

AEW RESEARCH - MARS 2019

PERIPHERAL PROPERTY PERSPECTIVES
QUELQUES LEÇONS DE LA COMPARAISON ENTRE
CLASSES D'ACTIFS



AEW

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ: L'IMMOBILIER OFFRE UNE BONNE DIVERSIFICATION & DE MEILLEURS RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE 3

SECTION 1: LA PERSPECTIVE DES PRODUITS DE TAUX 4

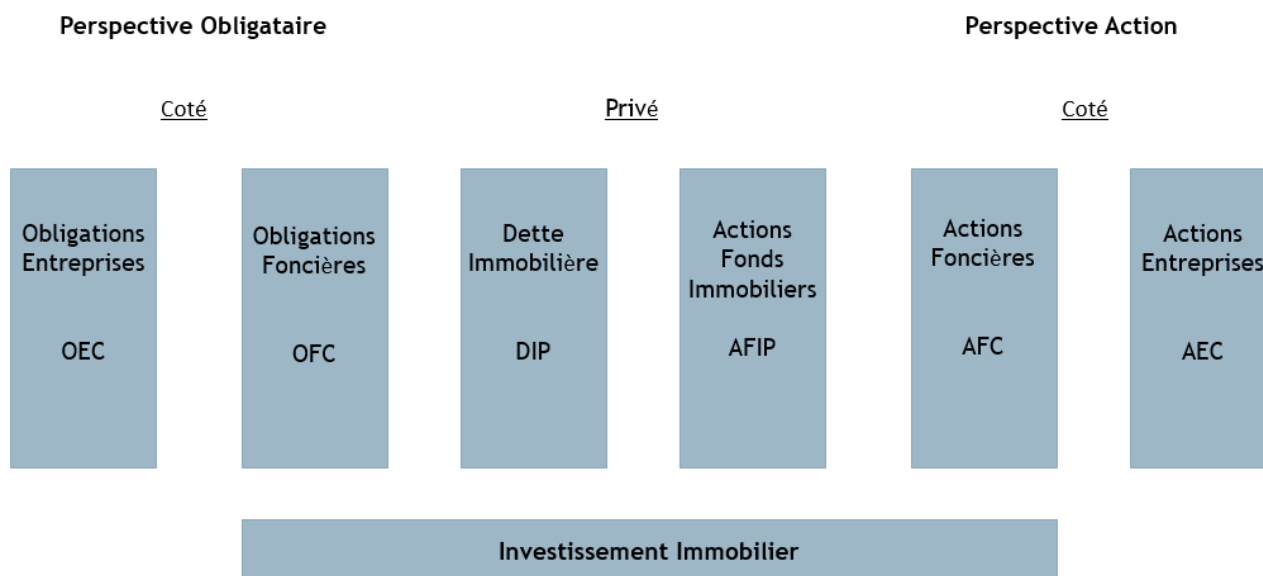
SECTION 2: LA PERSPECTIVE ACTIONS 9

SECTION 3: UNE COMBINAISON D' ACTIONS ET DE DETTE IMMOBILIÈRE 14

COMMENT LES INVESTISSEURS MULTI-ACTIFS DOIVENT ANALYSER L'IMMOBILIER ?

La plupart des investisseurs institutionnels multi-actifs sont organisés en trois principaux départements : produits de taux (« fixed income », ou crédit), actions et investissements alternatifs. L'immobilier commercial est typiquement représenté dans chacun de ces trois départements. Malgré des terminologies et des perspectives différentes, les investisseurs chevronnés cherchent de plus en plus à développer une vision transversale pour bénéficier des points de vue de chaque département sur les tendances structurelles des marchés sous-jacents du crédit, du marché actions, du collatéral et des marchés immobiliers. Dans ce rapport, nous définissons un cadre analytique étape par étape pour effectuer un début de comparaison entre classes d'actifs. A cette fin, nous présentons le « Peripheral Property Perspective » développé par AEW. Ce cadre nous permet de visualiser l'univers d'investissement dans sa totalité, des obligations d'entreprises et actions cotées, aux obligations foncières et actions de foncières cotées, ainsi que des actions de fonds immobiliers privés et de la dette immobilière privée.

AEW - PERIPHERAL PROPERTY PERSPECTIVE

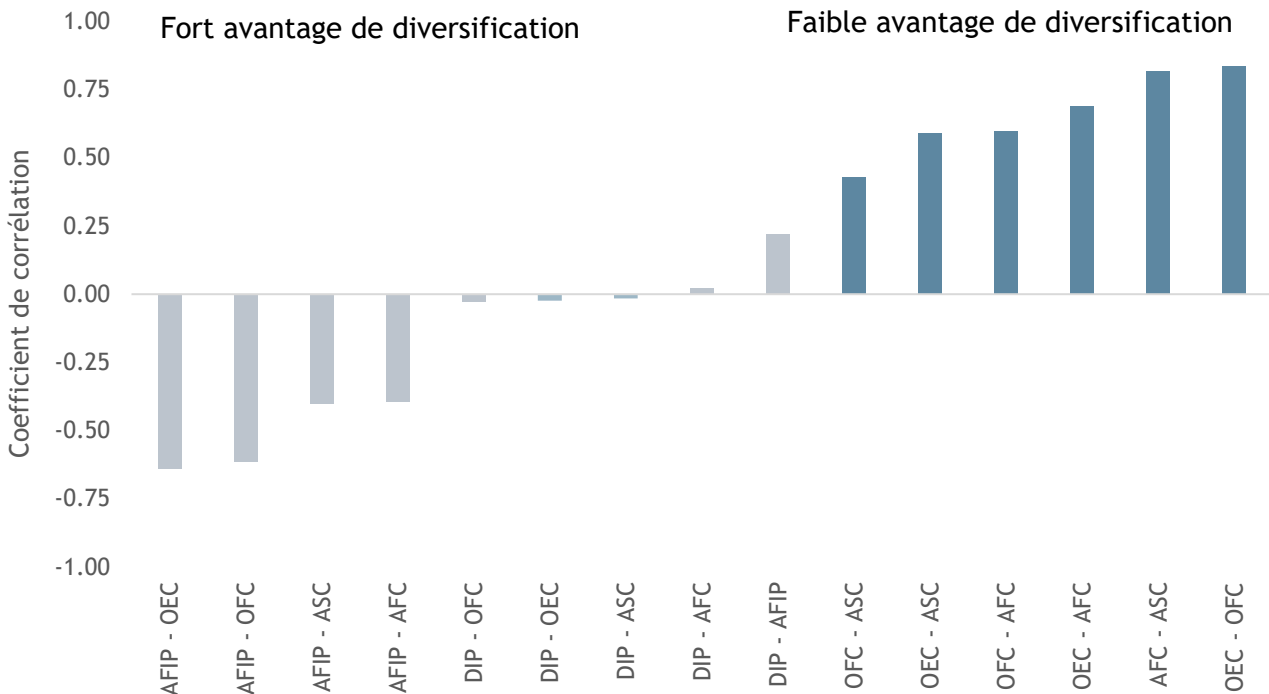


Source: AEW

RÉSUMÉ: L'IMMOBILIER OFFRE UNE BONNE DIVERSIFICATION & DE MEILLEURS RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

- Notre « Peripheral Property Perspective » compare les rendements, la volatilité et les corrélations pour des investissements immobiliers privés avec d'autres produits de taux et différents types d'actions dans un contexte européen, pour faciliter les décisions d'allocation stratégique pour des investisseurs multi-actifs.
- Dans notre comparaison des produits de taux, nous présentons un nouvel indice de dette immobilière privée (DIP) basée sur les taux de plus de 2 300 créances d'immobilier commercial. Cet indice DIP a une performance similaire à celle de l'indice de des obligations foncières cotées (OFC) au cours des dix dernières années. Les deux indices surperforment les obligations d'entreprises cotées (OEC). Mais la performance de l'indice DIP ressort comme bien plus volatile que celle des obligations foncières cotées (OFC) et des obligations d'entreprises cotées (OEP) au cours de la même période. Quant aux corrélations, nous notons que les obligations foncières cotées et les obligations d'entreprises cotées ont une corrélation positive élevée, alors que la dette immobilière privée (DIP) et les obligations foncières cotées (OFC) ont une corrélation pratiquement nulle au cours des quarante trimestres de la série historique.
- Dans la perspective du marché action, l'indice des actions de foncières cotées (AFC) surperforme à la fois les actions de sociétés cotées (ASC) et les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) au cours des dix dernières années. Mais la performance des actions de fonds immobiliers privés (AFIP), fondée sur des valeurs d'expertise, apparait beaucoup moins volatile que celle de l'immobilier coté (AFC) et que celle des actions de sociétés cotées (ASC) au cours de la période. En ce qui concerne les corrélations, nous notons que les actions de foncières cotées et d'entreprises cotées ont une corrélation positive, alors que les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) et les actions de foncières cotées (AFC) ont une corrélation négative au cours de la même période.
- En bref, les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) et, dans une moindre mesure, la dette immobilière privée (DIP) offrent aux investisseurs multi-actifs de potentiels avantages de diversification en raison de leur corrélation faible ou négative avec d'autres classes d'actifs, comme illustré ci-dessous. Malgré des rendements absolus modérés, les actions de fonds immobiliers privés offrent en réalité les meilleurs rendements ajustés du risque de toutes les classes d'actifs étudiées ici.

LES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS (AFIP) ET LA DETTE IMMOBILIÈRE PRIVÉE (DIP) OFFRENT UNE VRAIE DIVERSIFICATION

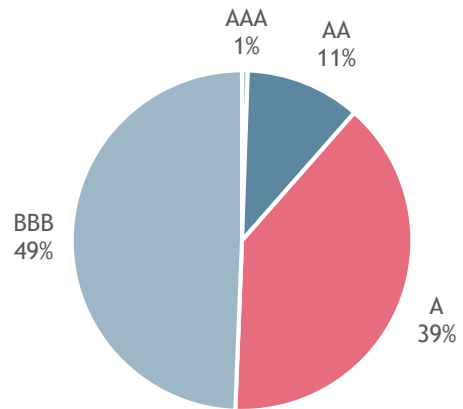


Source: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

SECTION 1: LA PERSPECTIVE DES PRODUITS DE TAUX

L'INDICE BAML EURO CORPORATE BOND ILLUSTRE L'APPÉTENCE POUR LE RISQUE SUR LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES COTÉES (OEC)

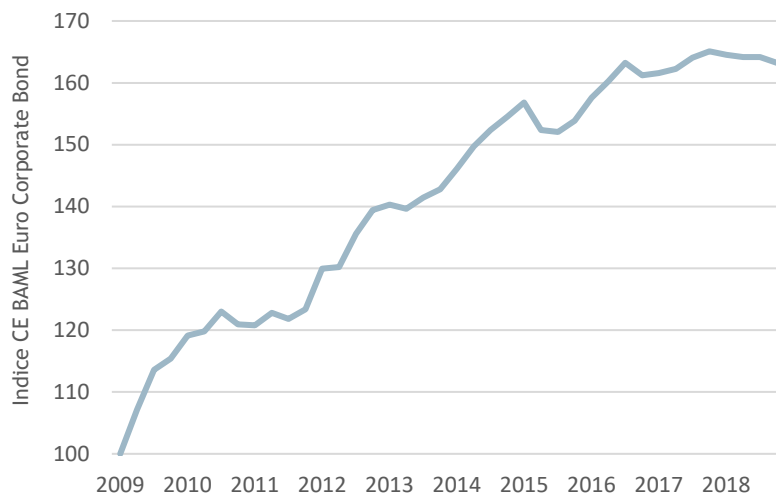
- Nous utilisons l'indice ICE BAML Euro Corporate Bond pour illustrer la performance des obligations d'entreprises cotées (OEC).
- Cet indice suit la performance de la dette cotée d'entreprise *investment grade* émise sur le marché Eurobond ou celui d'un pays membre de la zone euro.
- Composé à près de 50% d'obligations notées BBB, cet indice illustre l'appétence des investisseurs pour le risque associé aux produits de taux.
- Il est à noter que des entreprises non européennes émettent des obligations libellées en euro et qu'il n'est pas exclu que certaines fassent partie de l'indice.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LA STABILITÉ DE L'INDICE OEC REFLÈTE LES PERSPECTIVES ACTUELLES EQUILIBRÉES

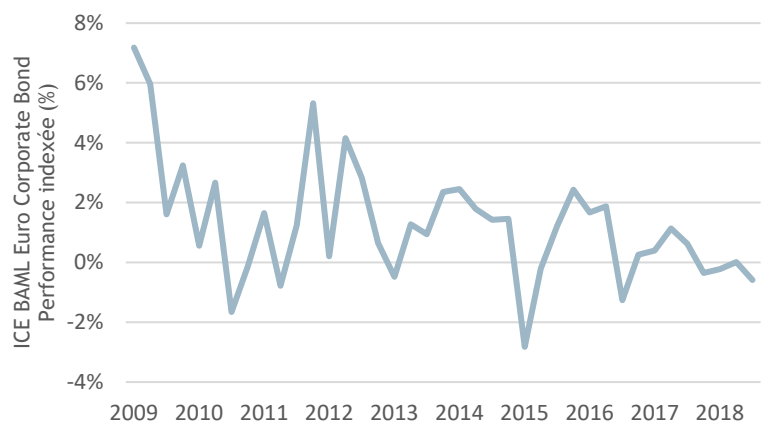
- Sur 10 ans, l'indice OEC est en progression et s'est établi à 163 à fin 2018.
- L'indice a fortement crû tout de suite après la crise financière en 2009-2010, tandis que les investisseurs délaissaient les actions et se réfugiaient vers les obligations d'entreprise.
- L'indice a de nouveau bénéficié en 2013-2014 de la baisse des taux directeurs de la BCE et de l'application plus proactive du programme de *quantitative easing*.
- Avec les annonces de normalisation de la politique monétaire fin 2014 et 2015, l'indice est entré dans une période plus stable depuis 2016.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE ORIENTÉE À LA BAISSÉ

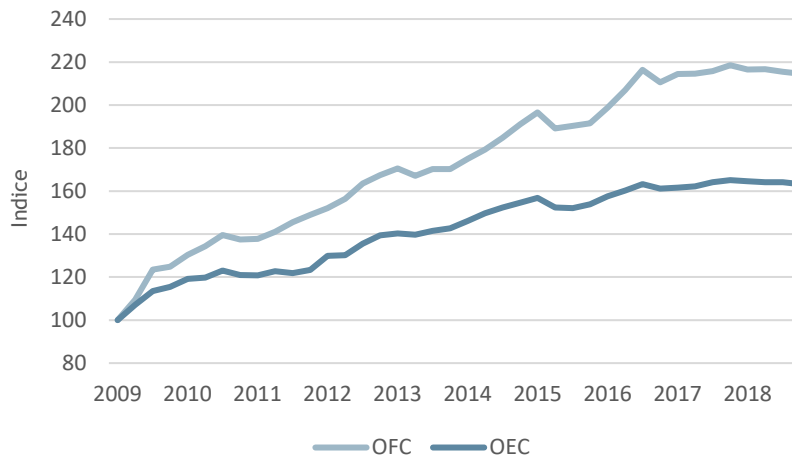
- Le rendement trimestriel moyen de l'indice ICE BAML Euro Corporate Bond sur dix ans a été de 1,3%.
- Sur cette période, la volatilité a été significative avec des variations de rendement de 7,2% à -2,8%.
- Il est important de noter que dans le calcul du rendement, BAML part du principe que les paiements d'intérêts périodiques ne sont pas réinvestis. Nous estimons que cela est cohérent avec nos autres estimations de rendement des produits de taux ou des actions.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

L'INDICE DES OBLIGATIONS FONCIÈRES COTÉES (OFC) SURPERFORME L'INDICE DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES COTÉES (OEC) SUR 10 ANS

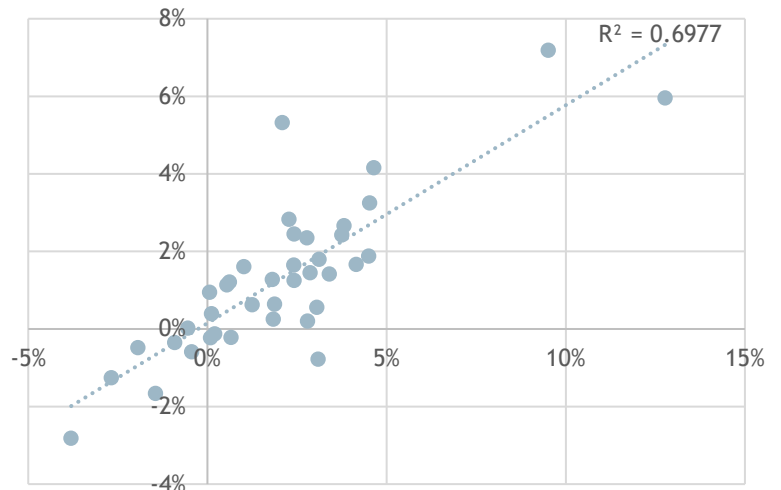
- En comparant notre indice ICE BAML des obligations d'entreprises cotées (OEC) et notre indice composite des obligations foncières cotées (OFC), ce dernier surperforme clairement.
- Sur dix ans, notre indice composite d'obligations de SIIC et de CMBS termine 58 points (ou 36%) plus haut que notre indice OEC.
- Cette surperformance s'explique en partie par l'effet de rattrapage sur le marché immobilier, les composants obligataires de l'indice OFC (CMBS et SIIC) ayant souffert davantage en 2008 que les obligations d'entreprise en général.



Source: BAML, Bloomberg & AEW

LES OBLIGATIONS FONCIÈRES ET D'ENTREPRISE COTÉES SONT FORTEMENT CORRÉLÉES

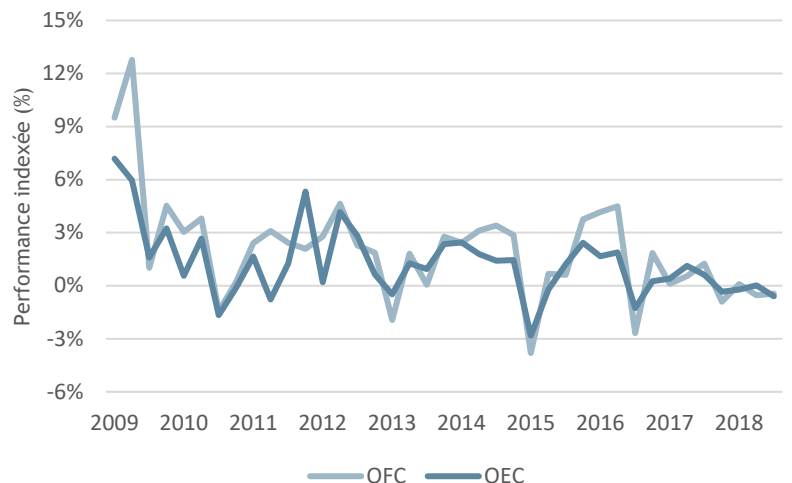
- Ce nuage de points des rendements des indices OEC et OFC sur les quarante trimestres de notre base confirme une relation forte avec un R^2 à 70% (coefficient de corrélation de 0,83).
- Au vu de ce résultat, nous concluons que les populations d'investisseurs achetant ces différentes classes d'obligations peuvent coïncider sensiblement.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES OBLIGATIONS FONCIÈRES ET D'ENTREPRISE COTÉES SUIVENT UNE MEME TENDANCE DANS LE TEMPS

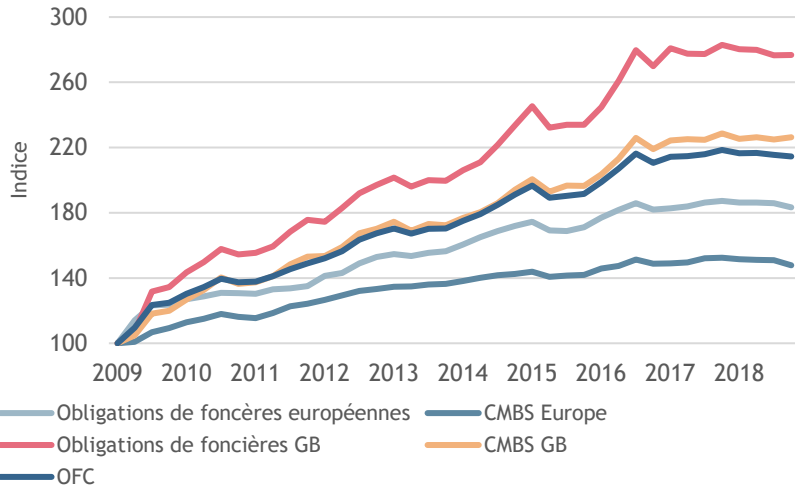
- Le rendement trimestriel moyen pour l'indice OFC s'établit à 2,0%, ce qui le place au-dessus de l'indice OEC qui atteint 1,3% sur dix ans.
- Par rapport à l'indice OEC sur la même période, l'indice OFC se montre plus volatil avec des rendements variant de 12,8% à -3,8%.
- Le rendement total pour les deux séries est étroitement lié et montre une faible volatilité ces deux dernières années.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES OBLIGATIONS FONCIÈRES BRITANNIQUES SURPERFORMENT LES AUTRES SOUS-INDICES DE L'OFC

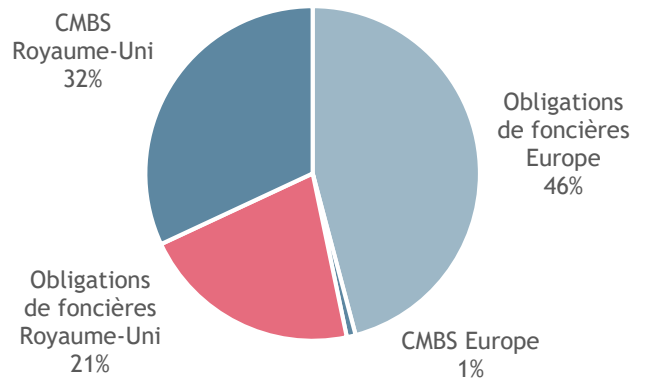
- Notre indice composite des obligations foncières cotées (OFC) comprend 4 sous-indices, par juridiction d'émission (RU et reste de l'Europe) et par type d'émission (REITs et CMBS).
- La surperformance de près de 100% de marge des obligations foncières britanniques par rapport aux obligations CMBS européennes est surprenante.
- La surperformance des obligations foncières britanniques s'explique en partie par le timing de la reprise des marchés immobiliers et obligataires qui ont davantage souffert en 2008 que les obligations CMBS européennes et britanniques.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES TITRES BRITANNIQUES REPRÉSENTENT PLUS DE LA MOITIÉ DE L'INDICE OFC

- Les obligations REIT et CMBS britanniques totalisent 53% de l'indice OFC. Tandis que les REIT européennes représentent 46% des obligations émises.
- La très faible proportion de CMBS européennes (1%) dans l'indice OFC s'explique probablement par le remboursement des grandes transactions CMBS en résidentiel allemand et la maturité plus courte à l'émission par rapport aux CMBS britanniques.
- Notez que les obligations émises par des multinationales comme Unibail-Rodamco-Westfield sont comptées dans le pays d'enregistrement de la cotation. De fait, les émissions obligataires ne correspondent pas exactement à l'allocation géographique du portefeuille immobilier.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES CORRÉLATIONS ENTRE LES SOUS-INDICES OFC SONT FORTES DANS L'ENSEMBLE

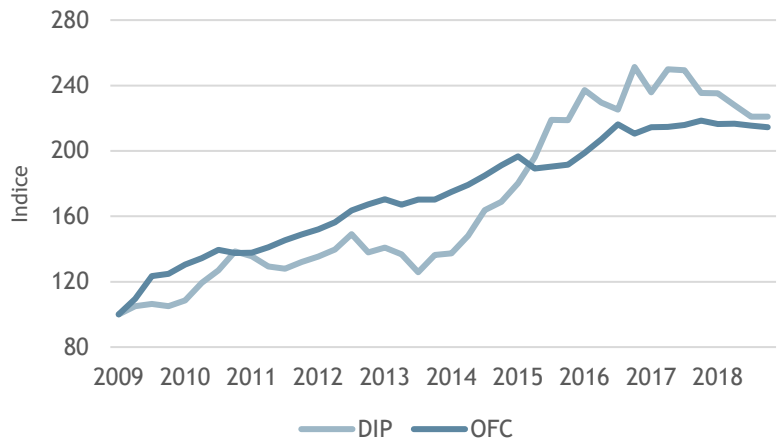
- Le tableau à droite montre la corrélation des rendements sur dix ans (quarante trimestres) entre les quatre sous-indices.
- Les corrélations sont en moyenne de 0,73 mais varient de 0,55 à 0,95 pour chaque couple.
- Les obligations de sociétés immobilières cotées et CMBS britanniques sont les plus corrélées, tandis qu'à contrario, les obligations de sociétés immobilières cotées et CMBS européens sont les moins corrélées.
- Cela s'explique peut-être par l'échantillon limité de CMBS européens inclus.

	Obligations de foncières Europe	CMBS Europe	Obligations de foncières Royaume-Uni	CMBS Royaume-Uni
Obligations de foncières Europe	1	0.55	0.66	0.63
CMBS Europe	0.55	1	0.79	0.82
Obligations de foncières Royaume-Uni	0.66	0.79	1	0.95
CMBS Royaume-Uni	0.63	0.82	0.95	1

Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LA PERFORMANCE DE LA DIP EST COMPARABLE À CELLE DES OBLIGATIONS FONCIÈRES COTÉES (OFC)

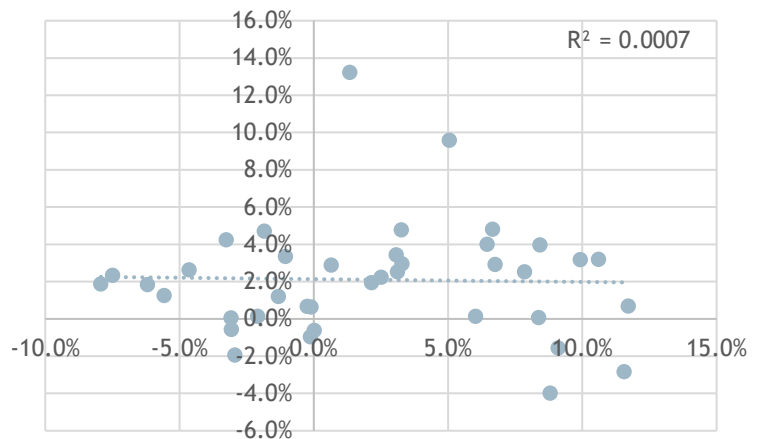
- Une comparaison de notre nouvel indice de dette immobilière privée (DIP) et notre indice composite d'obligations foncières cotées (OFC) fait apparaître une performance similaire en tendance sur les dix dernières années.
- Malgré cette similarité, l'indice DIP a sous performé jusqu'au T2 2015, du fait de la difficulté des banques et autres prêteurs à concurrencer les taux obtenus par les investisseurs en obligations. Cela peut s'expliquer par les créances douteuses en bilan et les nouvelles contraintes réglementaires de réserves en capital.
- La surperformance de l'indice DIP depuis le T3 2015 est portée par une capacité améliorée des banques ainsi que par l'accroissement des parts de marché des nouveaux prêteurs non bancaires.



Sources: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

LA DETTE IMMOBILIÈRE PRIVÉE (DIP) ET LES OBLIGATIONS IMMOBILIÈRES NE SONT PAS CORRÉLÉES

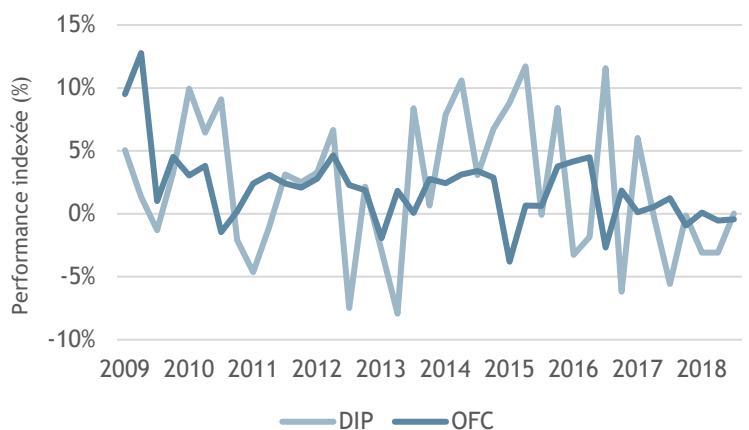
- Un graphique en nuage de points représentant les rendements des indices DIP et OFC pour les quarante trimestres de notre base confirme qu'il n'existe pratiquement pas de corrélation entre les deux séries, illustré par un R^2 à 0,07%.
- Sur ce constat, il semble ne pas y avoir de recoupement flagrant entre banques ou fonds de dette accordant des prêts et ces mêmes institutions achetant des obligations immobilières.



Sources: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

LES RENDEMENTS DE LA DETTE IMMOBILIÈRE PRIVÉE (DIP) SONT BIEN MOINS STABLES QUE LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES IMMOBILIERS (OFC)

- Le rendement trimestriel moyen de l'indice DIP atteint 2,2%, légèrement supérieur à celui de l'indice OFC à 2,1% de ces dix dernières années.
- En comparaison avec l'indice OFC sur la même période, l'indice DIP montre un bien plus grande volatilité avec des rendements variant de 11,7% à -7,9%.
- Le T4 2012 et T3 2013 se sont avérés particulièrement peu performants pour l'indice DIP, en raison probablement des mouvements sur les taux swap 5 ans.



Sources: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

L'INDICE DIP, BASÉ SUR LE TAUX D'INTÉRÊT TOTAL, REFLÈTE L'IMPACT DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF ET DE LA CONCURRENCE

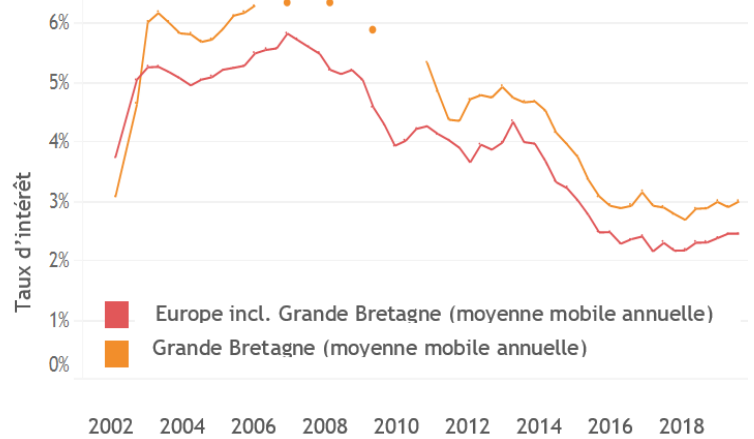
- Le nouvel indice DIP se base sur de nouvelles données sur le coût de la dette.
- Les données granulaires sur les taux d'intérêt totaux pour les nouveaux prêts immobiliers confirment l'impact des politiques d'assouplissement en 2009 et 2012.
- Une période de forte activité est également mise en évidence entre 2005 et 2007, où les prêteurs tenaient peu compte de l'éventail de risque pour évaluer le coût de la dette (écarts faibles).
- L'activité de prêt s'est réduite tout de suite après la crise financière (2008-2011), avec plutôt une extension des prêts existants.
- Après 2012, nos données montrent une plus grande variation des taux d'intérêts initiaux, avec des prêteurs évaluant le risque de manière plus fine.



Source: RCA, REC & AEW

LES TAUX D'INTÉRÊT BRITANNIQUES PLUS ÉLEVÉS QU'EN EUROPE & PAS (ENCORE) AFFECTÉS PAR LE BREXIT

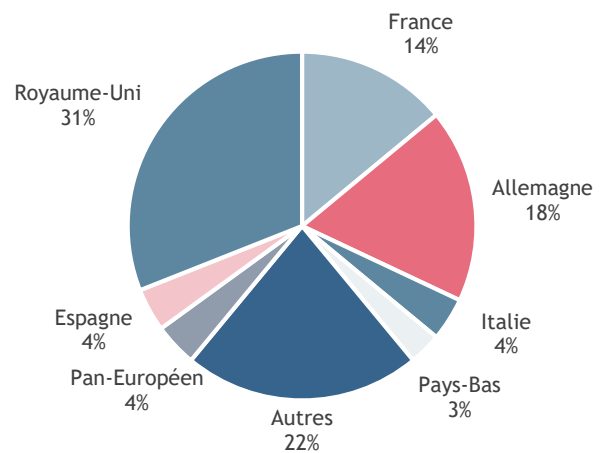
- Les taux d'intérêt totaux sont restés stables ces deux dernières années, avec les taux moyens annuels glissants britanniques fortement corrélés à ceux de l'Europe, avec un écart moyen de 67 pbs depuis 2003.
- Il n'a pas encore été constaté d'effet durable du Brexit sur les taux d'intérêt britanniques, malgré la hausse de 20 pbs de l'écart juste après le vote.
- Néanmoins, le Royaume-Uni pourrait ne plus être éligible aux crédits syndiqués sécurisés utilisés par plusieurs banques allemandes pour financer leurs prêts.
- Ceci pourrait affaiblir leur compétitivité en termes de volumes et de prix.



Source: RCA, REC & AEW

UNE BASE DE DONNÉES SOLIDE SUR LES CRÉANCES UTILISÉES POUR MESURER LA PERFORMANCE DE LA DIP

- Notre base de données regroupe plus de 2300 créances pour un montant total du principal initial de 159,5 milliards d'euros entre le T1 2003 et le T1 2019.
- Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France représentent 63% de cet échantillon.
- Les taux reflètent les prix à l'étape de l'origination et non la performance de l'actif après son origination, comme c'est le cas avec les obligations et les actions.
- Cette limitation dans la mesure de la performance de la dette immobilière privée nous conduit à exclure la période pré-2008 de notre analyse, étant donné que les pertes dues aux prêts initiés dans la période 2005-2007 sont significatives mais ne sont pas reflétées dans nos chiffres.

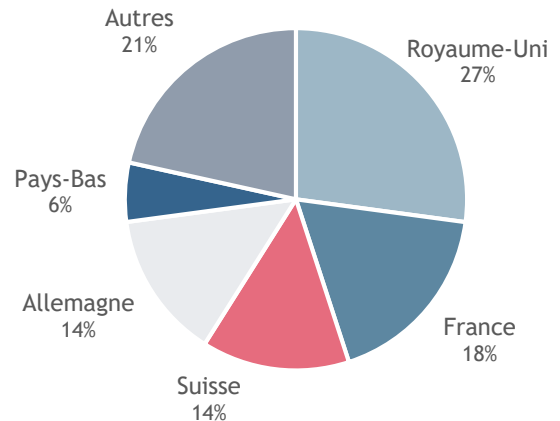


Sources: RCA, REC & AEW

SECTION 2: LA PERSPECTIVE ACTIONS

L'INDICE BOURSIER MSCI EUROPE REFLÈTE LES RISQUES & RENDEMENTS DES ACTIONS DE SOCIÉTÉS COTÉES

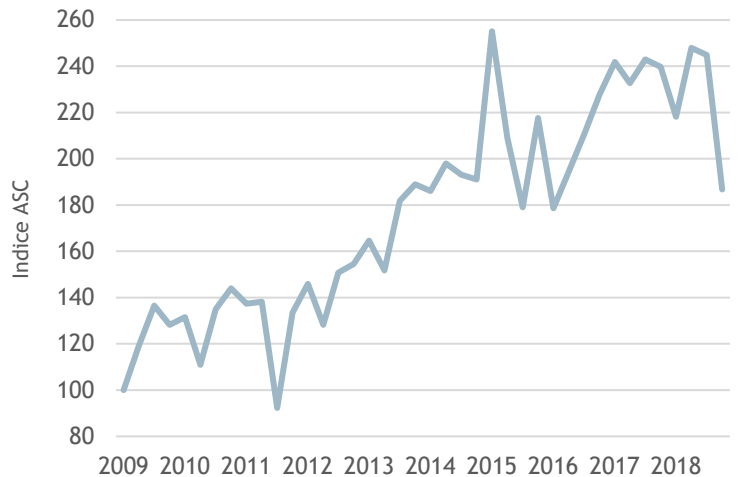
- Pour mesurer la performance des actions de sociétés cotées, nous utilisons l'indice MSCI Europe. Cet indice suit la performance flottante et pondérée d'actions cotées sur différents marchés boursiers.
- Avec presque 27% d'actions cotées au Royaume-Uni et 14% en Suisse, cet indice reflète l'appétit des investisseurs pour des rendements et des risques libellés en euros mais aussi dans d'autres devises.
- Il est important de noter que cet indice reflète un niveau de risque dans plusieurs devises, contrairement à l'indice d'obligations d'entreprises cotées, libellé en euros uniquement.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LA VOLATILITÉ DE L'INDICE OEC REFLÈTE LES INCERTITUDES POLITIQUES & ÉCONOMIQUES EN 2016-2018

- Au cours des dix dernières années, l'indice des titres d'entreprise (OEC) a connu une performance solide qui s'achève à 187 fin 2018.
- Les investisseurs ont eu tendance à favoriser les obligations plutôt que les actions et en conséquence l'indice OEC a connu une faible performance en 2009-2011 après la crise financière mondiale.
- Le marché action a été davantage impacté par les annonces sur la fin d'*quantitative easing* et sur la normalisation de la politique monétaire, avec une correction importante en 2015.
- Avec les incertitudes politiques, les tensions commerciales et le ralentissement économique, l'indice LCE a connu une volatilité importante au cours des trois dernières années.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LA VOLATILITÉ DES RENDEMENTS ASC EN BAISSÉ, L'IMPACT DE LA CRISE FINANCIÈRE AYANT ÉTÉ ABSORBÉ

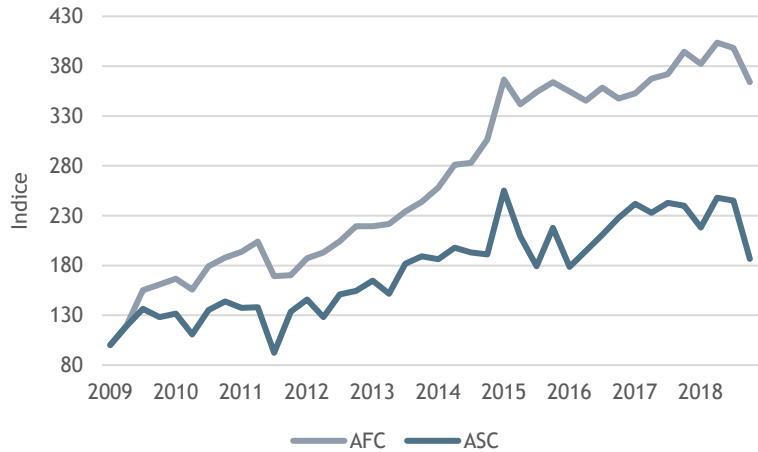
- Le rendement trimestriel moyen de l'indice ASC a été de 2,7% au cours des dix dernières années.
- Au cours de la même période, ces rendements trimestriels ont connu une volatilité importante, allant de 45% à -33%.
- Le T4 2011 se distingue par sa performance importante avec le rebondissement du marché action européen après la crise de la dette souveraine grecque et le déploiement du programme d'achat d'actifs de la BCE.



Sources: BAML, Bloomberg & AEW

LES ACTIONS DE FONCIÈRES COTÉES (AFC) ONT SURPERFORMÉ LES ACTIONS DE SOCIÉTÉS COTÉES LES 10 DERNIÈRES ANNÉES

- Au cours des dix dernières années, une simple comparaison de l'indice ASC et de l'indice AFC démontre la surperformance globale des actions de foncières cotées.
- Le point de départ de nos analyses avantage l'immobilier coté (AFC), puisque les actions de foncières cotées ont été davantage impactées lors de la crise financière que les actions d'entreprises.
- La surperformance de l'indice AFC depuis 2014 s'explique par des taux d'intérêt bas et sa relative isolation des tensions politiques et commerciales globales comparé aux actions d'entreprises cotées.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

LES ACTIONS DE SOCIÉTÉS COTÉES (ASC) & DE FONCIÈRES COTÉES (AFC) SONT POSITIVEMENT CORRÉLÉES

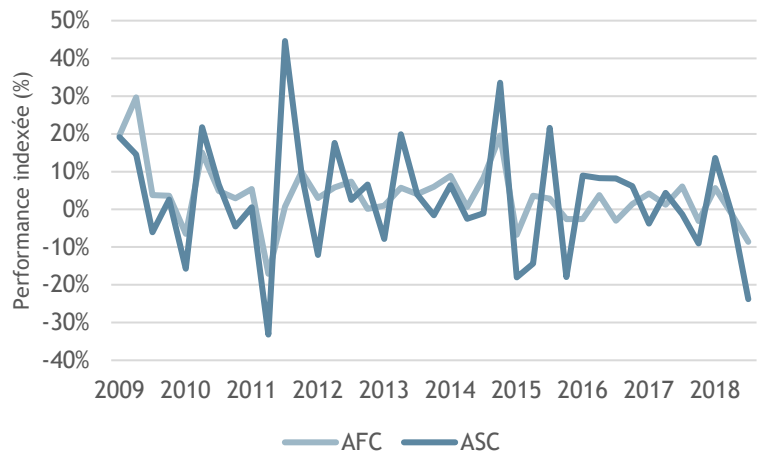
- Notre nuage de points montrant les rendements des indices ASC et AFC pour chacun des quarante trimestres de notre série montre une corrélation positive.
- Mais, comme suggéré par le R^2 de 0,38%, la corrélation n'est pas particulièrement forte.
- Par conséquent, nous concluons qu'il y a un recoupement entre les investisseurs avec une allocation en actions de sociétés cotées et en actions de foncières cotées. Les spécialistes des REIT/SIIC représentent une part significative mais pas toujours dominante des registres des actionnaires des REIT.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

LES RENDEMENTS DES ACTIONS DE FONCIÈRES COTÉES (AFC) SONT PLUS STABLES QUE CEUX DES ACTIONS DES SOCIÉTÉS COTÉES (ASC)

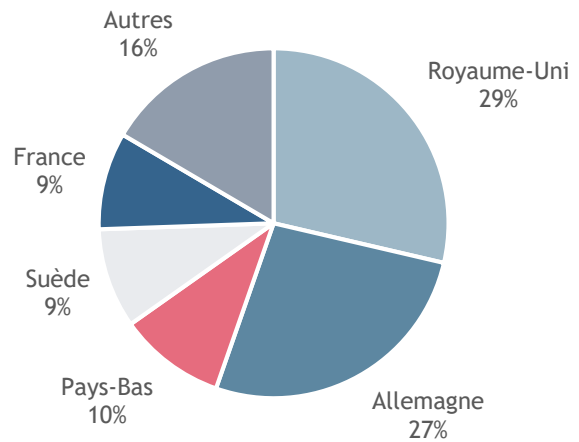
- Les rendements trimestriels moyens pour l'indice des actions de foncières cotées est de 3,7%, bien supérieur à celui de l'indice des actions de sociétés cotées au cours des dix années (2,7%).
- Comparé à l'indice des AFC pendant la même période, l'indice des actions des sociétés a connu une volatilité importante avec des rendements oscillant entre 45% et -33%.
- Le T3 2011 se distingue par sa faible performance pour les indices AFC et ASC, déclenché à l'époque par la crise de la dette souveraine dans la zone euro.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

L'INDICE FTSE EPRA NAREIT REFLÈTE L'APPÉTIT POUR LES ACTIONS FONCIÈRES COTÉES

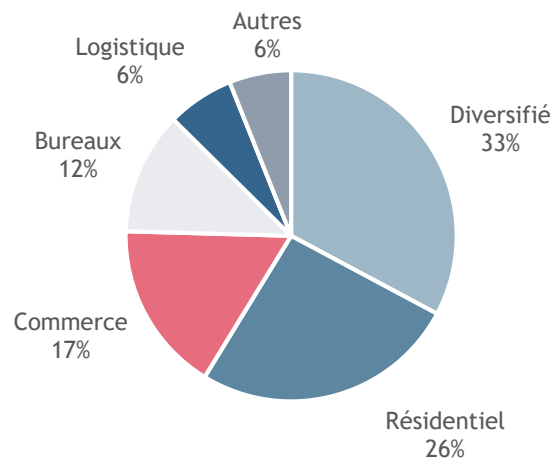
- Pour mesurer les actions des foncières cotées (AFC), nous utilisons l'indice FTSE EPRA NAREIT Developed Europe. Cet indice pondéré par les capitalisations boursières est composé des actions des foncières les plus échangées en Europe.
- 56% de l'indice AFC est composé d'actions de foncières cotées au Royaume-Uni et en Allemagne. Les Pays-Bas, la Suède et la France sont également bien représentés dans l'indice. Il est important de noter que les entreprises cotées à la bourse d'un pays spécifique peuvent investir dans d'autres marchés immobiliers que celui du pays où elles sont cotées.
- Enfin, il est important de noter que ces parts sont fondées sur les données du T4 2018 et changent au cours du temps.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

60% DE L'INDICE DES ACTIONS FONCIÈRES COTÉES CIBLE DES STRATÉGIES DIVERSIFIÉES & LE RÉSIDENTIEL

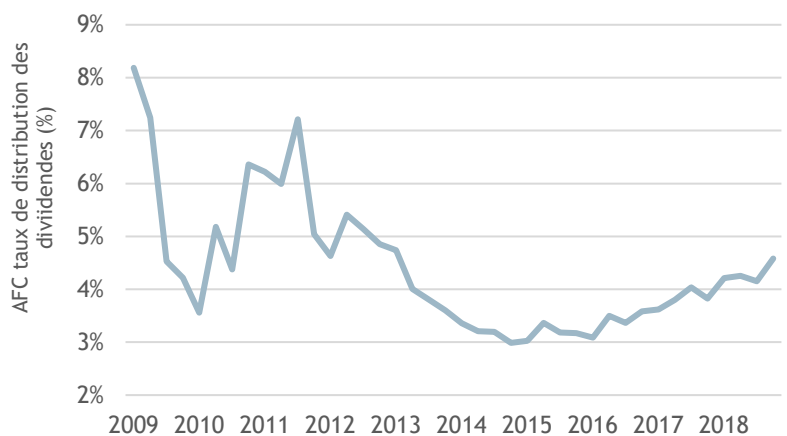
- La stratégie la plus poursuivie (33%) par les foncières de l'indice AFC cible des typologies d'immobilier diversifiées, suivi par des stratégies uniquement centrées sur le résidentiel (26%). Les stratégies commerce incluent des foncières cotées centrées sur les centres commerciaux tels que Unibail-Rodamco-Westfield.
- Seulement une petite portion (6%) des foncières cotées se concentre seulement sur le secteur de la logistique. Cela paraît faible étant donné la popularité actuelle du secteur, mais est en phase avec la proportion que les investisseurs en immobilier non coté allouent à cette typologie d'actifs.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

LE RENDEMENT ÉLEVÉ DES DIVIDENDES EXPLIQUE LA SURPERFORMANCE DES ACTIONS FONCIÈRES COTÉES

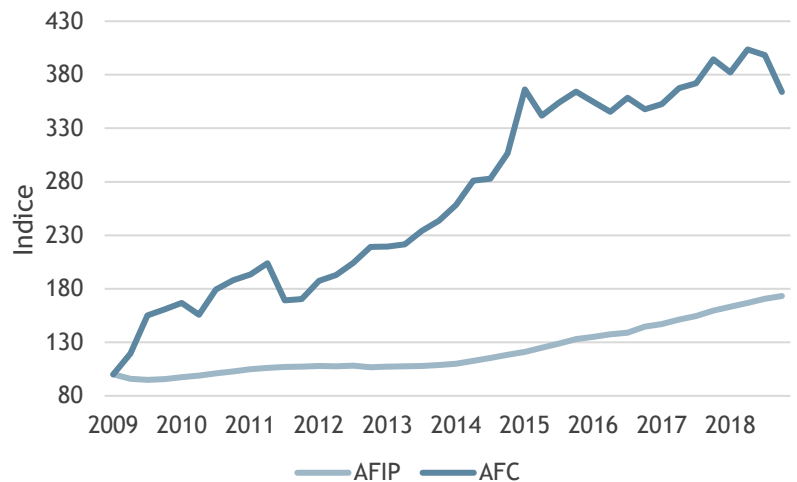
- Le rendement moyen des dividendes des actions foncières cotées à 4,4% explique la performance élevée des AFC.
- Les cours boursiers ayant également augmenté, les rendements des dividendes ont baissé jusqu'en 2015. Avec la croissance des valeurs locatives, les rendements ont progressivement augmenté au cours des trois dernières années.
- Nous définissons le rendement des dividendes comme le dividende payé au cours des douze derniers mois en pourcentage de la capitalisation boursière investissable de l'indice.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

LES ACTIONS DE FONCIÈRES COTÉES (AFC) ONT SURPERFORMÉ LES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS (AFIP)

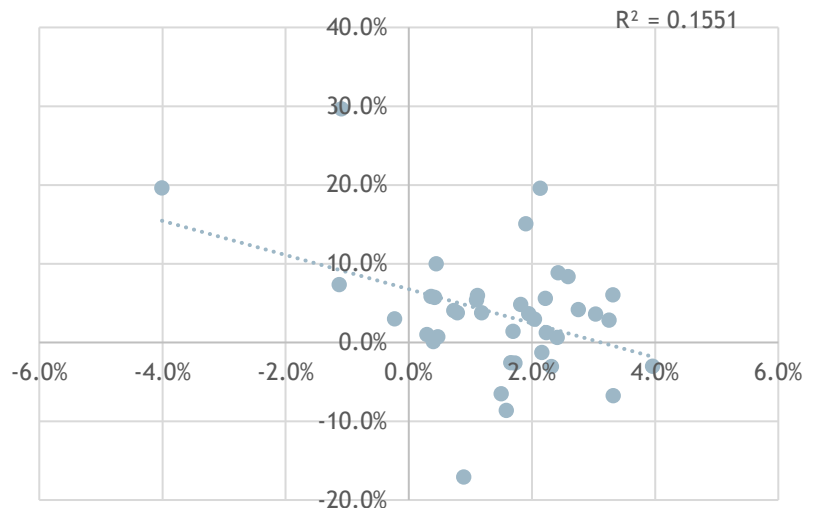
- Lorsque nous effectuons une simple comparaison de l'indice d'actions de foncières cotées (AFC) et de l'indice d'actions de fonds immobiliers privés (AFIP), il est clair que l'immobilier coté a globalement surperformé au cours des dix dernières années.
- Le point de départ de nos analyses en 2009 est favorable aux AFC qui ont connu une forte reprise, ce marché ayant davantage souffert que l'immobilier non coté après la crise financière de 2007-2008.
- La performance des AFC est fondée sur son accès à de multiples sources de capitaux et peut-être à sa forte réactivité à résoudre les problèmes de valorisations et d'endettement hérités de la crise.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

LES ACTIONS DE FONCIÈRES COTÉES & DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS SONT NÉGATIVEMENT CORRÉLÉS

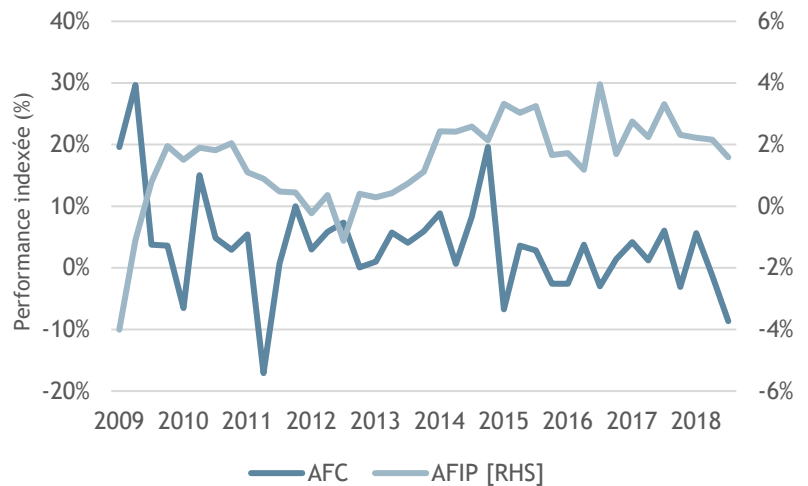
- Lorsque nous représentons les rendements des indices AFC et AFIP pour chacun des 40 trimestres de notre série, nous pouvons constater une corrélation négative. Mais, comme suggéré par le R^2 de 0,16%, la corrélation est faible.
- En réalité, trois trimestres parmi les 40 biaisent les résultats. La corrélation négative laisse suffisamment de marge pour que les investisseurs bénéficient d'une diversification, un point sur lequel nous reviendrons plus loin.
- Cependant, il est difficile de tirer des conclusions définitives sur ces données sur le recouplement des allocations des investisseurs en immobilier coté et non-coté.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

LES RENDEMENTS DES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS (AFIP) SONT MOINS VOLATILES

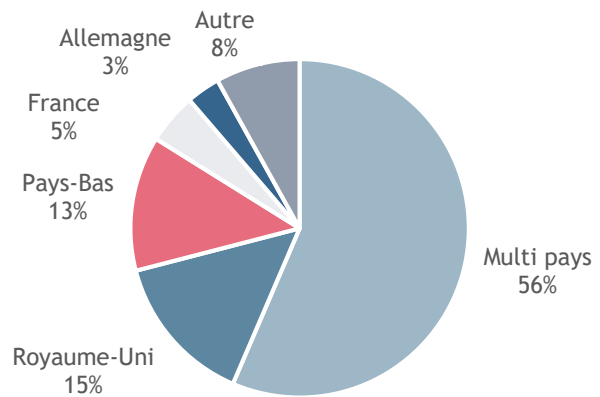
- Les rendements trimestriels moyens de l'indice des actions des foncières cotées ressort à 3,7%, bien supérieurs à l'indice des fonds immobiliers privés au cours des dix dernières années 1,4%.
- Comparé à l'indice des actions de foncières cotées au cours de la même période, l'indice AFIP a connu une volatilité plus faible avec des rendements oscillant entre 4% et -4%.
- Le T4 2016 se démarque comme étant un bon trimestre pour la performance des fonds immobiliers privés, portée par une croissance des revenus locatifs solide et une compression continue des taux de rendement.



Sources: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

L'INDICE DES FONDS IMMOBILIERS INREV REFLÈTE L'APPÉTIT POUR LES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS

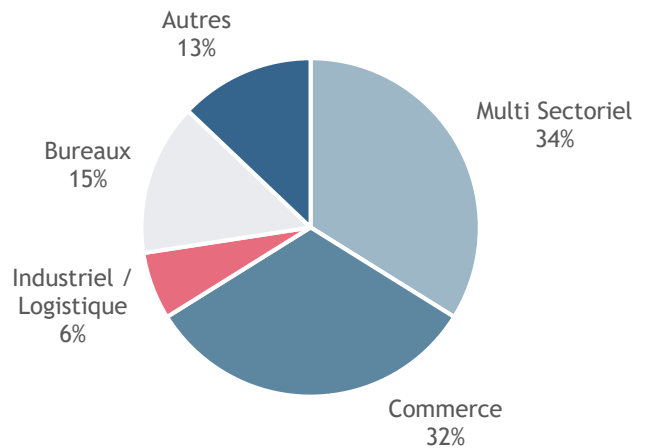
- Pour mesurer la performance des fonds immobiliers privés (AFIP), nous utilisons le rendement moyen de l'indice des fonds immobiliers INREV. Cet indice mesure la performance des véhicules de fonds immobiliers core et value-add, investis en Europe, y compris au Royaume-Uni.
- 56% des fonds de l'indice AFIP ont des investissements dans différents pays, tandis que le reste des fonds ont des investissements dans un seul pays.
- L'exposition du Royaume-Uni et multi-pays induit que l'indice AFIP reflète le risque associé à différentes devises, comme les autres indices actions discutés ci-dessus.



Sources: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

66% DES FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS CIBLENT DES STRATÉGIES MULTI-SECTEURS & COMMERCE

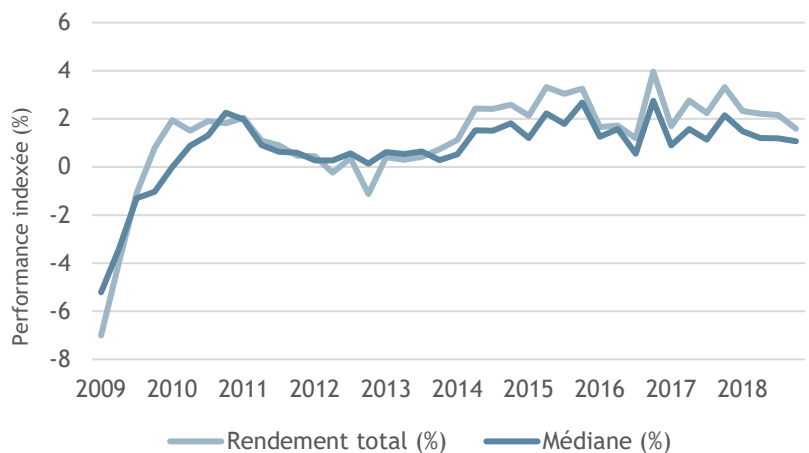
- A l'instar des stratégies multi-pays de la plupart des fonds immobiliers, 34% des fonds immobiliers privés de l'indice AFIP ciblent différents secteurs immobiliers. Cela laisse des marges de manœuvre importantes aux sociétés de gestion qui peuvent faire une sélection parmi différents marchés.
- Étonnamment, 32% des fonds ont une stratégie centrée sur l'immobilier de commerce. Cela paraît élevé étant donné les annonces souvent négatives et la défiance actuelle vis-à-vis de ce secteur.



Sources: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

LES RENDEMENTS TRIMESTRIELS MOYENS DES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS SUPÉRIEURS AUX RENDEMENTS MÉDIANS

- Les rendements trimestriels moyens de l'indice AFIP au cours des dix dernières années a été de 1,4%. Cependant, le rendement médian des fonds immobiliers privés a été de 0,9% au cours de la même période.
- Cela signifie qu'un nombre important de fonds de l'indice AFIP ont surperformé les autres fonds et amélioré la performance moyenne des fonds.
- Cela peut aussi dire que les plus petits fonds, qui sont probablement investis dans un seul pays et/ou une seule typologie d'actifs immobiliers, ont sous-performé.

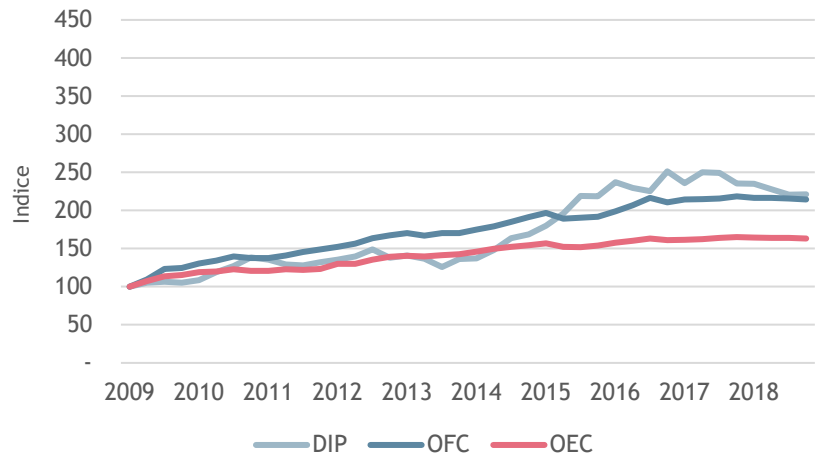


Sources: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

SECTION 3: UNE COMBINAISON D' ACTIONS ET DE DETTE IMMOBILIÈRE

DIP ET OFC ONT SURPERFORMÉ LE SECTEUR OBLIGATAIRE

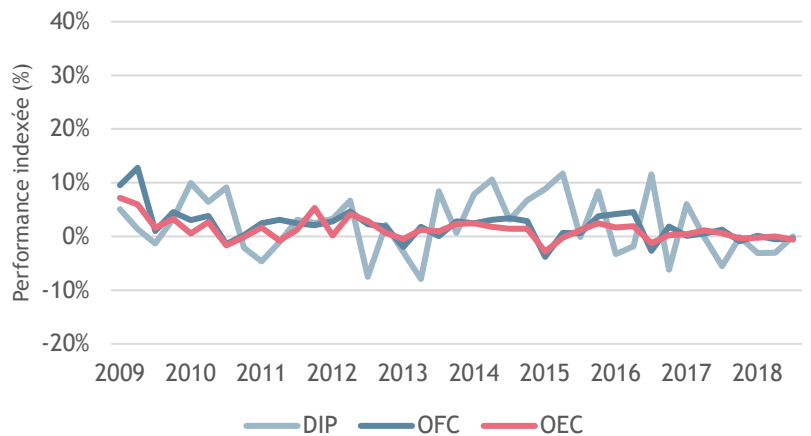
- En moyenne, sur les dix dernières années, DIP et OFC ont eu des performances similaires, bien que des différences significatives aient pu apparaître au cours de la période. Les obligations d'entreprises cotées (OEC) ont sous-performé, comme indiqué sur notre graphique.
- Cette situation est en grande partie attribuable à la très grande base d'investisseurs mondiaux sur le marché des obligations d'entreprises qui surenchérissent sur les prix, ce qui maintiennent des rendements modestes.
- Malgré leur meilleure qualité de crédit, la dette immobilière privée (DIP) et les obligations foncières cotées (OFC) nécessitent plus de travail et un savoir-faire spécialisé.



Source: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

LA DETTE IMMOBILIÈRE PRIVÉE (DIP) EST NETTEMENT PLUS VOLATILE

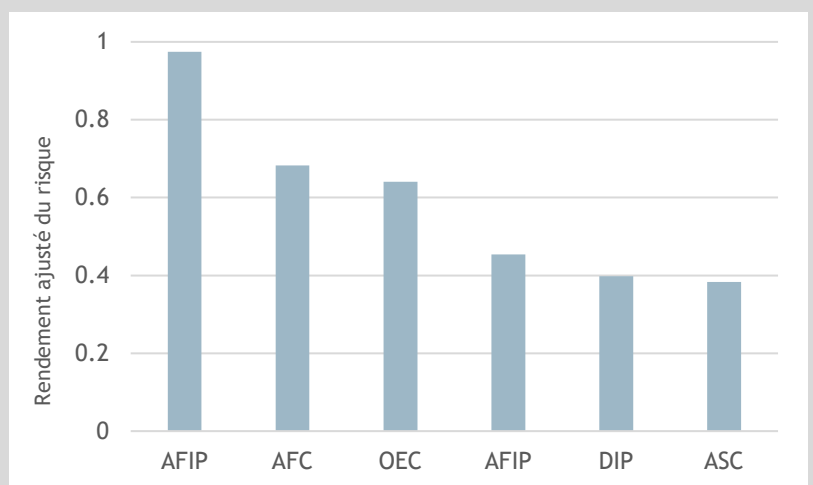
- Malgré leur rendement trimestriel moyen de 2,1%, la dette immobilière privée (DIP) se distingue par sa plus forte volatilité comparée aux OFC (et OEC) au cours des 10 dernières années.
- En particulier, l'écart des performances à la hausse et à la baisse sont visibles avec un maximum à 11,7% et un minimum à -7,9%.
- La forte volatilité de la DIP est directement liée à la nature des données, qui tient compte des taux d'intérêt globaux pour les prêts nouvellement émis au cours de chaque trimestre, au lieu d'une série d'obligations sur une période plus longue (OFC et OEC).



Source: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

LES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS (AFIP) ONT LE MEILLEUR RENDEMENT AJUSTÉ DU RISQUE

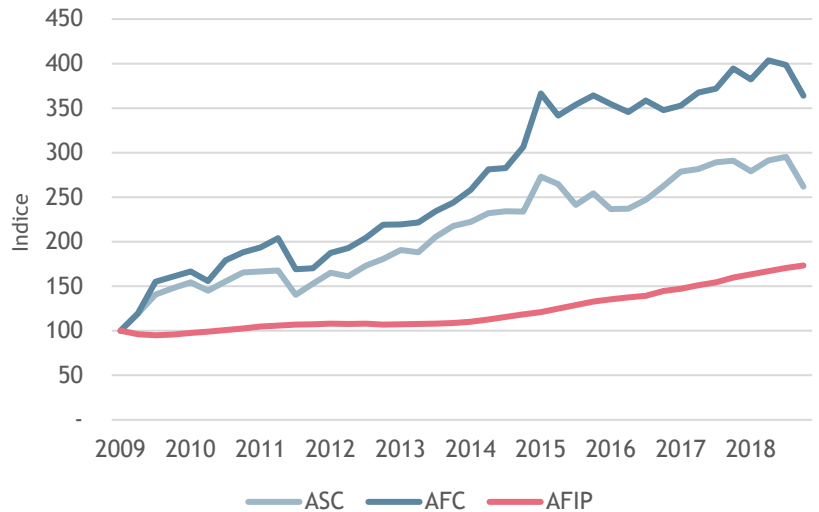
- D'après le ratio de Sharpe, les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) ont le rendement ajusté du risque le plus élevé. Cela est principalement dû à la faible volatilité de l'indice INREV Total Return.
- En revanche, les actions de sociétés cotées (ASC) ont un rendement ajusté du risque faible, car leur volatilité est bien plus élevée que les autres classes d'actifs.
- Le ratio de Sharpe de la dette immobilière privée (DIP) se situe entre les actions de foncières cotées et les actions de sociétés cotées. La performance des créances existantes est ignorée par l'indice, ce qui a pour effet d'exagérer la volatilité de la DIP qui ne tient compte que des taux applicables aux nouveaux prêts.



Source: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

LES ACTIONS DE FONCIÈRES COTÉES (AFC) ONT SURPERFORMÉ LE MARCHÉ ACTIONS

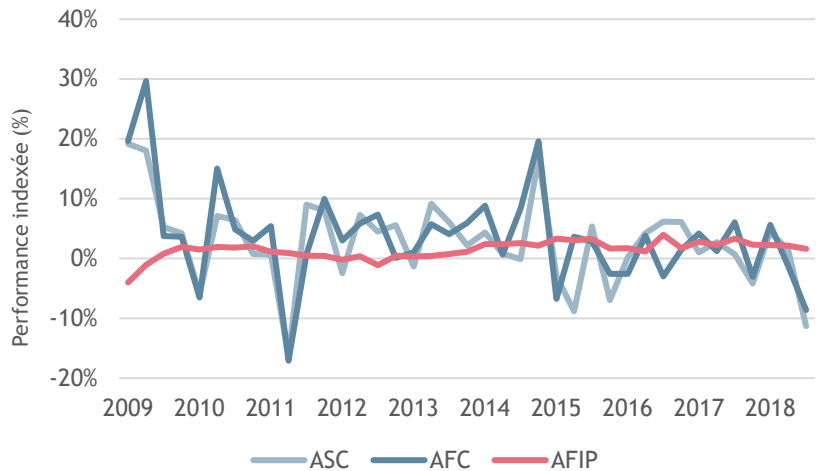
- Au cours des dix dernières années, la performance des actions de foncières cotées (AFC) a surpassé celle des actions de sociétés cotées (ASC) et des actions de fonds immobiliers privés (AFIP).
- Cette surperformance est principalement due à une période de forte croissance de 2012 à 2014 pour les actions de foncières cotées. En revanche, les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) ont sous-performé.



Source: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA & AEW

LES ACTIONS DE FONDS IMMOBILIERS PRIVÉS (AFIP) ONT UN RENDEMENT PLUS STABLE

- Les rendements des actions de fonds immobiliers privés (AFIP) ont été moins volatils comparées à ceux des actions de sociétés cotées (ASC) et aux actions de foncières cotées (AFC).
- Au cours des dix dernières années, les actions de sociétés et de foncières cotées ont suivi une tendance semblable, confirmant leur corrélation. Cela contraste avec les actions de fonds immobiliers qui montrent une tendance bien plus stable et divergente au fil du temps.
- De plus, il convient de noter que les actions de sociétés cotées ont rebondi début 2019 après avoir subi une correction au T4 2018.



Source: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA & AEW

L'INVESTISSEMENT IMMOBILIER APPORTE DE LA DIVERSIFICATION AUX INVESTISSEURS MULTI-ACTIFS

- Enfin, nous combinons l'ensemble des rendements totaux obligataires et actions analysés dans une matrice de corrélation.
- La matrice montre que, malgré ses faibles rendements, les actions de fonds immobiliers privés (AFIP) offrent aux investisseurs multi-actifs une opportunité de diversification accrue en raison de ses corrélations négatives avec les autres catégories.
- Il en va de même pour la dette immobilière privée (DIP), même si dans une moindre mesure.
- Enfin, au sein de l'environnement coté, les différentes combinaisons d'actions et d'obligations ont, en toute logique, de fortes corrélations.

	OEC	OFC	DIP	AFIP	AFC	ASC
OEC	1	0.83	-0.02	-0.64	0.69	0.59
OFC	0.83	1	-0.03	-0.61	0.60	0.43
DIP	-0.02	-0.03	1	0.22	0.02	0.02
AFIP	-0.64	-0.61	0.22	1	0.39	0.40
AFC	0.69	0.60	0.02	-0.39	1	0.82
ASC	0.59	0.43	-0.02	-0.40	0.82	1

Source: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 65,4 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Décembre 2018. 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 Décembre 2018, AEW gère en Europe 31,4 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte près 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

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



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



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

LONDRES

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.