moyenne historique de +100bp.

Cela crédibilise notre propos d'une prime de risque protectrice en Zone Euro. En effet, avec un rendement dividende moyen des foncières de la Zone Euro à 4,7% et des taux longs à 1,5% en moyenne, la prime de risque de +320bp est très nettement supérieure à la moyenne historique de +120bp.

En conclusion, les taux d'intérêt, hors hausse systémique, ne semblent pas être la question centrale pour l'évolution boursière du secteur.

	Répartition par capitalisation	
	I21	IEIF ZE
> 1000M€	90%	92%
< 1000M€	10%	8%

Principales positions	
Klépierre	
Unibail	
Vonovia	
Deutsche Wohnen	
LEG Immobilien	

	Répartition par types d'actifs	
	I21	IEIF ZE
Commerces	44%	29%
Logements	32%	38%
Bureaux	18%	25%
Logistique	2%	3%
Autres	4%	6%

	Répartition géographique			
	France	All.	P-B	Espagne
	43%	39%	8%	5%

Historique de performances

	IMMOBILIER 21			IMMOBILIER 21		
	part IC/ID	IEIF ZE nets réinv.	Ecart	part AC/AD	IEIF ZE nets réinv.	Ecart
Création²	+92%	+45%	+46%	+75%	+45%	+30%
2008	-38%	-51%	+12%	-39%	-51%	+12%
2009	+53%	+47%	+7%	+52%	+47%	+5%
2010	+14%	+14%	-1%	+13%	+14%	-1%
2011	-14%	-17%	+3%	-15%	-17%	+3%
2012	+18%	+28%	-10%	+17%	+28%	-11%
2013	+12%	+7%	+5%	+11%	+7%	+4%
2014	+16%	+18%	-2%	+15%	+18%	-3%
2015	+18%	+16%	+1%	+17%	+16%	+0%
2016	+2,2%	+3,6%	-1%	+1,4%	+3,6%	-2%
2017	+18%	+17%	+1%	+17%	+17%	+1%
2018	-4,0%	-3,9%	-0,1%	-4,7%	-3,9%	-0,8%
Novembre	-0,9%	-0,2%	-0,7%	-0,9%	-0,2%	-0,7%

	Performances glissantes			
	Part IC	IMMOBILIER 21	Indice	Ecart
5 ans		+57%	+57%	-0%
10 ans		+232%	+218%	+14%

Classements IMMOBILIER 21 part IC ³	
2018	9 ^{ème} sur 12
3 ans	8 ^{ème} sur 12
5 ans	7 ^{ème} sur 11

	Valorisation 2018e ⁴	
	Multiple cash-flow	Rendement
IMMOBILIER 21	14,7x	5,4%
Secteur	17,1x	4,7%

NJL du fonds ⁵	
100% du fonds	2,1 jours
83% du fonds	1 jour
70% du fonds	0,5 jour



IMMOBILIER 21

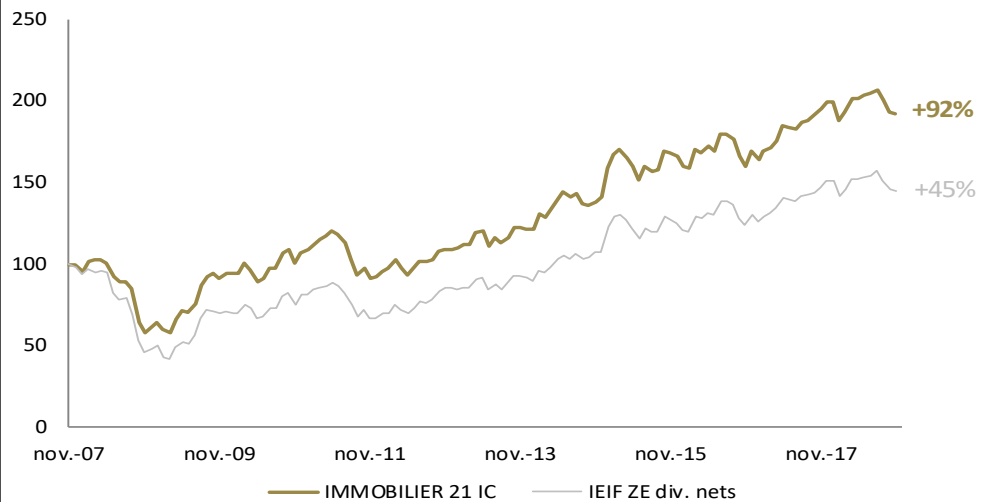
LETTRE MENSUELLE NOVEMBRE 2018

GESTION 21

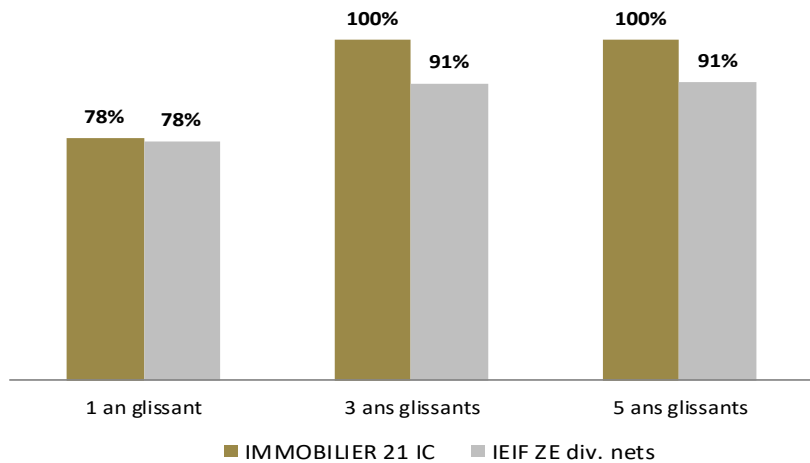
NOS PARTENAIRES



Historique de performance depuis la création



Fréquence de performance positive depuis la création du fonds



Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de cinq ans a présenté une fréquence de gain de 100% (1503 fois sur 1503 observations)

AVERTISSEMENT

Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont notamment pas constantes dans le temps. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Toute souscription dans le fonds doit se faire sur la base du prospectus et du DICI actuellement en vigueur et disponibles sur la base GECO de l'Autorité des Marchés Financiers, ou sur simple demande auprès de GESTION 21 et sur www.gestion21.fr.

GESTION 21 développe une gestion actions long terme avec le FCP IMMOBILIER 21 (Immobilier coté zone euro). Ce produit et ce document s'adressent à des investisseurs avertis disposant des connaissances et expériences nécessaires pour comprendre et apprécier les informations qui y sont développées.

Profil de risque:

Risque en capital : Le porteur de part ne bénéficie d'aucune garantie de restitution du capital investi.

Risque action : Les investisseurs supportent un risque action à hauteur minimum de 75%. La variation des cours des actions peut faire baisser la valeur liquidative des FCP. Les choix de gestion peuvent conduire à une exposition des portefeuilles sur des sociétés de petites capitalisations. Ces entreprises, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques pour les investisseurs. Cela peut faire baisser la valeur liquidative plus fortement et plus rapidement.

Les informations de ce document sont des informations arrêtées à la date de publication et susceptibles d'évoluer dans le temps. Toutes les informations datent du 30/11/2018.

L'objet de cette note est de documenter la relation du secteur immobilier coté avec les taux à long terme. La crainte actuelle d'une remontée des taux longs, en relation avec des politiques monétaires de la FED et de la BCE moins expansionnistes, donne une actualité particulière à ce sujet. L'avis tranché de certains sur l'existence d'une relation automatique entre les deux grandeurs procure un intérêt supplémentaire à la conduite de cette analyse.

Le premier cadre de l'analyse portera sur la relation historiquement observée entre une hausse des taux longs et la performance de l'immobilier coté, tant aux Etats-Unis que dans la Zone Euro. L'objectif de cette partie est de qualifier la relation entre performance du secteur immobilier coté et taux d'intérêt.

Dans un second temps, on proposera une nouvelle grille de lecture pour analyser la relation entre hausse des taux d'intérêt et performance de l'immobilier coté.

1) Quelle relation entre hausse des taux longs et performance du secteur immobilier coté ?

Il est communément accepté que les performances des foncières cotées sont affectées par un environnement haussier sur les taux longs. L'analyse empirique dément cette affirmation.

Sur la base des 20 dernières années, un recensement des périodes de hausses de taux significatives permet de mettre en évidence la complexité de cette relation tant aux Etats Unis que dans la Zone Euro.

Concernant les Etats Unis, nous avons repris les travaux de S&P présentés dans le tableau ci-dessous.

Etats-Unis : pas de lien automatique entre hausse des taux longs et performance des foncières

Période de hausse des taux	Durée (mois)	Taux initiaux	Taux finaux	Variation	Performance REITS sur la période
Déc. 1976 - Sept. 1981	58	6,9%	15,3%	+840bp	+137%
Janv. 1983 - Juin 1984	18	10,5%	13,6%	+310bp	+36%
Août 1986 - Oct. 1987	15	7,2%	9,5%	+230bp	-10%
Oct. 1993 - Nov. 1994	13	5,3%	8,0%	+270bp	-10%
Oct. 1998 - Janv. 2001	28	4,5%	6,7%	+220bp	+27%
Juin 2003 - Juin 2006	36	3,3%	5,1%	+180bp	+108%

En Zone Euro et sur la base des taux longs observés ces 20 dernières années, nous avons identifié trois périodes de hausse significatives (> à 100bp).

Zone Euro : pas de lien automatique entre hausse des taux longs et performance des foncières

Période de hausse des taux	Durée (mois)	Taux initiaux	Taux finaux	Variation	Performance IEIF ZE div. nets sur la période
Avr. 1999 - Mai 2000	14	3,7%	5,1%	+140bp	+4%
Sept. 2005 - Juin 2007	22	3,0%	4,4%	+140bp	+42%
Oct. 2010 - Juil. 2011	10	3,1%	4,2%	+110bp	-1%

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

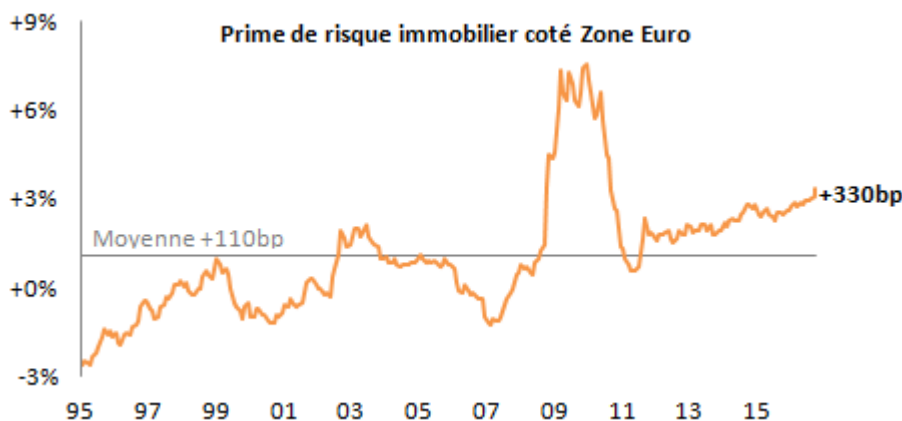
2) Pourquoi la relation n'est pas automatique ? Notre réponse

S'interroger sur l'impact de la hausse des taux sur la performance des foncières doit s'accompagner de deux questions :

- a) Quelle est l'origine de la hausse des taux ?
 - b) Quel est le niveau de taux d'intérêt implicite pris en compte dans la valorisation des foncières ?
- a) Une hausse des taux s'accompagne normalement d'une amélioration des perspectives de croissance et d'une hausse de l'inflation. Ces deux éléments ont un impact positif sur le remplissage des immeubles (taux d'occupation en hausse avec la croissance) et sur le niveau des loyers (indexation sur l'inflation).
 - ⇒ Un environnement favorable aux résultats des foncières qui compense la hausse des taux d'intérêt et des frais financiers

Dans le cas extrême d'une hausse des taux sans contrepartie de croissance et d'inflation, correspondant à une crise et une hausse de l'aversion aux risques, le secteur est pénalisé comme l'ensemble des actifs.

- b) L'impact d'une hausse des taux dépend du niveau de la prime de risque. Une prime de risque élevée permet d'absorber toute ou partie de la hausse des taux d'intérêt. Dans la situation actuelle, la prime de risque du secteur des foncières Zone Euro est de +330bp (prime de risque = rendement dividende de 4,2% - taux longs de 0,9%), contre une moyenne 20 ans de +110bp. Le retour à la moyenne historique suppose une hausse des taux longs de +220bp à 3%, niveau qui nous paraît difficilement atteignable sans envisager les effets positifs de la croissance et de l'inflation (cf. ci-dessus).



Conclusion :

Estimer le niveau futur des taux n'est pas un exercice aisé, nous estimons cependant que le niveau actuel de la prime de risque est une opportunité quel que soit le scénario envisagé, à l'exception du risque systémique.

La baisse récente du secteur s'explique davantage par du comportemental de court terme que de données fondamentales sur les foncières. Selon nous, c'est une opportunité pour investir sur le secteur.

Sources: BCE, Exane, IEIF, REITS, S&P, Gestion 21

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.