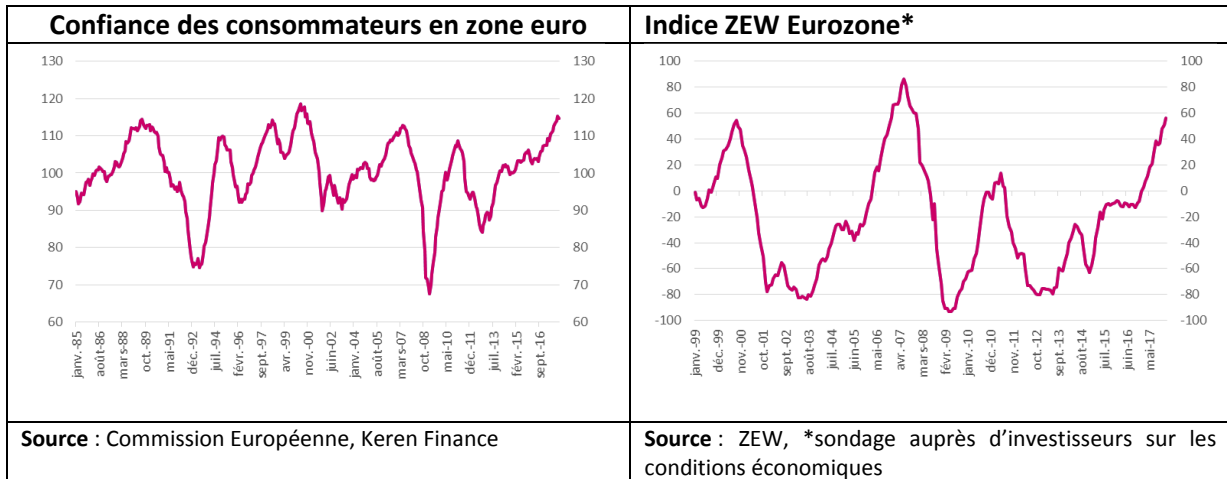


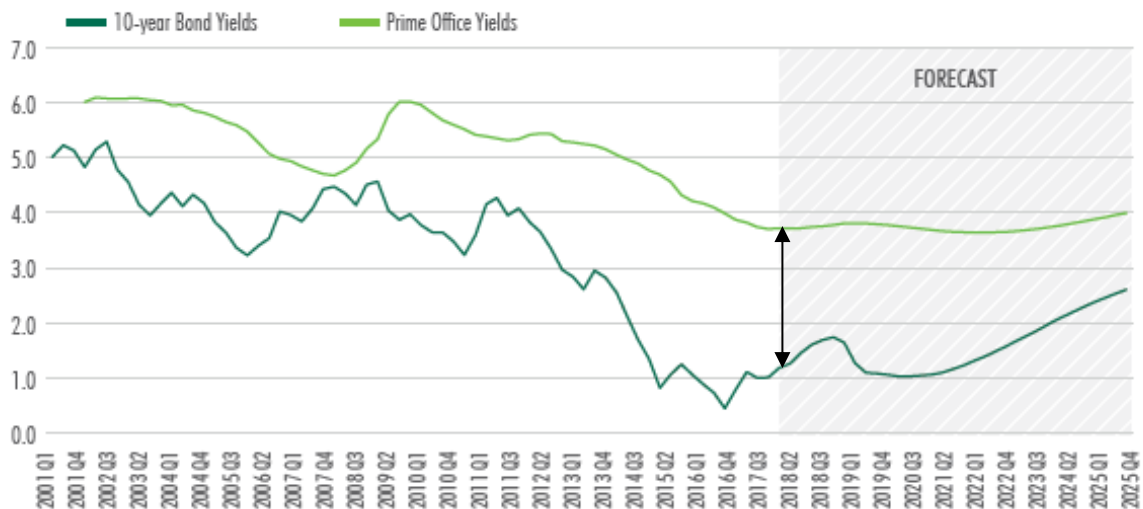
Les perspectives du secteur immobilier en 2018

L’immobilier constitue historiquement un baromètre de confiance et pourrait par conséquent continuer de bénéficier d’indicateurs de confiance toujours très bien orientés tant du côté des investisseurs que des ménages européens.



Le secteur continue par ailleurs d’offrir un rendement sensiblement supérieur aux taux sans risque. Si le rendement de l’immobilier a effectivement décliné en conséquence de l’appréciation des valorisations, il convient de noter que le surcroît de rendement de l’immobilier par rapport au taux sans risque s’établit toujours au-dessus de sa moyenne historique (graphique ci-dessous)

Rendement comparé de l’immobilier « prime » (courbe verte claire) et les taux 10 ans (courbe verte foncée)



Source : CBRE, Keren Finance

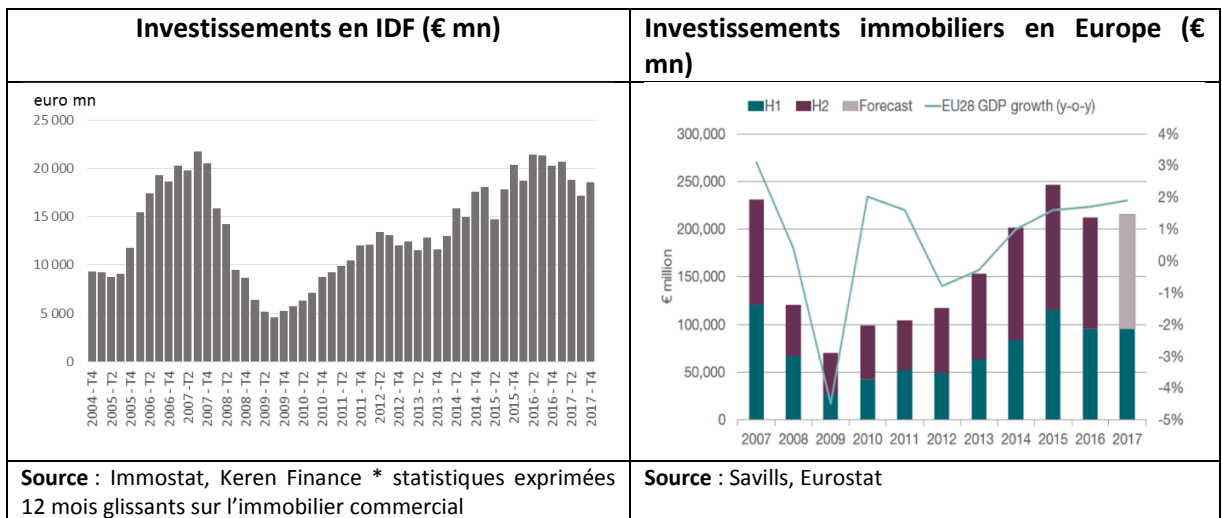
Le surcroît de rendement par rapport au taux sans risque rémunère trois grandes typologies de risque :

- 1) le risque locatif (départ d'un locataire, incapacité de recouvrer le loyer, révision du loyer),
- 2) le risque de liquidité (l'immobilier est moins liquide qu'une obligation d'Etat),
- 3) d'autres risques (obsolescence, fiscalité...).

Le risque locatif appelle plusieurs précisions. Tout d'abord ce « risque » est symétrique c'est à dire qu'il peut être négatif (baisse de loyers, hausse de la vacance) comme positif (amélioration du taux d'occupation, hausse de loyers). A titre illustratif, nous observons toujours une assez nette hausse des loyers à l'expiration des baux ou lors de leurs renouvellements dans les grands centres commerciaux européens (cf Unibail, Klépierre) ou dans le résidentiel en Allemagne. Par ailleurs les « risques » locatifs sont généralement diffus (les grandes foncières n'ont généralement pas d'exposition à un locataire représentant plus de 5% de leurs revenus locatifs) et variables en fonction de la qualité des emplacements et des actifs considérés. Enfin, le risque locatif tend à diminuer lorsque la conjoncture est favorable (les créations d'emplois, la confiance et la hausse de la consommation incitent les entreprises/ménages à agrandir leurs surfaces).

Demande placée dans les bureaux IDF (m ²)*	Loyer moyen des bureaux en IDF (€/m ²)
<p>Source : Immostat, Kren Finance * statistiques exprimées 12 mois glissants</p>	<p>Source : ZEW, *sondage auprès d'investisseurs sur les conditions économiques</p>

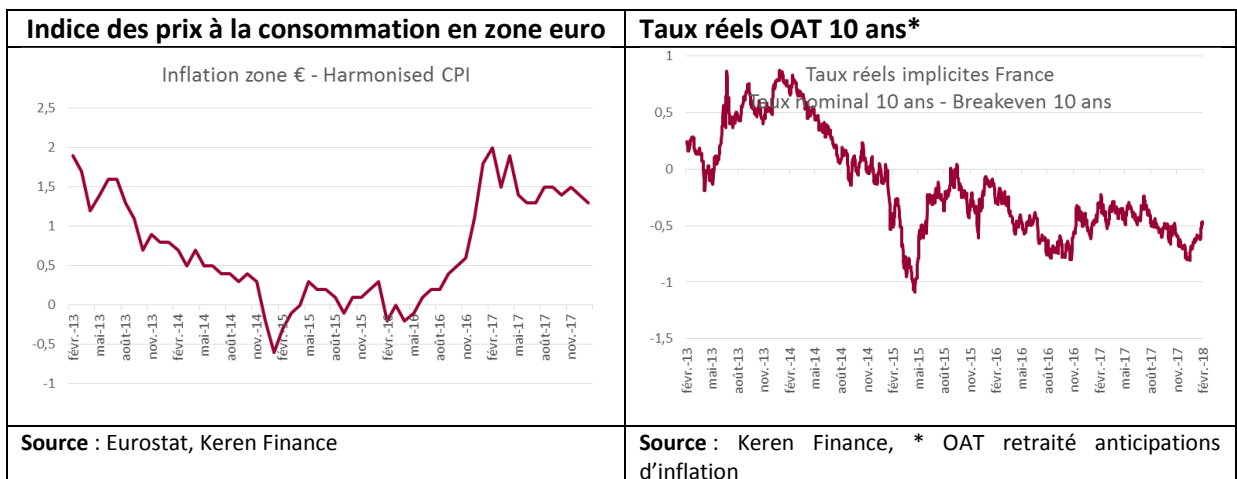
Le risque de liquidité est consubstantiel à l'investissement immobilier mais il dépend beaucoup de la nature des actifs et de leur localisation. Le sens commun veut qu'un immeuble de qualité et bien placé sera aisément monétisable avec pour seule variable d'ajustement le prix tandis qu'un bien de mauvaise qualité et périphérique risque d'accuser une vacance structurelle et ne sera pas nécessairement cessible sauf à considérer un prix dérisoire. De façon agrégée, le volume de transactions constitue la seule façon de mesurer la liquidité du marché. Or, Les montants d'investissements sur le secteur immobilier s'établissent sur des niveaux élevés par rapport à la moyenne historique. De ce point de vue plusieurs éléments nous semblent rassurants : 1) des montants de transactions élevés sur une perspective historique, 2) une typologie diversifiée d'investisseurs actifs incluant des fonds de pension, des assureurs, des family offices, des fonds souverains, des fonds immobiliers, des foncières...



Les statistiques ou prévisions sur les volumes d'investissements dans l'immobilier illustrent l'appétit des investisseurs pour cette classe d'actifs puisque les volumes de transactions sont proches de leurs pics.

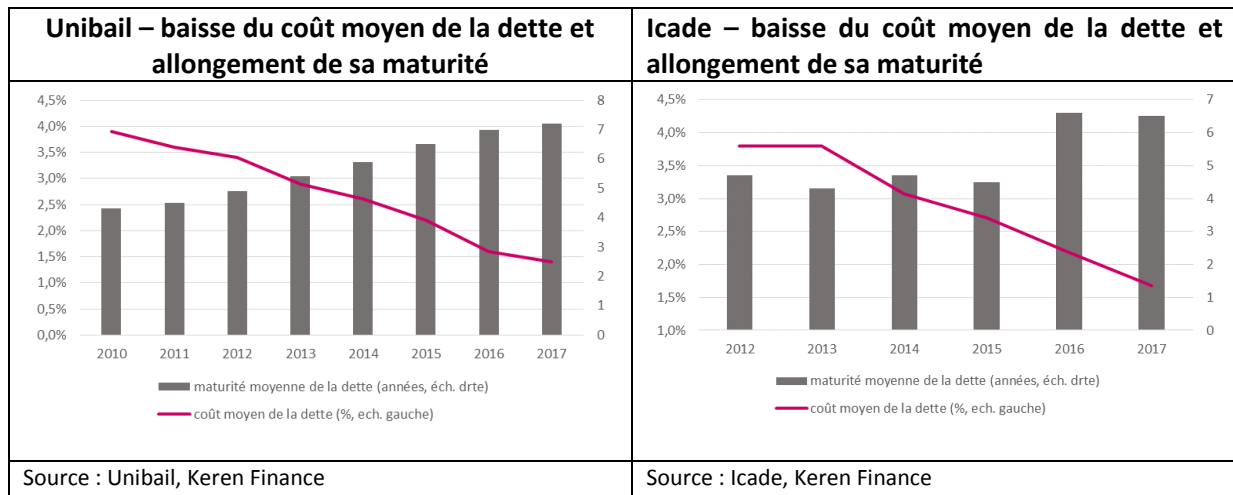
Quant aux « autres risques », ils sont par nature plus difficiles à mesurer, difficilement tangibles, même si les changements technologiques et sociétaux peuvent effectivement provoquer une accélération de l'obsolescence (cf essor de l'e-commerce qui réduit les besoins de surfaces commerciales, ou le développement du télétravail et des postes de travail virtuels).

Le risque d'une remontée des taux d'intérêt existe mais ce risque concerne la plupart des classes d'actifs. De plus, ce risque nous semble à relativiser. D'une part, la BCE s'est engagée à poursuivre son programme de rachat d'obligations jusqu'en septembre 2018. D'autre part, les taux d'intérêts réels restent négatifs (le rendement de l'OAT à 10 ans de l'Etat français s'établit négatif une fois retraité de l'inflation constatée ou des anticipations d'inflation) ; or, une remontée de l'inflation vers l'objectif de 2% de la BCE, constitue selon toute vraisemblance, un préalable à une normalisation de la politique monétaire. Nous pensons donc qu'une remontée des taux résulterait d'une hausse de l'inflation qui serait répercutée dans les revenus des foncières dont les baux sont presque systématiquement assortis de clauses d'indexation.



Source : Keren Finance

La plupart des foncières adaptent par ailleurs leurs politiques de financement afin de se préparer à une remontée des taux d'intérêts. Ainsi, les foncières ont recours à davantage de financement à taux fixes et à des instruments de couvertures de taux. Elles ont aussi profité d'un contexte propice pour allonger la maturité moyenne de leur dette limitant de fait leurs besoins de refinancements à court terme.



En allongeant la maturité de leur dette, les foncières réduisent leur exposition au risque que ferait peser une remontée des taux d'intérêts sur le coût moyen de leur dette.

Si l'on admet qu'une hausse des taux d'intérêt résulterait d'une hausse de l'inflation, les foncières en bénéficieraient sur l'ensemble de leurs revenus locatifs (indexation quasi systématique) -avec un décalage temporel d'un an-. La hausse des frais financiers serait quant à elle graduelle à la faveur des politiques de couverture du risque de taux et de besoins de refinancements étalés dans le temps (allongement de la maturité moyenne de la dette).

Les perspectives des périphériques au secteur immobilier

En dehors des foncières, l'embellie économique devrait donner lieu à une progression de l'activité dans des secteurs aussi variés que la construction, les travaux publics, les concessions, la promotion immobilière, l'hôtellerie, les résidences seniors, les matériaux de construction, les services... Toutes choses égales par ailleurs, on peut donc envisager une progression des résultats des entreprises avec une corrélation généralement bien établie avec les performances boursières.

Perspectives 2018 pour Keren Fleximmo

Le fonds continuera de s'articuler sur une gestion diversifiée associant détention d'obligations et d'actions d'entreprises qui sont liées au secteur immobilier afin de capitaliser sur un secteur dont les caractéristiques demeurent séduisantes en termes de dynamique et de rendement.

Toutefois, côté actions, nous débutons l'année avec une exposition qui reste conservatrice (26%). La phase de remontée des taux longs a eu un impact immédiat sur la valorisation des titres offrant du rendement et donc en premier lieu des foncières. De plus, comme nous vous l'écrivons depuis quelques mois, certaines nous semblent justement valorisée et la baisse récente n'a rien de choquant.

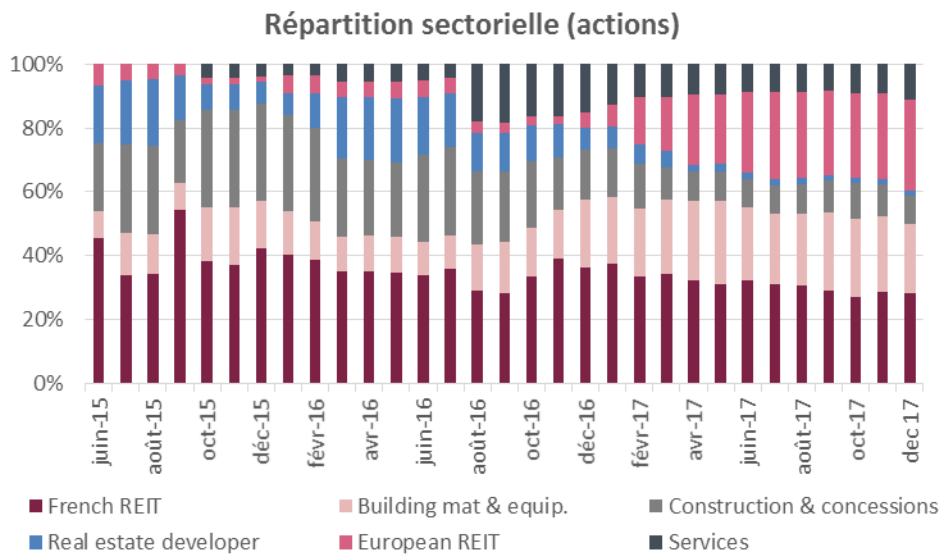
En effet, si on s'intéresse aux foncières de commerce, on voit qu'elles souffrent de la montée en puissance de l'e-commerce et du changement d'habitudes de consommation. Cette thématique est globalement délaissée dans nos portefeuilles depuis plusieurs mois. Nous pourrions toutefois revenir si le mouvement s'accroît puisque certaines foncières cotées affichent déjà d'importantes décotes sur leurs valeurs d'expertise et des niveaux de rendement particulièrement élevés. De manière générale, la baisse du secteur semble saine et permet de retrouver sur certains segments (bureaux, habitations) des valorisations plus en adéquation avec le marché.

Il est donc primordial d'être tout autant sélectif sur le type de foncières que nous en avons en portefeuille que sur les valeurs elles-mêmes.

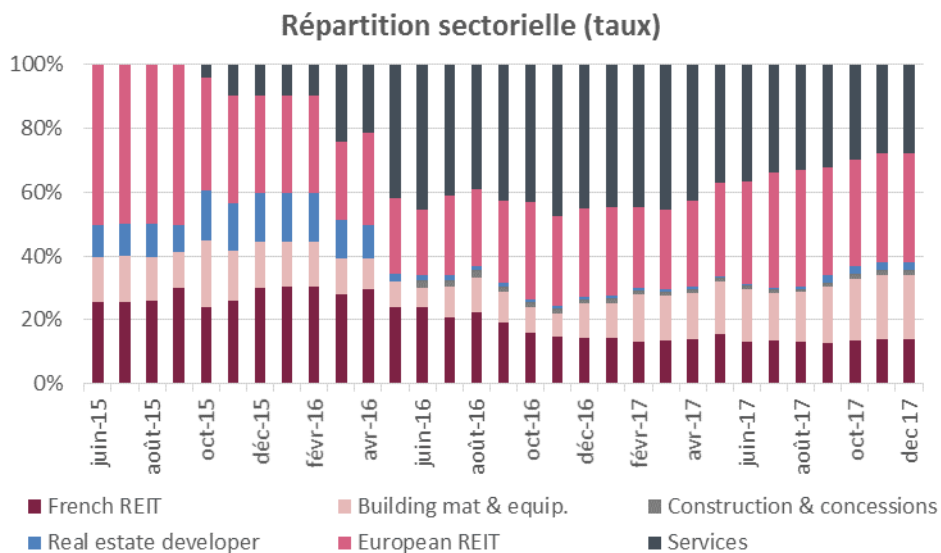
Enfin, nous restons opportunistes et constructifs sur les valeurs adjacentes à l'immobilier en essayant de sélectionner des groupes qui conjuguent des modèles d'affaires et bilans robustes, avec des perspectives de croissance de leurs résultats et des niveaux de valorisation raisonnables. La cyclicité supérieure de ce segment est contrebalancée par une conjoncture économique mondiale qui s'affermirait.

Sur le compartiment obligataire, notre stratégie consiste à privilégier des émetteurs dits High Yield ou non notés qui se caractérisent par un rendement moyen plus élevé que l'ensemble du marché obligataire en contrepartie d'un risque de crédit supérieur. Ce dernier nous semble se justifier dans une conjoncture favorable caractérisée par des taux de défauts particulièrement faibles. Aussi, la diversité des émetteurs obligataires en portefeuille permet de réduire l'exposition à des risques spécifiques. Par ailleurs, nous nous efforçons de maintenir une durée courte (2.7 années) afin de protéger –autant que possible– le portefeuille contre une remontée des taux d'intérêts que nous anticipons très graduelle.

La poche de liquidité du fonds (19% fin janvier) est importante dans l'attente d'opportunités sur le marché obligataire et actions (émissions d'obligations nouvelles, introductions en bourse...) et nous semble se justifier par le risque de rebond de la volatilité que provoquerait une remontée des taux d'intérêt ou un événement exogène.



Source : Keren Finance



Source : Keren Finance

Ce document est destiné exclusivement aux professionnels et ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Cependant, la société de gestion Keren Finance a l'obligation de présenter une information claire et non trompeuse. Les informations contenues dans le présent document, et notamment les produits ou valeurs y figurant, sont soumises aux fluctuations et aléas des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Les performances passées ne sauraient garantir les performances futures, celles-ci ne sont pas constantes dans le temps. Toute souscription dans l'OPCVM Keren Fleximmo ne peut être effectuée qu'après avoir pris connaissance du dernier prospectus complet en vigueur détaillant la stratégie d'investissement et le profil de risque de cet OPCVM.

Il est rappelé que cette présentation ne peut en aucun cas se substituer au prospectus complet de l'OPCVM ; que la dernière version en vigueur de ce document peut être obtenue gratuitement sur simple demande de l'investisseur de même que la dernière version du, DICI, du rapport annuel et du rapport périodique de l'OPCVM. Ces documents sont disponibles sur le site internet www.kerenfinance.com et auprès de : Keren Finance, 178, boulevard Haussmann - 75008 PARIS, France. Tél. : +33 1 45 02 49 00

Publié par Keren Finance le 20/02/2018