

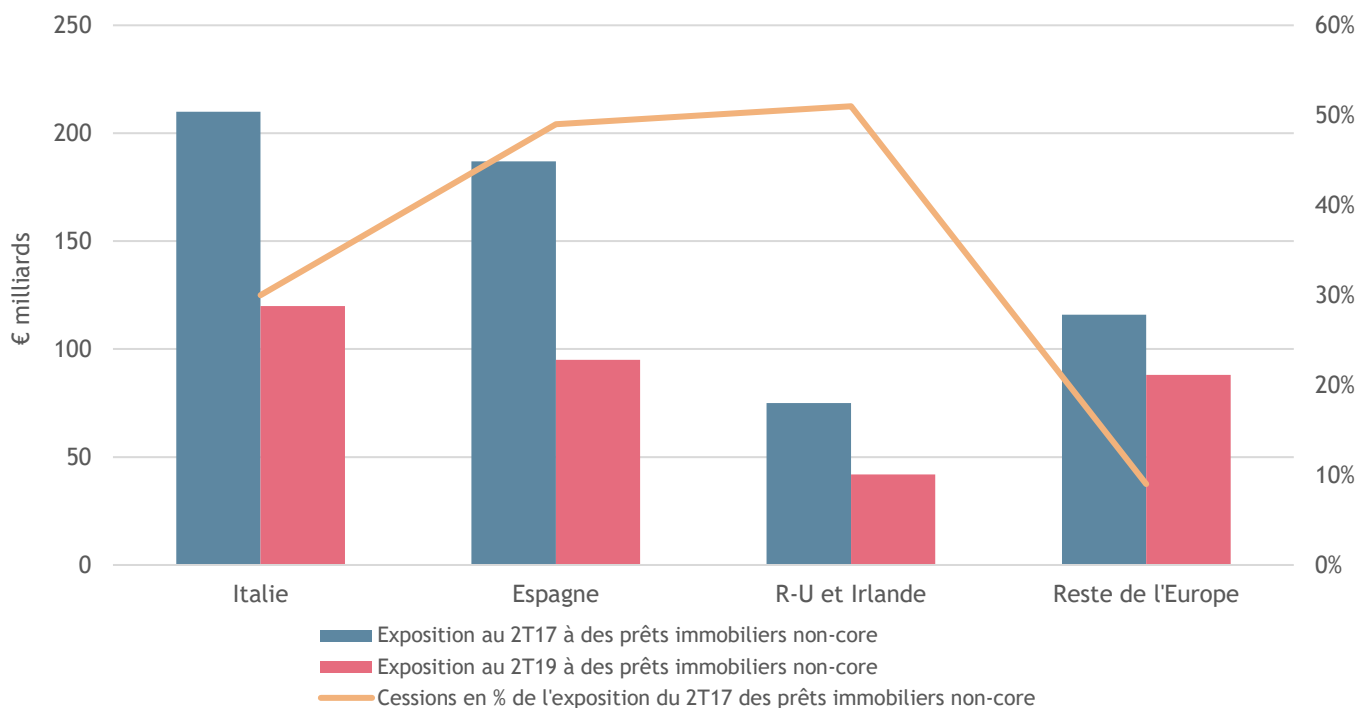
# EUROPEAN RESEARCH MONTHLY UPDATE

JANVIER 2020

## NIENTE ITALIA, NIENTE VERA DIVERSIFICAZIONE

- Malgré les turpitudes politiques de l'Italie, largement médiatisées, le pays demeure la quatrième économie en Europe. Les taux obligataires d'Etat, récemment redescendus à des niveaux bas historiques et en ligne avec le reste de l'Europe, sont aidés par la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE et une base solide d'investisseurs privés nationaux.
- Sur les marchés de bureaux, commerces et logistiques, l'Italie a affiché les rendements les plus attractifs en Europe sur les cinq dernières années. Cependant, nos prévisions pour les cinq prochaines années sont moins optimistes avec une croissance en capital limitée par les perspectives sur les taux obligataires. Néanmoins, les rendements italiens devraient suivre la tendance générale en Europe.
- Les volumes d'investissement en immobilier connaissent une croissance depuis 2012 et sont estimés à 8 milliards d'euros en 2019. La part de l'Italie dans l'investissement en Europe s'établit à 5% sur les cinq dernières années, un peu moins que l'Espagne, à 5,5%. Le segment des bureaux représente 60% du volume total et les investisseurs internationaux sont largement présents avec 67% de part de marché sur cinq ans.
- Estimée à 120 milliards d'euros, l'exposition italienne à la dette immobilière non-core reste plus élevée que dans n'importe quel autre pays européen. Les cessions de prêts non performants ont été relativement moins importantes qu'en Espagne ou dans d'autres marchés à fort taux de créances douteuses. Mais ce retard suggère aussi un rattrapage possible sur les cessions de prêts non performants en Italie. Les ventes de collatéraux immobiliers pourraient offrir aux investisseurs core et value-add davantage de liquidités dans les années à venir.
- Enfin, le segment des bureaux en Italie offre de forts avantages de diversification pour les investisseurs anglo-saxons, allemands et français, compte tenu de la covariance historiquement basse entre les rendements des marchés de bureaux en Italie et les autres principaux marchés en Europe. Les gestionnaires de fonds n'ont pas encore profité de cette opportunité de diversification puisque l'Italie ne rentre qu'à hauteur d'environ 5% dans la stratégie des fonds pan-européens.

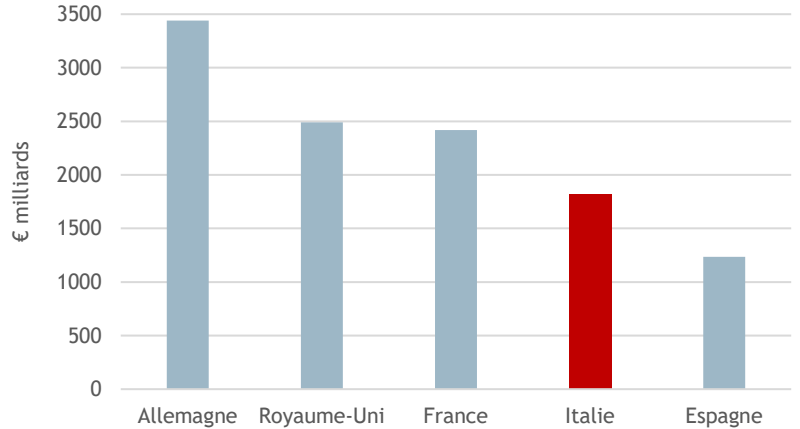
### DAVANTAGE DE CESSIONS DE PRÊTS IMMOBILIERS NON PERFORMANTS EN ITALIE DEVRAIENT AMÉLIORER LA LIQUIDITÉ



Sources : Evercore & AEW

L'ITALIE EST LA QUATRIÈME ÉCONOMIE EUROPÉENNE

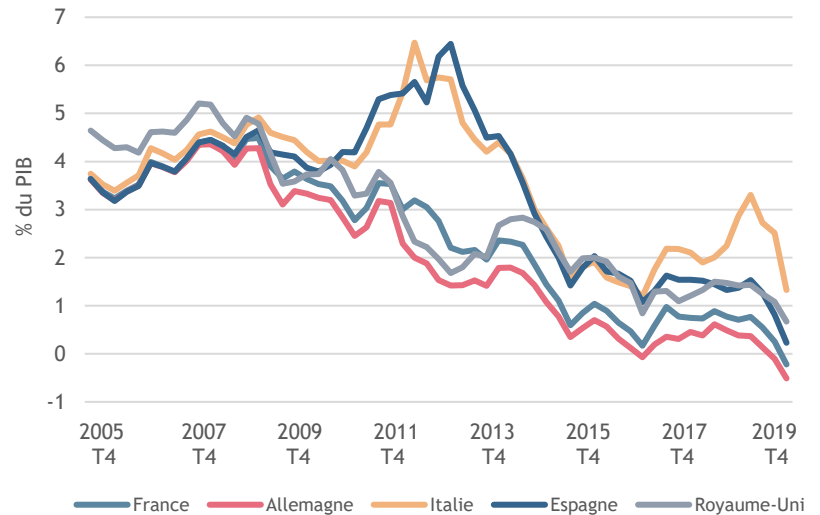
- Malgré une croissance économique au ralenti ces dernières années, l'Italie reste la quatrième économie en Europe, avec un PIB de 1 800 milliards d'euros en 2018.
- La durée de vie moyenne d'un gouvernement n'a pas tant changé que cela, malgré les mouvements politiques, l'apparition de nouveaux partis et l'émergence de coalitions. Cela dit, d'autres pays européens souffrent d'une instabilité institutionnelle comparable voire plus accentuée.
- En dépit de la médiatisation négative de cette instabilité politique, il est important de rappeler que l'économie italienne dépasse de près de 50% celle de l'Espagne et n'est devancée par la France et le Royaume-Uni que de 25%.



Sources : Oxford Economics & AEW

LES TAUX OBLIGATAIRES ITALIENS REVIENNENT DANS LE PELOTON EUROPÉEN

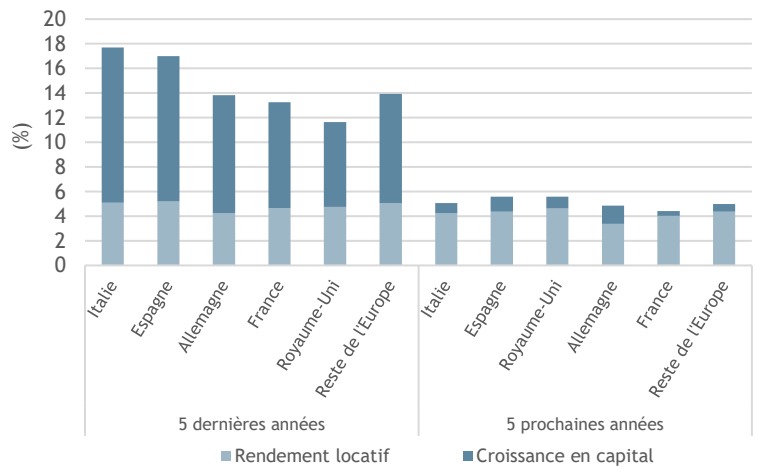
- Les taux obligataires italiens sont restés hauts ces deux dernières années, aucune solution structurelle à une dette publique et un déficit budgétaire élevés n'ayant été apportée.
- La sanction peut sembler un peu injuste si l'on considère que le déficit budgétaire italien (en % du PIB) a été inférieur à celui de la France et de l'Espagne tant en 2017 qu'en 2018.
- Mais depuis que la BCE a poursuivi sa politique d'assouplissement monétaire, les taux obligataires italiens sont revenus plus en ligne avec le reste de l'Europe ces derniers neuf à douze mois.
- Le manque d'offre dans les marchés a aussi aidé car les investisseurs italiens détiennent une part importante d'obligations nationales et les autres pays européens ont émis moins d'obligations d'état.



Sources : Oxford Economics & AEW

LES RENDEMENTS IMMOBILIERS PRIME ÉGALEMENT EN LIGNE AVEC LES AUTRES MARCHÉS EUROPÉENS

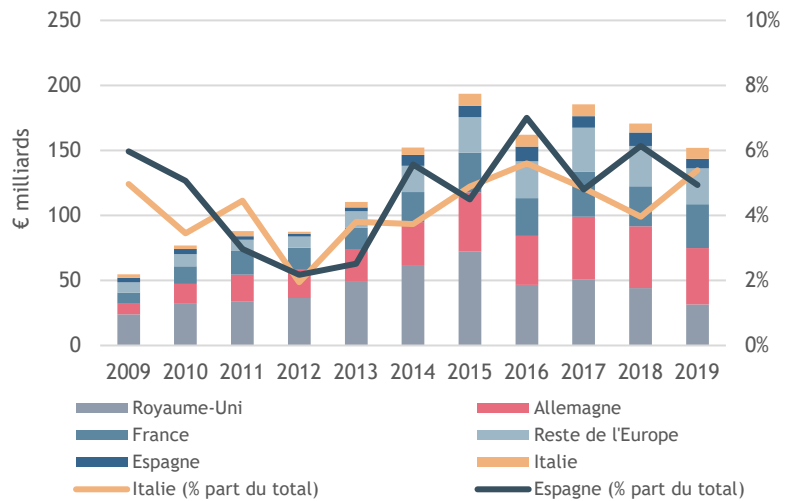
- Sur les marchés de bureaux, de commerce et de logistique, l'Italie a affiché les rendements totaux prime les plus attractifs en Europe sur les cinq dernières années.
- Nos prévisions pour l'Italie pour les cinq prochaines années sont moins optimistes mais en cohérence avec le reste de l'Europe.
- La baisse est majoritairement expliquée par une croissance en capital limitée avec une compression des taux de rendement moins importante à terme.



Sources : CBRE & AEW

LA LIQUIDITÉ DU MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT S'AMÉLIORE DEPUIS 2012

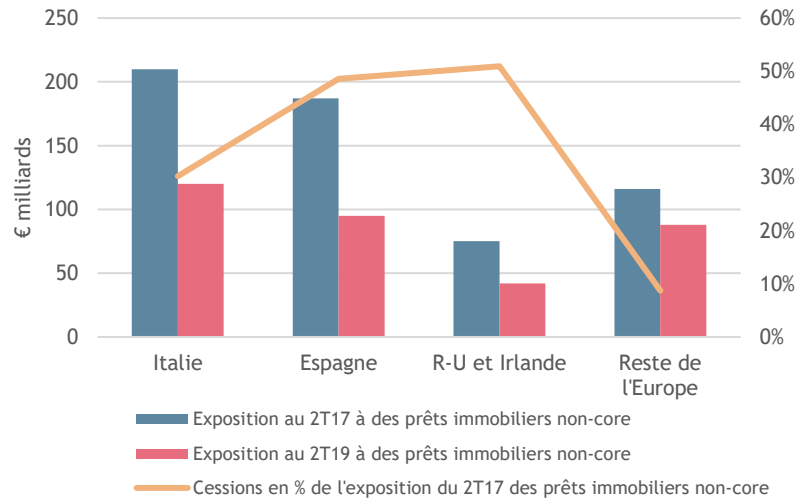
- Les volumes d'investissement en immobilier en Italie sont estimés à 8 milliards d'euros en 2019 et ont représenté 5% du total européen sur les cinq dernières années.
- En comparaison, l'Espagne a représenté 5,5% des investissements européens, alimenté en partie par une gestion plus structurée des prêts non performants.
- Nous nous attendons à un rattrapage en Italie puisque les fonds opportunistes cèdent généralement les collatéraux des prêts non performants à des investisseurs core ou value-add.
- Les bureaux ont représenté 60% des investissements, largement à Milan et Rome, et les commerces ont compté pour 30%.
- D'autre part, les investisseurs internationaux ont participé à 67% des acquisitions en moyenne sur les cinq dernières années.



Sources : RCA & AEW

DAVANTAGE DE CESSIONS DE PRÊTS IMMOBILIERS NON PERFORMANTS EN ITALIE DEVRAIENT AMÉLIORER LA LIQUIDITÉ

- L'exposition à la dette immobilière non core, estimée à 120 milliards d'euros, reste plus élevée que dans n'importe quel autre pays européen, malgré 90 milliards d'euros de cessions de prêts non performants en 2018-2019.
- Par rapport au 2T 2017, les ventes ont représenté 30% de l'exposition de la période, un rythme de cession plus lent qu'en Espagne, au Royaume-Uni et en Irlande, où la moitié des prêts ont été cédés.
- Les cessions de prêts non performants ont été structurées de manière très différente en Italie par rapport aux initiatives coordonnées et publiques en Espagne (SAREB) et en Irlande (NAMA).
- Il y a donc un potentiel pour que les banques italiennes cèdent davantage de prêts non performants et par répercussion que davantage de collatéraux immobiliers soient mis sur le marché par les acquéreurs de ces prêts.



Sources : Evercore & AEW

LA DIVERSIFICATION EN ITALIE RESTE OUVERTE POUR LES STRATÉGIES PAN-EUROPEENNES

- Selon les données de l'INREV, l'allocation vers l'Italie des stratégies de fonds pan-européens ne représente que 5,5% contre 24,4% vers l'Allemagne, 14,4% vers la France et 9% vers le Royaume-Uni.
- Les données historiques pour les bureaux montrent une très faible covariance entre les marchés italiens et les principaux marchés en Europe.
- Les investisseurs français, allemands et anglo-saxons auraient donc intérêt à inclure du bureau en Italie dans leur stratégie de diversification internationale.
- Les résultats pour l'Italie sont plus flagrants que pour d'autres marchés, y compris pour les marchés de bureaux espagnols plus volatils.

Covariance	France	Allemagne	R.U.	Italie	Espagne
France					
Allemagne	0.0029				
R.U.	0.0072	0.0071			
Italie	0.0016	0.0016	0.0006		
Espagne	0.0098	0.0096	0.0135	0.0061	

Sources : 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 70,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 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 30 septembre 2019, AEW gère en Europe 32,3 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)

## CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



**Alex Griffiths MSc**  
 HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE  
 Tel +44 (0)20 7016 4840  
[alex.griffiths@eu.aew.com](mailto:alex.griffiths@eu.aew.com)

### LONDON

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

### PARIS

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

### DÜSSELDORF

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

La présente publication a pour but de fournir des informations aidant les investisseurs à prendre leurs propres décisions d'investissement, et non de fournir des conseils en investissements à un quelconque investisseur en particulier. Les investissements discutés et les recommandations incluses dans les présentes peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs : les lecteurs doivent juger par eux-mêmes de manière indépendante de l'adéquation desdits investissements et recommandations, à la lumière de leur, propres objectifs, expérience, jugement, situation fiscale et financière en matière d'investissements. La présente publication est constituée à partir de sources choisies que nous jugeons fiables, mais nous n'apportons aucune garantie d'exactitude et d'exhaustivité relativement aux, ou en rapport avec les informations présentées ici. Les opinions exprimées dans les présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur ; elles ne reflètent pas forcément les opinions d'AEW ou d'une quelconque société filiale ou affiliée d'AEW et peuvent changer sans préavis. Bien qu'AEW fasse tous les efforts raisonnables pour inclure des informations à jour et exactes dans la présente publication, des erreurs ou des omissions se produisent parfois. 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.