

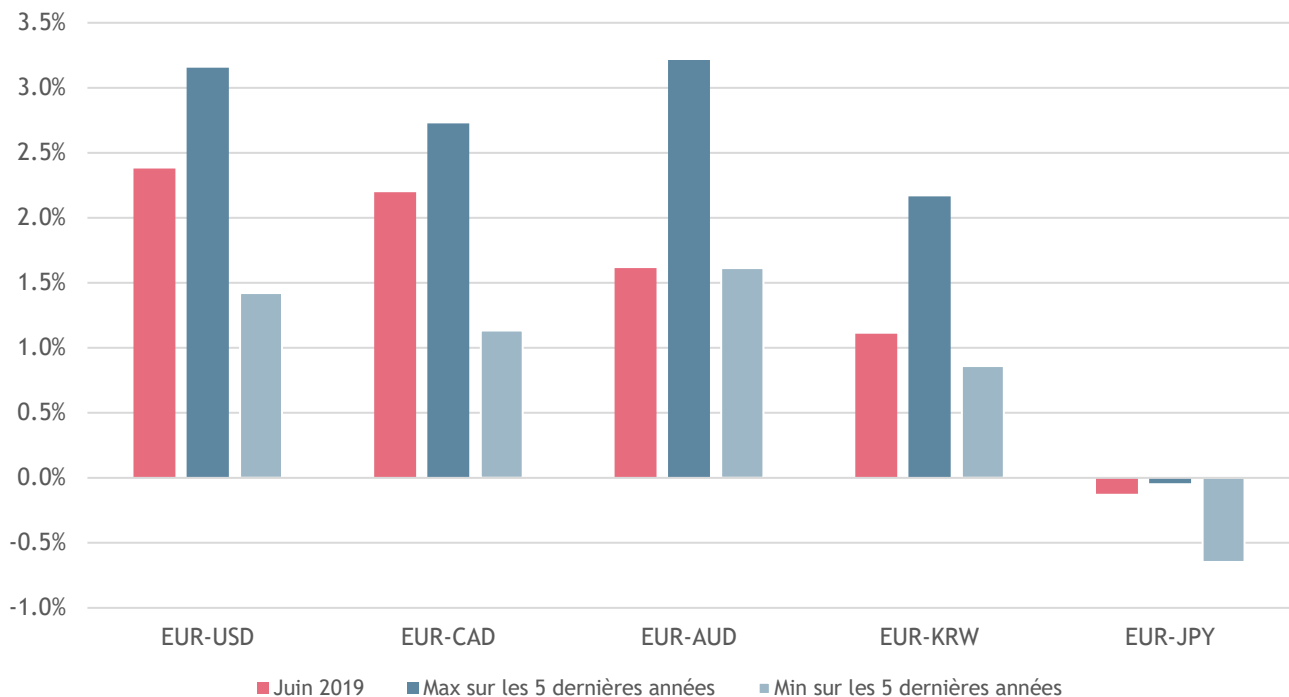
# EUROPEAN RESEARCH MONTHLY UPDATE

JUILLET 2019

## PORTAGE POSITIF POUR LES INVESTISSEURS IMMOBILIERS LIBELLES EN USD, CAN et AU DANS LA ZONE EURO

- Les investisseurs non libellés en euro sont devenus majoritaires dans les investissements immobiliers en zone euro, ce qui requiert un besoin croissant de se couvrir contre le risque de change. Nos analyses montrent que cette démarche ne dégrade pas le rendement, contrairement aux idées préconçues.
- La plupart des investisseurs libellés en USD, CAD et AUD sont tenus de se couvrir contre le risque de change quand ils investissent dans des fonds ou sur des actifs libellés en euro ; mais cela ne se traduit pas forcément par un coût venant dégrader leurs rendements. Au contraire, actuellement, le portage positif qu'ils peuvent obtenir représente un spread de 160 à 240 bps par an sur la base de la valorisation actuelle d'un contrat Forward 5 ans.
- Les investisseurs libellés en Won sud-coréen sont également en mesure de générer un spread positif supérieur à 100 bps par an, tandis que les investisseurs en Yen Japonais devront assumer un coût de couverture, bien que négligeable. Cela est dû à la situation de taux d'intérêts négatifs au Japon, très similaire à la zone euro. Cette parité de taux d'intérêts produit des conditions moins avantageuses pour les investisseurs japonais pour les contrats de change Forward.
- A mesure que les investissements transfrontaliers progressent sur les marchés immobiliers en zone euro, ce portage positif devrait permettre aux investisseurs basés hors zone euro d'enregistrer de meilleurs rendements en devise locale sur des investissements en zone euro.

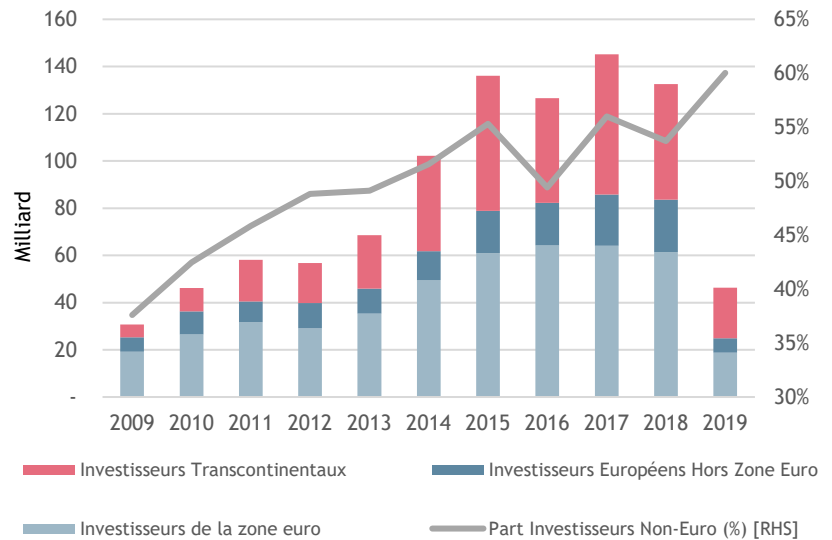
## GAIN (% ANNUEL) SUR UN CONTRAT FORWARD 5 ANS EUR-DEVISE LOCALE (PRIX ACTUEL ET HISTORIQUE)



Sources: Chatham Financial & AEW

## L'ACTIVITE ACCRUE DES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX EN EUROPE REQUIERT DAVANTAGE DE RECOURS A LA COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

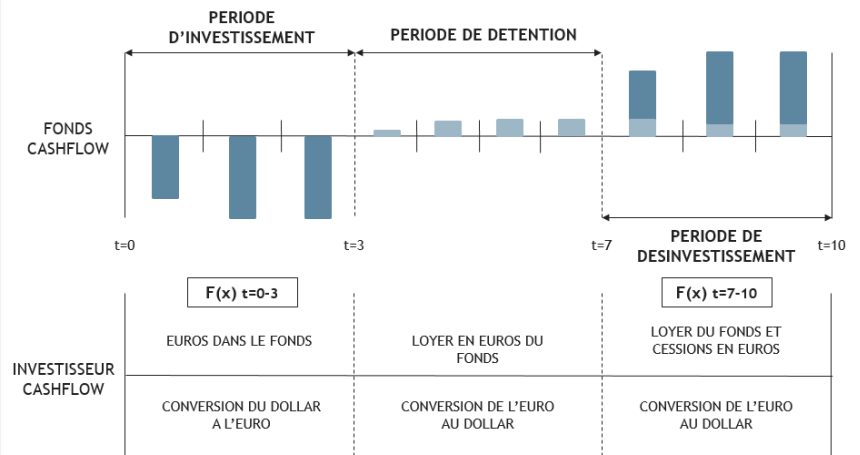
- Les volumes d'investissement en zone euro ont augmenté en moyenne de 18% par an entre 2009 et 2018.
- La part des investisseurs extérieurs à la zone euro est passée de 38% en 2008 à 60% au premier semestre 2019.
- Cette augmentation a déclenché un besoin accru de couverture du risque de change.
- Les plus grands investisseurs institutionnels peuvent faire appel à une gestion de couverture de change interne multi-actifs.
- Mais d'autres investisseurs ne disposent pas nécessairement d'un système de trésorerie centralisée leur permettant de gérer efficacement le risque de change.
- Pour éclairer leurs décisions, nous cherchons à quantifier le coût ou le gain de couverture pour des investisseurs hors zone euro qui investissent dans des fonds ou actifs libellés en euro.



Sources: AEW & RCA

## UN CONTRAT DE CHANGE FORWARD PEUT REPLIQUER LE CASH FLOW D'UN FONDS/INVESTISSEMENT

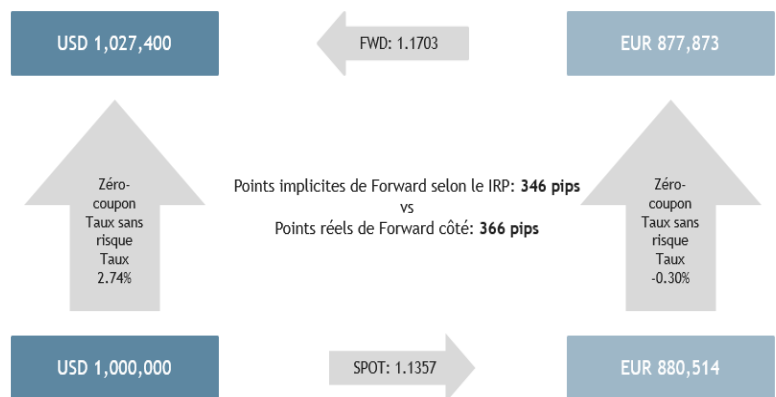
- Le schéma ci-contre illustre comment un investisseur basé en dollars (USD) pourrait avoir besoin de structurer une couverture de change pour égaliser le cash-flow du fond.
- Un investissement en immobilier (par le biais d'un fonds) comporte généralement un engagement en capital initial, un revenu locatif pendant la période de détention et un revenu final issu de la vente.
- Comme il est difficile d'anticiper les montants et la durée des revenus locatifs et de vente, la plupart des investisseurs ne se couvriront du risque que pour leur engagement en capital initial.
- Les investisseurs voudront minimiser les écarts de maturité entre le fonds et le contrat Forward, ce qui suppose qu'un contrat Forward de 5 à 8 ans correspond le mieux aux engagements dans le fonds.



Source: AEW

## LA PARITE DE TAUX D'INTERET CONSTITUE LA BASE DU PRICING D'UN CONTRAT DE CHANGE FORWARD

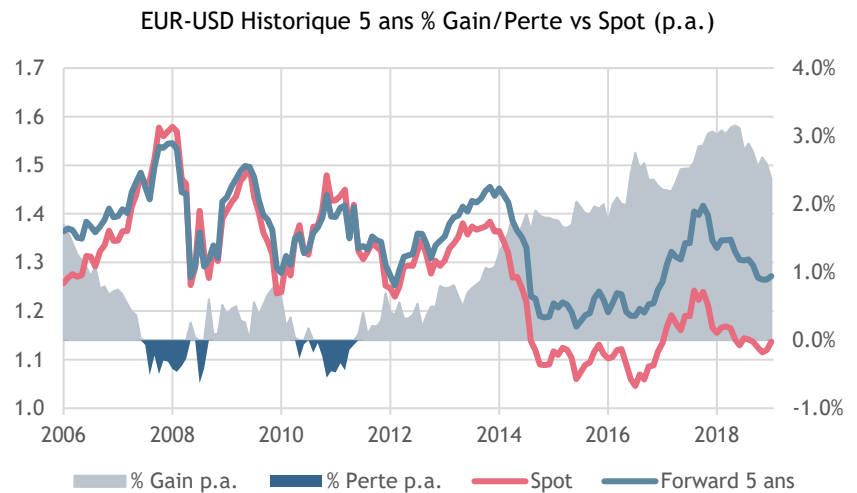
- Les investisseurs ont besoin d'estimer le coût d'un contrat Forward sur le marché. Cette valorisation est fonction de la parité du taux d'intérêt.
- C'est la théorie selon laquelle la différence entre le taux de change spot et le taux de change Forward est égal à la différence de taux d'intérêt pour la même maturité.
- Cela suppose que les investisseurs empruntent ou prêtent sans différence au taux sans risque dans l'une ou l'autre des devises.
- Dans les cours quotidiens des contrats Forward il y a une différence de base entre la valorisation effective et la valorisation théorique basée sur le différentiel de taux d'intérêt.



Sources: Chatham Financial & AEW

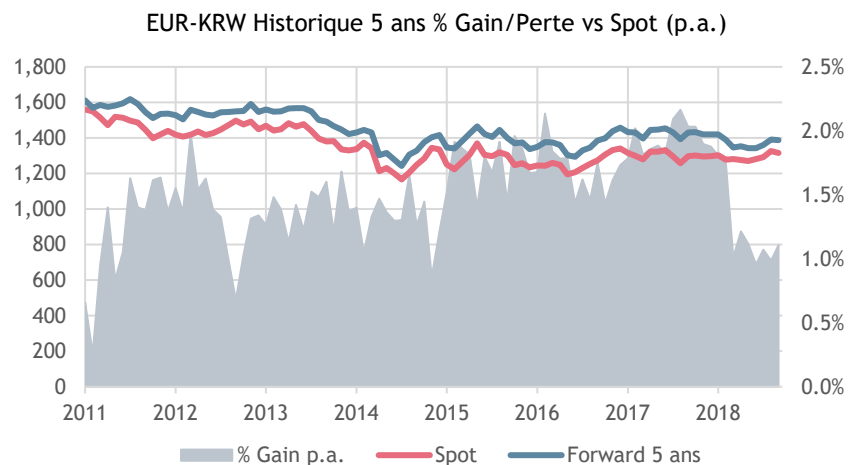
## LES INVESTISSEURS EN USD PEUVENT S'ATTENDRE A UN ECART DE SPREAD POSITIF PROCHE DES 250 BPS SUR LES CONTRATS FORWARD A 5 ANS

- Pour faciliter la comparaison, nous supposons qu'un contrat Forward à 5 ans répondra aux besoins des investisseurs.
- Sur la base du prix actuel, les investisseurs libellés en USD, souhaitant se couvrir avec un Forward EUR-USD, seront en mesure de garantir un gain annuel de 238 bps.
- Cela s'explique principalement par le fait que les taux d'intérêt sont actuellement plus élevés aux Etats-Unis qu'en zone euro.
- Comme le montre le graphique, cette valorisation n'a pas été uniforme sur le long terme. Notamment, la période de 2007 à 2012 a montré une valorisation plus neutre, sans la présence d'un écart de spread positif constant.
- Cependant, au cours des cinq dernières années, le spread s'est maintenu en zone positive, entre 140 et 316 bps par an.



## LES INVESTISSEURS COREENS ONT UN ECART DE SPREAD POSITIF DE 100 BPS DANS LE MARCHE ACTUEL

- Les investisseurs libellés en Won sud-coréen seront en mesure de générer un gain annuel plus modeste de 111 bps sur un contrat Forward EUR-KRW à 5 ans.
- Cela est principalement dû au fait que les taux d'intérêts sont actuellement plus élevés en Corée du sud qu'en zone euro.
- Comme le montre le graphique, cette valorisation n'a pas été uniforme sur le long terme. Notamment, la période 2015-2018 a montré un écart de spread positif plus constant entre 150 et 200 bps par an.
- Cependant, au cours des 6 derniers mois, l'écart de spread s'est resserré autour de 100 bps par an.



## LA PLUPART DES INVESTISSEURS LIBELLES EN DOLLARS REALISENT DES ECARTS DE MARGE POSITIFS SUR LES CONTRATS FORWARD

- La plupart des principaux investisseurs non libellés en euro ont été en mesure de réaliser des écarts de marge positifs. Le tableau ci-contre montre des données supplémentaires pour le CAD, AUD and le JPY.
- Cela signifie qu'ils peuvent obtenir de meilleurs rendements en devise locale que les investisseurs en euro, quand bien même ils seraient investis dans le même fonds euro.
- Cela signifie également que les rendements cibles pour les fonds libellés en EUR pourraient être améliorés pour les investisseurs en USD, en CAD, en AUD et en KRW grâce à ces contrats et générer des écarts de spread positifs via l'utilisation de Forward sur devise, qui sont de toute façon une nécessité pour se prémunir contre le risque de change.

p.a. Marge sur le Forward 5 années	EUR-USD	EUR-CAD	EUR-AUD	EUR-KRW	EUR-JPY
Jun 19	2.38%	2.20%	1.61%	1.11%	-0.12%
Max sur les 5 dernières années	3.16%	2.73%	3.21%	2.16%	-0.04%
Min sur les 5 dernières années	1.42%	1.13%	1.61%	0.86%	-0.65%

Sources: Chatham Financial & AEW

## 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 gère 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](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



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



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



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



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



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

## CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS

### 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. AEW 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