AEW RESEARCH

AEW

LE "FACTOR INVESTING" APPLIQUÉ AUX INVESTISSEMENTS EN BUREAUX EN EUROPE

LE SMART BETA COMPARÉ AUX STYLES TRADITIONNELS

Q2 2019

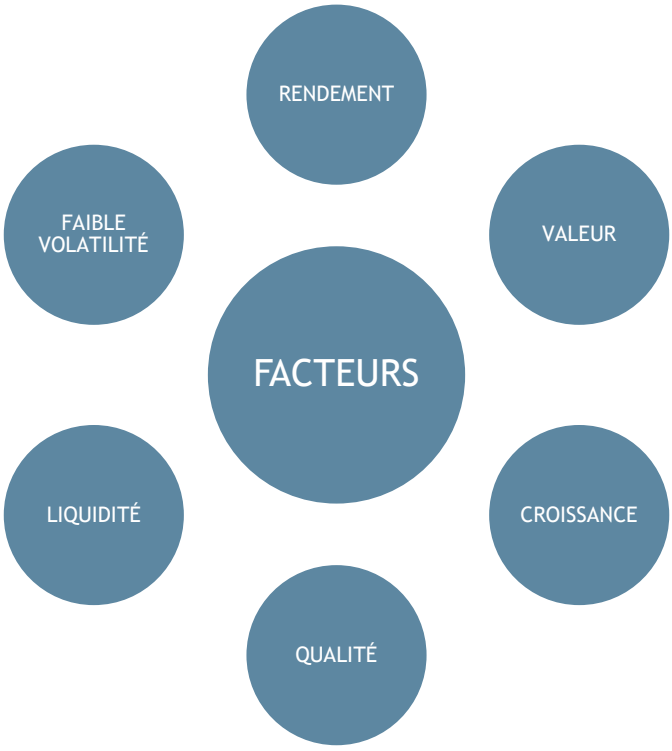
TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ: LE FACTEUR CROISSANCE OFFRE LE MEILLEUR RENDEMENT À TRAVERS LE CYCLE 3
SECTION 1: MÉTHODOLOGIE – NOTRE APPROCHE DU "FACTOR INVESTING" 4
SECTION 2: RISQUE ET RENDEMENTS DES PORTEFEUILLES EUROPÉENS DE BUREAUX FONDÉS SUR L'ANALYSE DE FACTEURS 5
SECTION 3: COMPARAISON DU "FACTOR INVESTING" AVEC LES STYLES TRADITIONNELS..... 7

COMMENT LES INVESTISSEURS UTILISENT LE "FACTOR INVESTING" POUR LES INVESTISSEMENTS EN BUREAUX EN EUROPE ?

Le "factor investing" est une approche de l'investissement utilisée avec succès dans la gestion des investissements en fixed income et en actions. Elle est notamment basée sur le travail académique de Fama et French (1993). Cette approche identifie plusieurs facteurs qui expliquent les rendements excédentaires par rapport au marché. Initialement, ces facteurs se concentraient sur les actions small caps de style Valeur et Croissance, mais leur utilisation s'est étendue par la suite. En identifiant les facteurs sous-jacents les plus pertinents, les investisseurs peuvent bénéficier de l'inefficience de marché d'une manière méthodique et transparente. Si l'on sélectionne régulièrement des actions, des obligations ou des secteurs dont la performance a été déterminée essentiellement par des facteurs sources de rendement excédentaire, on devrait pouvoir surperformer le benchmark du marché sur le long terme. Ces stratégies dites "smart beta" utilisent des facteurs comme la Faible Volatilité, la Liquidité, le Rendement, la Valeur et la Croissance. Dans ce rapport, nous appliquons l'approche du "factor investing" à près de 40 marchés de bureaux européens pour la première fois. Nous allons également comparer le "factor investing" aux styles d'investissement traditionnels "core" et "value-add".

FACTEURS UTILISÉS DANS L'APPROCHE DU "FACTOR INVESTING"



Source: AEW

RÉSUMÉ: LE FACTEUR CROISSANCE OFFRE LE MEILLEUR RENDEMENT À TRAVERS LE CYCLE

- Dans ce rapport, nous appliquons notre nouvelle approche du "factor investing" à près de 40 marchés de bureaux européens pour la première fois. Ce cadre d'analyse quantifie des facteurs comme la Faible Volatilité, la Liquidité, la Qualité, la Valeur, le Rendement et la Croissance. Nous allons également comparer le "factor investing" aux styles d'investissement traditionnels "core" et "value-add".

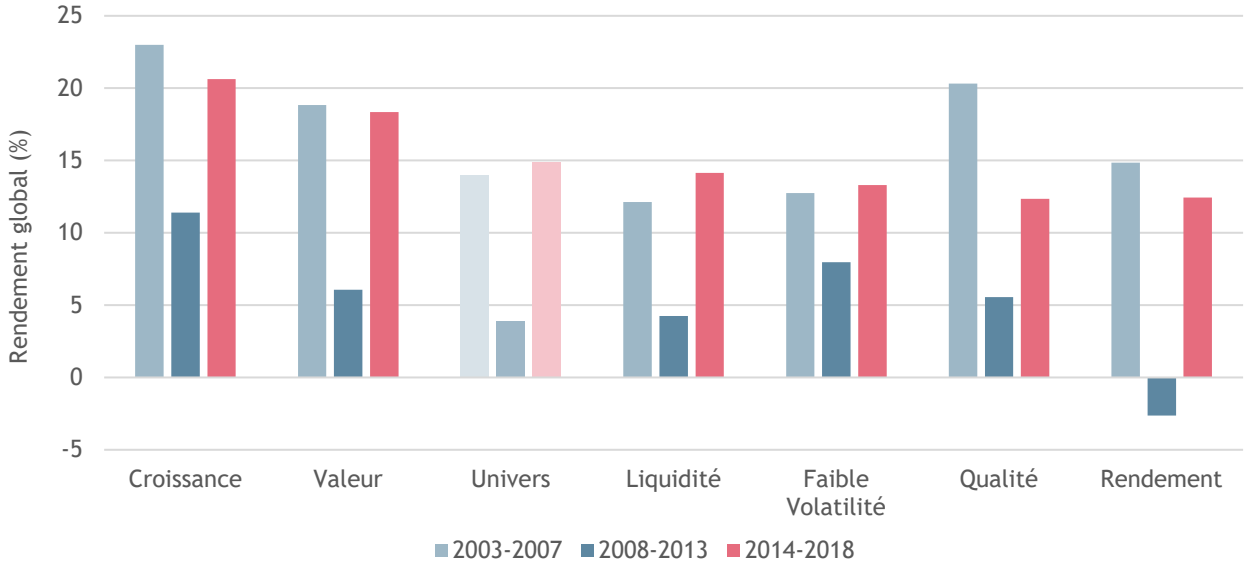
- Notre approche à trois étapes du "factor investing" (a) définit les 6 facteurs conceptuels les plus pertinents ; (b) sélectionne les séries de données les plus appropriées pour représenter chaque facteur et identifie l'exposition de chaque marché à ces mêmes facteurs ; et (c) crée une série historique du rendement global basée sur les principaux marchés par facteur pour chaque trimestre.

- Nos principaux résultats en termes de risque et de rendement de nos six différents portefeuilles de facteurs pour les bureaux sont comme suit:
  - La Croissance et la Valeur ont surperformé l'univers d'investissement pour les 3 périodes étudiées (2003-07, 2008-13 et 2014-18) ;
  - La Croissance a surperformé la Valeur durant les 3 périodes ;
  - La Qualité et le Rendement ont bien performé durant le haut du cycle de 2003-07 aussi ;
  - La Faible Volatilité a particulièrement bien performé avec un faible risque et un bon rendement durant le bas du cycle de 2008-13 ;
  - La performance du Rendement a souffert surtout durant la période de la crise financière mondiale par comparaison aux autres portefeuilles de facteurs.

- Pour analyser nos nouveaux résultats issus du factor investing dans le contexte de nos styles d'investissement traditionnels "core" et "value-add", nous avons sélectionné deux facteurs qui correspondent le mieux selon nous à ces styles. De notre point de vue, la Qualité et la Liquidité sont les meilleurs facteurs pour le style d'investissement "core" alors que la Croissance et la Valeur correspondent le mieux au style traditionnel "value-add".

- Etonnamment, nous trouvons de manière consistante un risque plus grand pour le "core" que pour le "value-add" pour chacune des 3 périodes. Seulement durant la période de récession 2008-13 les marché de bureaux "core" ont bénéficié d'un rendement supérieur au "value-add".

LA CROISSANCE ET LA VALEUR ONT BÉNÉFICIÉ DE MANIÈRE CONSISTANTE DE MEILLEURS RENDEMENTS RELATIFS À L'UNIVERS D'INVESTISSEMENT ET AUX AUTRES FACTEURS

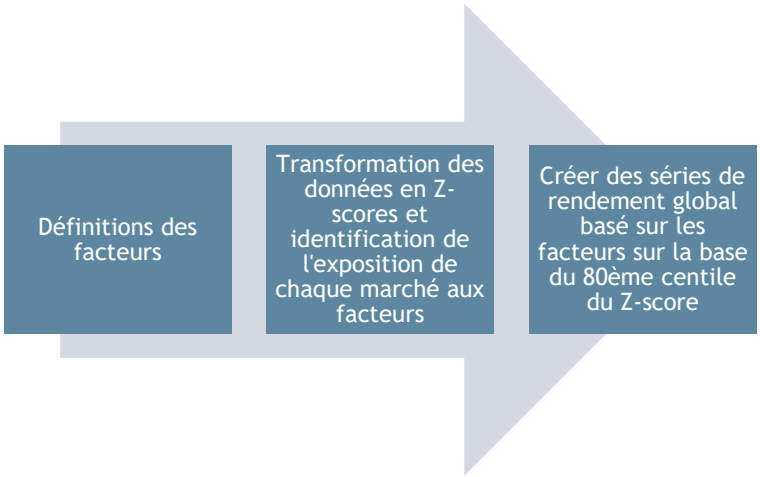


Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

SECTION 1: MÉTHODOLOGIE – NOTRE APPROCHE DU "FACTOR INVESTING"

NOTRE APPROCHE À TROIS ÉTAPES DU "FACTOR INVESTING"

- Pour formuler notre approche du "factor investing" basée sur des règles, nous procédons par trois étapes.
- En premier lieu, nous définissons les 6 facteurs conceptuels les plus pertinents en se basant sur notre revue de la littérature académique et professionnelle.
- Deuxièmement, nous choisissons les séries de données les plus appropriées pour représenter chacun des six facteurs, nous les normalisons en se basant sur leur Z-scores puis nous identifions l'exposition de chaque marché à ces facteurs.
- Troisièmement, nous créons la série historique du rendement global pour chaque trimestre sur les 15 dernières années en utilisant le 80ème centile de notre univers des marchés (premiers 8 marchés parmi les 40 marchés couverts).



Source: AEW

CHOISIR LES SÉRIES DE DONNÉES QUI CORRESPONDENT LE MIEUX À CHAQUE FACTEUR

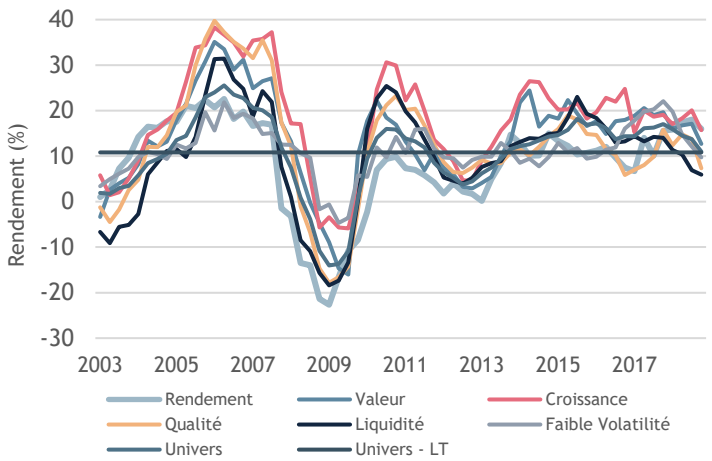
- Pour chacun des six facteurs, nous choisissons des séries de données qui correspondent le mieux à la structure conceptuelle des six facteurs.
- Selon le concept du facteur, nous avons choisi entre 1 et 5 séries de données pour refléter le facteur.
- Nous les avons testées et avons aussi essayé d'éviter les duplications d'impact après quelques premiers essais.
- Il est important de noter que nous utilisons dans l'ensemble des données "prime" sur les marchés immobiliers et nous supposons explicitement des positions longues uniquement.

RENDEMENT	VALEUR	CROISSANCE	QUALITÉ	LIQUIDITÉ	FAIBLE VOLATILITÉ
Rendement initial	Relative aux actions Relative aux obligations d'état Relative à la moyenne long-terme	Croissance du PIB (nominal et réel) Croissance du taux d'emploi Croissance du taux d'emploi en finance, assurance et immobilier Croissance locative	Risque de taux de change Risque souverain Chômage Niveau absolu du loyer	Volumes d'investissement	Concentration de la valeur ajoutée d'un secteur économique Volatilité du rendement Volatilité de la vacance

Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

LES RENDEMENTS DES FACTEURS COMPARÉS À L'UNIVERS ET À SA MOYENNE DE LONG TERME

- Les rendements historiques (rendements globaux annuels) pour chaque facteur sont montrés en utilisant le 80ème centile (8 principaux marchés) pour chaque trimestre.
- La ligne de tendance montre que la plupart des facteurs suivent en général la performance de l'univers d'investissement au cours du temps.
- Nous ajoutons la moyenne de long terme qui nous permet d'identifier des périodes de cycles durant les 15 dernières années.
- Etant donné que le graphique en lignes n'est pas évident à lire, nous allons résumer nos résultats autrement ci-dessous.

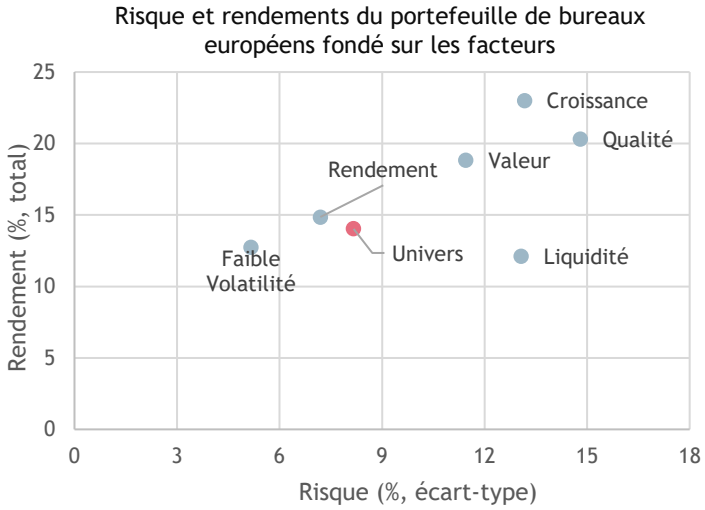


Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

SECTION 2: RISQUE ET RENDEMENTS DES PORTEFEUILLES EUROPÉENS DE BUREAUX FONDÉS SUR L'ANALYSE DE FACTEURS

PÉRIODE 2003-07 : CROISSANCE, VALEUR ET QUALITÉ SURPERFORMENT

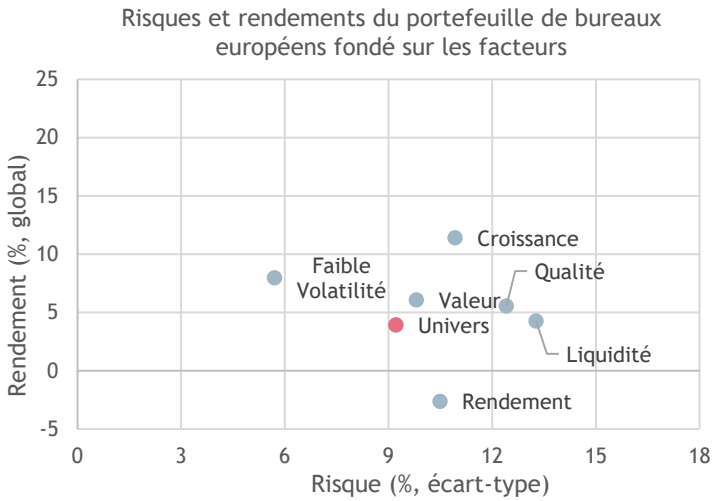
- En se basant sur notre revue des rendements historiques de l'univers d'investissement en bureaux européens, nous avons choisi trois différentes périodes pour montrer les différentes phases du cycle.
- Pour chaque facteur, nous montrons à la fois le rendement global et le niveau de risque.
- Durant la période précédant la crise financière mondiale, nous observons une performance relativement bonne pour les facteurs Croissance et Qualité.
- Le facteur Liquidité démontre un plus grand risque et des rendements plus faibles comparé à l'univers d'investissement.
- Ces résultats semblent réalistes, étant donné que la croissance économique et locative était forte et avait contribué à des rendements élevés, supérieurs à la moyenne de long terme.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

POUR LA PÉRIODE 2008-13 : CROISSANCE, VALEUR ET FAIBLE VOLATILITÉ SURPERFORMENT

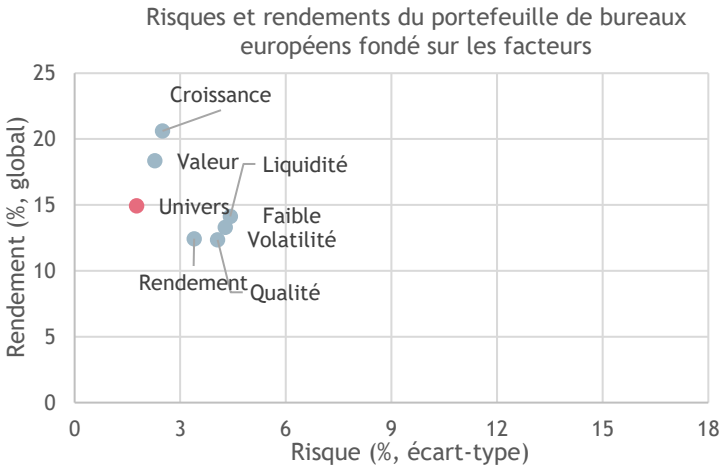
- Durant la période 2008-13 qui a suivi la crise financière mondiale, les rendements ont connu une forte baisse puis une forte hausse suivie par une deuxième phase de déclin liée à la crise de la zone euro.
- Tous les rendements des portefeuilles ont souffert durant cette période, et étaient inférieurs de moitié aux niveaux de la période 2003-07.
- Les marchés à Rendement élevé ont souffert le plus étant donné que plusieurs investisseurs ont évité ce segment.
- La Croissance et la Qualité ont démontré une performance relativement forte durant la période.
- La Faible Volatilité a surperformé l'univers d'investissement en termes de rendements ajustés du risque, ce qui devrait confirmer que ce facteur minimise le risque durant les phases de contraction.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

PÉRIODE 2014-18 : CROISSANCE ET VALEUR SURPERFORMENT

- Durant les cinq dernières années, il y a eu moins de dispersion entre les portefeuilles de facteurs, par comparaison aux périodes précédentes. Ceci est aussi le résultat d'un marché immobilier mondial plus interconnecté et avec plus de capitaux investis à l'international (*cross-border*).
- La Croissance et la Valeur ont bénéficié des meilleurs rendements avec des niveaux de risque légèrement plus élevés que l'univers d'investissement.
- Tous les autres portefeuilles de facteurs ont des rendements plus bas et des niveaux de risque plus élevés.
- Etant donné la croissance économique modérée et l'environnement de taux d'intérêt bas qui s'étend dans le temps, ces résultats semblent réalistes.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

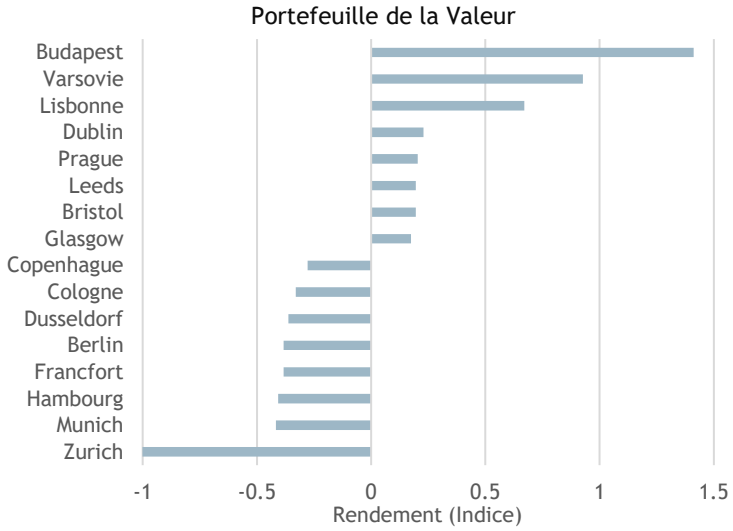
LA CROISSANCE ET LA VALEUR ONT BÉNÉFICIÉ DE MANIÈRE CONSISTANTE DE MEILLEURS RENDEMENTS RELATIFS À L'UNIVERS D'INVESTISSEMENT ET À D'AUTRES FACTEURS

- Lorsque l'on combine les résultats en termes de rendements pour les trois périodes, la Croissance et la Valeur surperforment l'univers d'investissement de manière consistante.
- Néanmoins, la Croissance est bien au-dessus de la Valeur durant toutes les périodes.
- La Qualité et le Rendement ont bien performé durant la période 2003-07 également, mais leur rendement a particulièrement souffert durant la période de crise financière.
- La Faible Volatilité performe bien durant la phase baissière, comme attendu.

Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

LES PORTEFEUILLES VALEUR DOMINÉS PAR LES MARCHÉS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE, LES PETITS MARCHÉS PÉRIPHÉRIQUES ET LES MARCHÉS BRITANNIQUES RÉGIONAUX

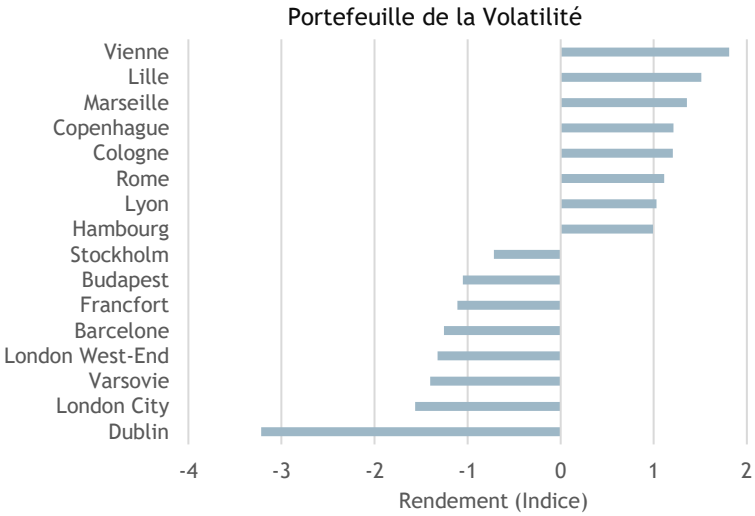
- Une vérification plus poussée de la cohérence des résultats peut être faite en observant l'exposition des marchés de bureaux à certains facteurs.
- Les marchés de bureaux qui ont une forte exposition à notre facteur Valeur incluent les marchés d'Europe centrale et orientale, les petits marchés périphériques et les marchés régionaux britanniques pendant la période complète des 15 ans.
- D'autre part, les marchés allemands et suisses ont la plus faible exposition au facteur Valeur.
- Etant donné que ces marchés ont été traditionnellement bien dotés en capitaux domestiques, cela semble logique.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

LE PORTEFEUILLE FAIBLE VOLATILITÉ EST PORTÉ PAR LES MARCHÉS DE BUREAUX RÉGIONAUX ALLEMANDS ET FRANÇAIS

- Nos résultats du facteur Faible Volatilité semblent aussi cohérents lorsque l'on considère les marché sur- et sous-performants.
- Dublin, Londres et quelques marchés d'Europe centrale et orientale ont la plus faible exposition au portefeuille Faible Volatilité durant les 15 dernières années.
- En revanche, les marchés de bureaux fortement exposés aux facteurs Faible Volatilité sélectionnés incluent les marchés français, allemands et autrichiens.
- Cette sélection de marchés semble une fois de plus cohérente et confirme que l'approche par les facteurs fonctionne.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

SECTION 3: COMPARAISON DU "FACTOR INVESTING" AVEC LES STYLES TRADITIONNELS

LIER LES STYLES D'INVESTISSEMENT TRADITIONNELS AU « FACTOR INVESTING »

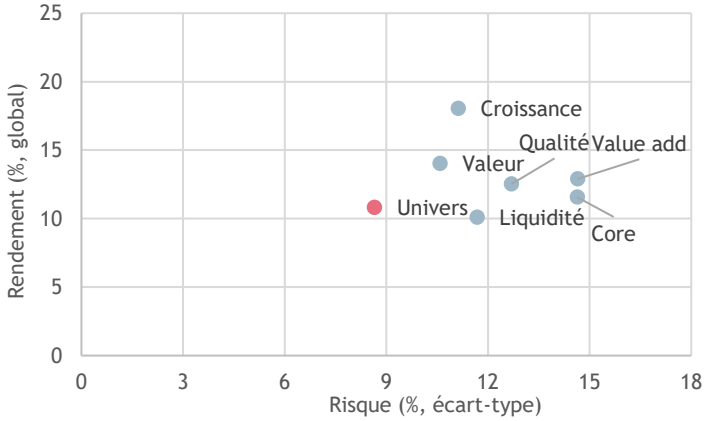
- Pour analyser nos nouveaux résultats issus du "factor investing" dans le contexte de nos styles d'investissement traditionnels "core" et "value-add", nous avons sélectionné deux facteurs qui selon nous correspondent le mieux à ces styles.
- Etant donné qu'il n'y a aucune définition de style officiellement acceptée, on peut la personnaliser selon les préférences des investisseurs.
- D'après nous, la Qualité et la Liquidité sont les meilleurs facteurs pour le style d'investissement "core".
- Tandis que la Croissance et la Valeur correspondent le mieux au style traditionnel "value-add".
- De notre point de vue, les marchés "core" et "value-add" sélectionnés confirment notre sélection de facteurs.

STYLE	CORE	VALUE ADD
FACTEURS	LIQUIDITÉ & QUALITÉ	CROISSANCE & VALEUR
MARCHÉS	LONDON CITY	BUDAPEST
	LONDON WEST-END	VARSOVIE
	PARIS	DUBLIN
	PARIS - LA DEFENSE	OSLO
	FRANCFORT	PRAGUE
	STOCKHOLM	LONDON WEST-END
	MUNICH	MANCHESTER
	OSLO	LONDON CITY

Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

LES PORTEFEUILLES VALUE-ADD ET CORE ONT DES RENDEMENTS MARGINALEMENT SUPÉRIEURS À L'UNIVERS D'INVESTISSEMENT, MAIS AVEC UN NIVEAU DE RISQUE PLUS ÉLEVÉ

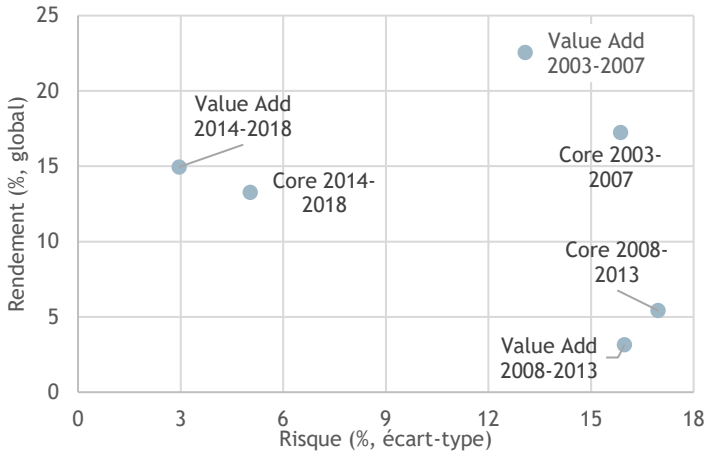
- Quand nous calculons le profil de rendement et de risque pour les portefeuilles des 8 principaux marchés de bureaux "core" et "value-add", nous remarquons que le portefeuille "value-add" offre des rendements supérieurs au portefeuille "core", à un niveau de risque presque identique.
- Il est important de noter que les performances des deux portefeuilles, "core" et "value-add", sont négativement impactées par le fait que les mêmes marchés sont utilisés chaque trimestre au cours des 15 années.
- Les rendements des autres portefeuilles de facteurs purs permettent un rééquilibrage, les 8 marchés sélectionnés changeant au cours du temps.



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

LE PORTEFEUILLE CORE A UN NIVEAU DE RISQUE PLUS ÉLEVÉ QUE LE PORTEFEUILLE VALUE-ADD À TRAVERS LES CYCLES, AVEC UN MEILLEUR RENDEMENT SEULEMENT EN 2008-13

- Etonnamment, le portefeuille core démontre un niveau de risque systématiquement plus élevé que le portefeuille "value-add" au cours des trois différentes périodes du cycle de marché des 15 dernières années.
- Puisque nous mesurons le niveau de risque avec l'écart-type, cela représente à la fois une sur- et sous-performance par rapport à la moyenne.
- Seulement pendant la période de crise 2008-13 les 8 principaux marchés de bureaux "core" ont bénéficié d'un rendement supérieur au portefeuille "value-add".



Sources: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics & RCA

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 67,6 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2019. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 Mars 2019, AEW gérait en Europe 31,8 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 400 collaborateurs répartis dans 9 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 20 Mds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE

Hans Vrensen MRE, CFA
HEAD OF RESEARCH & STRATEGY
Tel +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com

Ken Baccam MSc
DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com

Irène Fossé MSc
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com

Dennis Schoenmaker PhD
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +44 (0)20 70 16 48 60
dennis.schoenmaker@eu.aew.com

Guillaume Oliveira MSc
ASSOCIATE
Tel +33 (0)1 78 40 92 60
guillaume.oliveira@eu.aew.com

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS

Mina Kojuri MSc
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +44 (0)20 7016 4750
mina.kojuri@eu.aew.com

LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANCE

DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | GERMANY

La présente publication a pour but de fournir des informations aidant les investisseurs à prendre leurs propres décisions d'investissement, et non de fournir des conseils en investissements à un quelconque investisseur en particulier. Les investissements discutés et les recommandations incluses dans les présentes peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs : les lecteurs doivent juger par eux-mêmes de manière indépendante de l'adéquation desdits investissements et recommandations, à la lumière de leur, propres objectifs, expérience, jugement, situation fiscale et financière en matière d'investissements. La présente publication est constituée à partir de sources choisies que nous jugeons fiables, mais nous n'apportons aucune garantie d'exactitude et d'exhaustivité relativement aux, ou en rapport avec les informations présentées ici. Les opinions exprimées dans les présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur ; elles ne reflètent pas forcément les opinions d'AEW ou d'une quelconque société filiale ou affiliée d'AEW et peuvent changer sans préavis. Bien qu'AEW fasse tous les efforts raisonnables pour inclure des informations à jour et exactes dans la présente publication, des erreurs ou des omissions se produisent parfois. AFW décline expressément toute responsabilité, contractuelle, civile, responsabilité sans faute ou autre, pour tout dommage direct, indirect, incident, consécutif, punitif ou particulier résultant de, ou lié d'une quelconque manière à l'usage qui est fait de la présente publication. Le présent rapport ne peut être copié, transmis, ou distribué à une quelconque autre partie sans l'accord express écrit d'AEW. AEW comprend AEW Capital Management L. P. en Amérique du nord et ses filiales détenues à 100 %, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. et AEW Asia Pte. Ltd, ainsi que la société affiliée AEW Ciloger SA et ses filiales