



AEW

# PERSPECTIVES ANNUELLES 2019

QUAND LES CHOSES SE COMPLEXIFIENT



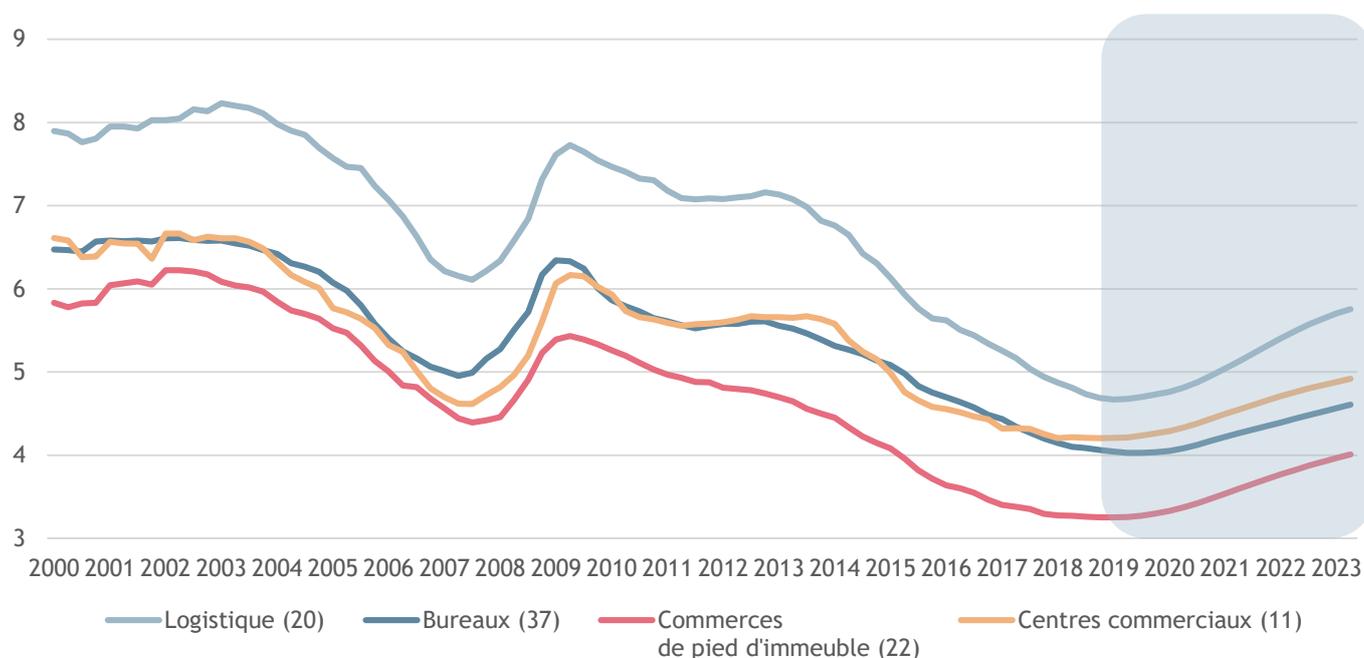
## SOMMAIRE

SYNTHÈSE: PLUS DE LA MOITIÉ DES MARCHÉS RESTENT ATTRACTIFS .....	3
SECTION 1: CONTEXTE ÉCONOMIQUE .....	4
SECTION 2: RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE .....	5
SECTION 3: MÉTHODOLOGIE .....	9
SECTION 4: LES TAUX DE RENDEMENTS ATTENDUS .....	10
SECTION 5: LES TAUX DE RENDEMENT EXIGÉS .....	12
À PROPOS D'AEW .....	16

## QUEL SERA L'EFFET DE LA REMONTÉE ATTENDUE DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER ?

En valeur absolue, l'immobilier européen peut apparaître cher cette année, comme l'attestent les niveaux de rendement bas sur les quatre typologies d'actifs (bureaux, logistique, commerces de pied d'immeuble et centres commerciaux). Mais comparé aux rendements obligataires d'Etat, à des niveaux planchers historiques encore plus bas, l'immobilier offre une prime de risque significative qui a poussé les investisseurs à s'exposer d'avantage à cette classe d'actifs. D'autre part, malgré les tensions commerciales grandissantes et l'incertitude politique, la reprise économique devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme plus modéré. Cette reprise devrait inciter la Fed et les autres banques centrales à relever leurs taux et ainsi faire remonter progressivement les rendements obligataires d'Etat à des niveaux plus en ligne avec leurs moyennes historiques. Dans ce contexte, nous présentons notre approche de rendements ajustés du risque pour aborder la question que de nombreux investisseurs se posent : quel sera l'effet de la remontée attendue des taux de rendement immobilier ?

### TAUX DE RENDEMENT PRIME HISTORIQUES (1T 2000 - 2T 2018) ET PROJETÉS (JUSQU'AU 2T 2023) PAR TYPOLOGIE D'ACTIFS (DONNÉES TRIMESTRIELLES)

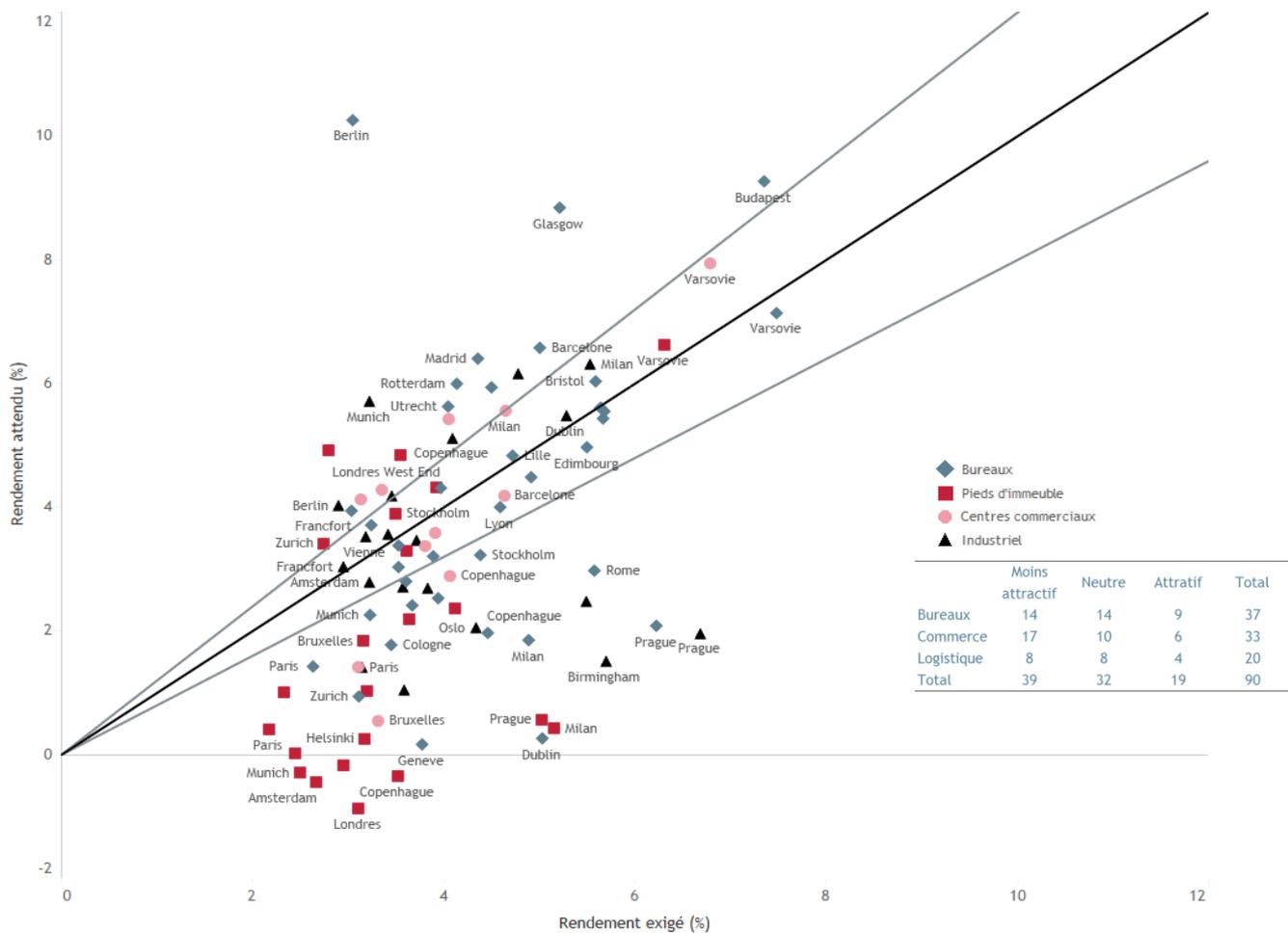


Sources: CBRE, Natixis & AEW

## SYNTHÈSE: PLUS DE LA MOITIÉ DES MARCHÉS RESTENT ATTRACTIFS

- Après une période continue de compression des taux de rendement immobilier, la normalisation des taux obligataires devrait pousser à la hausse les taux de rendement, confirmant l'avancée dans le cycle des marchés immobiliers en Europe.
- Le niveau de dette globale dans les économies occidentales les rend vulnérables à une remontée attendue des taux, induite par la reprise économique, qui se poursuit.
- Notre nouvelle approche des rendements ajustés du risque identifie les opportunités dans 90 segments de marchés immobiliers en Europe en comparant le rendement attendu et le rendement exigé pour chaque marché. Notre back-testing montre que cette approche a permis de donner des signaux pertinents dans les précédents cycles de marché.
- Compte tenu de la dynamique positive dans la plupart des marchés utilisateurs et des prévisions de croissance des loyers, notre approche fait ressortir 51 marchés sur les 90 couverts comme étant attractifs, malgré la remontée attendue des taux de rendement.
- Des acquisitions intéressantes au cas par cas restent cependant possibles, même dans les marchés ressortant comme moins attractifs, la sélection d'opportunités demeurant un élément clef de la performance.
- Enfin, le risque de retournement de marché dans les prochaines années est tempéré par deux facteurs différenciant ce cycle des cycles précédents : le niveau de la dette immobilière reste modéré et l'offre future de surfaces neuves est relativement maîtrisée.

### RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE, TOUTES CATÉGORIES D'ACTIFS CONFONDUS

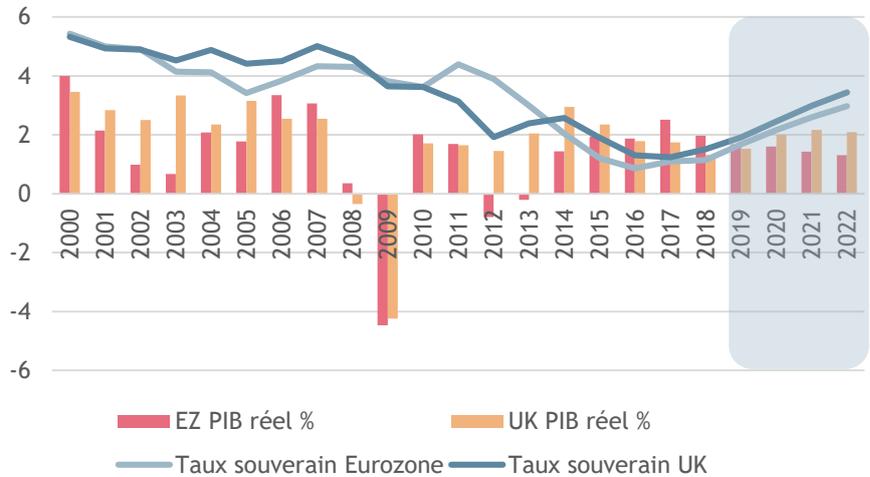


Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

## SECTION 1: CONTEXTE ÉCONOMIQUE

### LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DEVRAIT AUGMENTER DANS LES CINQ PROCHAINES ANNÉES

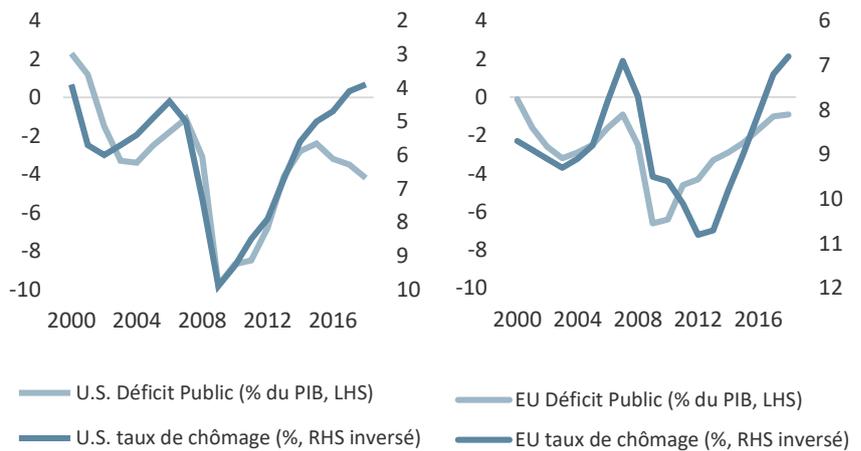
- Malgré les tensions commerciales grandissantes et l'incertitude politique, la reprise économique mondiale devrait se poursuivre.
- La croissance du PIB dans la zone euro pourrait ralentir dans les cinq prochaines années tandis qu'une issue positive des négociations du "Brexit" pourrait améliorer les perspectives au Royaume-Uni.
- En conséquence, cette reprise devrait inciter les banques centrales à remonter leurs taux directeurs et mettre fin à leurs politiques d'assouplissement quantitatif.



Sources: Oxford Economics & AEW

### LA RÉDUCTION DU DÉFICIT PUBLIC OFFRE DES MARGES DE MANŒUVRE EN EUROPE POUR UNE RELANCE FUTURE

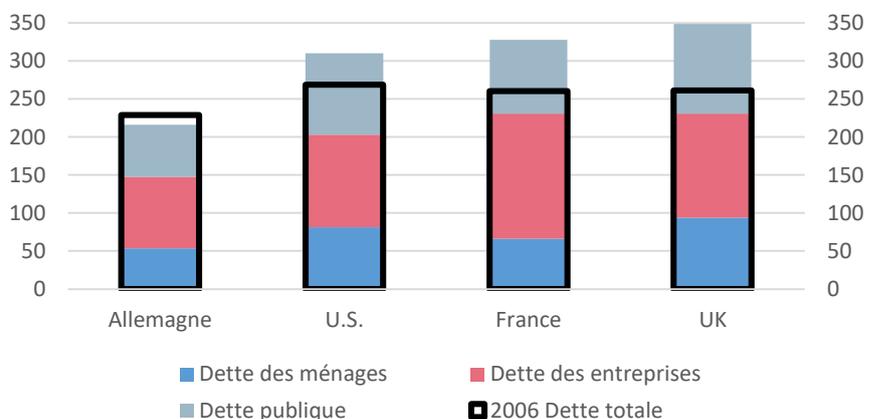
- La baisse du chômage confirme la dynamique de croissance dans l'Union européenne et aux États-Unis.
- Cependant, malgré une situation de quasi plein-emploi, le déficit public aux États-Unis augmentait déjà avant les récentes baisses d'impôts. À l'opposé, en Europe, le déficit public continue de se résorber.
- Cette réduction pro-cyclique du déficit devrait donner plus de marges de manœuvre aux gouvernements européens pour des politiques budgétaires expansionnistes en cas de futur ralentissement de la croissance ou en cas de récession.



Sources: OECD, FED, EUROSTAT & AEW

### L'ACCROISSEMENT DE L'ENDETTEMENT REND VULNÉRABLE PLUSIEURS PAYS À UNE REMONTÉE DES TAUX

- Contrairement à l'Allemagne, les dettes nationales (administrations publiques, entreprises et ménages) ont augmenté en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis depuis 2006, tel que l'illustre le graphique ci-contre (dette en % du PIB)
- La remontée attendue des taux d'intérêt impacterait davantage les pays les plus endettés et pourrait limiter la période de reprise économique et la capacité des banques centrales à maîtriser l'inflation dans le futur en augmentant les taux.

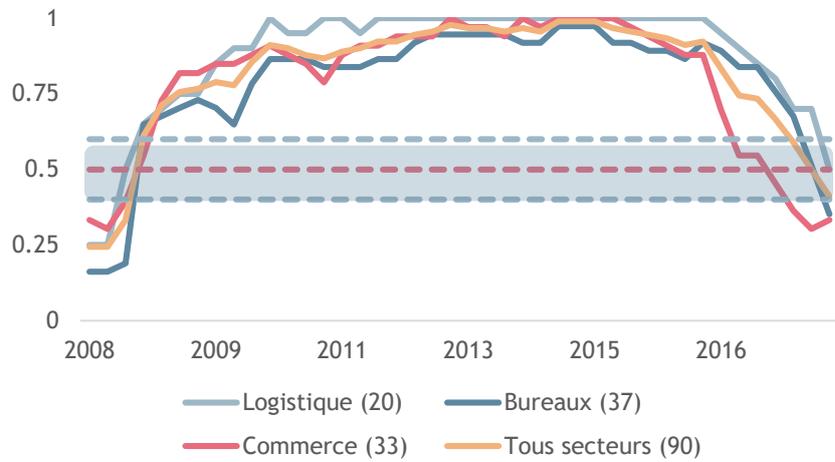


Sources: Oxford Economics, IMF & AEW

## SECTION 2: RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

### NOTRE INDICE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE CONFIRME LES DÉFIS DE FIN DE CYCLE

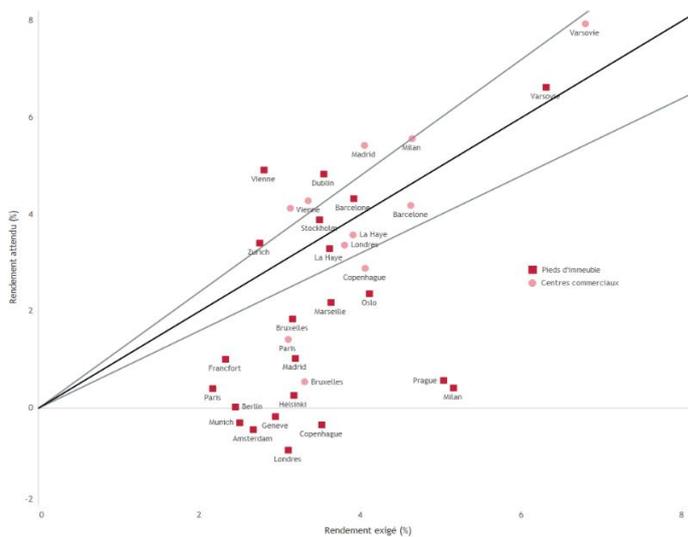
- Notre indice des rendements ajustés du risque synthétise les résultats de 90 segments de marché au cours du temps.
- Le back-testing de notre analyse démontre que notre approche a fourni les signaux adéquats par le passé. Alors que s'annonçait la crise financière de 2008, l'indice indiquait que très peu de marchés étaient attractifs en 2007.
- Ces résultats confirment ce que la plupart des acteurs du marché ont d'ores et déjà accepté : nous nous rapprochons d'une fin de cycle.



Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

### LE COMMERCE EST LE SECTEUR IMMOBILIER LE MOINS ATTRACTIF

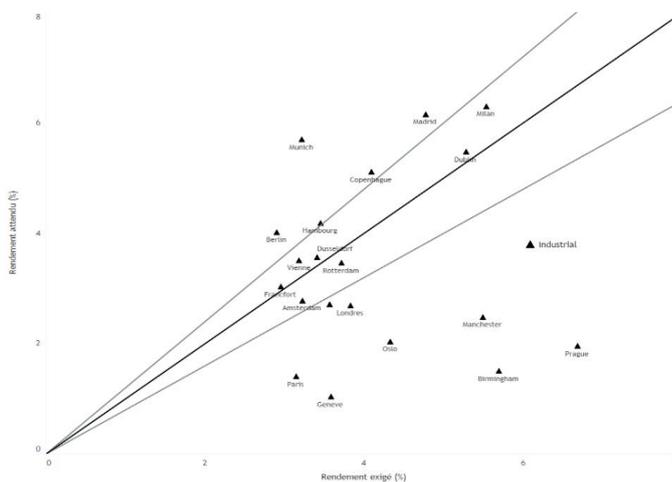
- Les résultats pour les 33 marchés de commerce sont représentés sur ce nuage de points. L'axe des abscisses représente les rendements exigés et celui des ordonnées représente les rendements attendus.
- Les quelques marchés de commerce où les rendements attendus sont supérieurs aux rendements exigés sont les centres commerciaux à Madrid, Vienne, Zurich ainsi que les pieds d'immeuble à Dublin.
- Le commerce est le secteur qui concentre le nombre le plus important de marchés jugés peu attractifs. C'est le cas notamment des pieds d'immeuble à Londres, Amsterdam et Copenhague.



Sources: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

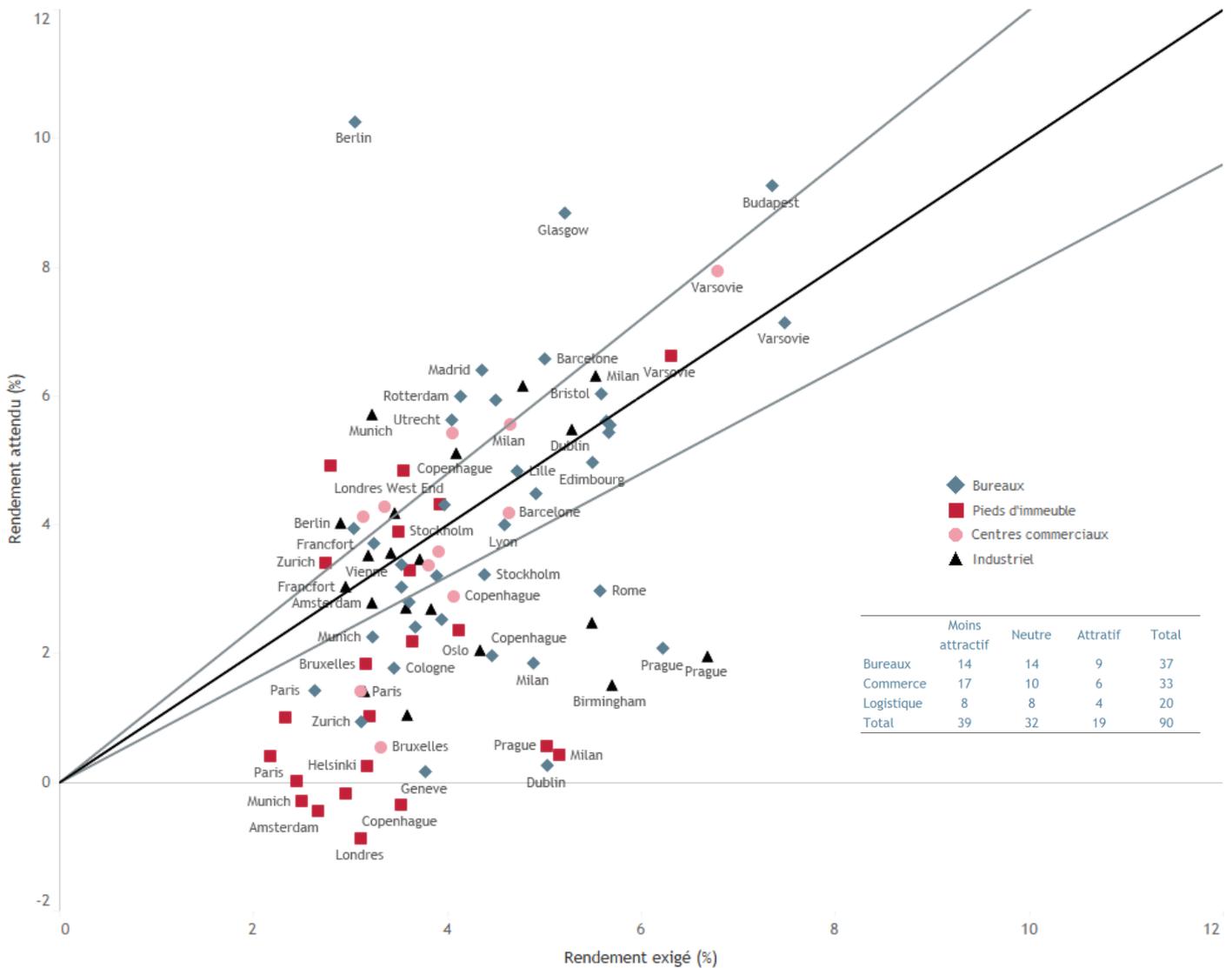
### LES MARCHÉS LOGISTIQUES SONT PLUS ATTRACTIFS

- Parmi les 20 marchés logistiques analysés, 8 sont jugés peu attractifs, c'est-à-dire que les rendements attendus sont inférieurs aux rendements exigés.
- Notre analyse identifie 4 marchés attractifs, dont les rendements attendus sont supérieurs aux rendements exigés, à savoir Munich, Berlin, Copenhague et Madrid.
- 8 autres marchés sont jugés neutres, l'écart entre rendements attendus et exigés étant compris dans une bande de plus ou moins 20%. C'est le cas de Francfort, Amsterdam, Dublin et Milan.



Sources: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

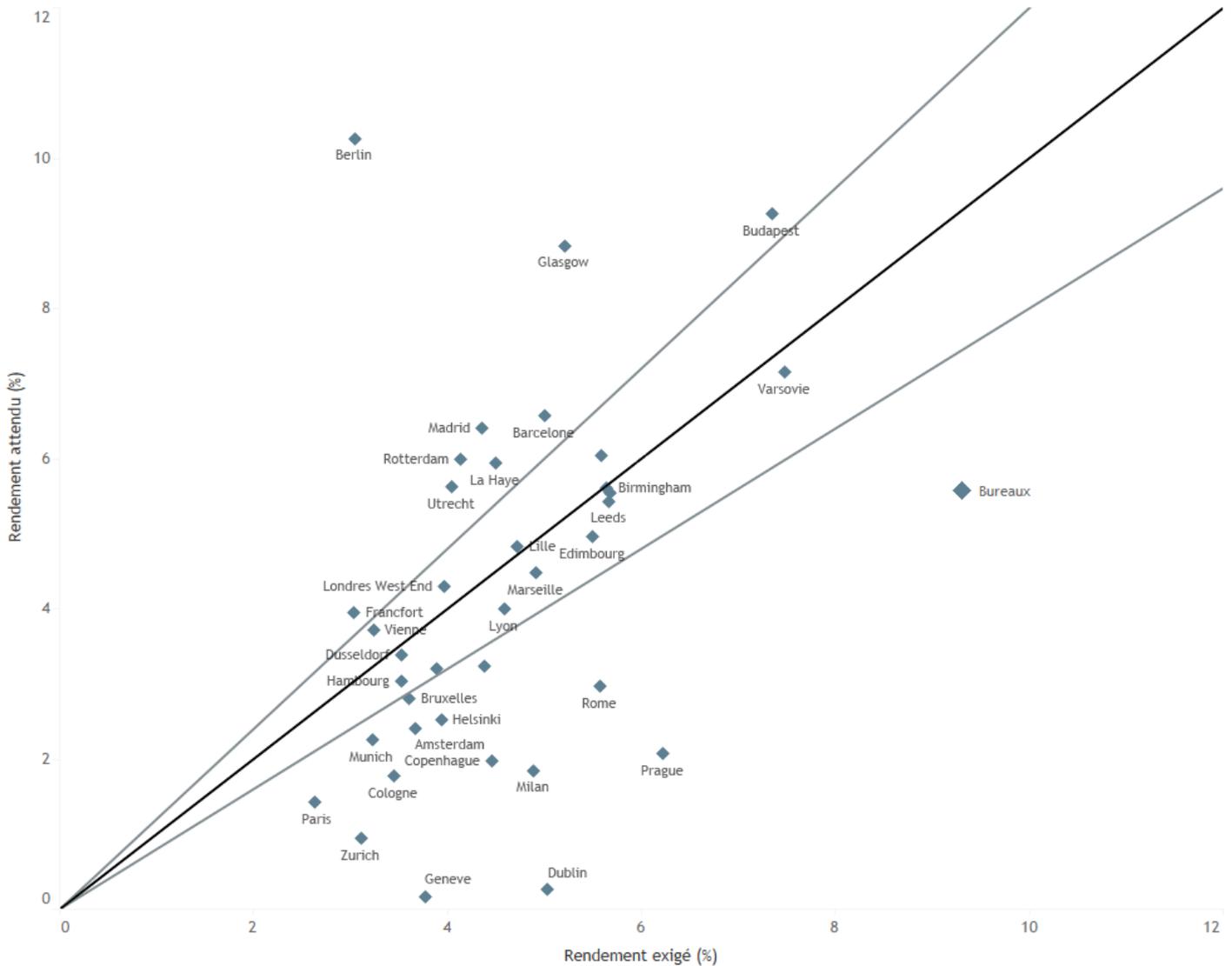
MALGRE CE CONTEXTE DE FIN DE CYCLE, 51 DES 90 MARCHÉS COUVERTS SONT JUGÉS ATTRACTIFS OU NEUTRES



Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

- Les résultats pour les 90 marchés sont représentés sur le nuage de points ci-dessus, avec les rendements exigés sur l'axe des abscisses et les rendements attendus sur l'axe des ordonnées.
- Notre analyse nous permet de classer les marchés selon trois catégories: (1) les marchés peu attractifs dont les rendements attendus sont insuffisants par rapport aux rendements exigés ; (2) les marchés neutres, où l'écart entre rendements attendus et exigés est situé dans une bande de plus ou moins 20% comme indiqué par les droites grises; (3) les marchés attractifs dont les rendements attendus sont supérieurs aux rendements exigés.
- Comme mentionné plus haut, le commerce est le secteur le moins porteur en moyenne avec 17 des 33 marchés couverts considérés comme peu attractifs. Ces résultats sont cohérents avec le consensus de marché et sont notamment dus aux taux de rendement très bas pour les pieds d'immeuble.
- Le secteur de la logistique performe en moyenne mieux avec 12 marchés sur 20 jugés neutres ou attractifs, ce qui reflète l'optimisme actuel quant aux perspectives de croissance locative dans ce secteur.
- Le bureau ressort donc comme le secteur le plus attractif de notre univers, avec 23 marchés sur 37 qualifiés de neutres ou d'attractifs.

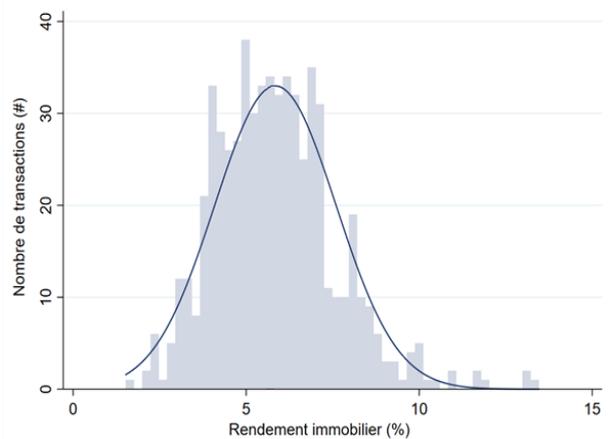
LES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE DES MARCHÉS DE BUREAUX CONFIRMENT L'ATTRACTIVITÉ DES MARCHÉS À LA REPRISE TARDIVE



Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

- Les résultats pour les 37 marchés de bureaux font ressortir l'attractivité des marchés à la reprise plus tardive tels que Glasgow, Madrid et Rotterdam.
- Comme pour les autres secteurs immobiliers, certains marchés de bureaux sont peu attractifs, les rendements exigés étant supérieurs aux rendements attendus. C'est le cas de Dublin, Genève et Paris.
- Dans le cas de Paris QCA, notre analyse montre qu'en moyenne les investisseurs n'arrivent pas à atteindre leur niveau de rendement exigé. En revanche, il existe un grand nombre d'opportunités d'investissement avec différents niveaux de rendements attendus. Si on place cet éventail de rendements autour de la moyenne pour Paris CBD, on peut constater que des opportunités aux rendements supérieurs aux rendements exigés existent sur le marché.
- Le graphique ci-contre (la barre rouge représente la moyenne) montre que les investisseurs peuvent trouver des opportunités attractives par la sélection d'actifs, même dans des marchés peu attractifs.

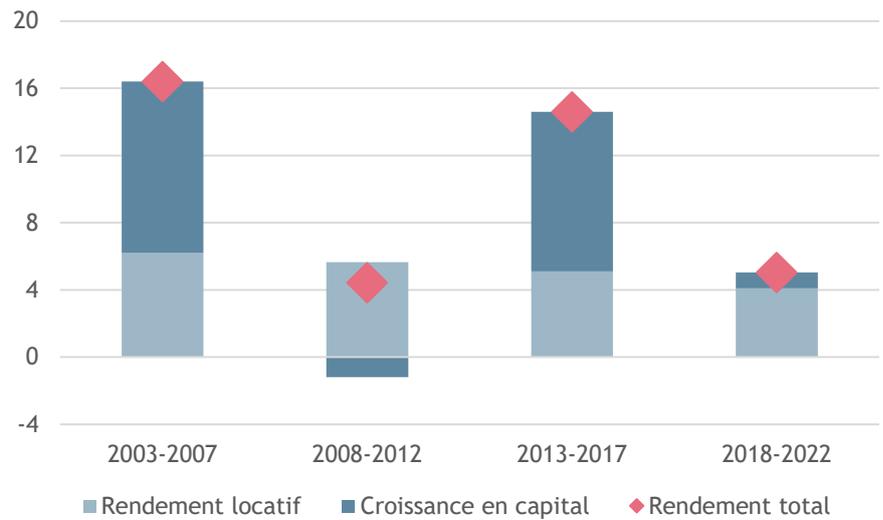
TAUX DE RENDEMENT INITIAL - TRANSACTIONS DES 12 DERNIERS MOIS, 90 MARCHES



Source: RCA & AEW

LE RENDEMENT ATTENDU EST PLUS SOUTENU PAR LE RENDEMENT LOCATIF QUE PAR LA CROISSANCE EN CAPITAL

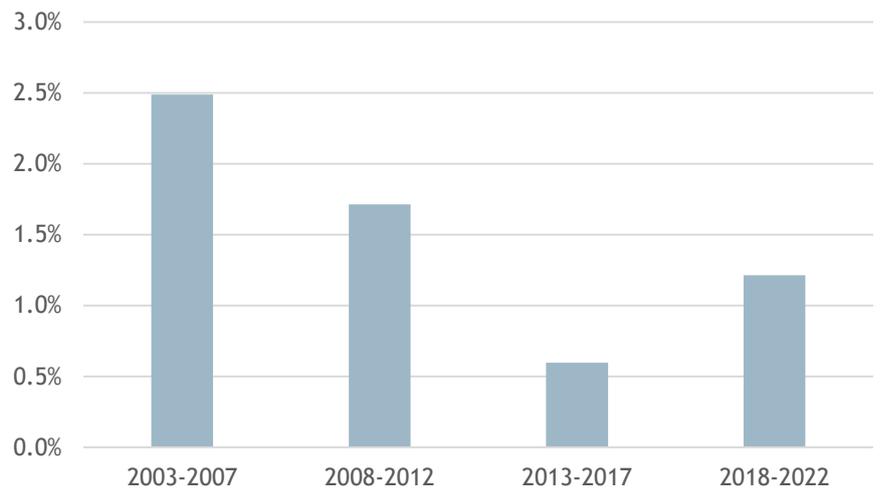
- Le rendement locatif reste le socle des rendements attendus dans les 90 marchés couverts. Le graphique ci-contre illustre bien la volatilité historique de la croissance en capital, l'autre composante des rendements totaux.
- Sur les cinq prochaines années, nous anticipons une croissance du capital limitée dans les marchés couverts.
- Les performances sont néanmoins très variées entre les marchés et seront détaillées en section 4.



Source: CBRE, Natixis & AEW

UNE OFFRE FUTURE DE SURFACES NEUVES LIMITÉE QUI DEVRAIT SOUTENIR LA CROISSANCE DES LOYERS

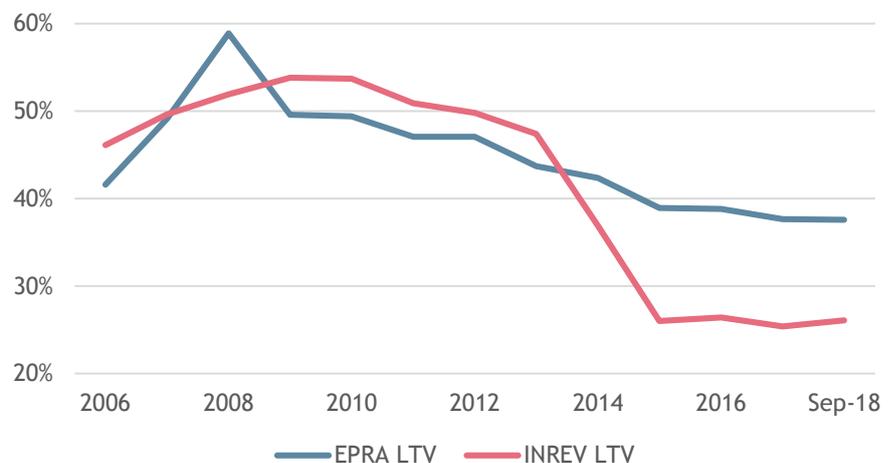
- Dans les précédents cycles, l'offre importante de surfaces neuves a limité la croissance des loyers. Mais sur la base des données actuelles en bureaux, le niveau d'offre neuve devrait être plus limité que lors du précédent cycle.
- Les estimations pour l'offre logistique et commerce sont plus difficiles à obtenir mais tout indique que l'offre future est maîtrisée.
- Les règles imposées dans le secteur bancaire pour le financement des développements spéculatifs, dits en blanc, expliquent en partie cette modération de l'offre future.



Source: CBRE & AEW

UN RISQUE DE RETOURNEMENT DE MARCHÉ RÉDUIT PAR DES NIVEAUX D'ENDETTEMENT MODÉRÉS

- Un autre facteur de protection contre un retournement de cycle est la diminution de la dette immobilière.
- L'endettement des fonds européens et des foncières cotées est redescendu des pics de 2007 et s'est stabilisé depuis 2015, en contraste avec la dette nationale (administrations, entreprises et ménages) en augmentation.
- Les risques de défaut de paiement ou de refinancement seront donc plus limités qu'en 2007 en cas de remontée des taux et de baisse des valeurs vénales.

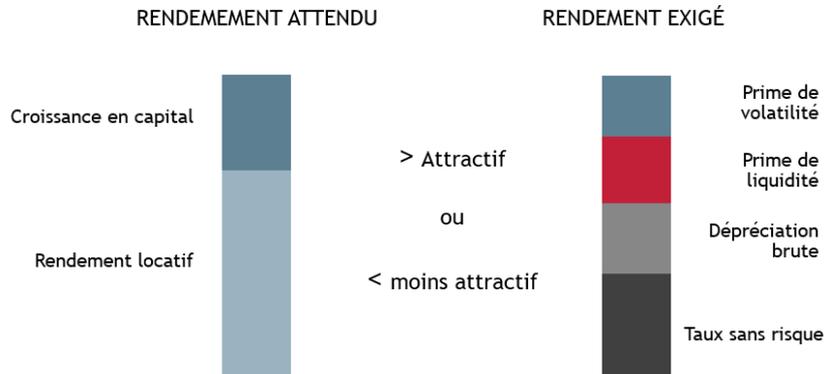


Sources: EPRA, INREV & AEW

## SECTION 3: MÉTHODOLOGIE

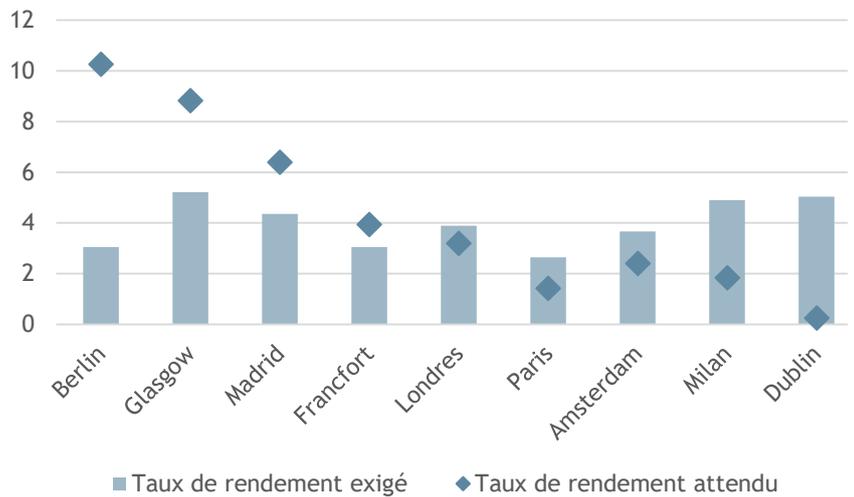
### LA MÉTHODOLOGIE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE EXPLIQUÉE

- Notre approche des rendements ajustés du risque se base sur une comparaison entre le taux de rendement exigé et le taux de rendement attendu sur les cinq prochaines années pour chaque marché.
- Si le rendement attendu est supérieur au rendement exigé nous considérons le marché considéré comme attractif.
- Dans le cas inverse, le marché sera considéré comme peu attractif.
- Les marchés où le rendement attendu et le rendement exigés sont proches (+/- 20%) sont catégorisés neutres.



### LES RENDEMENTS ATTENDUS EN BUREAUX SONT PARTICULIÈREMENT ATTRACTIFS À BERLIN ET GLASGOW

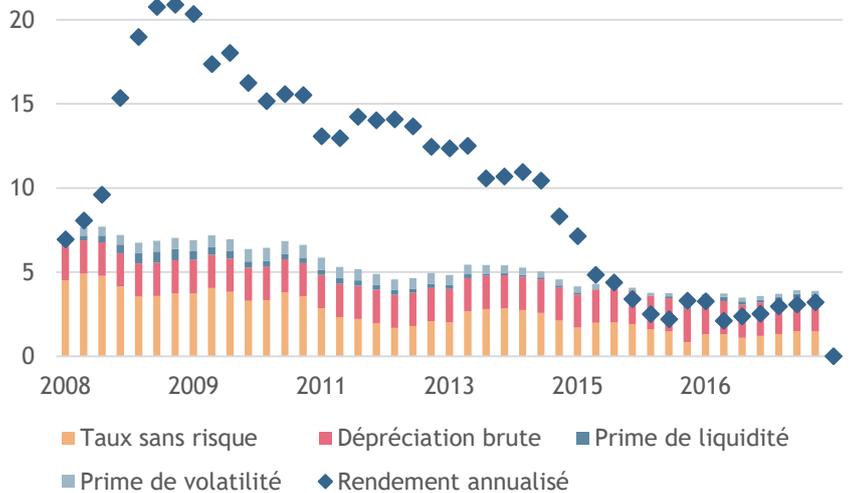
- Cette comparaison de neuf marchés de bureaux européens permet d'illustrer notre approche.
- Pour chaque marché, les deux éléments - rendements exigés et attendus - expliquent le résultat.
- Ce graphique représente des marchés attractifs (Berlin et Glasgow) et peu attractifs (Dublin et Milan). Ces résultats peuvent s'expliquer par chacun des composants. Les rendements attendus élevés à Berlin sont dus à une forte croissance locative anticipée, tandis que la décompression future des taux compense la croissance locative modeste attendue à Dublin au cours des cinq prochaines années.



Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

### DES RENDEMENTS EXIGÉS À LONDRES EN HAUSSE, ALORS QUE LA DÉCOMPRESSION DES TAUX PÉNALISE LES RENDEMENTS ATTENDUS

- Ce graphique avec pour exemple les bureaux de la City de Londres montre que notre approche n'est pas statique mais évolue au cours du temps.
- Sans surprise, c'est le cas des taux de rendement exigés, les taux obligataires étant révisés quotidiennement. Le taux sans risque (ou taux souverain) a ainsi été le facteur déterminant dans la baisse des rendements exigés au cours des dix dernières années, bien que cette tendance se soit inversée ces six derniers trimestres. La dépréciation brute ne change pas au cours du temps. En revanche, les primes de liquidité et de volatilité ont baissé comme attendu.
- Dans notre exemple, les rendements historiques et projetés sont plus volatils que les rendements exigés.

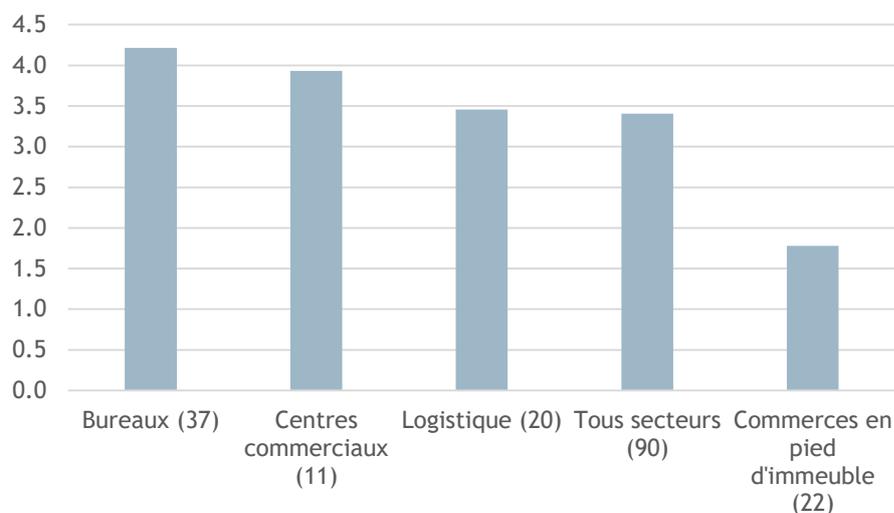


Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

## SECTION 4: LES TAUX DE RENDEMENTS ATTENDUS

### RENDEMENTS ATTENDUS PLUS ÉLEVÉS EN BUREAUX

- Le rendement attendu moyen en immobilier, toutes classes d'actifs confondus, est estimé à 3,4% par an sur les cinq prochaines années. Nous nous basons sur nos projections de rendement locatif et de croissance en capital.
- Les bureaux affichent un rendement total moyen de 4,2% par an, supérieur à la moyenne. Le rendement prévu pour les commerces de pied d'immeuble plafonne à 1,8% par an en moyenne.
- Dans la page suivante, nous passons en revue chaque secteur pour mettre en évidence les facteurs de performances.



Source: CBRE, Natixis & AEW

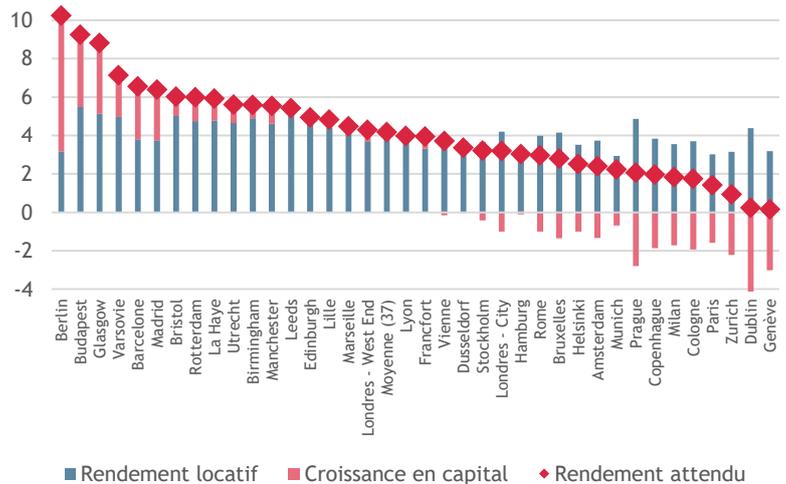
### MÉTHODOLOGIE ET HYPOTHÈSES POUR LES PRÉVISIONS DE RENDEMENT ATTENDUS

Les prévisions d'AEW sur les marchés immobiliers constituent la base de l'analyse des rendements attendus. La méthodologie de prévision est décrite ci-dessous :

- Nous nous basons sur les séries « prime » historiques de CBRE, par ville et par typologie d'actif. Les données trimestrielles sur les valeurs locatives faciales et les taux de rendement remontent suffisamment loin dans le temps pour être pertinentes sur tous les marchés.
- Le rendement total pour chaque segment est calculé en fonction du taux de rendement initial, de la croissance des loyers de marché et des valeurs en capital. Pour la croissance en capital, nous prenons en compte la croissance du revenu locatif et l'évolution du taux de rendement initial après une période de détention de cinq ans.
- Les prévisions d'évolution des loyers de marché sont basées sur la demande projetée dans chaque segment, en fonction de la croissance du PIB et d'autres indicateurs économiques. L'offre neuve pour chaque typologie est également prise en compte.
- De plus, des prévisions d'inflation et de taux obligataires d'Etat sont également intégrées pour produire des séries longues harmonisées.
- Ce modèle personnalisé et propriétaire fournit une projection sur cinq ans, mis à jour trimestriellement, basé sur les prévisions les plus à jour en macro-économie, sur les marchés des capitaux et sur les marchés immobiliers.
- Nous couvrons 44 marchés de bureaux, 28 marchés de centres commerciaux, 28 marchés de commerces de pied d'immeuble et 27 marchés industriels et logistiques. Ce périmètre est amené à s'élargir. Pour la présente analyse, nous avons sélectionné 90 segments parmi ceux disposant de suffisamment de données pour effectuer un back-testing historique long terme.

LES RENDEMENTS ATTENDUS EN BUREAUX SONT PLUS ÉLEVÉS POUR LES MARCHÉS À LA REPRISE TARDIVE

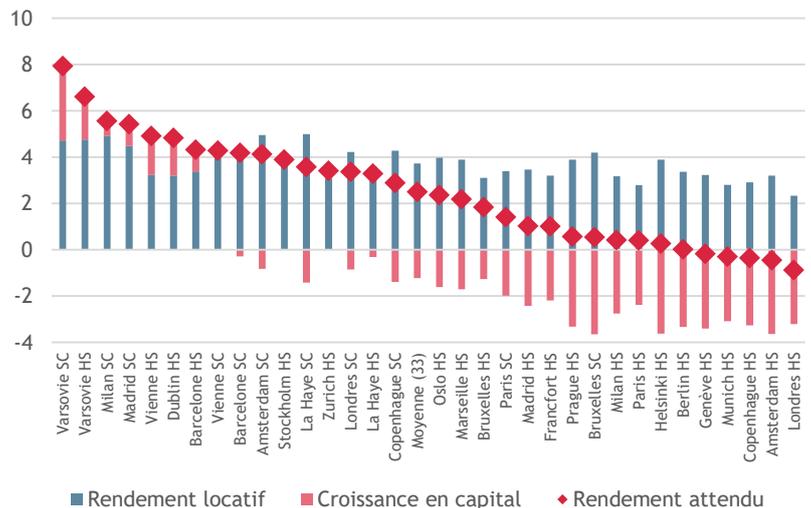
- Parmi nos 37 marchés de bureaux couverts, on estime la croissance en capital à seulement 0,1% par an en moyenne, tandis qu'à 4,1% par an les rendements locatifs dominent les rendements attendus.
- Les marchés à la reprise tardive tels que Glasgow et Barcelone devraient surperformer, la croissance locative devant compenser une hausse des taux.
- La performance de Berlin est essentiellement tirée par une forte croissance locative stimulée par la demande placée du secteur des nouvelles technologies.
- Tous les marchés de bureaux couverts bénéficient de rendements attendus positifs, bien que certains soient proches de zéro, comme à Genève et Dublin.



Source: CBRE, Natixis & AEW

LES RENDEMENTS DANS LE SECTEUR DU COMMERCE SONT LES PLUS SENSIBLES À UNE REMONTÉE DES TAUX

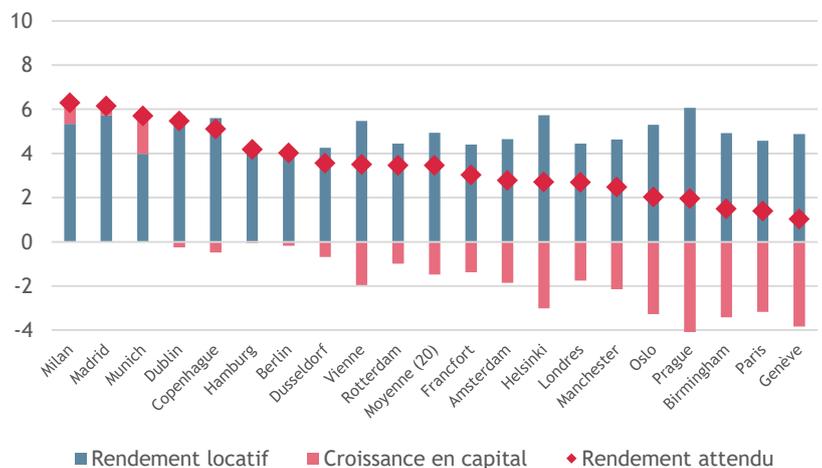
- Les marchés de commerce sont très sensibles à une décompression des taux. 25 marchés sur 33 devraient voir leurs valeurs vénales décliner, de -1,2% par an en moyenne.
- Etant donné les taux de rendement actuels très bas des commerces de pieds d'immeuble, une hausse même modérée des taux aura nécessairement un impact relatif plus important sur cette catégorie d'actifs.
- Ces résultats reflètent l'opinion de la plupart des investisseurs selon laquelle le secteur du commerce est le moins attractif aujourd'hui.



Source: CBRE, Natixis & AEW

LA CROISSANCE LOCATIVE ATTENDUE EN LOGISTIQUE PERMET DE COMPENSER UNE HAUSSE PROBABLE DES TAUX

- Le secteur de la logistique devrait également souffrir de la hausse attendue des taux de rendement. 17 marchés sur 20 devraient voir leurs valeurs vénales décliner, de -1,8% par an en moyenne (une baisse plus importante qu'en commerce).
- Mais la logistique bénéficiant de taux plus élevés et de meilleures perspectives de croissance locative, une remontée des taux aura un impact nécessairement moins important.
- Pour cette raison, aucun des 20 marchés couverts ne devrait avoir des rendements globaux attendus négatifs au cours des cinq prochaines années.

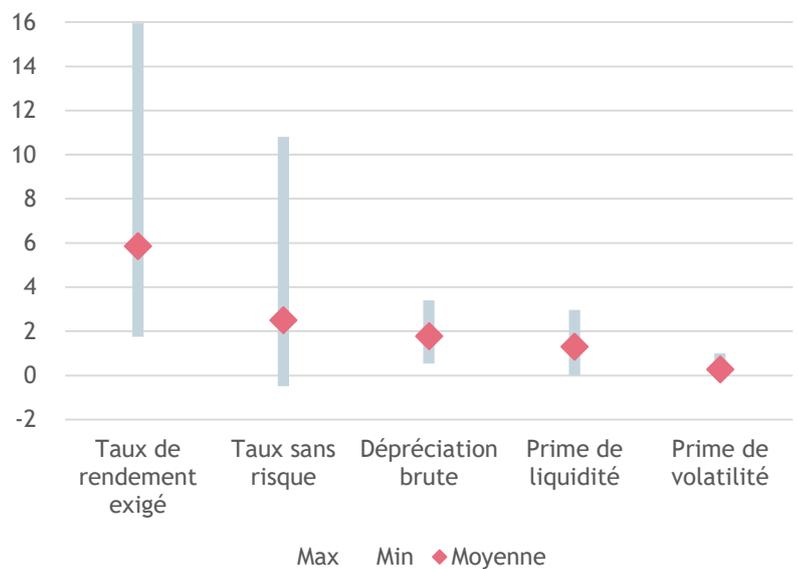


Source: CBRE, Natixis & AEW

## SECTION 5: LES TAUX DE RENDEMENT EXIGÉS

### LE TAUX DE RENDEMENT EXIGÉ QUANTIFIE LE TAUX DE RENDEMENT MINIMAL POUR LES INVESTISSEURS

- Dans notre approche des rendements ajustés au risque, le taux de rendement exigé quantifie le taux de rendement minimal requis par les investisseurs pour être compensés du risque associé à chaque marché.
- Le taux de rendement exigé a été de 6% en moyenne depuis le T4 2007.
- Avec un point bas de 2% environ et un point haut de 16%, le taux de rendement exigé a connu de fortes variations, tant au cours du temps que d'un marché à un autre.
- Les taux de rendement exigés les plus élevés ont été enregistrés juste après la crise de 2008 avant que les politiques de *quantitative easing* soient mises en place, lorsque les taux sans risque étaient élevés.
- La dépréciation brute et la prime de liquidité n'ont pas atteint 3,4% pendant la période allant du T4 2007 au T2 2018.



Source: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

### MÉTHODOLOGIE & HYPOTHÈSES POUR ESTIMER LES TAUX DE RENDEMENT EXIGÉ

Le taux de rendement exigé est calculé à partir du taux sans risque, auquel s'ajoutent trois primes de risque compensant les investisseurs de trois risques distincts: (1) la dépréciation, (2) la liquidité et (3) la volatilité. Nous avons back-testé notre approche pour vérifier si elle avait bien produit les signaux appropriés historiquement. Les hypothèses et les différents éléments composant le taux de rendement exigé sont les suivants:

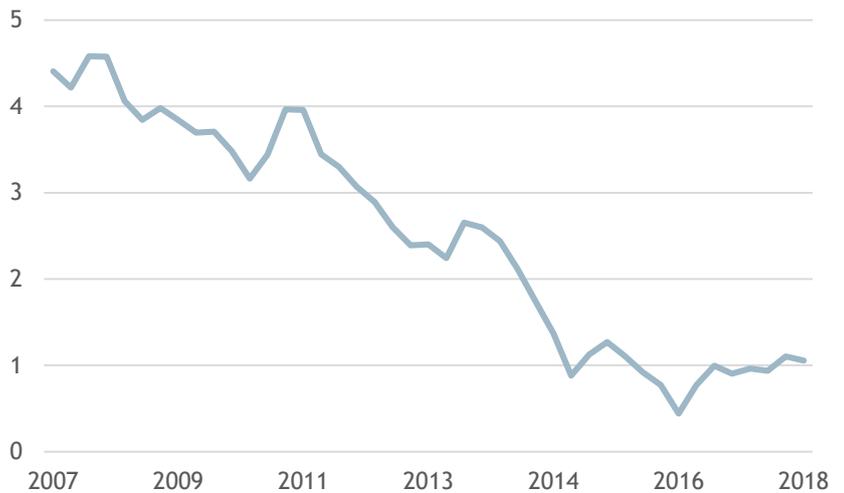
- Le taux sans risque est le taux des obligations d'État à échéance de 10 ans, pour chaque pays (moyenne de la période), en valeur nominale ;
- Les taux de dépréciation sont affichés en taux de dépréciation bruts, prenant en compte à la fois la dépréciation nette et les dépenses d'investissement (*capital expenditures*). Notre définition de la dépréciation nette est fondée sur les dernières publications académiques sur le sujet, notamment l'article publié par les professeurs du Massachusetts Institute of Technology D. Geltner et S. Bokhari\* publié en 2016.
- Suivant cette approche, nous avons appliqué le modèle proposé par D. Geltner et S. Bokhari de correction des biais à l'univers européen de la base de données RCA et estimé des modèles pour tous les secteurs immobiliers confondus ainsi que pour les bureaux et séparément pour le commerce de pieds d'immeuble, les centres commerciaux et les entrepôts logistiques et industriels. Nous avons fait cela pour ajuster notre modèle à l'échelle d'une ville, tous secteurs confondus, pour permettre des variations sectorielles dans un environnement de données limitées.
- Par la suite, nous avons utilisé les données sur les dépenses d'investissement de MSCI qui reflètent les dépenses réellement effectuées sur le long terme dans chaque segment de marché. Ces dépenses sont ensuite ajoutées aux taux de dépréciation nets pour mesurer la dépréciation brute. Il est important de noter que la dépréciation brute est stable dans le temps dans chaque marché, étant donné que le parc immobilier ne change pas significativement d'une année sur l'autre.
- La prime de liquidité peut être mesurée de plusieurs manières: temps passé sur le marché, biais de liquidation et liquidité de marché. En raison du manque de données, nous nous sommes concentrés uniquement sur la liquidité de marché en suivant trois étapes:
  - Nous avons d'abord calculé les volumes d'investissement en moyenne annuelle glissante, tous secteurs confondus, pour des régions spécifiques.
  - Deuxièmement, nous avons distribué linéairement ces volumes des plus faibles aux plus élevés avec des limites allant de 0 à 300 pdb, ce qui permet de différencier les marchés et les différentes périodes.
  - Puis nous avons utilisé les estimations d'une analyse récente de l'université de Reading\*\* pour appliquer des variations sectorielles à l'échelle d'une ville.
- La dernière prime de risque, la prime de volatilité, est fondée sur l'hypothèse que les investisseurs doivent être compensés du risque de volatilité de marché. Pour estimer cette prime, nous avons calculé l'écart-type des rendements totaux pour des périodes glissantes de 5 ans et appliqué un modèle de distribution linéaire. Cela nous permet d'assigner à chaque marché une prime de volatilité comprise entre 0 et 100 pdb pour refléter les différences entre les marchés et les périodes couvertes.

\* Geltner, D. & S. Bokhari (2016) 'Characteristics of Depreciation in Commercial and Multi-family Property: An Investment Perspective'

\*\* Marcato, G. (2014) 'Liquidity Pricing of Illiquid Assets'

LES TAUX SOUVERAINS ONT BAISSÉ DEPUIS LA CRISE DE 2008 EN RAISON DU QUANTITATIVE EASING

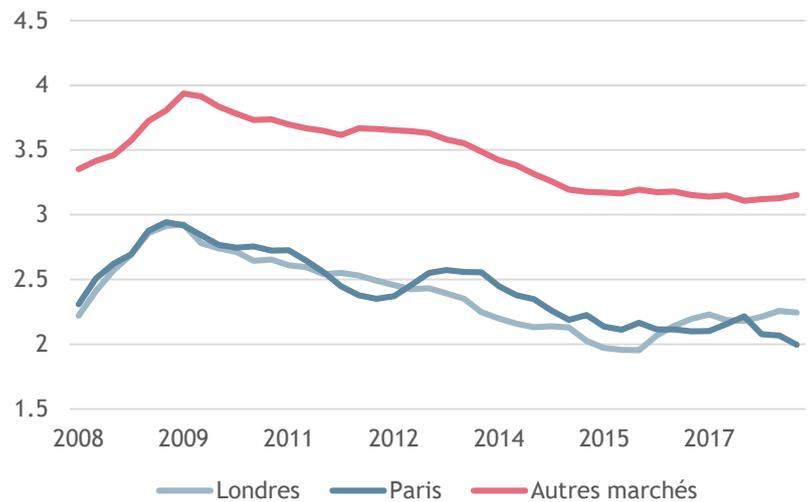
- Le premier composant de notre taux de rendement exigé est le taux sans risque, représenté par le taux souverain 10 ans de chaque pays.
- Après la crise de 2008, et en raison des politiques monétaires exceptionnelles de *quantitative easing* (QE) menées par les banques centrales, le taux sans risque moyen dans notre univers a connu une baisse importante et a atteint un point bas juste en-dessous de 0,5% au T3 2016.
- Avec la reprise économique et la fin annoncée du *quantitative easing*, le taux sans risque moyen de notre univers a augmenté pour atteindre un peu plus de 1% au T2 2018.



Source: Oxford Economics & AEW

LES PRIMES DE RISQUE POUR LONDRES & PARIS (TOUS SECTEURS CONFONDUS) PARMIS LES PLUS FAIBLES EN EUROPE

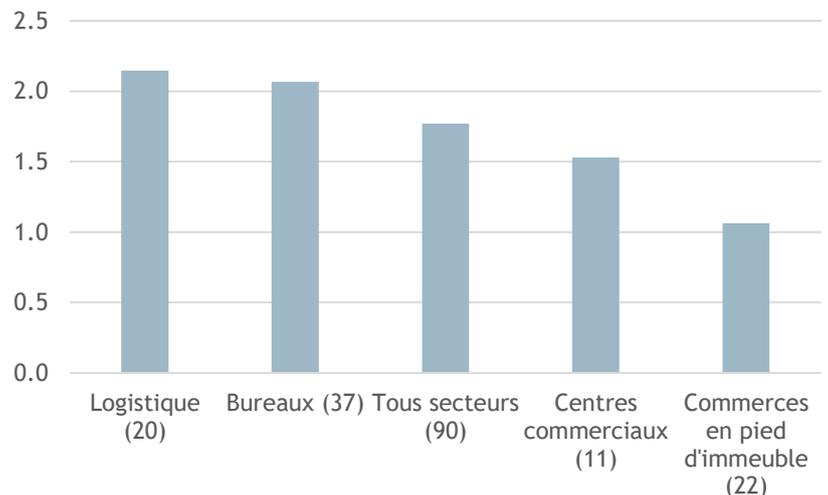
- La prime de risque combinée pour l'ensemble de nos marchés s'est stabilisée à environ 3% depuis 2014, ceci indépendamment de la stabilisation du taux sans risque décrite ci-dessus.
- Les investisseurs ont bénéficié de rendements solides les cinq dernières années et les volumes d'investissement ont retrouvé des niveaux historiquement élevés dans tous les marchés, particulièrement dans les marchés « gateway » tels que Paris et Londres.
- Il n'est donc pas surprenant de voir que les primes de risque combinées sont plus faibles à Londres et à Paris que pour les autres marchés étudiés. Cependant, la prime de risque a augmenté pour le marché londonien.



Source: CBRE, RCA, MSCI & AEW

LES TAUX DE DÉPRÉCIATION BRUTS SONT PLUS IMPORTANTS POUR LE SECTEUR DE LA LOGISTIQUE, SUIVI DU BUREAU

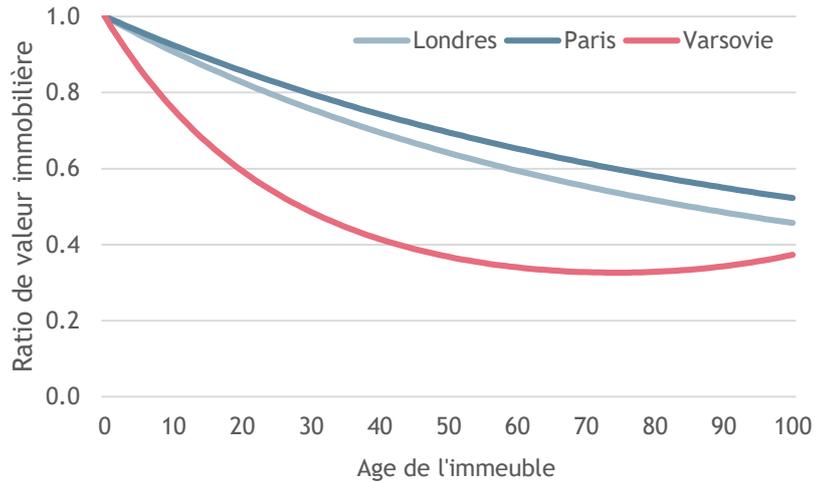
- La dépréciation brute est composée du taux de dépréciation net - fonction de l'âge de l'actif - et des dépenses de travaux pour un marché donné.
- Les entrepôts logistiques ont une dépréciation brute estimée à 2% par an, deux fois plus que pour le commerce de pieds d'immeuble.
- Ces résultats semblent intuitifs, étant donné que les loyers dans le commerce de pieds d'immeuble dépendent moins de la qualité de l'immeuble que de la localisation de la boutique en centre-ville.
- L'opposé est vrai pour les entrepôts logistiques, étant donné le nombre plus important de localisations adéquates et les récentes évolutions des besoins des utilisateurs.



Source: RCA, MSCI & AEW

LA DÉPRÉCIATION NETTE EST PLUS FAIBLE DANS LES MARCHÉS « GATEWAY » QUE « NON-GATEWAY »

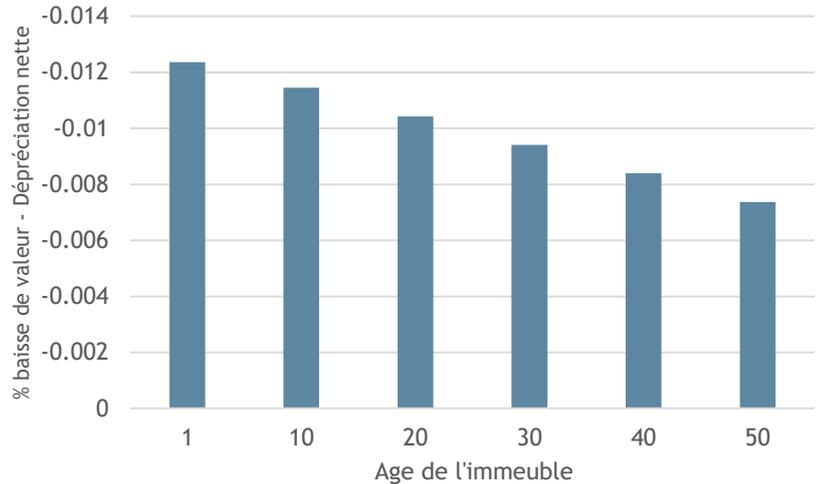
- La dépréciation nette est liée à la moindre capacité d'un immeuble à générer des loyers de marché lorsqu'il est d'obsolescence physique et fonctionnelle.
- La dépréciation nette indexée sur l'âge de l'immeuble met en valeur l'impact des valeurs des terrains dans les marchés « gateway » les plus établis tels que Londres et Paris.
- Quand la valeur du terrain représente une proportion plus importante des prix de transaction, la dépréciation nette est plus lente et plus faible, avec une dépréciation de seulement 30-35% en 50 ans dans des marchés comme Londres et Paris.



Source: RCA & AEW

LES TAUX DE DÉPRÉCIATION NETS SUIVENT UNE COURBE EN J, LES IMMEUBLES NEUFS SE DÉPRÉCIANT PLUS RAPIDEMENT

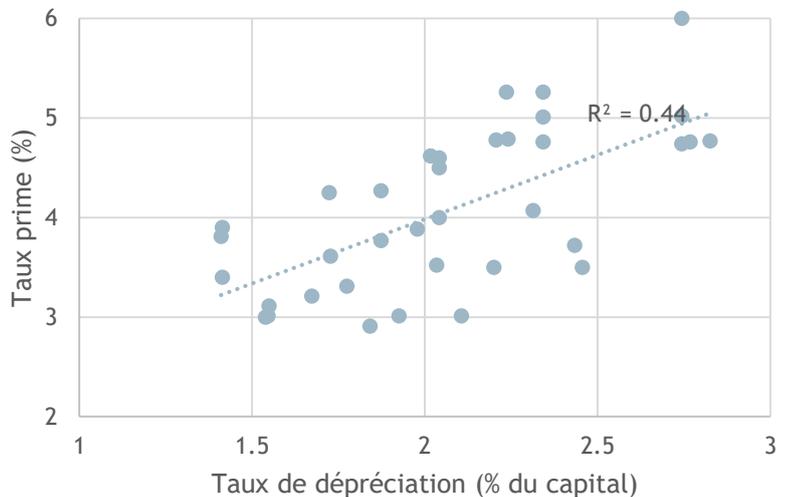
- Nos données suggèrent également que les immeubles neufs ont des taux de dépréciations nets par an supérieurs aux immeubles plus anciens.
- Cela est dû au fait que la part de la valeur du terrain dans la valeur totale augmente quand la valeur de l'immeuble se déprécie au cours du temps.
- Nos résultats pour l'Europe sont également cohérents avec ceux des Etats-Unis, l'article original du MIT concluant aussi que les immeubles neufs se déprécient plus rapidement.



Source: RCA & AEW

LES TAUX DE DÉPRÉCIATION BRUTS SONT SOUVENT PLUS FAIBLES DANS LES MARCHÉS AUX TAUX DE RENDEMENT BAS

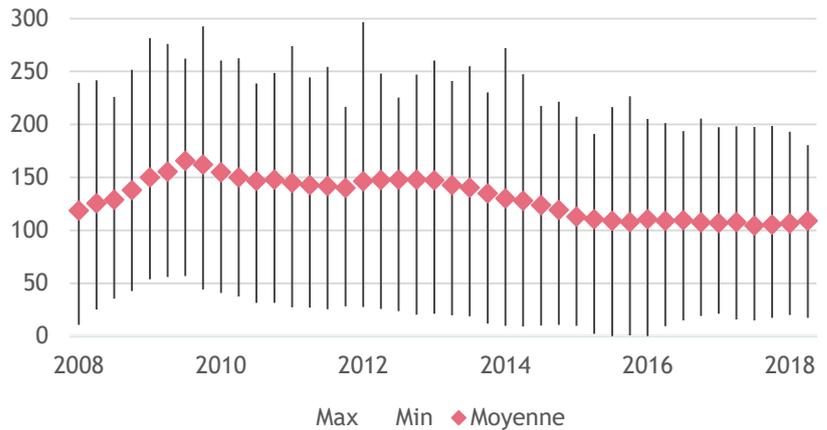
- Une confirmation supplémentaire de nos résultats est apportée par ce graphique représentant les taux de rendement prime et les taux de dépréciation bruts pour 37 marchés de bureaux.
- La corrélation générale montre que les marchés aux taux de rendement bas ont des taux de dépréciation plus faibles.
- Cela signifie que les investisseurs sont prêts à accepter des rendements plus faibles quand la dépréciation est également plus faible, ce qui paraît raisonnable et soutient notre méthodologie.



Source: RCA, MSCI & AEW

LA PRIME DE LIQUIDITÉ MOYENNE AUGMENTE LÉGÈREMENT APRÈS LA TENDANCE BAISSIÈRE D'APRÈS-CRISE

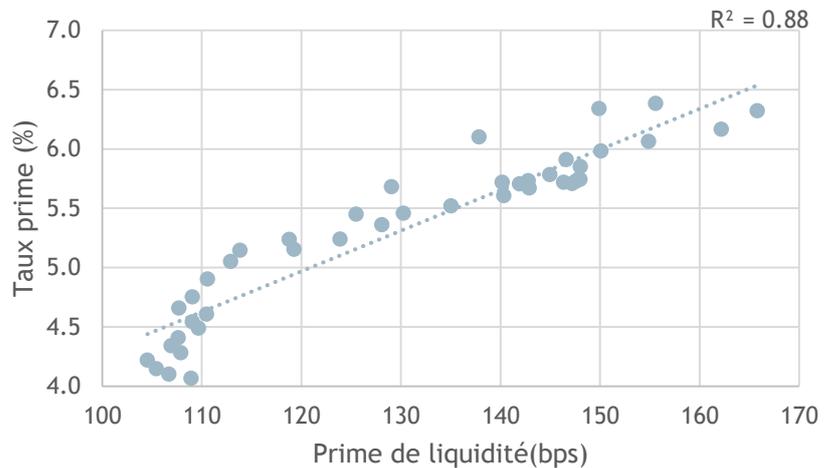
- La prime de liquidité de l'univers d'analyse avait significativement augmenté à 166 en moyenne au 3T 2009 suite à la crise de 2008.
- Mais en réalité l'écart entre les primes de liquidité minimale / maximale a été le plus large au 1T 2011 confirmant que le délai de reprise diffère significativement entre les marchés.
- Sur la période récente, les données indiquent une remontée légère de la prime de liquidité moyenne, après une période de relative stabilité et de resserrement des écarts.



Source: RCA & AEW

LA PRIME DE LIQUIDITÉ EST PLUS BASSE QUAND LES TAUX DE RENDEMENT INITIAUX SONT BAS

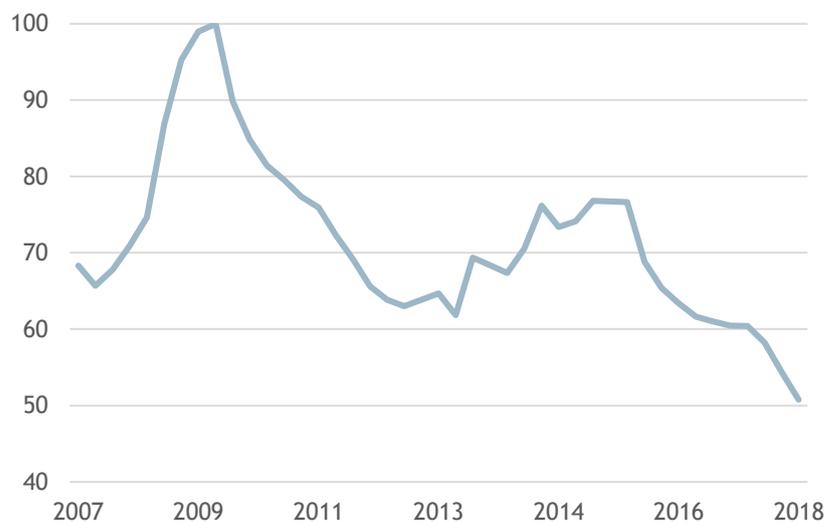
- La moyenne historique de la prime de liquidité sur les 43 trimestres analysés montre une forte corrélation avec le taux de rendement initial moyen.
- Ce constat est cohérent car des taux de rendement bas indiquent une plus forte liquidité et une plus grande attractivité auprès des investisseurs.



Source: RCA & AEW

LA PRIME DE VOLATILITÉ MAXIMALE CONTINUE DE BAISSER APRÈS UNE PAUSE DE 2012 À 2015

- La prime de volatilité maximale, qui est l'écart type des rendements totaux de l'ensemble des marchés de notre univers calculé sur 5 ans, évolue de manière relativement similaire à la prime de liquidité. Le niveau maximum de 100 est atteint au 4T 2009.
- La prime a baissé en 2012 en dessous des niveaux d'avant crise pour repartir à la hausse jusqu'au 4T 2015.
- La dernière phase de baisse depuis fin 2015 indique que la prime de volatilité maximale se situe bien en dessous du niveau d'avant-crise, ce qui n'est peut-être pas soutenable sur le long terme.



Source: CBRE & AEW

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 63,5 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 Septembre 2018. AEW compte plus de 680 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 Global Asset Management, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 Septembre 2018, AEW gère en Europe environ 30 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 six dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 19,4 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**  
**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**  
 Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto: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](mailto:guillaume.oliveira-ext@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)

### 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 leurs 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.