

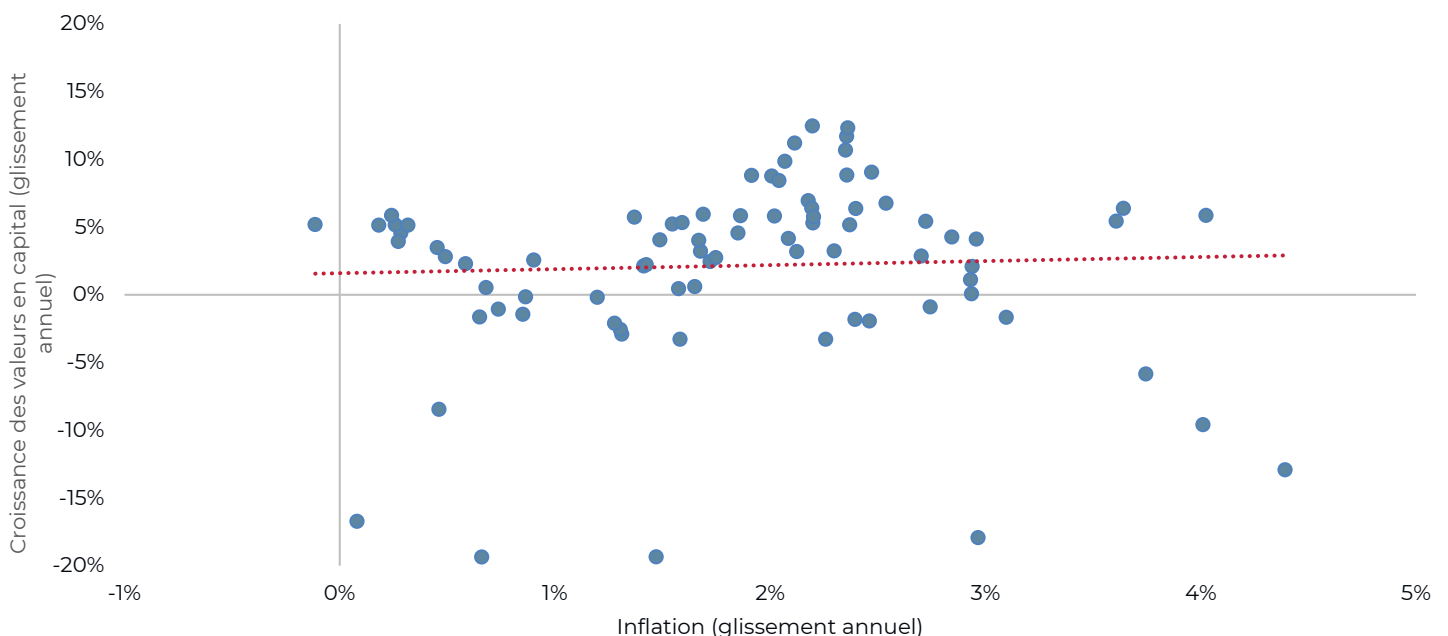
AEW Monthly Research Report

EUROPE | JUILLET 2021

LES TENDANCES À LONG TERME DISSIPENT LES CRAINTES D'UNE INFLATION GALOPANTE

- Alors que la reprise économique post-Covid semble se poursuivre, l'indice de l'inflation quant à lui, progresse rapidement en atteignant 5% aux Etats-Unis et 2% en Europe. Cette dynamique pourrait être d'autant plus préoccupante qu'elle pourrait conduire les banques centrales à revenir sur leur politique monétaire de taux-bas pour plus longtemps afin de contenir l'inflation en-dessous de l'objectif des 2%.
- Hormis l'assouplissement quantitatif, un autre vecteur clé de l'inflation modérée a été la vitesse réduite de la monnaie circulant dans l'économie. La plupart des inquiétudes concernant l'inflation sont centrées sur le retour de la vitesse à des niveaux plus normaux et plus élevés, ce qui soutiendrait l'argument d'une période d'inflation au dessus de l'objectif fixé par les banques centrales.
- Toutefois, d'autres tendances macroéconomiques et démographiques semblent freiner l'inflation d'une manière plus structurelle. La croissance des besoins d'épargne pour les seniors semble se confirmer, notamment au vu de l'augmentation de l'espérance de vie et du coût des soins médicaux.
- En deuxième lieu, nous remarquons une tendance baissière de l'indice de l'inflation en Europe en conséquence notamment de la progression de la mondialisation. En effet, la hausse des importations participe à la baisse de coûts. Malgré l'impact négatif de la crise de la Covid-19 sur la mondialisation, nous estimons que la mondialisation reprendra sa progression sur le long terme limitant ainsi le danger d'une flambée des prix sur le moyen terme.
- Troisièmement, l'écart de production négatif résultant de la pandémie de la Covid-19 favoriserait une inflation transitoire. Cet écart de production reflète le potentiel inutilisé d'une économie. Il permettrait donc d'amortir un potentiel regain de l'inflation à travers les mesures d'assouplissement monétaire et une reprise économique post-Covid qui semble se confirmer.
- D'un point de vue analytique nous constatons une corrélation positive entre l'inflation et les taux obligataires souverains entre 1981 et 2021. Cependant, cette corrélation semble faiblir sur les 10 dernières années particulièrement ces derniers temps avec des taux obligataires qui restent stables malgré une augmentation importante de l'inflation. Néanmoins, les taux souverains actuels laissent à penser que cette inflation sera transitoire.
- En essayant d'étudier l'effet de l'inflation sur les rendements immobilier nous constatons que l'inflation et les valeurs en capital semblent généralement décorrélés depuis 2001. Ainsi, au regard des valeurs en capital, l'immobilier ne semble pas offrir une protection efficace contre l'inflation. Toutefois, dans la mesure où les loyers sont indexés, les rendements locatifs bénéficient d'une inflation plus élevée.
- Enfin, les actions et les rendements immobiliers semblent fortement corrélés en période de forte inflation, ce qui signifie que les rendements évoluent dans la même direction en période de croissance économique et d'inflation élevées. De même, en période de faible inflation les rendements immobilier semblent présenter une corrélation négative. Cela signifie que dans les environnements à faible inflation, les investisseurs en actions peuvent bénéficier des avantages de la diversification en investissant dans l'immobilier.

Croissance des valeurs en capital et inflation tout secteurs (2001-2021)



Sources: Oxford Economics, INREV et AEW Research & Strategy

L'INFLATION, DE RETOUR DANS L'EQUATION

LA HAUSSE DE L'INFLATION QUESTIONNE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTERÊT BAS

- En dépit de l'augmentation de la cadence de vaccination, la pandémie semble entrer dans une nouvelle phase. Les hospitalisations semblent se stabiliser à un niveau faible en comparaison des premières vagues ce qui pourrait conduire les gouvernements à continuer à lever les restrictions.
- Par conséquent, la reprise économique semble se poursuivre, la Chine et les États-Unis enregistrant les plus fortes croissances. L'Europe montre également de forts signes de rebond avec une réduction du chômage et une croissance dans le secteur du commerce de détail.
- Alors que les effets dus à la pandémie du Covid-19 continuent d'impacter l'économie et les chaînes de valeurs notamment par des pénuries de matières premières, l'inflation est désormais à 2% en ligne avec l'objectif pré-Covid de la BCE.
- Ce niveau d'inflation reste modéré en comparaison aux États-Unis où elle s'établit désormais à 5%. Mais certains investisseurs commencent à avoir des doutes quant au consensus des taux bas pour plus longtemps.
- A l'instar de la FED, la BCE a réévalué son objectif d'inflation pour un horizon plus long, réduisant les inquiétudes d'une augmentation des taux de référence sur le court terme.
- Les projections d'Oxford Economics montrent que les indices de prix reviendront en dessous de 2% en début de 2022. Toutefois, pour d'autres pays, l'IPC continuerait d'être élevé.

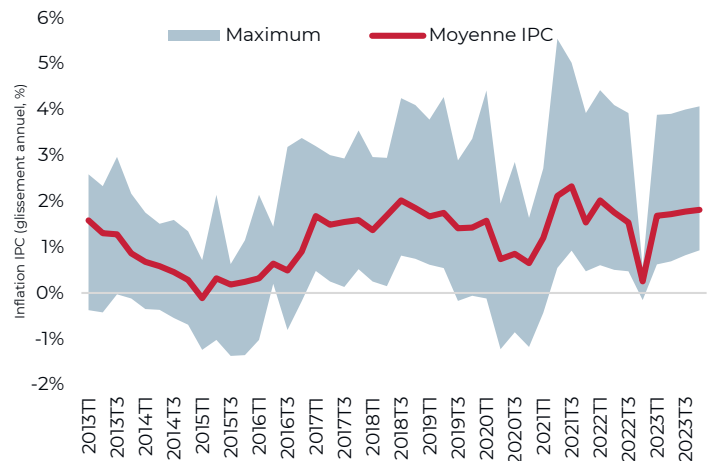
LES NIVEAUX ACTUELS D'INFLATION RESTENT INFÉRIEURS AUX PICS HISTORIQUES

- L'indice de l'inflation pourrait atteindre un niveau proche de 2,5% à la fin de 2021. Toutefois, les moyennes resteraient inférieures aux pics historiques enregistrés en Europe.
- L'épisode hyper-inflationniste des années 20 et le traumatisme induit, explique sans doute que l'inflation en Allemagne a été faible tout au long de la période pré-Euro entre 1982-90 ainsi que 1991-00. L'indice IPC en France a également commencé à baisser peu avant l'introduction de l'Euro en 1999.
- L'inflation moyenne de 12% dans les 19 pays Européens entre 1982-90 reflète surtout l'incapacité des régimes communistes d'Europe centrale à contrôler les prix.
- Pour tous les pays majeurs et les agrégats, la période des 12 dernières années se distingue par le plus faible IPC depuis 1982 à l'exception notable du Royaume-Uni.

LES FACTEURS D'UNE INFLATION ATTENDUE PLUS IMPORTANTE

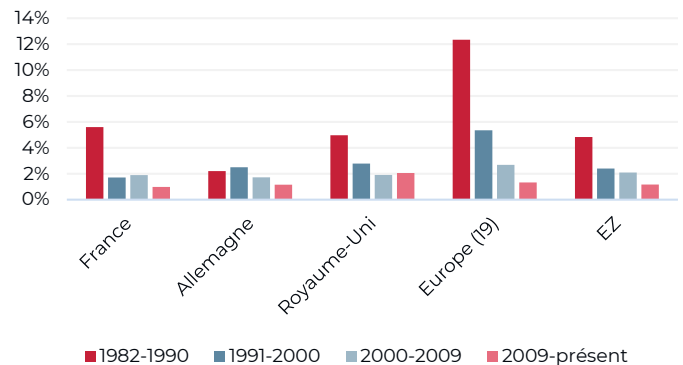
- Selon la théorie quantitative de la monnaie d'Irving Fisher, le flux total des dépenses (MV) est égale à la valeur totale des transactions réalisées (PT)
- MV représente le stock de monnaie en circulation (M) disponible aux dépenses multiplié par la vitesse ou la vélocité à laquelle il est dépensé (V). Quant à (PT) il reflète le niveau des prix par la quantité des biens et services produits.
- Après la crise de 2008, et plus récemment en réponse à la crise de la Covid-19, les banques centrales ont augmenté le stock de la monnaie en circulation en partie en investissant dans des obligations sur le marché secondaire.
- En effet, le stock de monnaie en circulation a continué sa hausse alors que la vélocité de la monnaie a diminué sur les 20 dernières années.
- La réduction de la vélocité de la monnaie en circulation a été parmi les facteurs essentiels qui ont contribué à la faiblesse de l'indice d'inflation, et ce, en dépit des hausses historiques qu'a connu le stock de monnaie en circulation.
- Si la vélocité de la monnaie revient à des niveaux plus normaux et élevés, il est donc légitime de penser que cela pourrait induire une hausse de l'inflation.
- De même, les hypothèses à long terme de l'équation de Fisher pourraient être remises en question en raison notamment des évolutions démographiques dans les économies développées.

Indice des prix à la consommation (IPC) moyen - fourchette Min-Max pour 19 pays Européens 2013-2023



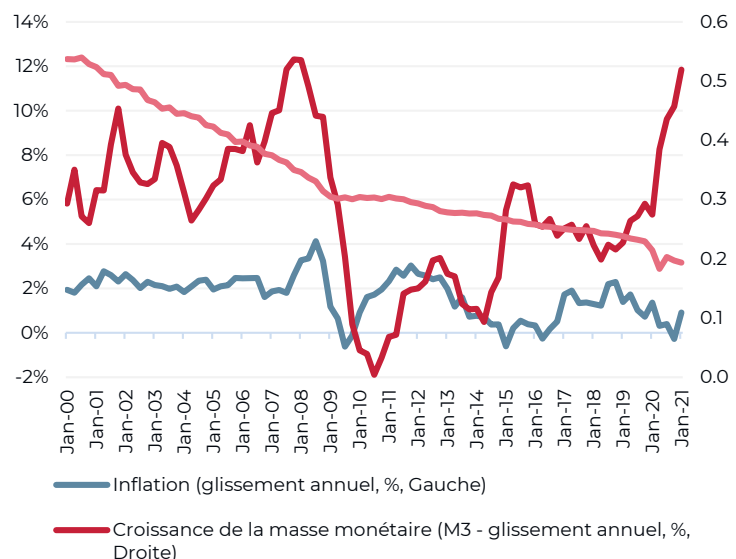
Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

Indice moyen des prix à la consommation (IPC) pour une sélection de pays Européens sur diverses périodes historiques.



Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

Inflation, masse monétaire et vélocité de la monnaie dans la zone euro 2000-21



Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

LE VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION FACTEUR DE BAISSÉ DE L'INFLATION

- Malgré la perturbation à court terme des revenus, de la consommation et de l'épargne causée par la pandémie, les tendances démographiques à long terme influenceront également les perspectives d'inflation.
- Au cours des 40 dernières années, la part croissante des personnes âgées a eu un effet modérateur sur l'inflation, comme l'indique le graphique. Cette tendance devrait se poursuivre à mesure que la proportion de personnes âgées augmentera à l'avenir.
- Cela peut s'expliquer par le fait que les personnes âgées et celles qui le deviendront ont de plus en plus besoin d'épargner pour leur retraite, d'autant plus que l'espérance de vie et les frais médicaux et de soins de longue durée augmentent.
- Leurs besoins d'épargne sont encore renforcés par le manque croissant de financement public pour les retraites et les soins, ainsi que par les faibles rendements des investissements obligataires dans de nombreux fonds de pension privés.
- Si les seniors sont contraints d'épargner davantage, ils dépenseront moins. Comme ils représentent une part croissante de la population, cela limitera la croissance du PIB due à la consommation et réduira la vélocité circulation de la monnaie.
- Une croissance démographique globale faible et en baisse amplifiera encore cet effet modérateur sur l'inflation, comme déjà constaté au Japon.

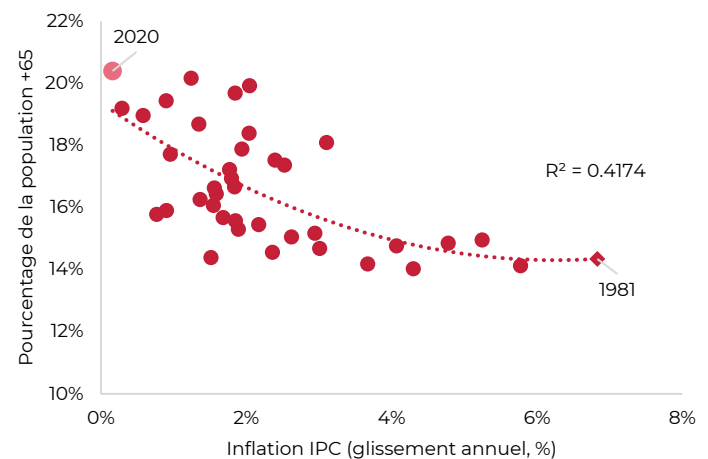
EXCLUANT L'INVERSION LIÉE À LA COVID, LA MONDIALISATION LIMITE L'INFLATION

- Les mesures restrictives de la Covid-19 ont réduit les importations européennes (définies comme la mondialisation) à moins de 38 % du PIB au T2 2020 - leur plus bas niveau depuis 10 ans. Mais, pour le T2 2021, un rebond à près de 42 % est déjà prévu.
- Comme le montre le graphique, au cours des 30 dernières années, nous avons observé une nette tendance à la baisse de l'inflation en Europe sous l'effet de la mondialisation, les producteurs étrangers permettant d'importer des biens à des coûts toujours plus bas.
- Il y a eu d'autres inversions de la tendance à long terme de la mondialisation, comme après la Crise Financière et la récente guerre commerciale Chine-États-Unis sous l'impulsion de l'administration Trump. Chaque fois qu'il y a eu un tel renversement de la mondialisation, il y a eu une augmentation de l'inflation.
- Par conséquent, si nous supposons que la mondialisation reviendra à sa tendance long terme, à mesure que davantage de pays seront vaccinés et que les restrictions seront levées, cela devrait limiter le danger d'une inflation galopante à moyen terme.
- Les problèmes à court terme liés à des chaînes d'approvisionnement mondiales trop compliquées et à des pénuries de produits ou de composants spécifiques seront résolus et les consommateurs européens pourront à nouveau bénéficier d'importations à faible coût.
- Par conséquent, les inquiétudes concernant l'inflation devraient s'atténuer.

LES ÉCARTS DE PRODUCTION DEVRAIENT AMORTIR L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

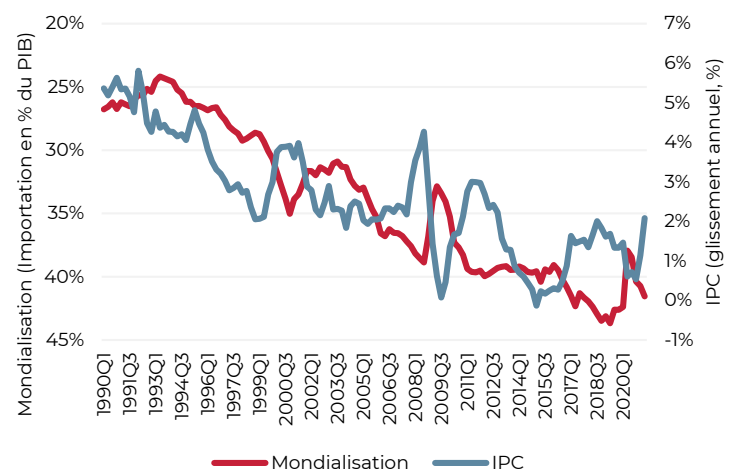
- La Covid-19 a provoqué une augmentation de l'écart de production négatif dans la plupart des pays européens, bien au-delà de leurs moyennes historiques.
- Cet écart de production négatif représente la capacité inutilisée de l'économie et provient des travailleurs au chômage ou sous-employés qui peuvent être mobilisés sans augmenter les coûts salariaux.
- Par conséquent, ils constituent un tampon contre l'inflation à mesure que la reprise post-Covid se poursuit et que la poursuite de l'assouplissement monétaire est absorbée en premier lieu par les capacités inutilisées disponibles.
- Les tendances observées dans les pays européens sont assez logiques, puisque les pays dont l'impact de la Covid a été le plus sévère en 2020, ont connu la plus forte augmentation des écarts de production.
- Le Royaume-Uni et la France figurent parmi les pays dont l'écart de production a le plus augmenté. L'Espagne et l'Italie ont également connu des augmentations significatives, mais leur écart structurel était plus important au départ et leur réduction a été plus lente.
- Les pays d'Europe centrale se distinguent par un impact important en 2020, mais une reprise rapide et un écart de production positif prévu pour 2023, ce qui témoigne du dynamisme de leurs économies.

Corrélations entre l'âge et l'inflation - Population de 65 ans et plus par rapport à l'inflation IPC (glissement annuel, %) en Allemagne, en France et au Royaume-Uni (1981-2020)



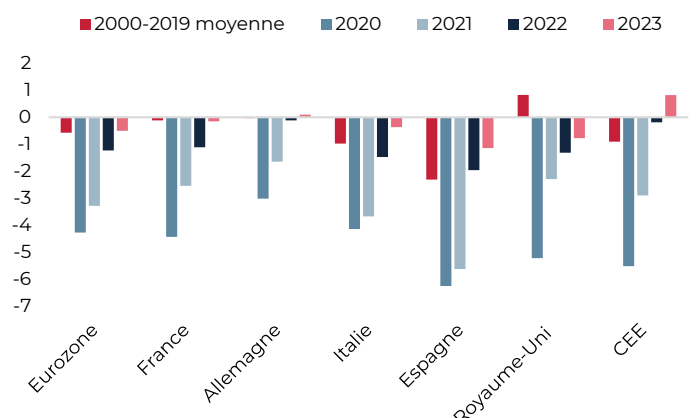
Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

Mondialisation et inflation IPC (glissement annuel, %) en Europe 1990-2020



Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

Scénarios d'écart de production en % du PIB par pays et région 2000-2023



Sources: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

L'INFLATION ACTUELLE DEVRAIT ÊTRE TRANSITOIRE

- Dans nos perspectives à mi-année d'avril 21, nous avons inclus un scénario à la hausse pour souligner les implications d'une inflation plus élevée sur les rendements immobiliers. Une inflation plus élevée entraîne, par le biais de rendements obligataires et immobiliers plus élevés, une baisse des rendements totaux par rapport à notre scénario principal.
- Un examen plus approfondi de la façon dont les rendements des obligations d'État ont réagi aux changements de régimes d'inflation est donné par le tracé de la corrélation historique à partir de 1981 pour le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France.
- Il existe une relation positive entre l'inflation et les rendements des obligations d'État sur la période 1981-2021. Cette dernière est mise en évidence par la courbe de tendance (la ligne en pointillés pour les trois différents pays) utilisant la fonction polynomiale au lieu de la fonction linéaire.
- Toutefois, si nous examinons les dix dernières années et en particulier la situation actuelle, nous constatons que l'inflation a considérablement augmenté mais que les rendements obligataires sont restés faibles (comme aux États-Unis).
- Sur cette base, nous pensons que la hausse de l'inflation sera transitoire et non structurelle.

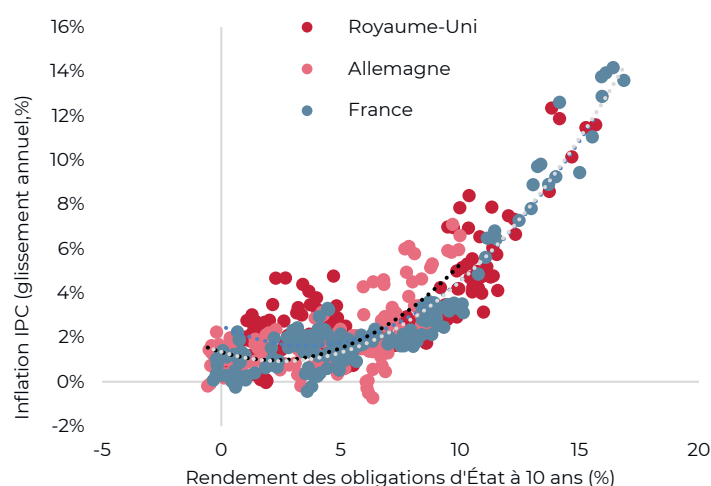
APPRÉCIATION DU CAPITAL ET INFLATION PASSÉES NON CORRÉLÉES

- Étant donné que nous ne prévoyons qu'un pic d'inflation transitoire, nous étudions la relation historique entre l'appréciation de la valeur du capital et l'inflation au cours des 20 dernières années en Europe.
- Comme le montre le graphique, l'inflation et l'appréciation de la valeur du capital ont été principalement non corrélées (0,05). Veuillez noter que notre échantillon ne nous permet de commencer qu'au début des années 2000 et non à la fin des années 1970 et au début des années 1980, lorsque nous avions des périodes d'inflation plus élevées.
- Notons que pendant la Crise Financière, l'inflation était particulièrement élevée et la valeur du capital a considérablement baissé. Si nous ne tenons pas compte de cet épisode, nous trouvons une relation plus forte (corrélation de 0,20) entre l'appréciation du capital et l'inflation.
- Sur la base de nos données limitées, il est difficile de confirmer que l'immobilier, en ce qui concerne l'appréciation du capital, constitue une bonne protection contre l'inflation.
- Cependant, les rendements locatifs, dans la mesure où ils sont liés aux loyers indexés, bénéficieront bien sûr d'une inflation plus élevée.

UNE INFLATION PLUS ÉLEVÉE AUGMENTE LA CORRÉLATION ENTRE LES RENDEMENTS

- Dans la dernière étape de notre analyse, nous explorons la diversification entre les rendements des actions et de l'immobilier sur différentes périodes inflationnistes.
- Pour ce faire, nous prenons la performance moyenne du marché boursier des cinq plus grands pays (UK, FR, DE, ES & IT) et nous la corrélons aux rendements de tous les fonds INREV sur la base d'une période de détention de cinq ans.
- Le graphique montre que les rendements des actions et de l'immobilier sont fortement corrélés en période d'inflation élevée, ce qui signifie que les rendements évoluent dans la même direction en période de croissance économique et d'inflation élevées.
- D'autre part, en période de faible inflation, les rendements immobiliers sont négativement corrélés, ce qui signifie que les rendements évoluent dans des directions opposées.
- Cela signifie que dans les environnements à faible inflation, les investisseurs en actions peuvent tirer des avantages de diversification en investissant dans l'immobilier.
- Globalement, cela signifie que si nous restons dans une ère d'inflation modeste, les avantages de diversification entre les actions et l'immobilier restent probables.

Inflation et rendement des obligations d'État à 10 ans (1981-2021)



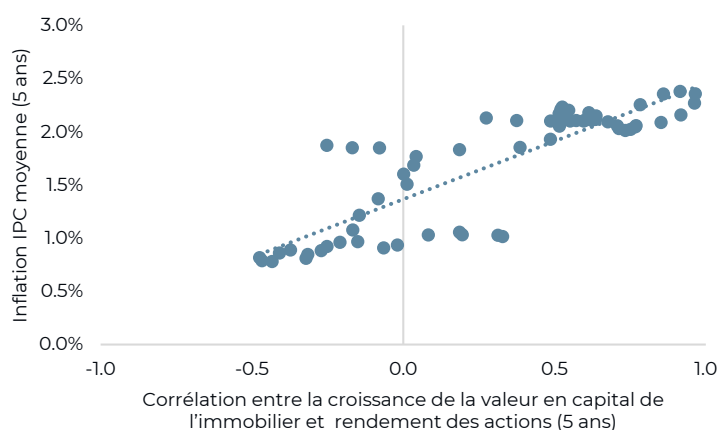
Sources: Oxford Economics et AEW Research & Strategy

Croissance des valeurs en capital et inflation tous secteurs (2001-2021)



Sources: Oxford Economics, INREV et AEW Research & Strategy

Inflation 5 ans et corrélations entre les rendements des actions et de l'immobilier sur 5 ans (2005-2021)



Sources: Oxford Economics, INREV, Yahoo Finance et 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 72,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2021. 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 2021, AEW gère en Europe 35,7 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 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



Ken Baccam MSc
DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



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



Ismail Mejri
DATA ANALYST
Tel +33 (0)1 78 40 39 81
Ismail.mejri@eu.aew.com



Ruslana Golemdjieva
ANALYST
Tel +44 (0) 20 7016 4832
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



Mina Kojuri
DIRECTOR
Tel +44(0) 20 7016 4750
mina.kojuri@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.