

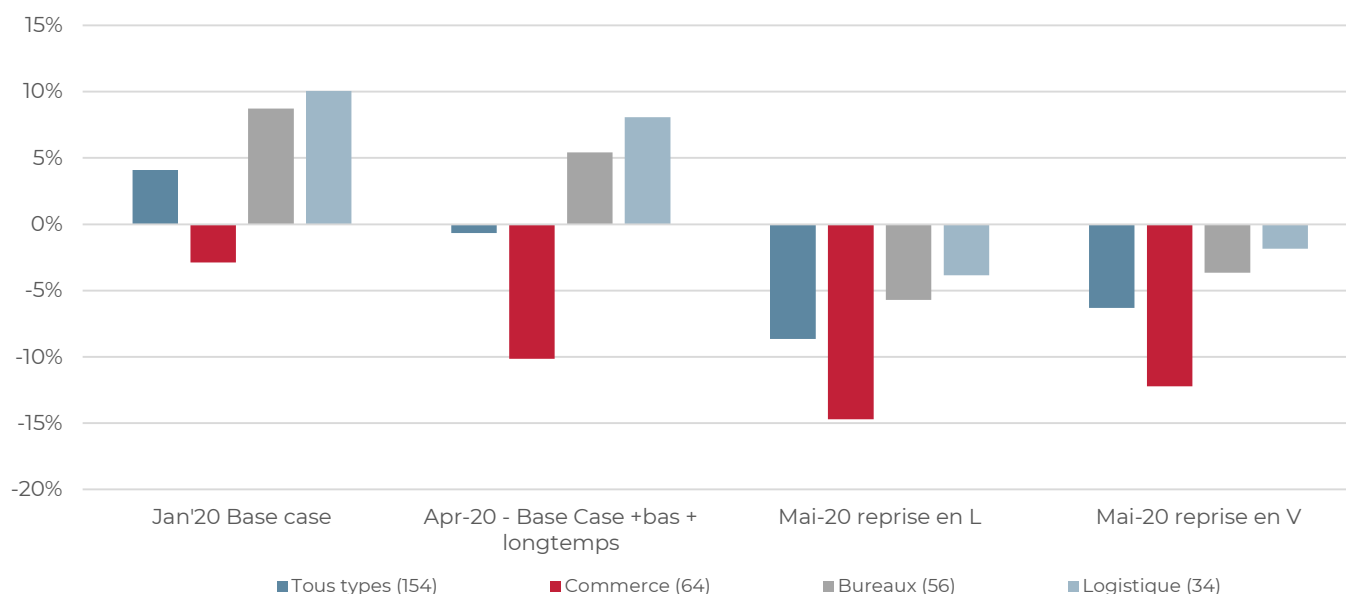
AEW Research Flash Report

EUROPE | 28 MAI 2020

LES VALEURS EN CAPITAL EN EUROPE NON IMMUNISÉES CONTRE LE COVID-19

- Dans ce quatrième volet consacré à la crise du Covid-19, nous avons mis à jour et combiné certaines de nos remarques initiales sur les conséquences du confinement et des mesures de restrictions à venir.
- Pour quantifier les conséquences à court terme sur les valeurs en capital sur les marchés que nous couvrons en Europe, nous nous basons sur nos précédents travaux sur les primes de risque et présentons deux nouveaux scénarios en mai 2020, un scénario de reprise en "L" et un scénario de reprise en "V" qui prennent en compte une analyse plus affinée et des données supplémentaires.
- Les trois messages principaux ressortant de ces nouveaux scénarios sont les suivants:
 - La baisse des loyers de marché due au Covid-19 devrait impacter les loyers en place à terme;
 - La baisse des loyers perçus devrait affecter les revenus locatifs, en tenant compte des mesures d'accompagnement concédées aux locataires (-18% en commerce, -6% en bureau et -4% en logistique);
 - Une remontée des taux de rendement initiaux est attendue en 2020-2021, avec une prime de risque plus importante, mais moins sévère que pendant la Grande Crise Financière.
- L'effet cumulé en 2020 et 2021 sur la valeur en capital pour les actifs prime, toutes typologies confondues est estimé à -9% dans notre scénario de reprise en L. Il se décompose en une baisse de -15% en 2020, compensée par un rebond de 7% en 2021.
- Dans le scénario de reprise en V, l'effet cumulé sur les valeurs en capital serait de -6%. La baisse conséquente de -19% en 2020 serait compensée par un fort rebond de 15% en 2021.
- Conformément à nos précédentes estimations, les résultats toutes typologies d'actifs d'immobilier confondues sont largement affectés par la faible performance des actifs de commerce qui subiraient une baisse de 12 à 15% sur la période 2020-2021.
- La baisse des valeurs en capital en bureaux et en logistique prime serait moins marquée sur les deux ans tant dans le scénario de reprise en L que celui en V, soit -4 à -6% en bureaux et -2 à -4% en logistique.

DIFFÉRENTS SCÉNARIOS D'ÉVOLUTION EN 2020-2021 DES VALEURS EN CAPITAL PRIME (NOMBRE DE MARCHÉS COUVERTS ENTRE PARENTHÈSES)



Sources : RCA, CBRE, AEW

LES MESURES D'ACCOMPAGNEMENT LIÉES AU COVID-19 DEVRAIENT IMPACTER LA DISTRIBUTION DES REVENUS LOCATIFS

- Les propriétaires immobiliers pourraient faire face à des pertes de revenus sous la forme de mesures d'accompagnement concédées dans le contexte de la pandémie liée au COVID-19. Les franchises, reports ou renégociations de loyers (notamment en commerce) pourraient réduire la capacité des investisseurs à collecter la totalité des revenus locatifs.
- Pour estimer le déficit en revenus, nous estimons le manque à gagner par typologie, en pourcentage de loyers non perçus en 2020 (par rapport au revenu locatif total). Ce pourcentage est basé sur les discussions avec les agents et une analyse de recherche basée notamment sur les estimations préliminaires de recouvrement des loyers au deuxième trimestre (50% en commerce, 70-80% en bureaux, 80-90% en logistique).
- Le graphique ci-contre montre que le manque à gagner serait le plus important en commerce (pied d'immeuble et centres commerciaux) à 18%, tandis que la perte de revenus serait plus modérée en bureaux et logistique, 6% et 4% respectivement. Le deuxième trimestre 2020 serait le plus affecté. A mesure que la crise du COVID-19 évolue et que le déconfinement se met en place, la situation pourrait s'améliorer sur les six derniers mois de l'année en termes de recouvrement de loyers.

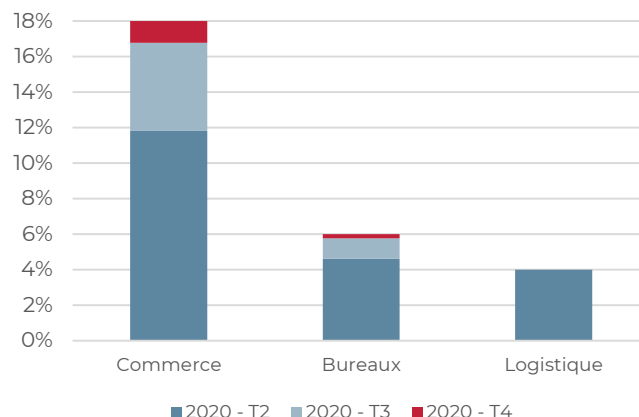
REMONTÉE DES RENDEMENTS INITIAUX MAIS MOINS QUE PENDANT LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- En partant de nos précédents travaux sur les primes de risque, nous estimons les primes de liquidité et de volatilité pour deux scénarios supplémentaires basés sur une reprise en L et une reprise en V à mai 2020.
- Le graphique ci-contre montre: i) le taux obligataire d'état actuel comparé à celui du début de la crise financière de 2008, ii) la prime de risque attendue de référence, pendant la crise financière de 2008, iii) la prime de risque dans un scénario en L à mai 2020, dans l'hypothèse où la reprise s'étire dans le temps et, iv) la prime de risque dans un scénario en V.
- Nous ajustons la différence relative de taux en tenant compte de la convexité des taux. En effet, le contexte actuel en termes de taux obligataires est très différent qu'au début de la crise financière de 2008, avec une moyenne de taux obligataires à 4,2% au déclenchement de la crise financière contre 0,3% actuellement. Une remontée des rendements moindre que par rapport au début de la crise de 2008 à autant d'effet sur les valeurs en capital.
- Sur cette base, nous prévoyons, en moyenne en Europe, une hausse des rendements immobiliers à fin 2020 de 16pdb pour la reprise en L et près de 36pdb pour la reprise en V (en partant du 1T 2020). Pour 2021, les rendements devraient continuer à augmenter dans le scénario en L mais l'écart devrait se réduire dans le scénario en V.

LA LOGISTIQUE PLUS RÉSILIENTE FACE À L'AUGMENTATION DES PRIMES DE RISQUE

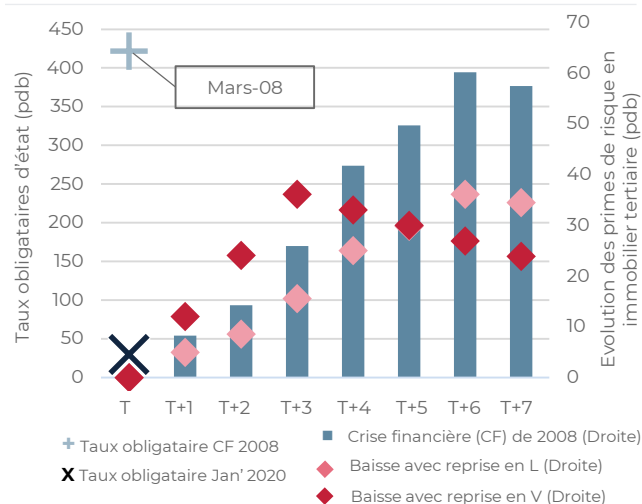
- En détaillant les scénarios de prime de risque par typologie, nous différencions et estimons les taux de rendement initiaux par type d'immobilier en 2020 et 2021.
- Le graphique ci-contre montre que la prime de risque en commerce est supérieure à celles des bureaux et de la logistique dans les trois scénarios. Cela reflète l'impact du commerce en ligne, le manque de liquidité et le manque à gagner locatif relativement élevé sur cette typologie. De fait, les rendements initiaux devraient augmenter davantage en commerce qu'en bureaux ou logistique.
- De plus, nous observons une prime de risque plus importante en 2020 dans la reprise en V par rapport à la reprise en L, mais la tendance s'inverse en 2021. Cela signifierait que l'impact cumulé sur les rendements à fin 2021 serait moindre pour la reprise en V par rapport à la reprise en L.
- Enfin, l'effet de convexité des taux, en tenant compte de la différence relative de taux, est clairement visible avec une prime de risque moins élevée pour les reprises en L et V par rapport à un scénario basé sur la crise financière de 2008.

Manque à gagner locatif (en % du revenu locatif total)



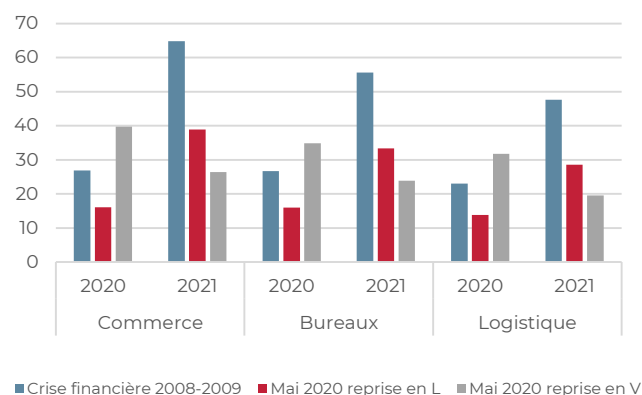
Sources : CBRE, BNP, NAREIT, AEW

Scénarios de primes de risque moyennes



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE, AEW

Primes de risque par typologie d'immobilier



Sources : RCA, CBRE, AEW

LES NOUVEAUX SCÉNARIOS PRÉVOIENT UNE BAISSSE DE 4 À 6% DES VALEURS EN CAPITAL PRIME EN BUREAUX EN EUROPE EN 2020-2021

- En combinant le manque à gagner locatif, les scénarios de prime de risque et les prévisions de baisses de loyers de marché (cf. notre publication spéciale COVID-19 d'avril) liées à la récession prévue en 2020 et la reprise en 2021, nous pouvons estimer les évolutions de valeurs en capital à court terme.
- Le graphique ci-contre inclut notre « base case » de janvier 2020 et notre « base case, plus bas pour plus longtemps » d'avril 2020. Il rajoute les deux nouveaux scénarios présentés dans ce rapport: la reprise en « L » et la reprise en « V » de mai 2020.
- En bureaux, notre scénario de reprise en L cumule une baisse des valeurs en capital prime de -6% sur les deux ans pour les bureaux, soit une baisse de -9% en 2020 et un rebond de 4% en 2021.
- Le scénario de reprise en V, quant à lui, prévoit une baisse de seulement -4% sur deux ans. La baisse serait drastique en 2020 à -13% suivie d'une forte reprise en 2021 de 11%.

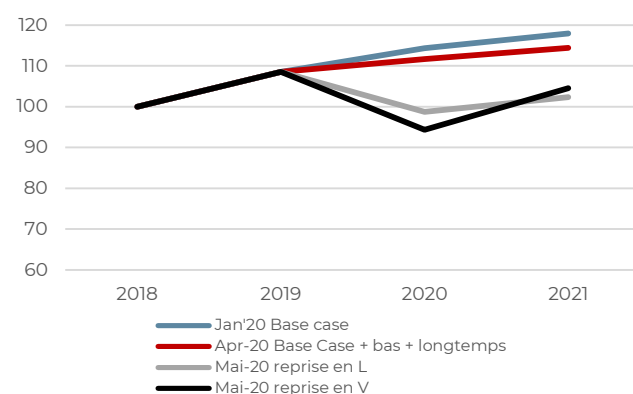
12 À 15% DE BAISSSE POUR LES VALEURS EN CAPITAL PRIME EN COMMERCE EN EUROPE EN 2020-2021

- Les loyers de marché en commerce devraient subir la plus forte baisse dans un contexte de développement du commerce en ligne et une vulnérabilité relativement forte face à la pandémie du COVID-19.
- Les constats de marché les plus récents indiquent que les propriétaires subissent de plus fortes diminutions de loyers perçus en commerce qu'en bureaux ou en logistique. Nous supposons que cela devrait affecter principalement le revenu locatif en 2020. La situation devrait se modérer en 2021, avec des loyers de marché plus bas et des renégociations anticipées.
- Par rapport à la crise financière de 2008, les rendements initiaux prime devraient augmenter dans une moindre mesure, compte tenu du niveau absolu bas des taux obligataires d'État.
- En conséquence, le scénario de reprise en L prévoit une baisse cumulée des valeurs en capital prime de -15% sur deux ans pour le commerce, consistant en une baisse de -24% en 2020, compensée par une reprise de 12% en 2021. Le scénario de reprise en V prévoit une baisse de -12% sur deux ans, avec une baisse drastique de -28% en 2020, suivie d'un fort rebond de 22% en 2021.

SEULEMENT 2 À 4% DE BAISSSE POUR LES VALEURS EN CAPITAL PRIME EN LOGISTIQUE EN EUROPE EN 2020-2021

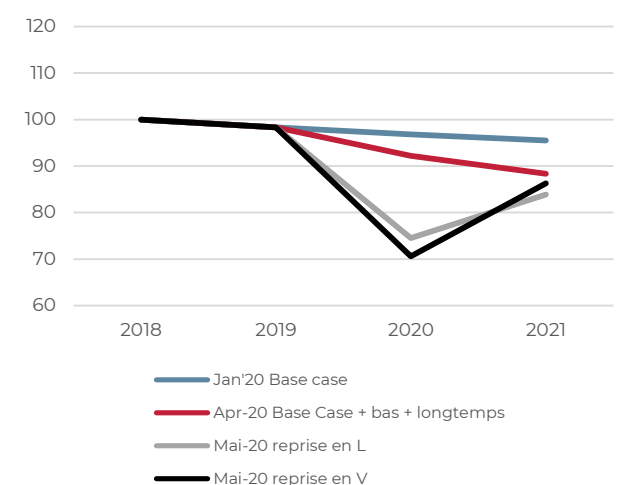
- Tandis que les loyers en commerce pâtissent de la pénétration croissante du commerce en ligne, les loyers en logistique continuent à en bénéficier. Les loyers en logistique devraient connaître la baisse la moins forte en termes de loyers de marché, du fait d'une moindre sensibilité à la croissance du PIB et à la pandémie du COVID-19.
- D'autre part, la diminution des loyers collectés est moins importante par rapport à la situation dans les commerces.
- Comme pour les autres typologies, les rendements initiaux devraient augmenter en 2020-2021 mais moins que pendant la crise financière de 2008.
- Compte tenu de ces facteurs, le scénario de reprise en L prévoit une baisse cumulée des valeurs en capital prime de -4% sur deux ans en logistique, soit une baisse de -6% en 2020 et une reprise de 2% en 2021.
- Dans le scénario de reprise en V, l'effet cumulé sur les valeurs en capital en logistique est de -2% sur deux ans, soit une baisse de -10% en 2020 compensée par un rebond de 9% en 2021.

Bureaux: différents scénarios d'évolution des valeurs en capital prime (indice 100 en 2018)



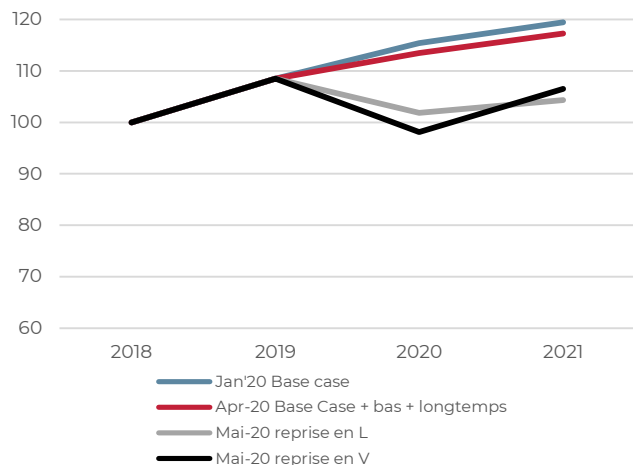
Sources : CBRE, AEW

Commerce: différents scénarios d'évolution des valeurs en capital prime (indice 100 en 2018)



Sources : CBRE, AEW

Logistique: différents scénarios d'évolution des valeurs en capital prime (indice 100 en 2018)



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 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.

CONTACT RECHERCHE & STRATÉGIE



Hans Vrensen CFA, CRE
HEAD OF RESEARCH & STRATEGY
Tel +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



Irène Fossé MSc
DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com



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



Ken Baccam MSc
DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 92 66
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

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.