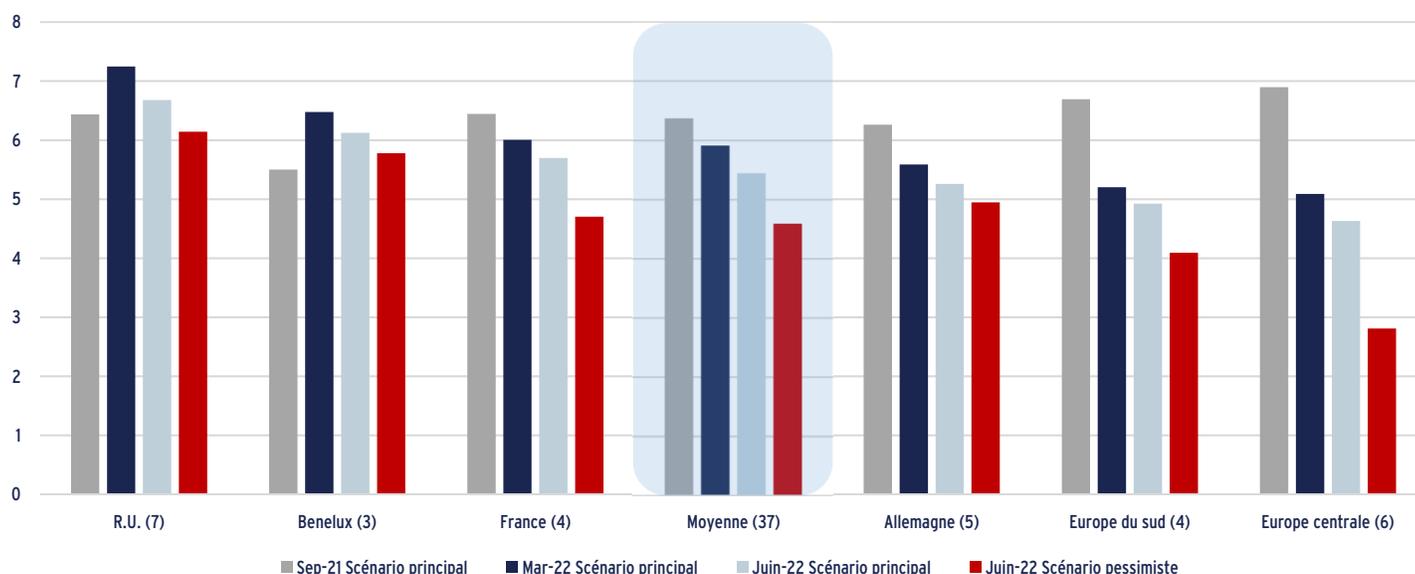


## LA LOGISTIQUE EUROPÉENNE À UN TOURNANT

- La BCE a signalé une hausse de 25 à 50 pdb de ses taux directeurs en juillet et en septembre sur fond de continuité du conflit en Ukraine et de montée de l'inflation. Suivant les pays, les taux souverains sont remontés de 100 à 200 pdb ces trois derniers mois. Ces taux obligataires plus élevés devraient impacter les marchés immobiliers en logistique tels que mesurés par nos scénarios principaux et pessimistes de juin 2022.
- Malgré des prévisions relativement inchangées de croissance du PIB, les activités manufacturières et de transport en Europe devraient progresser sur les dix prochaines années avec les mouvements de relocalisation, contribuant à alimenter les besoins futurs en logistique.
- Un autre moteur de la demande en entrepôts logistiques - la part du commerce en ligne dans les ventes au détail - devrait continuer à augmenter pour atteindre 40% des ventes au Royaume-Uni et 25% en Europe continentale sur les dix prochaines années, et ce, en dépit du récent repositionnement d'Amazon ou de la conjoncture économique.
- La pandémie ayant mis en évidence les vulnérabilités de la chaîne d'approvisionnement, les opérateurs logistiques accélèrent la réorganisation de leur gestion des stocks entre le « just-in-time » et le « just-in-case » pour mieux anticiper les ruptures, ce qui a conduit à des niveaux records de demande placée en surfaces logistiques en 2021.
- L'inflation élevée, notamment pour les coûts de construction, comme le béton, devrait impacter les marges des promoteurs et pourrait ralentir ou décaler l'offre neuve dans certains marchés secondaires où la hausse des loyers ne pourrait compenser la hausse des prix.
- Malgré l'accélération récente des constructions en réponse à la demande, la pénurie de foncier pourrait aussi ralentir les développements. Par conséquent, le taux de vacance moyen devrait rester à des niveaux historiquement bas, autour de 3%.
- Nous avons conservé nos projections de hausse des loyers prime logistique à 2,3% par an en moyenne sur les cinq prochaines années, en tenant compte de prévisions de croissances économiques relativement inchangées sur cette même période.
- Compte tenu du record d'activité en investissements logistiques et des taux de rendement initiaux bas exacerbés par la concurrence, nous prévoyons désormais une inflexion dans la courbe des rendements. Les investisseurs devraient privilégier des taux plus hauts dans un contexte de taux souverains à la hausse.
- Les rendements totaux en logistique sont estimés à 5,1% par an sur les cinq prochaines années avec notre nouveau scénario principal de juin 2022 en baisse de 40 pdb par rapport au scénario de mars 2022. Dans le scénario pessimiste, ils passeraient à 4,1% par an.
- Dans ce scénario pessimiste, la croissance en capital serait négative pour les marchés secondaires en Europe centrale et du sud, tandis que les marchés établis au Royaume-Uni, aux Pays-Bas en Allemagne et en France conserveraient une croissance en capital positive.

### Rendements totaux prime moyens en logistique par (2022-26 par an, %) - selon les scénarios



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES

### REMONTÉE DES TAUX SOUVERAINS

- Sur fond de conflit en Ukraine, l'inflation a continué d'augmenter, forçant la BCE à signaler une augmentation de 20-50 pnb pour juillet.
- Les taux souverains européens ont bondi de 100-200 pnb en trois mois suite aux hausses actées ou anticipées de la Fed et de la Banque d'Angleterre.
- Outre l'impact sur le marché de l'investissement, la hausse des taux pourrait détériorer la confiance des consommateurs qui ressentent déjà l'augmentation du coût de la vie.
- Avec cette hausse des taux souverains plus forte que prévue, nous avons établi un scénario pessimiste provisoire à juin 2022 afin d'analyser l'impact sur la logistique.
- Dans ce nouveau scénario, nous prévoyons une hausse moyenne des taux souverains en Europe à 2,8% d'ici fin 2026. Le scénario pessimiste de Mars 2022 devient désormais le scénario de base pour Juin 2022.

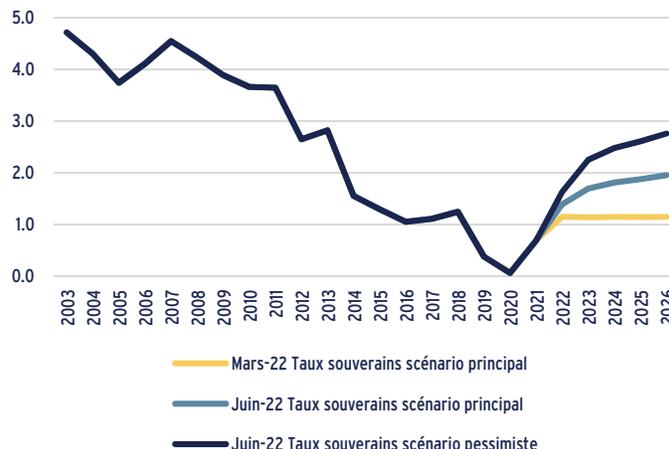
### LA PRODUCTION ET LES TRANSPORTS DEVRAIENT REPARTIR EN HAUSSE

- Les fondamentaux macroéconomiques de long-terme restent marginalement positifs mais, portés par les mouvements de relocalisation, les activités manufacturières et de transport en Europe devraient progresser sur les dix prochaines années.
- Bien que la valeur ajoutée brute (VAB) dans les secteurs du transport et du stockage en Europe ait été nulle ou négative en Europe, elle devrait rebondir sur les dix prochaines années.
- La densifications urbaine reste le principal moteur du secteur, avec le développement des centres de distribution et de la logistique du dernier kilomètre autour des grandes villes.
- D'autre part, la VAB dans le secteur manufacturier devrait aussi progresser à deux chiffres sur la même période en particulier dans les villes fortement industrialisées, alimentant la demande en entrepôts à proximité des sites de production.
- Le trafic européen de conteneurs, déjà ralenti par la guerre commerciale sino-américaine, s'est effondré en 2020, ralentissant l'approvisionnement en matériaux de construction et poussant leur prix à la hausse. Une fois les chaînes d'approvisionnement réorganisées ont s'attend à une reprise des échanges commerciaux vers leur niveau de long-terme.

### LE E-COMMERCE SOUTIENT LA DEMANDE LOGISTIQUE

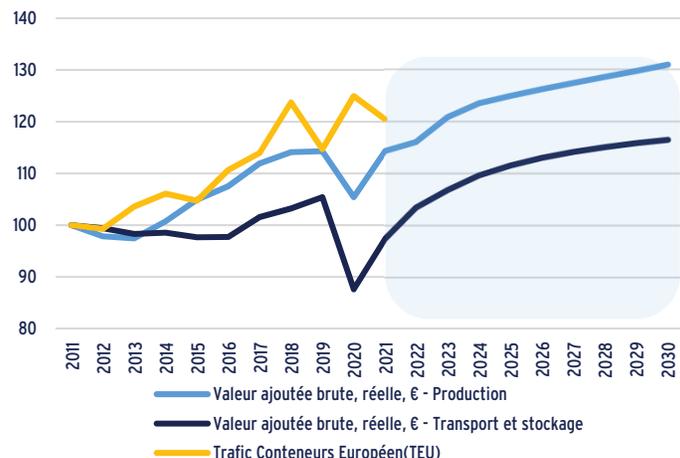
- Sur les dix prochaines années la part des ventes en ligne devrait doubler en Europe par rapport à son niveau pré-covid.
- Après une série de confinements et la fermeture des magasins physiques les consommateurs se sont reportés sur les achats en ligne.
- Les courses alimentaires en ligne, qui représentaient une part plus faible des ventes relativement aux produits non alimentaires, devraient constituer un des moteurs de la croissance du secteur.
- Les ventes en ligne ont particulièrement progressé en Angleterre, atteignant 30% des ventes totales en 2021, et jusqu'à 40% d'ici dix ans.
- En Europe le e-commerce représente une part plus faible des ventes au détail et les confinements ont influé différemment sur les ventes en fonction des marchés mais la part des ventes en ligne est attendue à la hausse et devrait atteindre en moyenne 25% des ventes en Europe d'ici 2032.
- Cette tendance devrait soutenir une demande continue pour les entrepôts logistiques dans les prochaines années, indépendamment de la situation conjoncturelle.

Taux souverains à 10 ans (% p/a, moyenne sur 20 pays)



Sources : CBRE, AEW Research & Strategy

Trafic de conteneurs; Valeur ajoutée brute secteurs Transport & stockage et Industrie (base 2011 = 100)



Sources : Oxford Economics, ISL, AEW Research & Strategy

Part des ventes en ligne % des ventes totales de détail



Sources : CBS, ONS, Euromonitor, AEW Research & Strategy

## MOTEURS DE L'ACTIVITÉ LOGISTIQUE

### LE REcul D'AMAZON IMPACTE MODÉRÉMENT L'EUROPE

- Anticipant la croissance du commerce en ligne, Amazon avait lourdement investi dans son réseau logistique en triplant ses surfaces aux États-Unis et en les doublant en Europe en l'espace de cinq ans.
- En avril dernier, Amazon a émis un avertissement de résultats signalant le ralentissement de son expansion dans un contexte de surcapacité.
- Une analyse de Green Street montre toutefois que la présence d'Amazon en Europe ne représente que le tiers de sa présence aux États-Unis, où le géant de la distribution compte pour 10% du parc logistique. Cette proportion atteint 7% au Royaume-Uni mais passe à 3% du parc en Europe continentale.
- Comme le graphique le montre, les ventes en ligne et la présence d'Amazon sont plus faibles en Europe, par pays et en moyenne, qu'aux États-Unis.
- Malgré ce retrait d'Amazon, la demande logistique reste soutenue par la grande distribution alimentaire et les autres enseignes internationales qui continuent leur expansion.

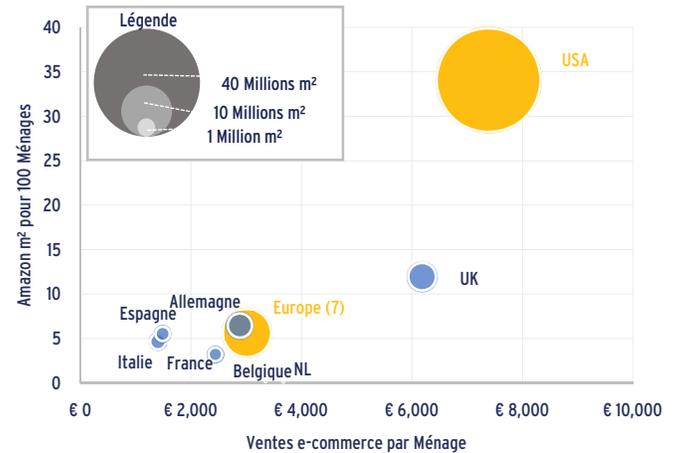
### LA SUR-REACTION DES MARCHÉS À L'ANNONCE D'AMAZON

- Ces trois dernières années, les foncières logistiques cotées avaient le vent en poupe auprès des investisseurs, témoin la prime sur la NAV calculée par Green Street sur 12 mois glissants.
- L'avertissement sur les résultats d'Amazon en Avril, ainsi que l'intention du commerçant de sous-louer des surfaces, combiné à la hausse des coûts de construction ont entraîné une vente à la décote sur NAV, comme le montre la moyenne glissante mensuelle.
- On peut estimer qu'il s'agit d'une surréaction à la nouvelle puisqu'en effet les fondamentaux logistiques restent solides.
- À moyen terme, les investisseurs en logistique cotée devraient de nouveau reconsidérer la solidité relative du secteur et pricer le secteur à des niveaux de prime plus traditionnels.

### NOUVEAUX RECORDS DE DEMANDE PLACÉE

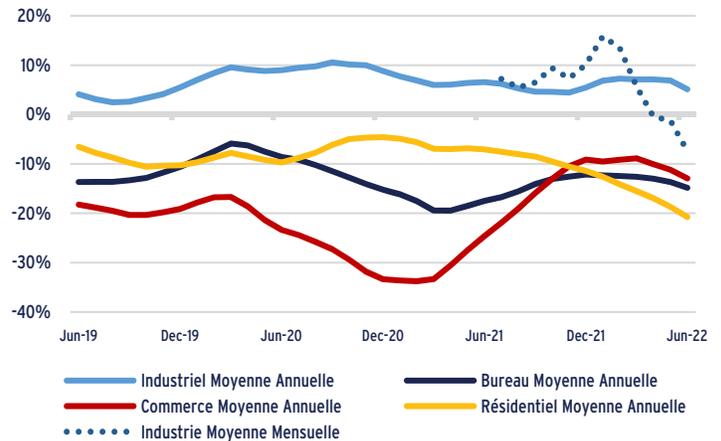
- La pandémie ayant mis en évidence les vulnérabilités de la chaîne d'approvisionnement, les opérateurs logistiques ont accéléré la réorganisation de la gestion des stocks entre le « just-in-time » et le « just-in-case ».
- La demande placée en Europe a atteint de nouveaux records en 2021 car l'expansion des surfaces logistiques répond au besoin d'éviter les ruptures dans la chaîne d'approvisionnement.
- Les nouvelles normes techniques, comme l'augmentation de la hauteur sous plafond ou la demande en logistique urbaine devraient aussi soutenir le secteur.
- Les relocalisations bénéficient particulièrement à l'Allemagne et à la Pologne, deux régions centrales en termes de production et de distribution.
- Le marché logistique au Royaume-Uni a bénéficié de la hausse des parts de marché des commerçants en ligne.

### Présence d'Amazon par pays vs Ventes e-commerce (2022E)



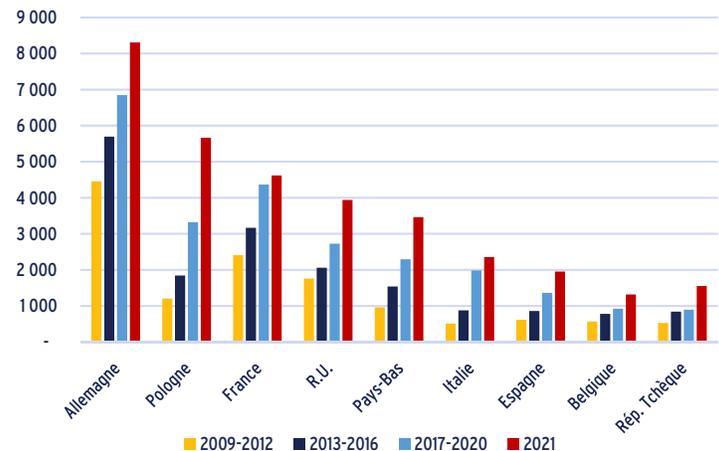
Sources : Green Street, AEW Research & Strategy

### Prime sur la valeur liquidative (NAV)



Sources : Green Street, AEW Research & Strategy

### Demande placée annuelle moyenne par période en Logistique ('000 m2)



Sources : CBRE, AEW Research & Strategy

## MARCHÉS DES UTILISATEURS EN LOGISTIQUE

### LA HAUSSE DES COÛTS DE CONSTRUCTION POURRAIT LIMITER L'OFFRE

- L'enrayage de la chaîne d'approvisionnement en Chine et l'embargo sur la Russie ont poussé à la hausse l'inflation et les coûts de construction, qui devraient culminer au deuxième semestre 2022 avant de se modérer.
- La hausse du coût des produits bétonnés est supérieure à celle de l'inflation générale et devrait continuer d'impacter négativement les marges des promoteurs. Le béton représente environ 40 à 50% du coût d'un entrepôt logistique classique.
- Sur les marchés où la hausse des coûts ne pourrait être compensée par la hausse de loyers, on pourrait observer un amoindrissement de l'offre.
- En revanche, sur les marchés où les utilisateurs sont disposés à accepter cette hausse, les loyers pourraient augmenter afin de permettre aux promoteurs de maintenir leur marge et répondre à la forte demande en surface logistique.

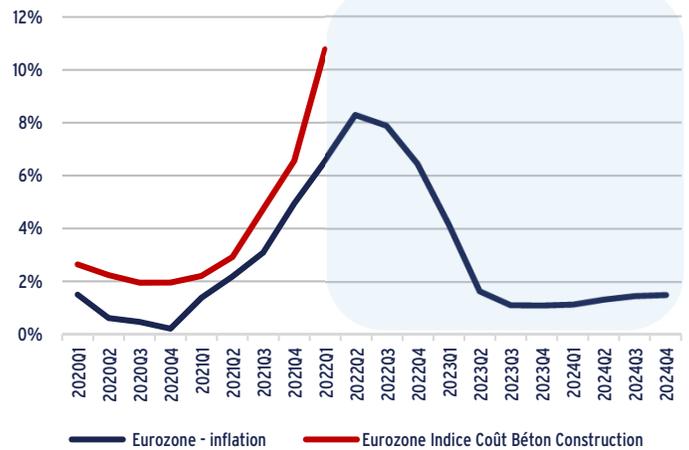
### LES LIVRAISONS MAINTIENNENT LE TAUX DE VACANCE À UN BAS NIVEAU RECORD

- Avec une demande logistique en constante hausse, le développement de nouvelles offres s'est accéléré sur les cinq dernières années.
- À terme, la demande et l'offre devraient s'équilibrer.
- L'offre pourrait être limitée par plusieurs facteurs. Outre la hausse des coûts de construction, l'offre foncière devrait se raréfier avec les objectifs européens de zéro d'artificialisation nette des sols d'ici 2050.
- Les sites vierges devenant plus rares, les sites éligibles à la reconversion et les friches industrielles sont activement recherchées par les promoteurs.
- Avec une vacance historiquement basse dans les marchés établis, les emplacements secondaires bien connectés profitent du report de la demande.
- Malgré l'accélération de l'offre future, le taux de vacance moyen en Europe devrait rester stable à un niveau record de 3%, avec l'absorption nette compensant les livraisons nettes.

### UNE CROISSANCE DES LOYERS SOUTENUE PAR UN FAIBLE TAUX DE VACANCE

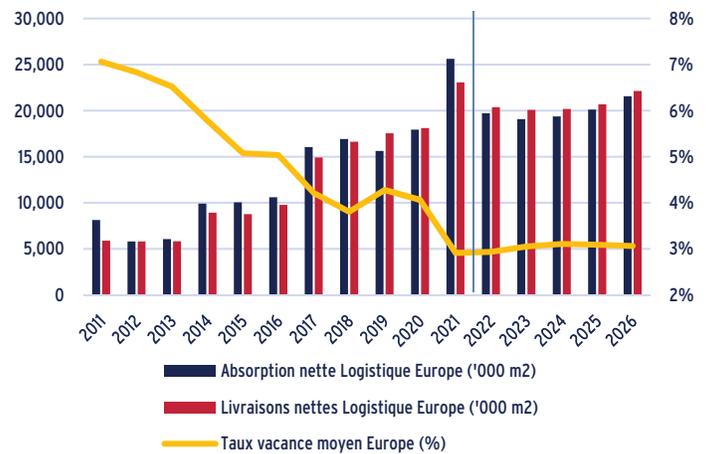
- Avec un taux de chômage au plus bas et l'épargne des ménages à des niveaux records, le consensus n'est pas encore à une récession en Europe.
- Les prévisions de PIB restant relativement inchangées en Europe entre Mars 2022 et Juin 2022, nous conservons nos prévisions de croissance des loyers prime en logistique.
- Cette assertion est supportée par le rebond attendu de l'industrie manufacturière et des transports, et par la croissance du e-commerce.
- La forte concurrence pour du foncier logistique ne devrait pas s'atténuer, poussant les loyers prime à la hausse.
- Une inflation élevée et des taux d'intérêts en hausse pourraient toutefois impacter nos prévisions de croissance. Ainsi, nous reverrons nos projections de croissance des loyers en septembre 2022 en tenant compte des perspectives économiques suivant les marchés.

Inflation & Coût des produits bétonnés pour la construction (année sur année; base Q1 2019 = 100)



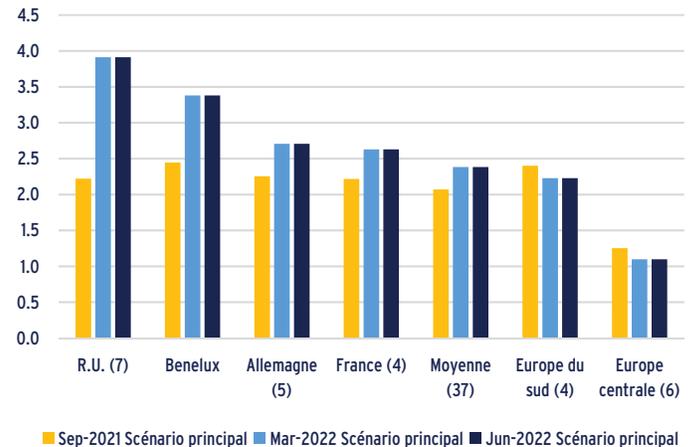
Sources : Eurostat, Oxford Economics, AEW Research & Strategy

Taux de vacance, absorption nette et livraisons nettes ('000 M²)



Sources : CBRE, AEW Research & Strategy

Croissance annuelle des loyers prime en Logistique dans le scénario principal (2022-26. n/a %)



Sources : CBRE, AEW Research & Strategy

## MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT EN LOGISTIQUE

### NOUVEAUX RECORDS EN VOLUMES ET EN TAUX

- L'investissement industriel/logistique sur les douze derniers mois, dont le 1T 2022 représente le double des transactions annuelles pré-Covid et le premier trimestre 2022 affiche un nouveau record pour un premier trimestre.
- L'appétit des investisseurs pour le secteur se reporte sur les livraisons futures, y compris les développements en blanc, avec un montant en hausse, à 7 milliards d'euros en 2021, soit le double des volumes de 2018. Le premier trimestre 2022 enregistre déjà 3 milliards d'euros de VEFA en logistique, alors que les bureaux n'en comptabilisent que 2 milliards.
- D'autres segments de l'investissement industriel font aussi des percées notables, comme la logistique urbaine du dernier kilomètre, l'entreposage frigorifique et les locaux d'activités.
- Avec cette dynamique en investissement, les actifs sécurisés ont atteint un point bas au premier trimestre 2022.

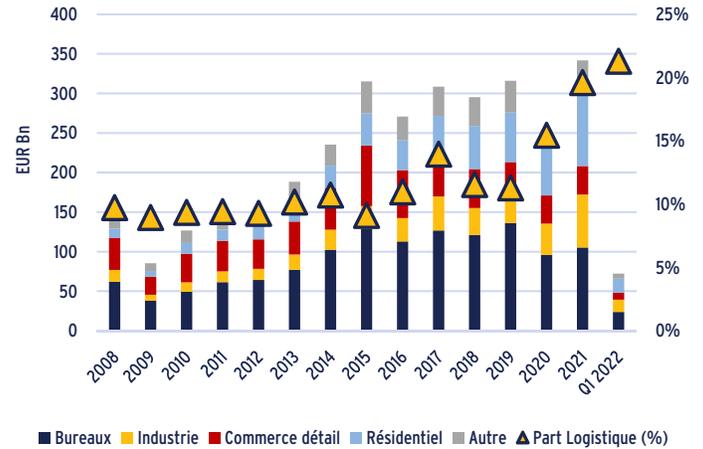
### LES INVESTISSEURS DEVRAIENT EXIGER DES RENDEMENTS PLUS ÉLEVÉS

- Malgré la dynamique robuste de ces cinq à dix dernières années sur le marché des utilisateurs et des investisseurs, nous prévoyons une décompression des taux de rendement en logistique depuis leur niveau plancher, ce qui constituerait un tournant sur le marché.
- Notre scénario principal de juin 2022 anticipe une remontée de 20 pdb des taux de rendement prime sur cinq ans tandis que le scénario pessimiste prévoit une remontée de 50 pdb.
- Nous postulons que les investisseurs sont prêts à tolérer un minimum de 25% de l'écart de rendement historique moyen sur 10 ans entre les taux logistiques et les taux souverains sur chaque marché.
- L'évolution chronologie précise de la courbe, tant pour les taux souverains que pour les rendements initiaux en logistique peut varier significativement selon les pays, en fonction de la liquidité du marché de l'investissement et de la réaction du marché des utilisateurs au contexte macro. Mais les mouvements intermédiaires impactent finalement peu la projection de rendement en fin de période.

### RÉSILIENCE DANS LE SCÉNARIO PESSIMISTE

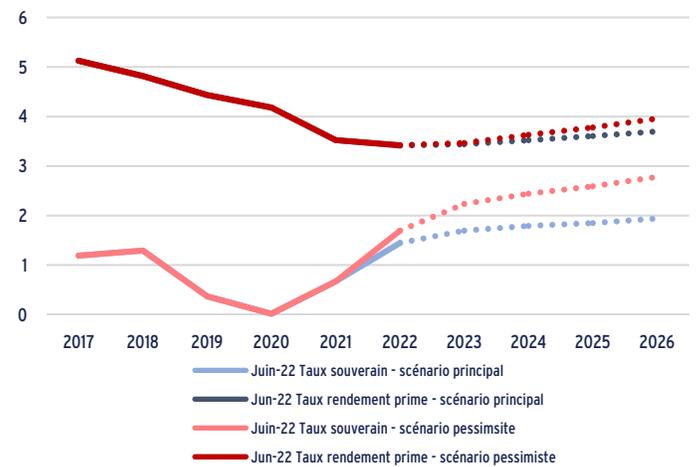
- Les rendements totaux en logistique en Europe sont projetés à 5,1% par an en moyenne sur les cinq prochaines années dans le scénario de base de juin 2022.
- Dans le scénario pessimiste de juin 2022, ils passent à 4,1% avec une croissance en capital négative pour les marchés secondaires, impactés par des taux de rendement initiaux en hausse sur les cinq prochaines années. Le marché polonais, notamment, est affecté en lien avec sa volatilité historique.
- Les marchés établis, comme les Pays-Bas, l'Allemagne et la France devraient maintenir des croissances en capital positives, même dans le scénario pessimiste de juin 2022.

Volumes d'investissements en Europe (mds €)



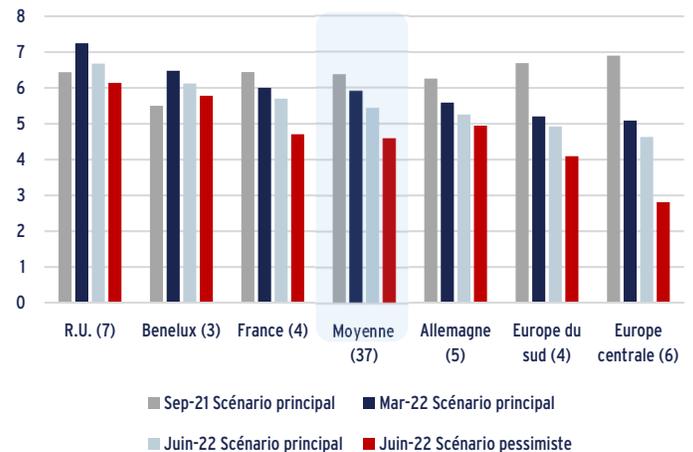
Sources: RCA, AEW Research & Strategy

Taux prime Logistique en Europe vs Taux souverains (%)



Sources: CBRE, AEW Research & Strategy

Rendement total annuel par pays en Logistique (2022-26, %)



Sources: CBRE, AEW Research & Strategy

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 85.2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2022. AEW compte plus de 750 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 Mars 2022, AEW gère en Europe 39.5 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 450 collaborateurs répartis dans 10 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 21 Mrds€ en Europe.

## CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



### HANS VRENSEN CFA, CRE

Head of Research & Strategy  
Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



### IRÈNE FOSSÉ MSC

Director  
Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



### ALEXEY ZHUKOVSKIY

Associate  
Tel +44 (0)78 8783 3872  
[Alexey.Zhukovskiy@eu.aew.com](mailto:Alexey.Zhukovskiy@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)



### RUSLANA GOLEMDJIEVA

Analyst  
Tel +44 (0)20 7016 4832  
[ruslana.golemdjieva@eu.aew.com](mailto:ruslana.golemdjieva@eu.aew.com)



### ISMAIL MEJRI

Data Analyst  
Tel +33 (0) 1 78 40 39 81  
[ismail.mejri@eu.aew.com](mailto:ismail.mejri@eu.aew.com)

## CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



### ALEX GRIFFITHS

Managing Director  
Tel +44 (0)20 7016 4840  
[alex.griffiths@eu.aew.com](mailto:alex.griffiths@eu.aew.com)



### BIANCA KRAUS

Executive Director  
Tel. +49 893 090 80 710  
[bianca.kraus@eu.aew.com](mailto:bianca.kraus@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

This publication is intended to provide information to assist investors in making their own investment decisions, not to provide investment advice to any specific investor. Investments discussed and recommendations herein may not be suitable for all investors: readers must exercise their own independent judgment as to the suitability of such investments and recommendations in light of their own investment objectives, experience, taxation status and financial position. This publication is derived from selected sources we believe to be reliable, but no representation or warranty is made regarding the accuracy of completeness of, or otherwise with respect to, the information presented herein. Opinions expressed herein reflect the current judgment of the author: they do not necessarily reflect the opinions of AEW or any subsidiary or affiliate of the AEW's Group and may change without notice. While AEW use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information in this publication, errors or omissions sometimes occur. AEW expressly disclaims any liability, whether in contract, tort, strict liability or otherwise, for any direct, indirect, incidental, consequential, punitive or special damages arising out of or in any way connected with the use of this publication. This report may not be copied, transmitted or distributed to any other party without the express written permission of AEW. AEW includes AEW Capital Management, L.P. in North America and its wholly owned subsidiaries, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. and AEW Asia Pte. Ltd, as well as the affiliated company AEW SA and its subsidiaries.