

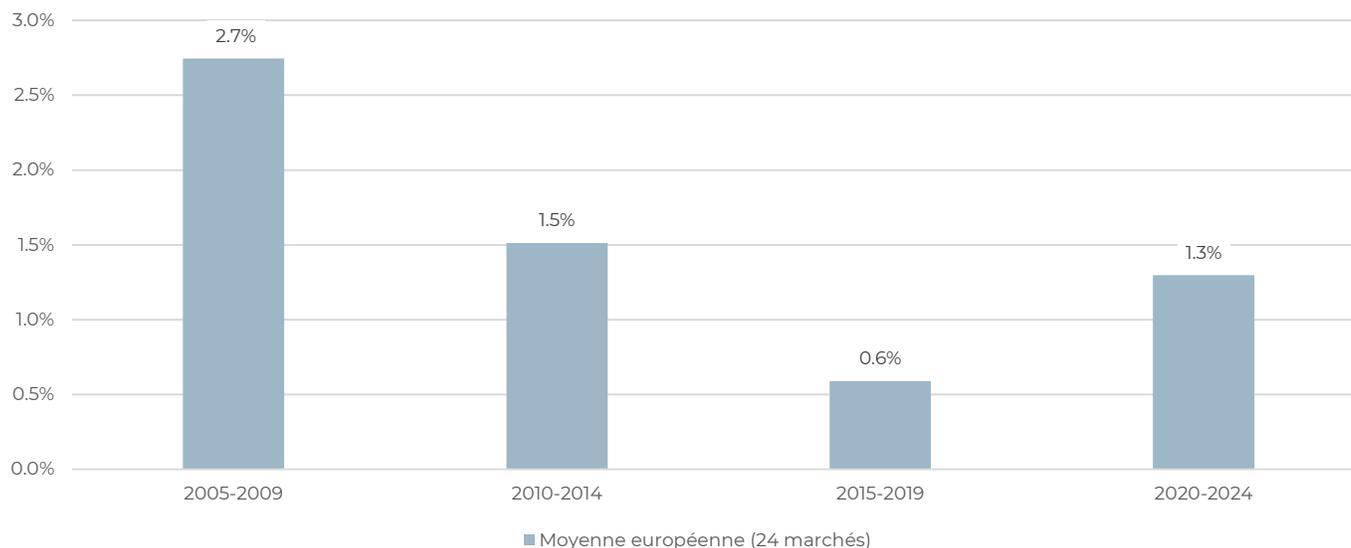
# AEW Research Flash Report

EUROPE | 30 JUILLET 2020

## LE COVID-19 DEVRAIT MODÉRER L'OFFRE FUTURE EN BUREAUX

- L'épidémie de Covid-19 et le recours au télétravail à grande échelle ont amené les utilisateurs à réévaluer leurs besoins en surfaces de bureaux. Au regard de la chute du PIB attendue en 2020, nous prévoyons une baisse des valeurs locatives prime de l'ordre de 10% cette année. Pour le moment, la demande placée au T2 est en retrait de plus de 20% en moyenne en Europe et la vacance, qui avait atteint un point bas historique au T1 à 5,4%, est remontée de 20 pnb.
- Alors que beaucoup d'études s'intéressent principalement aux conséquences sur la demande en surfaces de bureaux, peu prennent en considération le marché côté offre. Dans des publications précédentes, nous avons souligné qu'un excès d'offre neuve avait aggravé certains retournements de marché dans des cycles précédents. Dans cette nouvelle publication spéciale Covid-19, nous nous intéressons à l'impact qu'a l'épidémie sur l'offre future en analysant les dernières données à jour sur les développements de bureaux.
- La bonne nouvelle est que l'offre future attendue au cours des prochaines années est inférieure de moitié au niveau d'avant la crise financière mondiale de 2008. Pour la période 2020-2024, nous estimons que le parc de bureaux européen devrait croître de 1,3% par an, contre 2,7% avant la précédente crise.
- Par ailleurs, JLL estime que l'offre future, entre 2020-2022 et pour 15 marchés en Europe, a baissé de 9% depuis le début de l'année 2020, principalement en raison de retards de construction liés au Covid-19 (mesures sanitaires, pénuries de matériaux, etc.).
- En outre, les acquisitions de terrains à bâtir et les développements représentent une part toujours moins importante des investissements en bureaux.
- Les nouvelles réglementations bancaires mises en place après la crise de 2008 ont limité le financement de projets de développements spéculatifs par les banques, même si nous constatons une légère hausse en 2018 en Allemagne. D'après des données plus récentes, nous prévoyons qu'après le Covid-19 les conditions seront encore plus restrictives pour financer des développements de bureaux.
- Comme les investisseurs, les promoteurs et les prêteurs font face à une baisse de la demande de la part des utilisateurs. Nous nous attendons dans les mois et années à venir à des reports, révisions et annulations de projets de bureaux, ce qui continuera de réduire l'offre future dans les différents marchés.
- Néanmoins, certains marchés d'Europe centrale et orientale, Dublin et Barcelone comptent un volume d'offre future important. La dynamique est aussi soutenue à Amsterdam, Lyon, Berlin et Munich, mais ces marchés bénéficient de taux de vacance historiquement bas, en-dessous de 4%.
- Enfin, nous montrons qu'à Paris, le plus grand marché de bureaux en Europe, le niveau d'offre future, estimé à partir de notre base de données interne, est significativement supérieur à celui indiqué par CBRE. A Paris, l'offre future neuve est principalement concentrée à La Défense et dans les secteurs de première couronne.

## L'AUGMENTATION DU PARC DE BUREAUX EN EUROPE DEVRAIT RESTER MODÉRÉE EN 2020-2024 (VARIATION ANNUELLE - 24 MARCHÉS)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## DE BONS FONDAMENTAUX DE MARCHÉ AU DÉBUT DE LA PANDÉMIE

### UNE BAISSÉ ATTENDUE DES LOYERS PRIME DE PRÈS DE 10% EN 2020 DUE AU CHOC DE DEMANDE LIÉ AU COVID

- La pandémie de Covid-19 devrait entraîner une baisse de la demande en surfaces de bureaux à court terme alors que les utilisateurs adoptent un comportement attentiste pour réévaluer leurs besoins en surfaces de bureaux. Certains secteurs d'activités qui ont directement souffert du Covid-19 (transport, tourisme, événementiel, commerce, entre autres) essaient également de diminuer leurs coûts pour rester rentables.
- Nous prévoyons une baisse significative des loyers de marché prime bureaux en 2020, de l'ordre de 9,8% en moyenne en Europe (moyenne de 24 marchés). Tous les marchés européens devraient connaître une baisse des loyers de marché prime cette année, et les mesures d'accompagnement devraient augmenter.
- Néanmoins, ce choc de demande devrait être de courte durée et les loyers prime devraient remonter dès 2021, compensant la baisse de 2020. Nous anticipons une croissance des loyers prime en bureau de 0,4% par an sur la période 2020-2024.

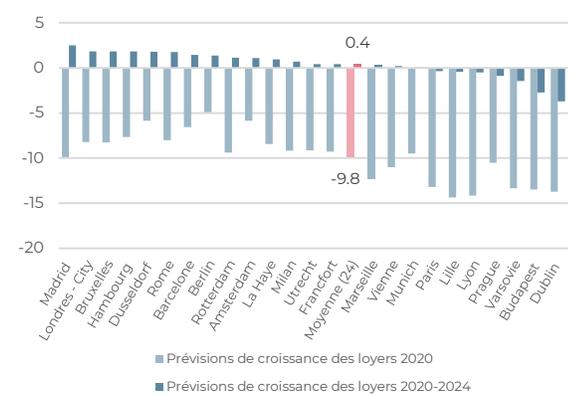
### UNE DEMANDE PLACÉE EN BAISSÉ EN RAISON DU COVID ET DES TAUX DE VACANCE QUI REMONTENT APRÈS UN POINT BAS HISTORIQUE

- Le marché de bureaux en Europe présentait de bons fondamentaux au début de la pandémie de Covid-19 avec des niveaux records de demande placée atteints en 2018-2019, au-dessus des 12 millions de m<sup>2</sup>, et un taux de vacance historiquement bas à 5,4% au T1 2020.
- Les conséquences de la crise du Covid-19 sur la demande de bureaux se font déjà ressentir : le volume annualisé de demande placée a chuté de 21% au T2 2020 par rapport à l'année précédente pour atteindre 9,5 millions de m<sup>2</sup>. Il s'agit d'une baisse comparable à celle enregistrée au T1 2009, au début de la crise financière de 2008.
- Par conséquent, le taux de vacance en Europe a augmenté de 20 pnb et s'élève à 5,6% au T2 2020. Cependant, le niveau de vacance reste bien en-dessous de celui observé au début du retournement de marché précédent, où il était supérieur de 200 pnb par rapport à aujourd'hui.

### DES NIVEAUX DE VACANCE HÉTÉROGÈNES, LES PLUS FAIBLES EN ALLEMAGNE ET LES PLUS ÉLEVÉS DANS LES MARCHÉS DU SUD DE L'EUROPE

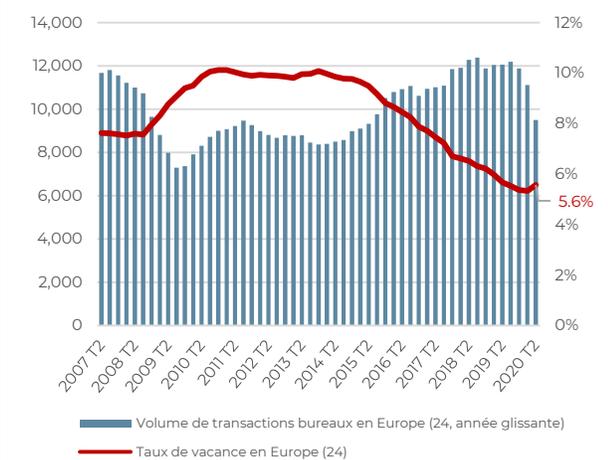
- L'impact du Covid-19 est déjà visible dans de nombreux marchés de bureaux en Europe avec une absorption nette qui a baissé au T1 et T2 2020. C'est notamment le cas à la City à Londres, où le taux de vacance, à 6,6%, a augmenté de 180 pnb par rapport au T4 2019, ainsi qu'à Dublin et Budapest.
- Certains marchés européens de bureaux présentent une vacance très faible, comme les marchés allemands de Berlin, Hambourg et Munich. Les politiques d'aménagement favorisent en effet le résidentiel. Ces restrictions devraient permettre aux marchés allemands de mieux absorber le choc de demande lié au Covid-19.
- A contrario, les marchés du sud de l'Europe, comme Milan, Madrid et Rome, ou encore les marchés d'Europe centrale et orientale comme Varsovie ou Budapest, ont les niveaux de vacance les plus élevés.
- Les taux de vacance de Rotterdam et de La Haye ont longtemps été les plus élevés d'Europe mais les conversions récentes de surfaces de bureaux obsolètes en résidentiel ont fait baisser la vacance, même au T2 2020.

Prévisions de croissance des loyers prime (% , pa)



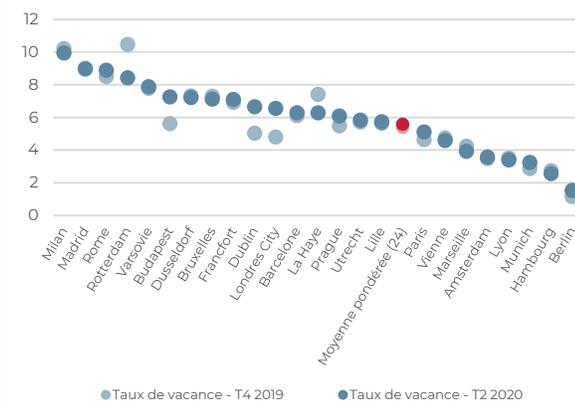
Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Demande placée annuelle en Europe (milliers de m<sup>2</sup>) & taux de vacance (% , axe de droite)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Taux de vacance (%)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## UN RISQUE DE SUROFFRE LIMITÉ EN BUREAUX MAIS DES DIFFÉRENCES ENTRE MARCHÉS

### UNE CROISSANCE ATTENDUE DU PARC DE BUREAUX EN 2020-24 DEUX FOIS MOINS IMPORTANTE QU'EN 2005-09

- Une analyse de la croissance attendue du parc de bureaux en Europe (24 marchés) au cours des cinq prochaines années indique que le développement du parc de bureau est relativement limitée, à 1,3 % du parc existant par an.
- Cette situation contraste fortement avec le début de la récession précédente, lorsque la croissance du parc de bureaux était de 2,7 % par an (en 2005-2009), ce qui a aggravé l'impact négatif de la crise financière mondiale sur la demande de bureaux, entraînant de fortes corrections du marché en termes de vacance et de loyers.
- Néanmoins, la croissance du parc de bureaux en Europe s'accélère par rapport aux cinq années précédentes (2015-2019) qui avaient été marquées par un niveau de livraisons relativement modéré ce qui explique la forte croissance des loyers de bureaux enregistrée ces dernières années.

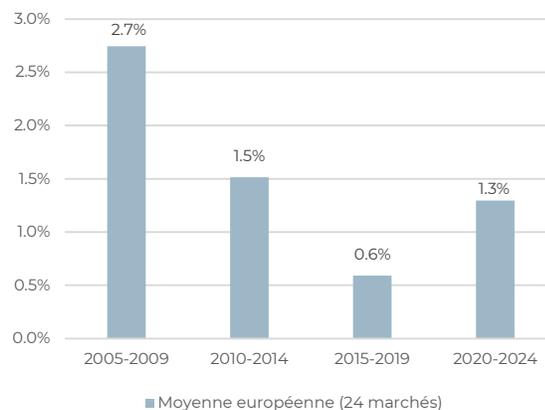
### L' OFFRE FUTURE EN BUREAUX EN EUROPE CENTRALE RESTE RELATIVEMENT IMPORTANTE

- La moyenne européenne cache des différences significatives entre les marchés, en particulier entre les marchés établis d'Europe occidentale et les marchés moins matures d'Europe centrale, où la croissance du parc de bureaux est beaucoup plus élevée depuis 2005. Le nombre de marchés de bureaux couverts est indiqué entre parenthèses.
- Le graphique met également en évidence l'importante activité de construction en Espagne et au Bénélux au cours de la période précédant la crise financière de 2008. La croissance négative du parc au Bénélux en 2015-2019 est peut-être surprenante, mais peut s'expliquer par la conversion massive de surfaces de bureaux en résidentiel aux Pays-Bas.
- L'offre future limitée attendue au Royaume-Uni et en Italie laisse envisager que ces marchés ne devraient pas être confrontés à un double choc de l'offre et de la demande dans les années à venir.

### UN RATTRAPAGE DE L'OFFRE DANS LES MARCHÉS DE BUREAUX TENDUS

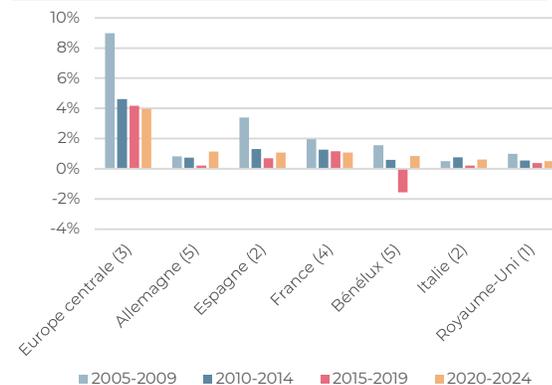
- Le graphique détaillé par marché représente l'offre future en pourcentage du parc de bureaux existant. Seuls les développements ou les restructurations importantes en chantier sont pris en compte dans l'analyse, sans tenir compte des projets pouvant être reportés ou annulés.
- En moyenne en Europe, l'offre future prévue pour 2020-2024 représente 6% du parc de bureaux existant. Les marchés d'Europe centrale se distinguent une fois de plus comme les plus actifs, suivis par Dublin - un marché connu pour ses cycles d'offre très volatils.
- Les marchés d'Amsterdam, de Lyon, de Berlin et de Munich devraient connaître une activité de construction importante, mais il s'agit surtout d'un rattrapage par rapport à leur niveau de vacance bas. Le risque de suroffre est donc limité dans ces marchés.
- Les marchés de bureaux néerlandais de La Haye, Rotterdam et Utrecht devraient connaître une diminution de leur parc de bureaux avec davantage de conversions à usage résidentiel.

Croissance du parc de bureaux en Europe (% par an - 24 marchés)



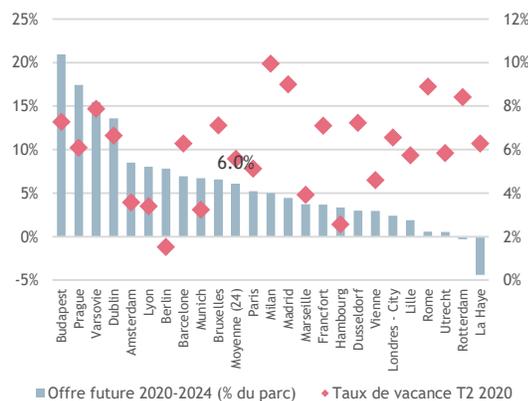
Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Croissance du parc de bureau par marché/région (% par an)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Offre future attendue en 2020-24 en % du parc & taux de vacance (% axe de droite)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## LE VOLUME D'OFFRE FUTURE REVU À LA BAISSSE DU FAIT DU COVID-19

### L'ESTIMATION DE L'OFFRE FUTURE N'EST PAS UNE SCIENCE EXACTE

- La comparaison des estimations récentes d'offre future neuve en bureaux révèle des écarts entre les sources, comme l'illustre la comparaison des chiffres de CBRE et JLL sur l'offre future attendue en Europe.
- Selon JLL, l'offre future représenterait 2,2% du parc total de bureaux en moyenne annuelle sur les trois prochaines années – comparé à une estimation systématiquement plus basse de CBRE de 1,4% par an.
- Cela peut s'expliquer en grande partie par les difficultés à suivre les projets de plus petite taille ainsi qu'à estimer l'état d'avancement des projets, soit en cours de construction, prêts à démarrer (avec permis de construire) ou en attente d'autorisation.
- Il est également difficile de déterminer quels projets ont été reportés, revus à la baisse ou complètement arrêtés. Une connaissance précise des capacités financières et d'endettement des promoteurs est cruciale et varie selon les marchés.

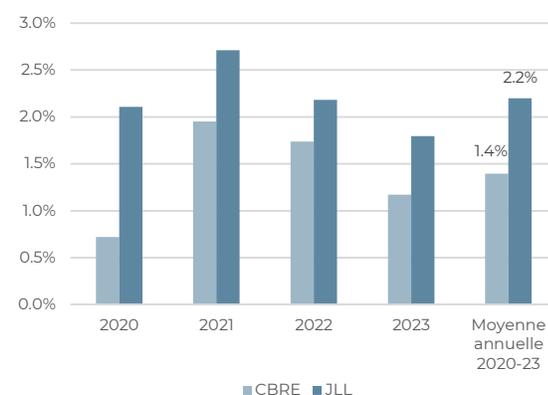
### LES VOLUMES D'OFFRE FUTURE REVUS À LA BAISSSE EN RAISON DE L'IMPACT DU COVID-19 SUR LA CONSTRUCTION

- Il est encore trop tôt pour mesurer avec exactitude l'impact à long terme de la pandémie du Covid-19 sur l'offre future en bureaux.
- Néanmoins, une comparaison de l'estimation de l'offre future entre fin 2019 et mi-2020 donne une première indication, même si certaines évolutions ne sont pas dues au Covid-19.
- Le confinement prolongé dû au Covid-19 a eu un impact immédiat sur la construction. Les chantiers ont été ralentis par l'impact des nouvelles mesures sanitaires sur la productivité et par les perturbations des chaînes d'approvisionnement de matériaux de construction indispensables.
- JLL a revu son estimation de l'offre future attendue en Europe de près de 9% depuis décembre 2019 avec des baisses plus marquées à Munich, Hambourg, Madrid, Dublin et Barcelone.
- En revanche, l'offre future a augmenté depuis décembre dans certains marchés comme Stockholm et Milan.

### L'INTÉRÊT POUR LES DÉVELOPPEMENTS EST EN DIMINUTION CES HUIT DERNIÈRES ANNÉES

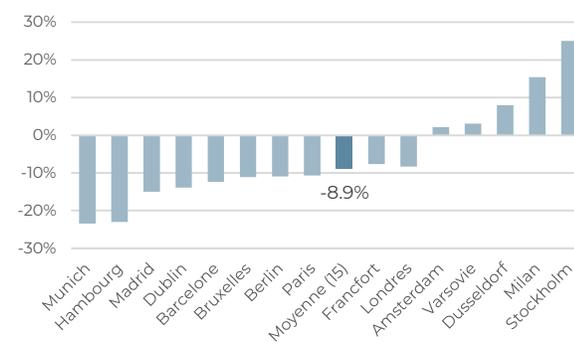
- Un indicateur avancé de risque de suroffre est la part des développements (y compris l'acquisition de foncier et les restructurations) dans les volumes investis en bureaux en Europe. Notre analyse révèle que la tendance est à la baisse depuis 2012 avec le niveau le plus bas enregistré en 2018.
- Le graphique illustre aussi la chute des investissements en bureaux au T2 2020, une conséquence directe de la pandémie du Covid-19 malgré les montants records de liquidité prêts à être investis en immobilier en début d'année (73 milliards d'euros en Europe selon l'INREV).
- Nous constatons également une réticence plus marquée des investisseurs pour des développements bureaux ou des investissements nécessitant des capex dès l'acquisition en raison de la crainte de retards de travaux dus aux mesures sanitaires.
- Cela confirme une aversion grandissante au risque de la part de nombreux investisseurs qui cherchent d'abord à mesurer l'impact du Covid-19 sur leurs portefeuilles immobiliers.

Offre future en % du parc de bureaux en Europe (% – 15 marchés)



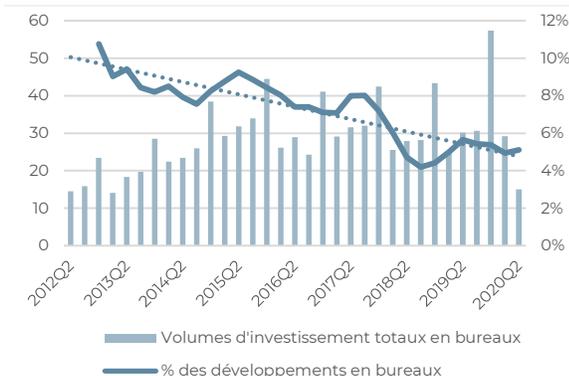
Sources : CBRE, JLL, AEW Recherche & Stratégie

Évolution de l'estimation d'offre future 2020-2022 entre déc. 2019 et juin 2020



Sources : JLL, AEW Recherche & Stratégie

Volume investis en développement bureaux (mds €, gauche) et en % (droite) des volumes totaux investis en bureaux en Europe



Sources : RCA, AEW Recherche & Stratégie

## LES RÉGLEMENTATIONS BANCAIRES ET LE COVID-19 DEVRAIENT DAVANTAGE LIMITER LE FINANCEMENT DES DÉVELOPPEMENTS

### LES CONDITIONS D'ACCÈS AU FINANCEMENT POUR LES DÉVELOPPEMENTS DEVRAIENT SE DURCIR

- L'activité de développement en bureaux est étroitement liée à la capacité des investisseurs et des promoteurs à accéder au financement. Les réglementations bancaires introduites après la crise financière de 2008 ont conduit à un durcissement des conditions de financement, en particulier pour les développements spéculatifs.
- Les enquêtes Cass et IREBS sur les marchés de la dette immobilière au Royaume-Uni et en Allemagne mesurent l'évolution de la part des développements dans le total des prêts en immobilier d'entreprise. Au Royaume-Uni, les développements ont représenté 12% du total des crédits en 2019, ce qui correspond à la moyenne historique. Ce chiffre est toutefois supérieur aux 9% enregistrés en 2014.
- En Allemagne, la part des développements a augmenté pour atteindre 16% en 2018 (dernières données disponibles). Toutefois, la dernière enquête JLL/ZEW DIFI indique que la LTV moyenne pour financer des bureaux value-add en Allemagne est passée de 66% en 2019 à 63% en 2020 à la suite de la crise Covid-19, tandis que la marge moyenne a augmenté de 36 points de base en 2020.
- Suite à la crise du Covid-19, les conditions de financement des projets de développement devraient probablement se durcir davantage en raison de l'aversion au risque plus importante des prêteurs.

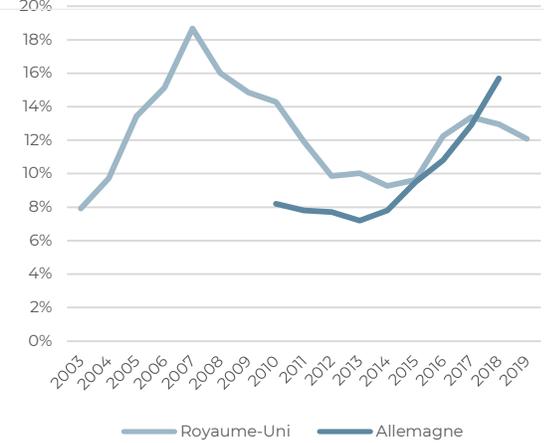
### L'OFFRE SPÉCULATIVE À PARIS REPRÉSENTE PRÈS DU DOUBLE DE LA MOYENNE EUROPÉENNE

- En examinant plus précisément l'offre future, nous avons calculé la part des projets de bureaux « en blanc » ou spéculatifs, par opposition aux projets clés-en-main ou déjà pré-loués.
- Il est important de noter que les pré-commercialisations contribuent également à une hausse de la vacance, le locataire libérant en effet des surfaces de bureaux existantes qui sont généralement remises sur le marché.
- Néanmoins, la vacance dans les bâtiments neufs peut conduire à une révision des loyers prime plus importante que l'offre vacante de seconde main.
- En moyenne en Europe, les projets spéculatifs représentent 31% de l'offre future totale de bureaux. Cette part est la plus élevée à Paris, ce qui peut s'expliquer par la capacité d'autofinancement des grands groupes de promotion français et par les contrat de VEFA (Vente en Etat Future d'achèvement) fiscalement avantageux. La part des développements en blanc est également élevée sur les marchés cycliques que sont Varsovie et Dublin.
- Les marchés de bureaux régionaux plus petits ont tendance à avoir une part plus faible de développements spéculatifs car le bassin d'utilisateurs n'est pas aussi important que dans les marchés principaux.

### DE NOMBREUX DÉVELOPPEMENTS À LA DÉFENSE & EN 1ÈRE COURONNE

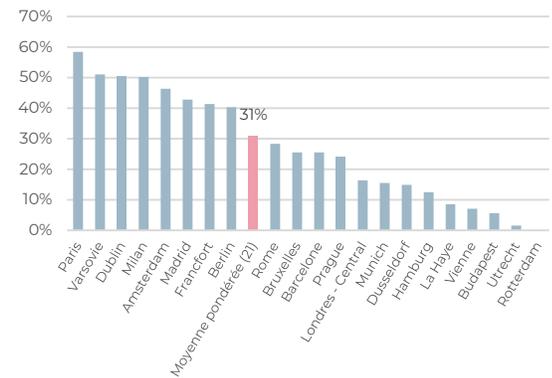
- Nous avons analysé le risque d'offre future dans différents secteurs du marché de bureaux parisien en utilisant nos données granulaires, projet par projet et comprenant aussi des développements de plus petite taille.
- Dans l'ensemble de la région parisienne, nous prévoyons que l'offre future sera plus proche de 9% du parc existant, que de 5% comme l'estime CBRE pour 2020-24 ou 8% comme estimé par JLL (en 2020-2023).
- L'offre future dans Paris intra-muros est très limitée en raison des contraintes d'urbanisme limitant la hauteur des bâtiments et du manque de foncier (sauf à Paris 12/13).
- L'offre future en région parisienne se concentre sur un nombre limité de secteurs où les projets de régénération urbaine et les nouvelles infrastructures de transport du Grand Paris ont favorisé le développement de nouveaux bureaux. Cela explique l'importance de l'offre future sur le marché de la 1<sup>ère</sup> couronne nord qui bénéficiera du prolongement vers le nord de la ligne 14 ainsi que des Jeux Olympiques de 2024. La Défense se distingue également comme un marché où de grandes tours de bureaux peuvent être construites.

Part des développements en % de la production annuelle totale de prêts



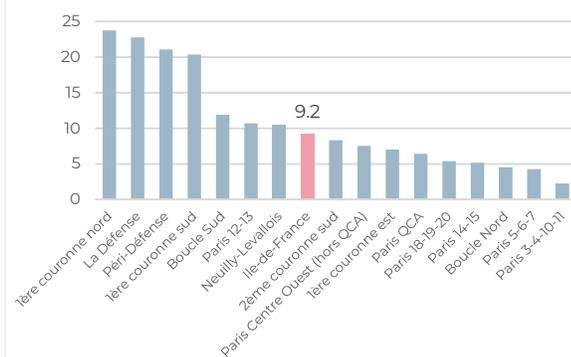
Sources : Cass, IREBS, JLL/ZEW DIFI, AEW Recherche & Stratégie

Part de l'offre spéculative (en % de l'offre future)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

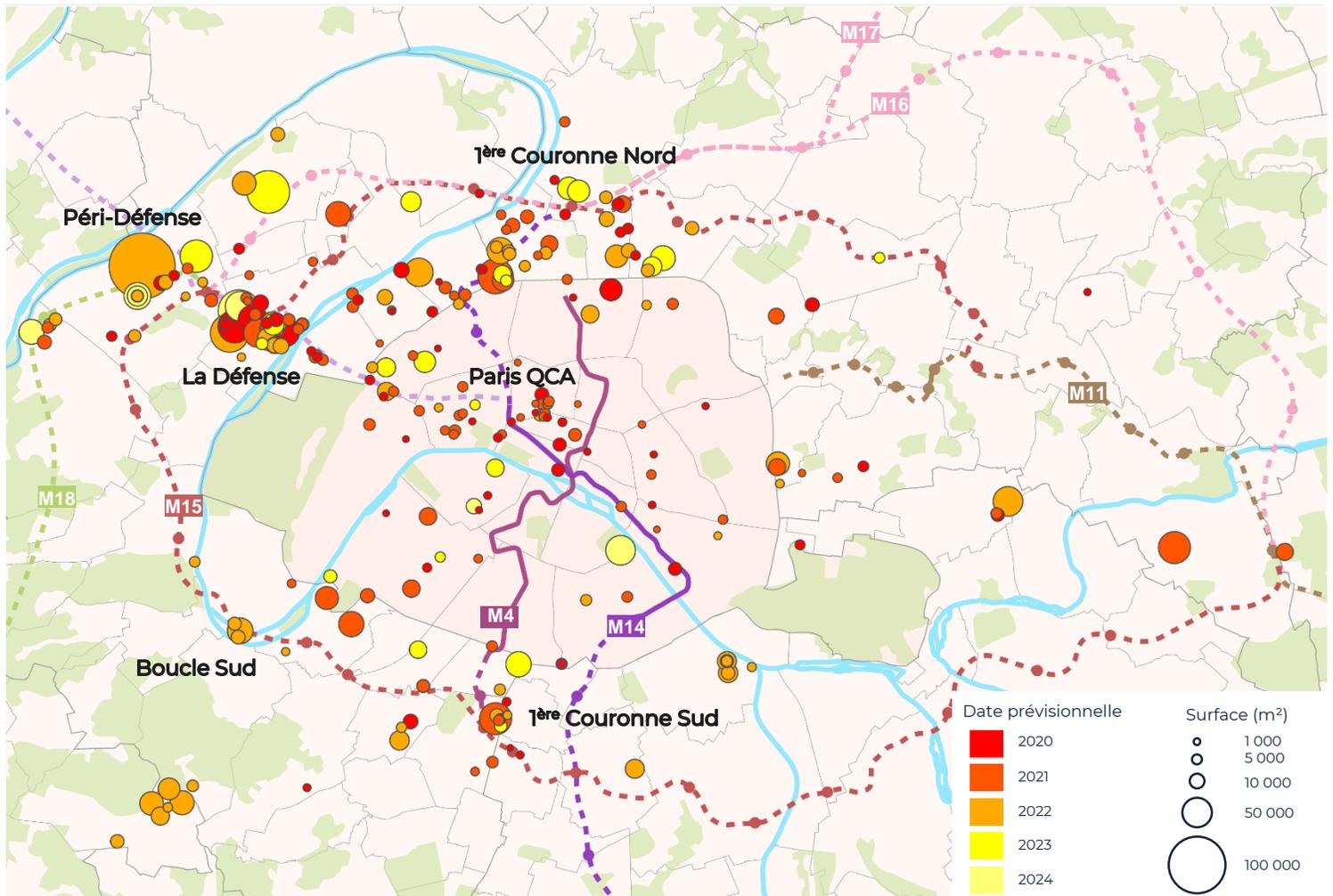
Offre future en % du parc total par secteurs parisiens



Sources : CBRE, MBE Conseil, Deloitte, AEW Recherche & Stratégie

## L'OFFRE FUTURE EN BUREAUX DANS LE GRAND PARIS

L'offre future en bureaux dans le Grand Paris, par date prévisionnelle de livraison



Sources : CBRE, MBE Conseil, Deloitte, AEW Recherche & Stratégie

L'offre future en bureaux dans le Grand Paris est fortement concentrée dans un nombre restreint de secteurs :

- La **1<sup>ère</sup> couronne nord** est le marché le plus dynamique en termes d'activité de construction, de grandes friches industrielles continuant à être reconverties pour accueillir le village olympique et d'autres sites pour les Jeux olympiques d'été de 2024. Alors que la ZAC Clichy-Batignolles située en bordure de Paris 17 atteint sa dernière phase de développement, les marchés de Clichy, Saint-Ouen et Saint-Denis bénéficient désormais du prolongement de la ligne automatique de métro 14, dont les premières stations devraient ouvrir en décembre 2020. Ce projet devrait conduire à une amélioration significative de l'accessibilité de ces marchés. D'ici 2024, Saint-Denis Pleyel constituera l'un des principaux pôles de transport du projet du Grand Paris. Cependant, la concentration de nouveaux développements et la restructuration d'immeubles de bureaux existants, en peu de temps, a été difficile à absorber pour ce marché où le taux de vacance était déjà élevé. Les niveaux de loyers sont néanmoins attractifs à 330 €/m<sup>2</sup>/an à Saint-Denis et 390 €/m<sup>2</sup>/an à Saint-Ouen.
- Un certain nombre de nouvelles tours de bureaux devraient être livrées à **La Défense** au cours des cinq prochaines années ("Trinity" - 49 000 m<sup>2</sup> en 2020, "Alto" - 51 000 m<sup>2</sup> en 2020, "Hekla" - 68 000 m<sup>2</sup> en 2022) en plus d'un certain nombre de restructurations de tours existantes telles que Landscape - 57 000 m<sup>2</sup>. Les mesures sanitaires actuellement requises pourraient compliquer la commercialisation de ces nouvelles tours à court terme.
- **Péri-Défense** a historiquement été l'un des secteurs les plus en suroffre. C'est dans ce marché que devrait être livré le plus grand projet de bureaux de la région parisienne, "Arboretum" (Woodeum / BNP Paribas Real Estate), 126 000 m<sup>2</sup>, qui devrait être livré en décembre 2022 à Nanterre. Ce grand campus tertiaire sera réalisé en bois massif, ce qui explique la courte période de construction.
- L'activité de développement du secteur de la **1<sup>ère</sup> couronne sud** est également stimulée par l'amélioration de l'accessibilité en transports en commun avec l'extension sud de la ligne 4 du métro.
- L'activité de construction est également importante dans le secteur plus établi de la **Boucle Sud** - principalement constitués de Boulogne-Billancourt et Issy-les-Moulineaux - mais la majorité des projets en cours de construction a été pré-louée à de grands utilisateurs. C'est le cas de "Pont d'Issy" loué à Orange (54 800 m<sup>2</sup>), de "Shift" loué à Nestlé (45 000 m<sup>2</sup>) et de "Metal 57" loué à BNP Paribas Real Estate (30 670 m<sup>2</sup>).

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 71,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2020. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 Mars 2020, AEW gère en Europe 33,5 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 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)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
ASSOCIATE DIRECTOR  
Tel +44 (0)20 7016 4860  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@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)

## 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.