

RECHERCHE AEW | EUROPE

Perspectives Annuelles 2022

Réalignement

NOVEMBRE 2021

Perspectives Annuelles 2022

NOVEMBRE 2021

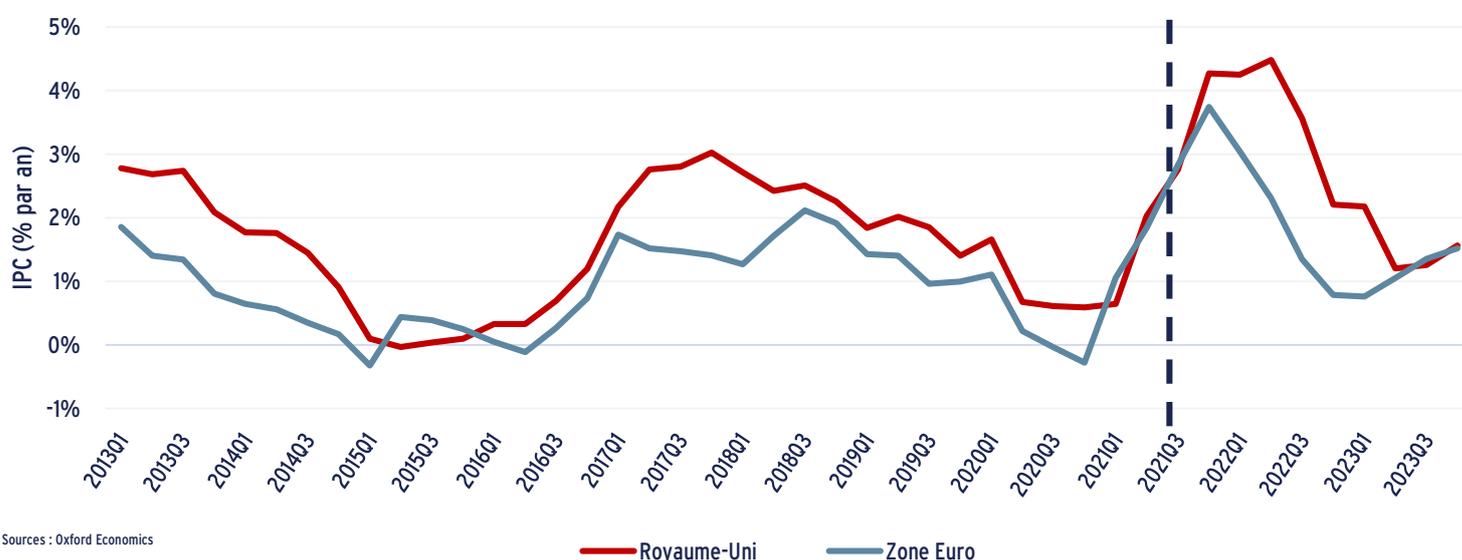
TABLE DES MATIÈRES

Messages clés	3
Section 1: Contexte économique	4
Section 2: Marchés immobiliers	6
Section 3: Analyse des rendements ajustés du risque	10

COMMENT RÉALIGNER SA STRATÉGIE IMMOBILIÈRE DANS UN MONDE POST-COVID?

Malgré le succès des campagnes de vaccination et les mesures de soutien à l'économie, la Covid-19 continue d'affecter le sentiment de marché. Les gouvernements européens sont parvenus jusque-là à contenir l'impact économique de la pandémie, vague après vague. Il s'avère que la reprise a même été plus forte qu'attendue. Il en résulte une inflation en hausse du fait des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement mondiales touchant les matières premières, l'énergie et les semi-conducteurs, combinées à une pénurie de main d'œuvre. Plus que jamais, les banques centrales doivent donc trouver le bon équilibre afin ne pas entraver la reprise économique tout en respectant leur mission de maîtrise de l'inflation. Les marchés obligataires ont d'ailleurs commencé à anticiper un ajustement des politiques monétaires considérées jusque là comme très accommodantes. Ce changement d'environnement pour les marchés immobiliers et ses potentielles conséquences sous-tendent l'interrogation directrice de nos Perspectives Annuelles 2022 : « Quels ajustements dans leurs stratégies d'investissement les investisseurs immobiliers doivent-ils envisager pour s'adapter au marché post-Covid ? »

Inflation IPC (% par an)

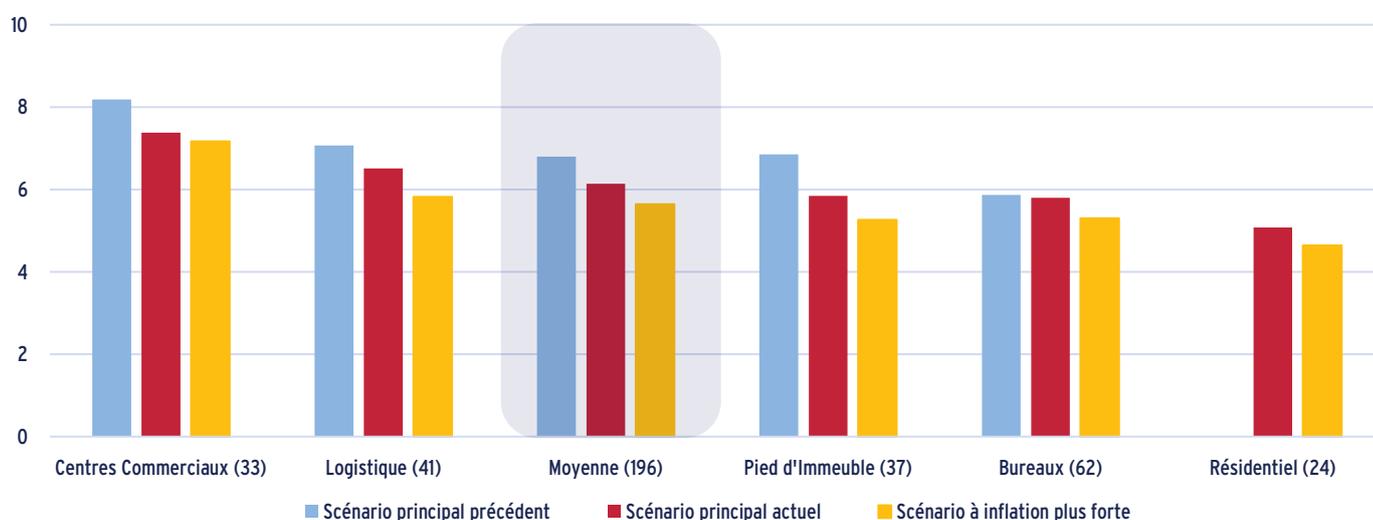


Sources : Oxford Economics

MESSAGES CLÉS :

- Le rebond post-Covid est plus fort qu'attendu grâce au déploiement de la vaccination et de l'efficacité des mesures de soutien économique qui ont limité la hausse du taux de chômage. Cependant, une croissance plus forte induit une inflation plus élevée, exacerbée par les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et les pénuries provoquées.
- Le risque d'une inflation persistante supérieure aux objectifs pose un dilemme aux banques centrales, même si jusque-là elles considéraient que l'inflation serait un phénomène transitoire. Les investisseurs ont d'ailleurs commencé à envisager une hausse des taux d'intérêt et une réduction progressive de la politique d'assouplissement monétaire. C'est pourquoi nous avons ajouté à notre scénario principal de taux bas pour plus longtemps, un scénario alternatif d'inflation plus forte.
- Sur le marché des utilisateurs, la logistique continue de bénéficier de la croissance du e-commerce. Les commerces ont à contrario souffert de cette même tendance mais les loyers prime commencent à se stabiliser. L'e développement du télétravail pendant la Covid a induit une baisse de la demande placée en bureaux avec des entreprises qui demeurent incertaines sur leurs besoins immobiliers à long terme. Le résidentiel se retrouve consolidé dans ses bons fondamentaux liés avant tout à un déséquilibre entre l'offre et la demande.
- Les marchés de l'investissement redémarrent, soutenu par la logistique et le résidentiel. Les taux de rendement ont continué leur compression avec des taux de rendement en logistique qui atteignent de nouveaux points bas.
- Les taux de rendement prime des centres commerciaux ont augmenté de 120 pdb depuis 2018 et la pandémie n'a pas fait de distinction entre actifs prime et secondaires. De ce fait, nous nous attendons à une compression des taux de rendement prime de 30 pdb d'ici 2026 pour les meilleurs actifs.
- Les centres commerciaux prime afficheront ainsi le rendement global le plus élevé (7,4% par an) sur les cinq prochaines années grâce à des taux initiaux attractifs et à la compression attendue des taux prime. Les rendements globaux prime en logistique suivent en deuxième position à 6,5% par an sur cinq ans.
- Même en ajoutant une nouvelle prime de risque liée aux risques de transition climatique, notre analyse des rendements ajustés du risque indique un écart positif de 220 pdb entre rendements attendus et rendements exigés sur les 168 marchés couverts. La comparaison des rendements attendus par rapport aux rendements exigés nous permet de classer les marchés comme attractifs, neutres ou moins attractifs.
- Les centres commerciaux prime se révèlent désormais notre typologie immobilière la plus attractive. Inversement, la compression des taux de rendement prime ont rendu moins de marchés logistiques attractifs. Enfin, il s'avère que notre scénario alternatif d'inflation plus forte est moins favorable aux rendements globaux immobiliers avec la remontée attendue des taux souverains et des taux de rendements initiaux immobiliers.

Rendements globaux prime moyens en Europe par typologie immobilière (2022-26, %)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

CONTEXTE ÉCONOMIQUE - INDICATEURS CLÉS

LE REPRIS SOUTENUE INTERROGE SUR L'INFLATION

- Le rebond économique est plus fort qu'attendu grâce au déploiement de la vaccination et à l'efficacité des mesures de soutien.
- Le scénario principal prévoit désormais des croissances du PIB de 5,1% en 2021 et 4,8% en 2022 en moyenne dans 20 pays européens, bien supérieures aux prévisions de 3,6% et 3,4% attendues précédemment.
- Cette reprise plus forte, combinée aux ruptures dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, a entraîné des pénuries de matières premières, en composants et en main d'œuvre, suscitant des inquiétudes quant au caractère temporaire de la hausse de l'inflation.
- De fait, nous avons ajouté un scénario alternatif d'inflation plus forte qui prévoit une croissance légèrement plus robuste à 5,4% en 2021 et 5,6% en 2022 en moyenne. L'inflation augmenterait à 2,4% en 2021 et 2,6% en 2022, soit davantage que dans le scénario principal (2,2% et 1,8% en 2021 et 2022).

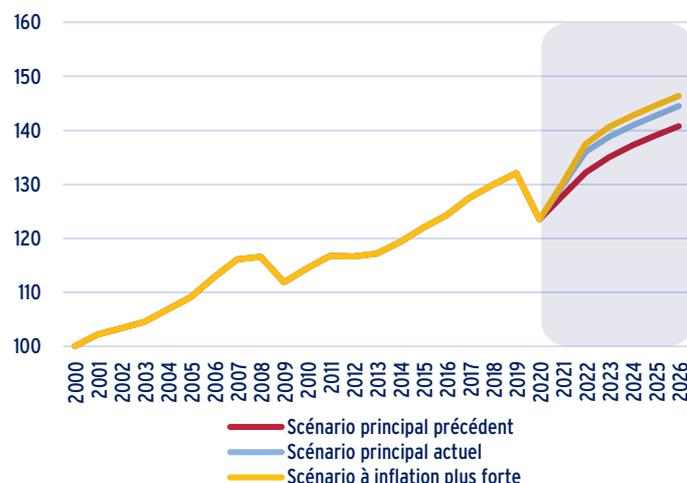
FORTE REPRIS DES SECTEURS LES PLUS TOUCHÉS

- Le secteur de la restauration et des loisirs a été le plus impacté par les confinements tandis que les ventes dans l'alimentaire sont les seules à avoir progressé pendant la pandémie.
- Oxford Economics prévoit un retour aux tendances long terme de consommation d'avant Covid, ce qui impliquerait un fort rebond des postes de dépense ayant le plus souffert tandis que les ventes alimentaires continueraient de croître à un rythme plus modéré.
- La part des ventes du commerce réalisées en ligne se sont normalisées depuis le déconfinement mais sont supérieures aux niveaux d'avant Covid à 14% en moyenne en Europe, en variant de 24% au Royaume-Uni à 6% en Italie.
- Les ventes alimentaires en ligne se développent, avec l'essor d'acteurs du *quick commerce* comme Gorillas ou Zapp, mais les taux de pénétration du e-commerce dans la grande distribution restent relativement bas.

LES SOUTIENS PUBLICS ONT CONTENU LE CHÔMAGE

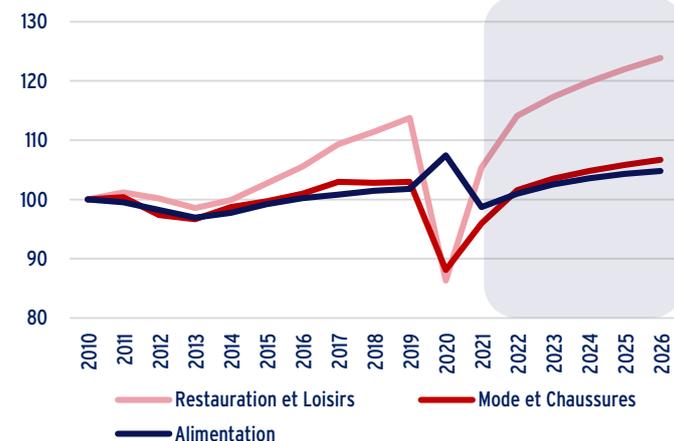
- Malgré la récession en 2020-2021, le taux de chômage en zone Euro est retourné à son niveau pré-Covid à 7,4% en octobre 2021 et devrait encore baisser à 6,9% d'ici 2026. Le taux de chômage au Royaume-Uni devrait rester plus bas qu'en zone euro.
- Les mesures de soutien à l'économie ont réussi à contenir les pertes d'emplois, au point que la pénurie de main d'œuvre risque de ralentir la reprise dans des secteurs comme la construction et les transports.
- Pour améliorer l'efficacité du marché du travail, les autorités publiques devraient encourager la formation et les mobilités internes pour réorienter la main d'œuvre vers les secteurs dynamiques et ainsi augmenter les taux d'emploi.
- Malgré la pénurie de main d'œuvre et l'inflation en hausse, la pression à la hausse sur les salaires reste limitée pour l'instant. Le niveau encore relativement élevé du chômage et les capacités de production inutilisées devraient limiter la croissance des salaires à court terme.

INDICE DU PIB EUROPÉEN (2010 = 100)



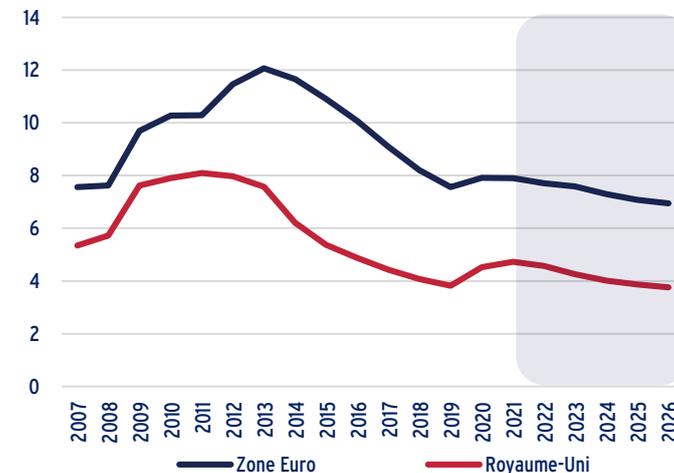
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

CONSOMMATION EN ZONE EURO - INDICE PAR SECTEUR (2010 = 100)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

TAUX DE CHÔMAGE (%)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

CONTEXTE ÉCONOMIQUE - INFLATION ET TAUX SOUVERAINS

INQUIÉTUDES SUR LA HAUSSE DE L'INFLATION

- La croissance du PIB et des ventes en Europe a suivi celle de la Chine et des États-Unis et a rebondi très fortement même si elle partait d'un point plus bas en 2020.
- Les ruptures persistantes dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et les pénuries ont élevé l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% de la BCE, même si l'inflation en zone euro reste plus modérée qu'aux États-Unis (6%) ou au Royaume-Uni (4%).
- La hausse moyenne des prix à la consommation dans 19 pays devraient s'approcher de 4% en moyenne à la fin d'année 2021. Certains pays d'Europe centrale devraient connaître une inflation très forte comme le montre les écarts Min-Max du graphique ci-contre.
- De plus en plus d'investisseurs remettent en question le consensus sur le maintien des taux d'intérêt bas pour plus longtemps, mais l'annonce de la BCE de viser un objectif d'inflation de 2% à « moyen terme » et ainsi tolérer des dépassements temporaires de cette limite a rassuré les marchés quant à une hausse des taux d'intérêts à court terme.

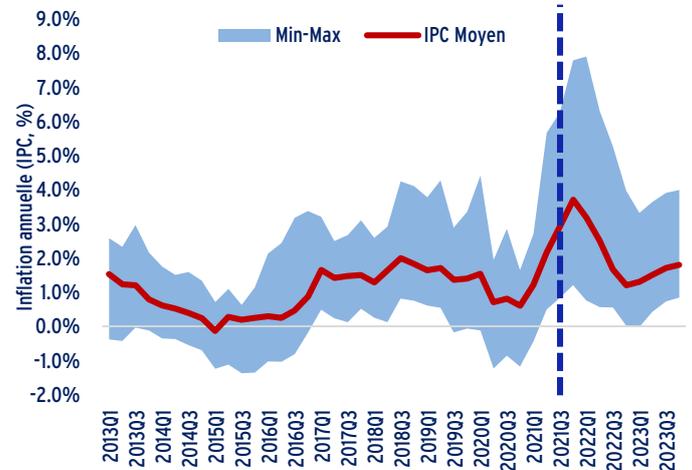
2 SCÉNARIOS SUR LES PERSPECTIVES D'INFLATION

- Les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et la hausse des coûts du transport et de l'énergie ont ravivé les débats sur l'inflation. Toutefois, les arguments en faveur d'une inflation temporaire et d'une croissance modérée à moyen terme restent pertinents.
- À long terme, le redémarrage du commerce mondial favorise la baisse des prix, ce qui devrait contenir l'inflation.
- L'écart de production entre le niveau observé du PIB et son niveau maximal soutenable dans la plupart des économies européennes devrait permettre une accélération de la production une fois les goulots d'étranglement débloqués.
- L'inflation ne devrait devenir durable que si la croissance des salaires accélère. Ce n'est pas encore le cas, même si la nouvelle coalition menée par le SPD en Allemagne s'est engagée à augmenter le salaire minimal de 9,60 EUR de l'heure à 12,00 EUR de l'heure.
- Enfin, la population vieillissante en Europe devrait épargner davantage pour financer les retraites, ce qui devrait limiter la vélocité de la monnaie.
- En conséquence, la probabilité de notre scénario d'une inflation plus forte pour plus longtemps s'établit à 40%.

L'INFLATION POURRAIT ACCÉLÉRER LA HAUSSE DES TAUX SOUVERAINS

- Dans le scénario principal, nous continuons à nous fonder sur les taux inférés des taux swap qui intègrent toutes les données actuelles sur les différents scénarios économiques et politiques.
- Les taux swap ont jusqu'à présent été plus précis que les prévisions macro-économiques qui ont incorrectement anticipé une normalisation des taux souverains ces 10 à 12 dernières années.
- Or, il s'avère que le marché des swaps anticipe désormais une légère remontée des taux souverains.
- Cela impacte nos modélisations sur les marchés immobiliers puisque le maintien ou non de taux plus bas pour plus longtemps influe directement sur les projections de taux de rendement immobilier et de croissance des valeurs vénales, quelque soient les prévisions de rendement locatif.

MOYENNE DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION (IPC) AVEC LA FOURCHETTE ENTRE 19 PAYS EN EUROPE DE 2013 À 2023

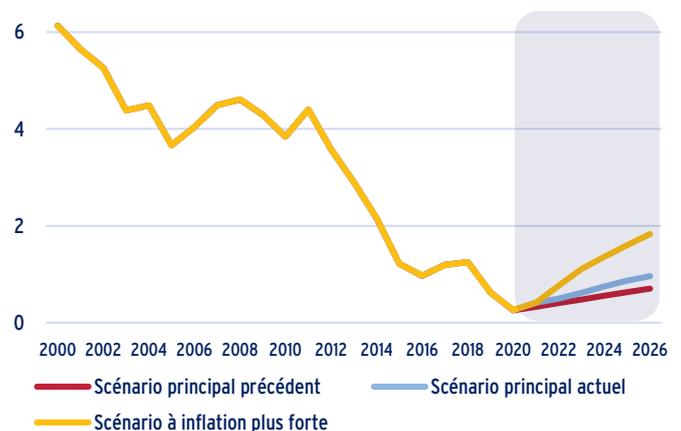


Sources : Fred St Louis, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

PLUS FORTE QUE PRÉVUE	MOINS FORTE QUE PRÉVUE
LA COVID PERTURBE LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT MONDIALES ET AUGMENTE LES COÛTS DE FRET	LA RECHERCHE DE MAÎTRISE DES COÛTS SOUTIEN LE REBOND DU COMMERCE MONDIAL À MOYEN TERME
LA REPRISE EST RALENTIE PAR LA PÉNURIE D'ÉNERGIE, DE MATIÈRES PREMIÈRES ET DE COMPOSANTS	LES PROBLÈMES D'APPROVISIONNEMENT SE RÉSORBENT ET L'ACTIVITÉ MANUFACTURIÈRE ACCÉLÈRE
LA HAUSSE PRÉVUE DU SALAIRE MINIMUM EN ALLEMAGNE POURRAIT FAIRE DES ÉMULES	L'ÉPARGNE DES MÉNAGES N'EST PAS DÉPENSÉE MAIS INVESTIE POUR FINANCER LES RETRAITES
PROBABILITÉ	
40%	60%

Sources : Fred St Louis, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

TAUX SOUVERAINS À 10 ANS (%), MOYENNE DE 20 PAYS EN EUROPE



Sources : OECD, Oxford Economics, Bloomberg, Chatham Financial et AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉS IMMOBILIERS - LOGISTIQUE ET BUREAUX

TAUX DE VACANCE À UN POINT BAS HISTORIQUE EN LOGISTIQUE

- Malgré les confinements, la demande placée en logistique dans les 8 principaux marchés en Europe devrait atteindre un nouveau record en 2021, après une année 2020 déjà très robuste.
- Cette dynamique a réduit le taux de vacance à un point bas historique de 3,0%, bien en-dessous de la moyenne décennale de 5,0%.
- En réponse à cette pénurie d'offre, le parc logistique européen devrait s'accroître de 5,7% en 2021, un rythme de croissance inférieur à la moyenne annuelle depuis 2017.
- Les 14 millions de m² attendus en livraison en 2021 ne représentent que 65% de la demande placée en 2020, un déséquilibre persistant ces dernières années.
- La demande est alimentée tant par les opérateurs logistiques que les chargeurs qui mettent en place leurs stratégies multicanal, se traduisant par une demande accrue en entrepôts XXL et en logistique urbaine.

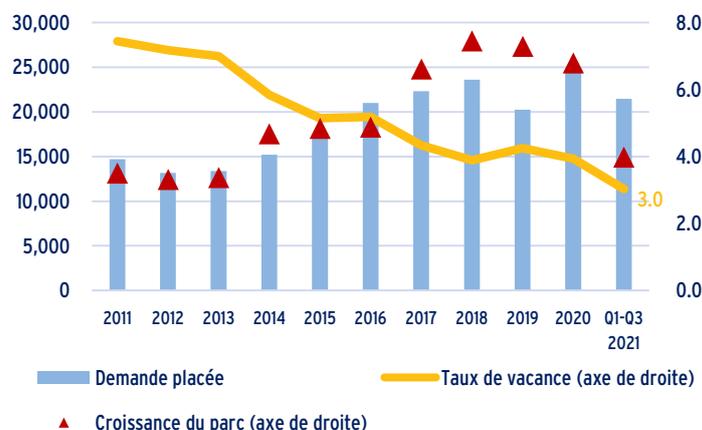
DES LOYERS DE LOCAUX D'ACTIVITÉS PLUS ÉLEVÉS

- Les loyers prime des locaux d'activités sont plus élevés qu'en logistique avec des immeubles généralement plus petits, avec une proportion de bureaux plus importante et une localisation dans des zones urbaines plus denses, à forte tension foncière.
- Les loyers prime s'établissent à 89 EUR / m² en France et en Allemagne et à 73 EUR / m² aux Pays-Bas, plaçant les locaux d'activités au-dessus de la logistique en France et en Allemagne mais à niveau équivalent aux Pays-Bas, ce qui relève de l'exception.
- La plus faible densité de population en France peut expliquer l'écart, avec la possibilité pour la logistique de s'implanter dans des zones moins chères.
- Les croissances de loyers prime sont soutenues en Allemagne et en France, progressant de 12% en locaux d'activité et 11% en logistique entre 2015 et 2020. Aux Pays-Bas la croissance a été de 7% et 6% respectivement, ce qui reste supérieur aux hausses de loyers des autres classes d'actifs immobiliers.

IMPACT VISIBLE DU TÉLÉTRAVAIL SUR LA DEMANDE EN BUREAUX

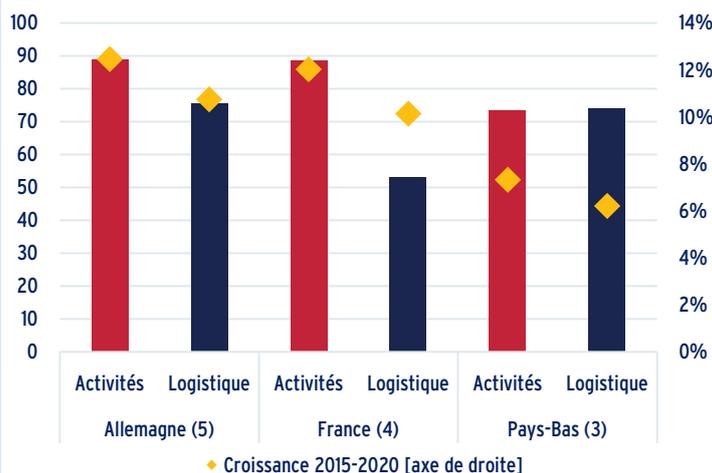
- Durant la pandémie, la proportion d'employés de bureau ayant télétravaillé (occasionnellement ou régulièrement) a plus que doublé, passant de 28% en 2018 à 67% en juillet 2020 dans l'UE 27.
- La conséquence immédiate a été la baisse de 40% de la demande placée entre 2019 et 2020 et un taux de vacance attendu à 8,2% à fin 2021 alors qu'il était faible en 2019, à 5,8%.
- L'impact à long terme du télétravail devrait être moindre avec des employés tenus à une présence au bureau au moins à mi-temps.
- Le besoin en bureaux ne devrait se réduire que de 5% sur 6 ans, soit moins de 1% par an. Dans le même temps, le parc de bureaux ne devrait croître que modérément à 1,1% par an sur 5 ans ce qui devrait conduire à une baisse de la vacance.
- Notre approche de l'optimisation des coûts et de l'élasticité de la demande met en valeur la solidité des marchés régionaux comme Marseille, Vienne ou Copenhague tandis que les marchés d'Europe centrale devraient être plus affectés.

DEMANDE PLACÉE ANNUELLE EN LOGISTIQUE EN EUROPE (MILLIERS DE M²), TAUX DE VACANCE ET CROISSANCE DU PARC (%)



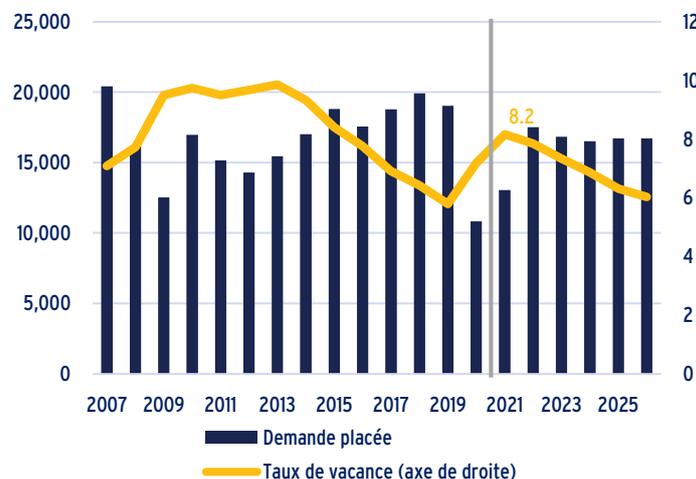
Sources : CBRE ERIX, BNP RE, JLL et AEW Recherche & Stratégie

LOYERS PRIME DES LOCAUX D'ACTIVITÉS ET LOGISTIQUE (EUR/M²) - T2 2020



Sources : CBRE ERIX, BNP RE, JLL et AEW Recherche & Stratégie

DEMANDE PLACÉE ANNUELLE EN BUREAUX EN EUROPE (MILLIERS DE M²) ET TAUX DE VACANCE (%)



Sources : CBRE, Eurofound, Eurostat, IRIX et AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉS IMMOBILIERS - BUREAUX ET COMMERCES

LE TÉLÉTRAVAIL DEVRAIT POURSUIVRE SUR UNE TENDANCE PROGRESSIVE

- Le télétravail était déjà utilisé avant la pandémie. 28% des employés de bureau travaillaient déjà à distance occasionnellement ou régulièrement en 2018 dans l'UE 27, selon les données collectées et pondérées par secteurs.
- La proportion de télétravail dans l'administration était de 11%, 41% pour les services informatiques, 22% en finance et 35% pour les autres services.
- Les confinements pendant la crise sanitaire ont élevé la proportion moyenne à 67% dans l'UE 27, soit presque 40% supplémentaires par rapport au niveau pré-Covid, avec des variations entre 55% pour les autres services aux entreprises et 73% pour l'informatique et la finance.
- Après le déploiement de la vaccination, les variations devraient de nouveaux se différencier entre chaque sous-secteurs tertiaires et la moyenne générale devrait passer à 37% en 2024.

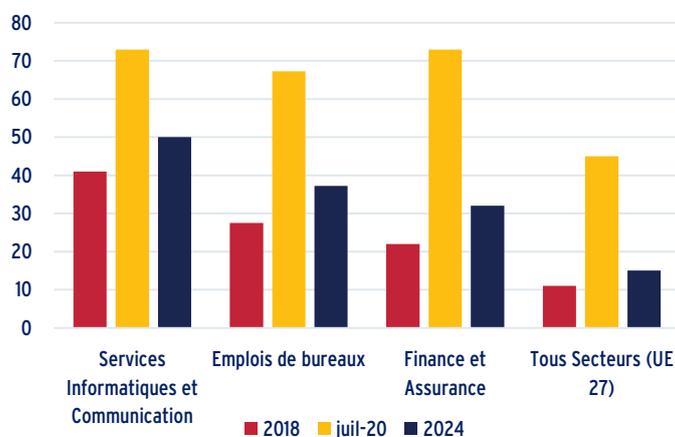
LES LOYERS PRIME EN COMMERCES DEVRAIENT SE STABILISER

- Les loyers en commerce en Europe avaient augmenté plus rapidement qu'en bureau ou en logistique entre 2012 et 2015, de 9% pour les pied d'immeuble et de 4% pour les centres commerciaux.
- Après 2018, les loyers des centres commerciaux ont baissé, en raison du développement de l'e-commerce et la sélectivité accrue des enseignes privilégiant la qualité de l'emplacement à la quantité de points de vente.
- Ces dernières ont fait le choix d'ouvrir ou d'étendre leur flagship en centre-ville, ce qui a permis de maintenir les valeurs locatives prime en pied d'immeuble.
- Les confinements ont touché de plein fouet les loyers prime tant en pied d'immeuble (-16%) qu'en centres commerciaux (-20%), forçant les enseignes à rationaliser leurs implantations du fait de chiffre d'affaires en chute, voire à aller jusqu'à la cessation d'activité.
- Le dénouement de la crise sanitaire devrait initier les réouvertures, améliorer le recouvrement des loyers et la qualité de crédit des locataires, ce qui conduirait à une stabilisation des valeurs locatives prime.

LE ROYAUME-UNI, PRÉCURSEUR POUR LES TRANSFORMATIONS DE CENTRES COMMERCIAUX

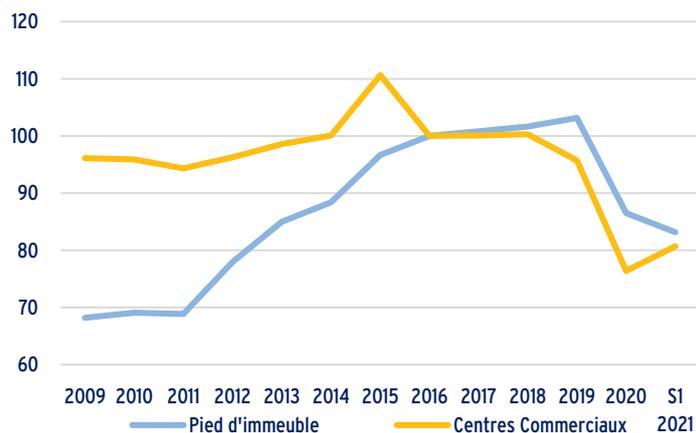
- Au Royaume-Uni, la part de centres commerciaux acquis et destinés à être transformés, restructurés ou rénovés a récemment dépassé la moyenne en Europe continentale.
- Auparavant, les projets de reconversion et de restructuration, en vue de moderniser l'offre commerciale, étaient plus nombreux et réguliers proportionnellement en Europe continentale qu'au Royaume-Uni, jusqu'en 2018.
- La décompression des taux de rendement secondaires au Royaume-Uni ont rendu les actifs de commerce plus attractifs pour des transformations. Il s'agit d'opportunités pour des investisseurs value-add en capacité de se positionner sur ces actifs dépréciés.
- Il est peu probable que les actifs changent complètement d'usage mais des propriétaires innovants peuvent chercher à rationaliser et mettre en valeur leurs surfaces de commerce en y intégrant du résidentiel, de la logistique urbaine ou des bureaux.

TENDANCES LONG TERME DU TÉLÉTRAVAIL ET IMPACT 2020 DE LA COVID PAR SECTEURS D'EMPLOIS DE BUREAUX DANS L'UE27



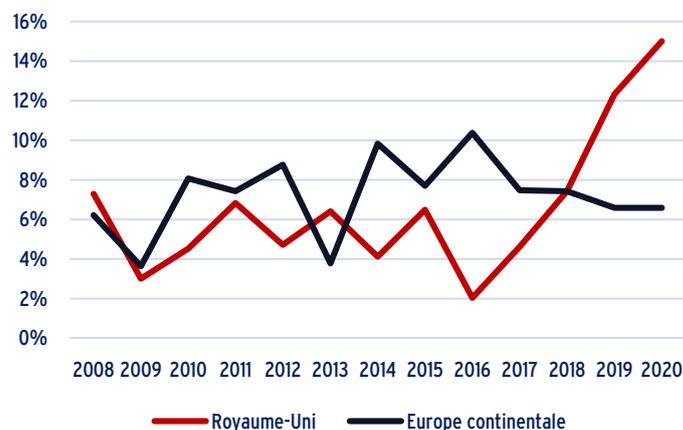
Sources: CBRE, Eurofound, Eurostat, IRIX et AEW Recherche & Stratégie

CROISSANCE DES LOYERS PRIME EN PIED D'IMMEUBLE ET CENTRES COMMERCIAUX - MOYENNE EUROPÉENNE (7 PAYS, INDICE 100 = 2016)



Sources: CBRE ERIX, RCA et AEW Recherche & Stratégie

ACQUISITIONS DE CENTRES COMMERCIAUX EN VUE DE CONVERSIONS, RESTRUCTURATIONS ET RÉNOVATIONS (EN % DU NOMBRE DE TRANSACTIONS)



Sources: CBRE ERIX, RCA et AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉS IMMOBILIERS - RÉSIDENTIEL ET CROISSANCE LOCATIVE

LES LOYERS RÉSIDENTIELS DEVRAIENT AUGMENTER DE 2,6% PAR AN

- Après avoir analysé le rapport entre l'offre et la demande dans les différents marchés, nous présentons pour la première fois nos prévisions de croissance des loyers résidentiels prime en Europe. Ces prévisions concernent des actifs neufs, non concernés par les encadrements de loyers sauf exceptions.
- Les loyers résidentiels prime devraient croître de 2,6% par an en moyenne entre 2022 et 2026, soit plus rapidement que l'inflation (attendue à 1,8% par an dans le scénario principal). Les cinq années précédentes, la croissance avait été de 3,5% par an.
- Les loyers dans les métropoles régionales comme Manchester, Lyon et Birmingham devraient connaître une croissance plus forte car partant de niveaux plus bas que dans les capitales européennes.
- Dans les métropoles d'Europe du sud, la croissance locative devrait être plus faible du fait de la moindre croissance démographique.

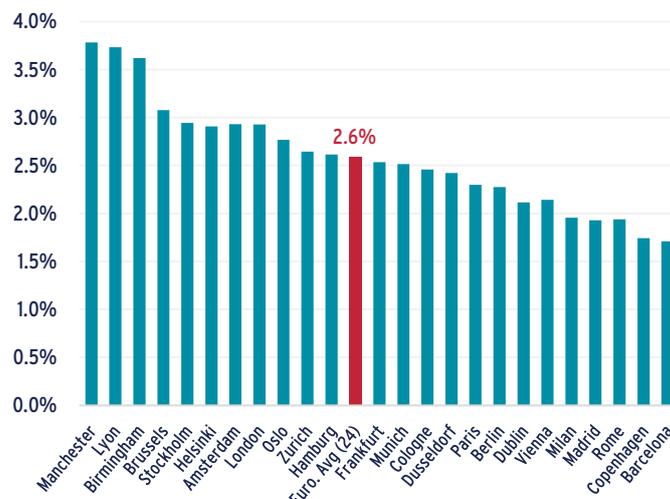
LES MARCHÉS RÉSIDENTIELS RÉGULÉS SONT PARMIS LES PLUS GRANDS MARCHÉS RÉSIDENTIELS INSTITUTIONNELS

- Les réglementations sur la fixation des loyers résidentiels sont très différentes d'un pays à l'autre. L'OCDE établit un indice qui classe les pays des plus favorables aux propriétaires, comme le Royaume-Uni et l'Irlande, aux plus favorables aux locataires, comme la Suède et l'Allemagne.
- Dans les marchés les plus régulés, on constate un taux de rotation plus faible des locataires, ce qui se traduit par des flux de revenus locatifs plus stables et prévisibles pour les investisseurs.
- Ainsi, les mesures d'encadrement de loyers ne représentent pas un risque en elles-mêmes du moment que la valorisation initiale en tient compte. De fait, la Suède et l'Allemagne, très régulés, comptent parmi les plus grands marchés à l'investissement en résidentiel.
- Mais l'accès au logement reste une priorité politique et des changements de réglementations sont à anticiper.

L'APRÈS COVID FAVORABLE À LA CROISSANCE LOCATIVE EN RÉSIDENTIEL ET LOGISTIQUE

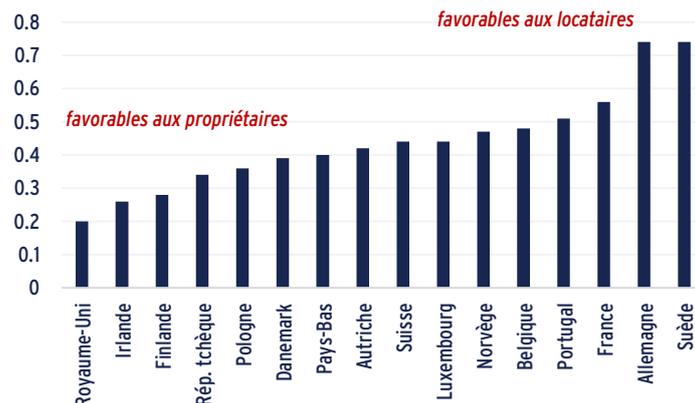
- Nos prévisions de croissance de loyers prime sont les plus fortes pour le résidentiel et la logistique.
- La croissance attendue des loyers en logistique s'améliore à 2,2% par an, juste derrière le résidentiel, que nous avons rajouté dans nos projections, avec une croissance de 2,6% par an sur les cinq prochaines années.
- L'essor du commerce en ligne étant durable, nos prévisions vont dans le même sens que celles mentionnées dans notre publication à mi-année et dépassent 1,5% en moyenne dans les 2 scénarios actuels.
- Les commerces ayant été la typologie immobilière la plus affectée en 2020-21, nos projections sur 5 ans continuent de prévoir une baisse des loyers en pied d'immeuble et en centres commerciaux.
- À terme la renégociation généralisée des baux devrait rendre plus soutenable les taux d'effort et faciliter l'adaptation structurelle du secteur post-Covid.

CROISSANCE DES LOYERS PRIME EN RÉSIDENTIEL (% ANNUEL) - 2022-2026



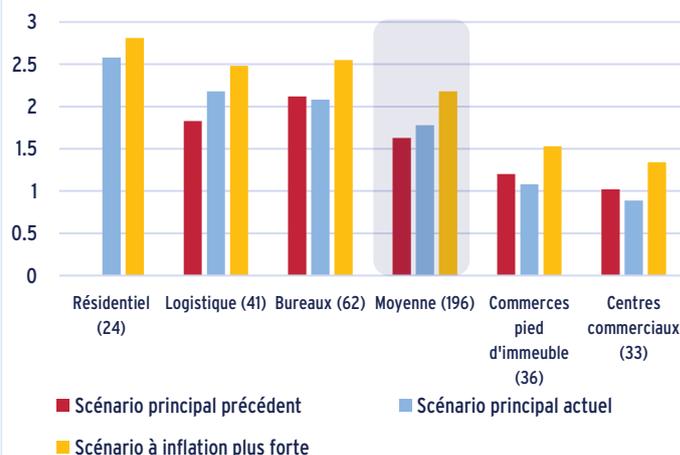
Sources : OECD, Catella et AEW Recherche & Stratégie

INDICE DE RÉGLEMENTATION LOCATIVE



Sources : OECD, Catella et AEW Recherche & Stratégie

CROISSANCE MOYENNE DES LOYERS PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE POUR LES CINQ PROCHAINES ANNÉES (2022-2026, %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉS IMMOBILIERS - INVESTISSEMENTS, TAUX DE RENDEMENT ET RENDEMENTS LES VOLUMES INVESTIS PORTÉS PAR LA LOGISTIQUE ET LE RÉSIDENTIEL

- Les volumes d'investissement affichent une hausse de 8% à date en 2021 par rapport à la même période en 2020 selon RCA. L'année précédente, la baisse avait été de 23% par rapport à 2019..
- Le rebond sensible au 3^e trimestre 2021, de 30% par rapport au T3 2020, soit 62 milliards d'euros, laisse présager une fin d'année totalisant 270 milliards d'euros d'investissements en immobilier en Europe.
- En termes de secteurs, les volumes à date en 2021 sont en hausse pour la logistique (87%) et le résidentiel (37%) et en baisse pour le commerce (-49%) et les bureaux (-27%) par rapport à la moyenne sur la période 2015-19, avant la pandémie.
- Le Danemark, la Suède et la Norvège ont déjà dépassé en 9 mois le volume annuel moyen de la période pré-Covid.
- La Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande affichent un retard entre 53% et 25% de leurs volumes historiques.

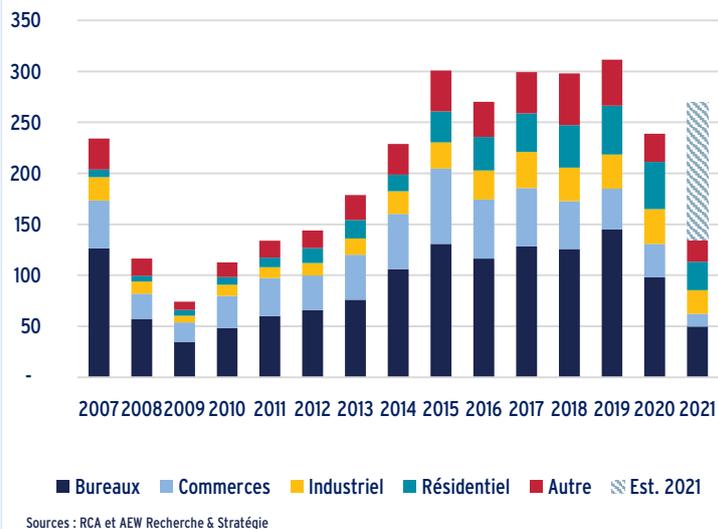
LES TAUX DE RENDEMENT PRIME EN COMMERCE DEVRAIENT SE COMPRESSER À NOUVEAU

- Les taux de rendement ont divergé entre classes d'actifs en 2021, en fonction de l'impact de la pandémie.
- Les taux de rendement prime logistiques se sont compressés de 50 pdb en 2021, tandis que les taux de rendement en bureaux sont restés stables à 3,9% en moyenne.
- En revanche, exacerbée par la crise sanitaire, la décompression des taux en centres commerciaux s'est amplifiée de 15 pdb en 2021, soit un cumul de 120 pdb depuis 2018, tandis que les taux de rendement en pied d'immeuble augmentaient de 50 pdb.
- Cette dépréciation significative en commerce ces trois dernières années a touché indifféremment les actifs prime et secondaires. De ce fait, nous nous attendons à une baisse des taux de rendement prime de 15 à 30 pdb d'ici 2026 pour refléter la résilience des meilleurs localisations et formats post-Covid.
- Les taux de rendement en résidentiel et en bureaux devraient remonter légèrement au cours des cinq prochaines années de 15 pdb et 5 pdb respectivement, tandis qu'on attend encore 5 pdb de baisse pour les taux de rendement en logistique.

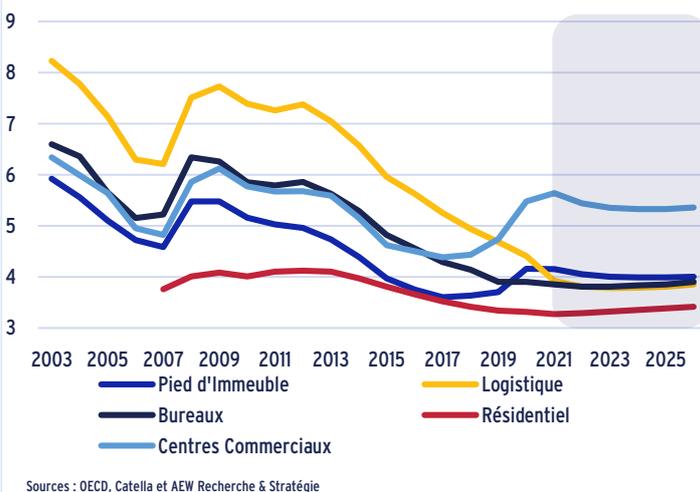
LE SCÉNARIO À INFLATION PLUS FORTE MOINS FAVORABLE AUX RENDEMENTS GLOBAUX

- Grâce à leur taux de rendement attractifs et à la compression attendue des taux, les centres commerciaux prime afficheraient le meilleur rendement global prime (7,4% par an), au cours des cinq prochaines années.
- Les rendements globaux prime en logistique restent solides à 6,5% par an sur cinq ans, portés davantage par la croissance locative que par la compression des taux de rendement.
- Les rendements globaux en bureaux prennent en compte l'impact long terme du télétravail sur la croissance des loyers et la légère décompression des taux de rendement initiaux.
- Nos calculs du rendement global se fondent désormais sur les loyers de marché à date et non plus l'historique d'évolution, favorisant les secteurs qui ont connu une correction significative des valeurs locatives ces dernières années.
- Notre scénario alternatif d'inflation plus forte est moins favorable aux rendements globaux immobiliers, par rapport au scénario principal en raison de la remontée attendue des taux d'intérêt.

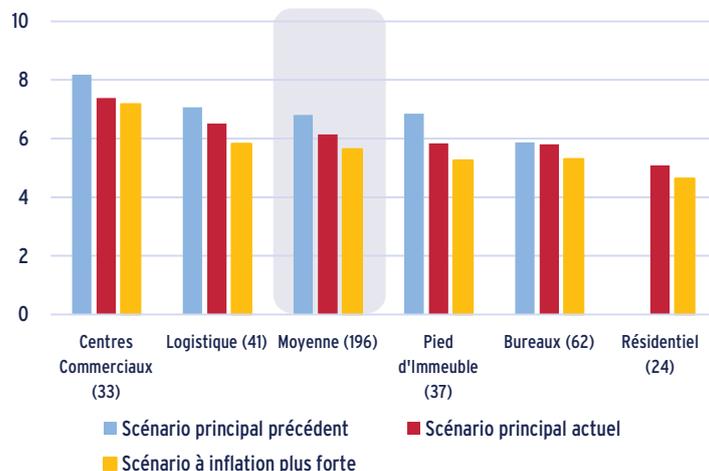
VOLUMES D'INVESTISSEMENT ANNUELS EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (MRD EUR)



TAUX DE RENDEMENT PRIME MOYENS EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (%)



RENDEMENTS GLOBAUX PRIME MOYENS EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (2022-26, %)

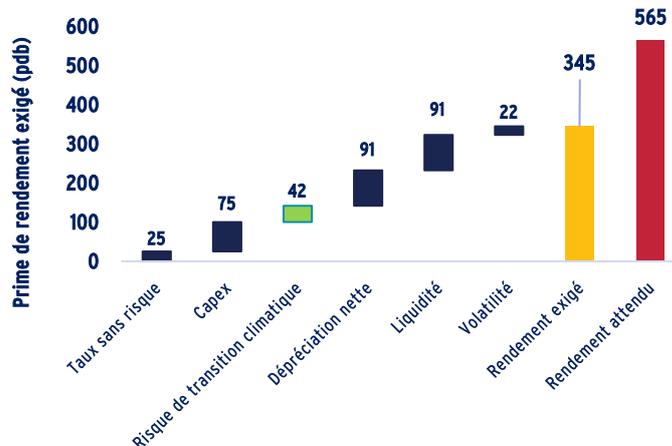


ANALYSE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

LE RISQUE DE TRANSITION CLIMATIQUE NE RÉDUIT PAS L'ATTRACTIVITÉ DES MARCHÉS IMMOBILIERS

- Notre approche des rendements globaux ajustés du risque est basée sur une comparaison entre le rendement exigé et le rendement attendu sur les cinq prochaines années.
- Le graphique montre que le rendement exigé, basé sur la moyenne de nos 168 marchés européens, est de 345 pdb en moyenne, tandis que le rendement attendu est de 565 pdb. Cela signifie qu'en moyenne, le rendement attendu a une marge excédentaire positive de 220 pdb par rapport au rendement exigé, en hausse par rapport aux 134 pdb estimés lors des perspectives semi-annuelles.
- La prime de liquidité et la dépréciation nette influent le plus sur le rendement exigé, tandis que le taux sans risque (flooré à zéro pour les taux négatifs) et les primes de volatilité ont la part la plus faible. Nous rajoutons pour la première fois une prime de transition climatique, par marchés et secteurs, détaillée dans notre rapport de mai 2021.
- En comparant le rendement attendu avec le rendement exigé, nous classons les marchés comme attractifs, neutres ou moins attractifs.

RENDEMENT EXIGÉ & RENDEMENT ATTENDU, PRIME DE TRANSITION CLIMATIQUE INCLUSE - TOUS TYPES D'ACTIFS IMMOBILIERS

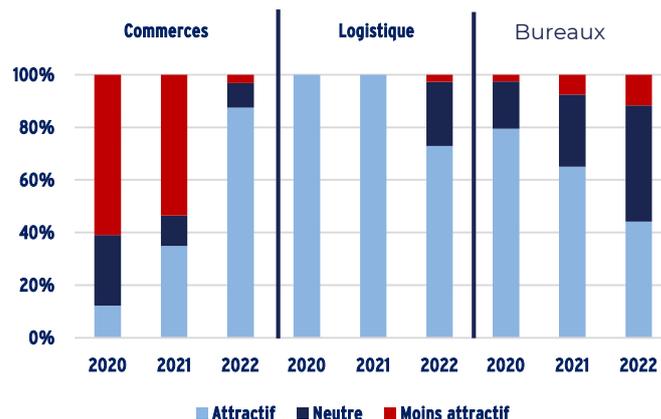


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie

DES ACTIFS DE COMMERCE PLUS ATTRACTIFS

- La répétition de l'exercice depuis trois ans nous permet la comparaison des résultats dans le scénario principal.
- Le commerce prime affiche désormais la meilleure attractivité, du fait de la baisse prévue des taux de rendement prime, avec 56 marchés sur 64 considérés comme attractifs.
- La baisse actée des taux de rendement logistiques rend un peu moins de marchés attractifs mais le choix est encore large avec 27 marchés sur 37.
- Enfin, davantage de marchés de bureaux passent en catégorie neutre, dû à l'impact du télétravail sur les prévisions de loyers. Néanmoins, 19 marchés de bureaux restent attractifs.

% ATTRACTIVITÉ PAR TYPOLOGIES (ANCIENS SCÉNARIOS CONTRE SCÉNARIO PRINCIPAL ACTUEL)

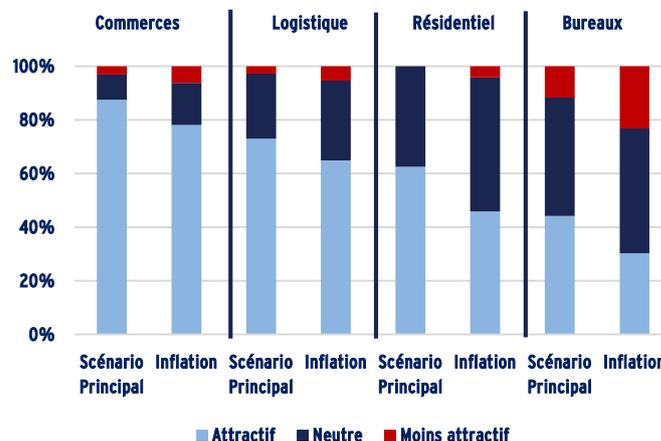


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie

LE RÉSIDENTIEL DAVANTAGE IMPACTÉ PAR L'INFLATION

- D'autre part, la comparaison entre le scénario principal et le scénario alternatif à inflation plus forte fait apparaître un impact similaire entre typologies.
- Le scénario à forte inflation prévoit des taux souverains et des taux de rendement initiaux immobiliers plus élevés dont la décompression n'est que partiellement compensée par la croissance économique et une croissance des valeurs locatives plus forte.
- Dans un environnement de taux d'intérêts bas, les mouvements des taux de rendement initiaux immobiliers ont davantage d'impact sur les valeurs vénales et les rendements globaux que les variations de PIB et de loyers.
- Avec les taux de rendement initiaux les plus bas, le résidentiel est logiquement plus sensible à la décompression envisagée dans le scénario alternative.

% ATTRACTIVITÉ PAR TYPOLOGIES (SCÉNARIO PRINCIPAL ET SCÉNARIO À INFLATION PLUS FORTE)

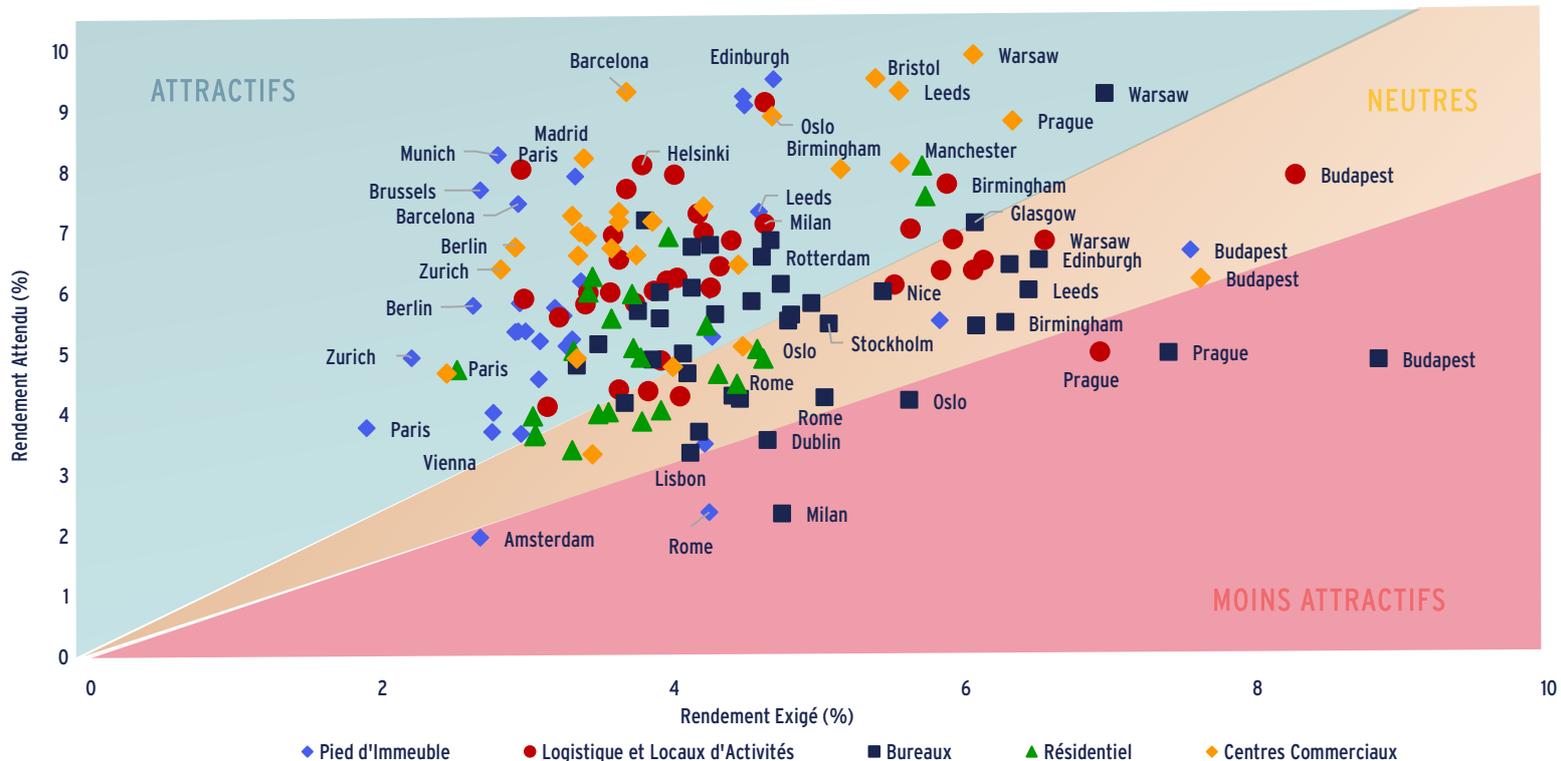


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie

ANALYSE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE - SCÉNARIO PRINCIPAL

- Le graphique en nuages de point se lit ainsi : rendement global exigé représenté sur l'axe des abscisses et rendement global attendu au cours des cinq prochaines années représenté sur l'axe des ordonnées.
- Les marchés dans la zone bleue affichent un rendement attendu nettement supérieur au rendement exigé et sont considérés comme attractifs. Les marchés dans la zone rouge sont moins attractifs car le rendement attendu n'atteint pas le rendement exigé.
- Les marchés situés dans la zone jaune, ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni sur-évalués.
- Le nombre de marché est plus important que dans les résultats précédents du fait de l'ajout de 24 marchés résidentiels portant le total des marchés analysés à 168 (contre 106).
- L'attractivité des centres commerciaux et de la logistique est mise en évidence, ainsi que celle d'une majorité de marchés de pied d'immeuble. Les marchés moins attractifs concernent principalement des marchés de bureaux et quelques marchés de commerces de pied d'immeuble.
- Les centres commerciaux en Espagne et en régions au Royaume-Uni présentent les meilleurs rendements ajustés du risque tandis que la logistique à Paris continue d'être attractive.
- Enfin, les perspectives continuent d'être mitigées pour les bureaux en raison de l'impact du télétravail. Les marchés de bureaux en Europe centrale et en Italie semblent plus affectés que les grandes métropoles, confirmant le constat de notre précédent rapport spécial de mars sur le télétravail.

SCÉNARIO PRINCIPAL 2022-26 - RENDEMENT ATTENDU CONTRE RENDEMENT EXIGÉ

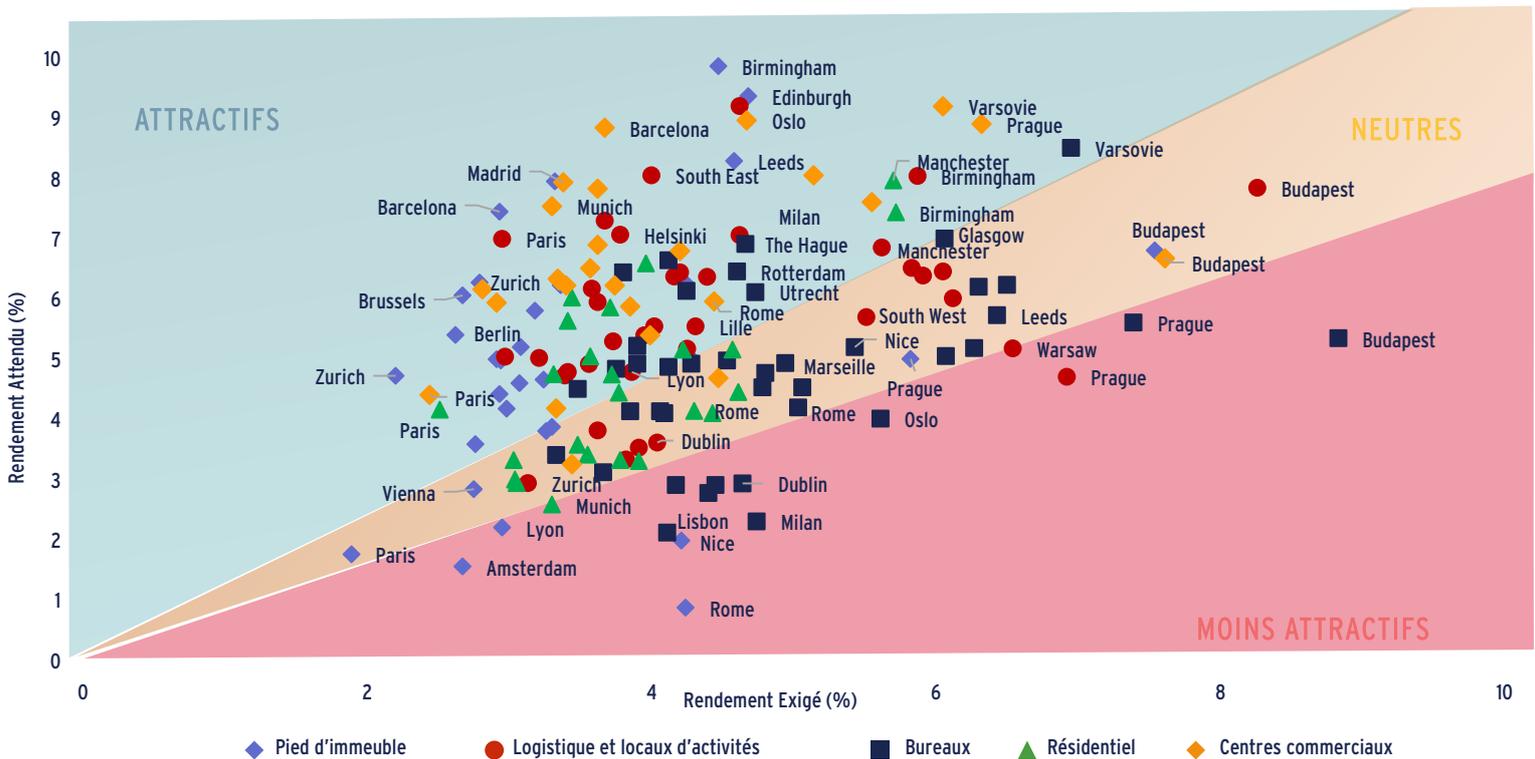


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Research & Strategy

ANALYSE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE - SCÉNARIO À INFLATION PLUS FORTE

- Dans le scénario à inflation plus forte, le graphique confirme la résilience de la plupart des marchés de centres commerciaux, pied d'immeubles et logistique.
- Davantage de marchés de bureaux et de pied d'immeuble glissent vers la zone moins attractive.
- Les centres commerciaux en Espagne et en régions au Royaume-Uni continuent de présenter les meilleurs rendements ajustés du risque.
- Enfin, les perspectives mitigées pour les bureaux deviennent plus évidentes, avec la décompression des taux de rendement attendue affectant davantage les marchés d'Europe centrale et d'Italie.

SCÉNARIO À INFLATION PLUS FORTE 2022-26 - RENDEMENT ATTENDU CONTRE RENDEMENT EXIGÉ



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, 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 75,4 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 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 30 juin 2021, AEW gère en Europe 36,6 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.

RECHERCHE & STRATEGIE CONTACTS



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



ISMAIL MEJRI

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



KEN BACCAM MSC

Director
Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



RUSLANA GOLEMDJIEVA

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

INVESTOR RELATIONS CONTACT



MINA KOJURI

Director
Tel +44 (0)20 7016 4750
mina.kojuri@eu.aew.com



BIANCA KRAUS

Executive Director
Tel. +49 893 090 80 710
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.