

RECHERCHE & STRATÉGIE AEW | EUROPE

Perspectives Annuelles 2023

Se positionner face aux perturbations

DECEMBRE 2022

Perspectives Annuelles 2023

DECEMBRE 2022

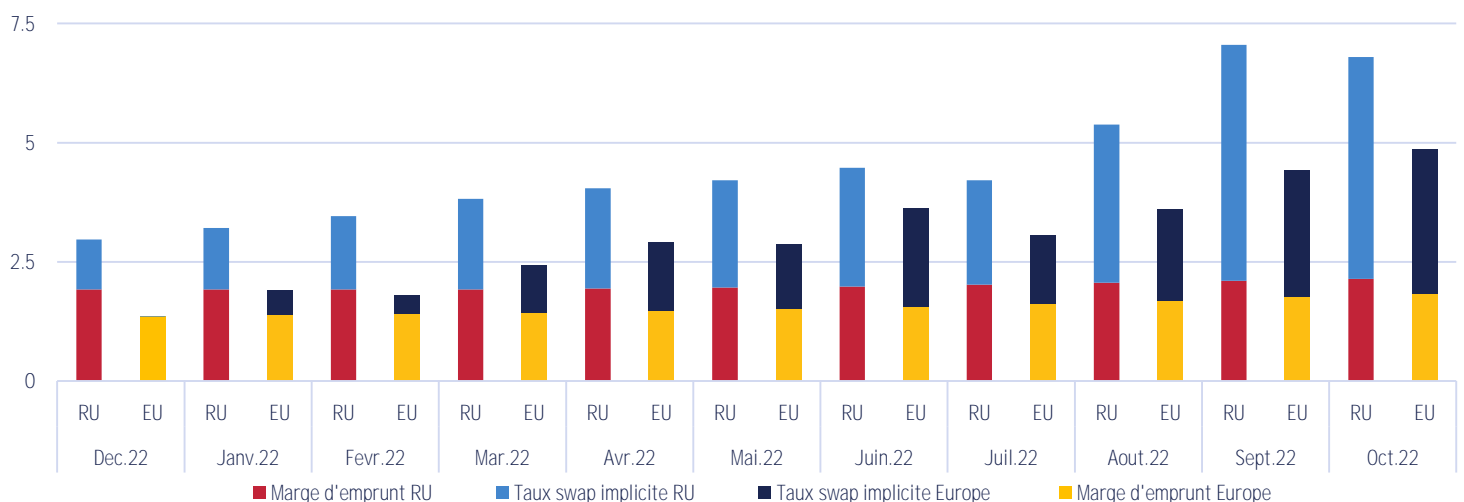
TABLE DES MATIÈRES

Messages clés	3
Section 1 : Contexte économique	4
Section 2 : Panorama et perspectives de marché	6
Section 3 : Analyse des rendements ajustés au risque	10

COMMENT SE POSITIONNER AU MIEUX FACE AUX PERTURBATIONS ?

Passer de la pandémie à la première guerre transfrontalière en Europe depuis 80 ans ne constituait sans doute pas le scénario idéal de reprise envisagé par les gouvernements. L'impact sur les prix de l'énergie et de l'alimentaire, déjà affectés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, a poussé l'inflation vers des niveaux records. En réaction, les banques centrales ont remonté les taux d'intérêt et commencé à adopter une politique monétaire restrictive pour contenir l'inflation. En parallèle, les gouvernements prennent des mesures de protection pour atténuer les retombées de la crise énergétique sur les ménages. Les marchés obligataires et boursiers anticipent les futures hausses de taux d'intérêt, le ralentissement économique ainsi que l'incertitude sur les politiques monétaires et fiscales à venir. Le coût total de la dette en immobilier a doublé depuis le début d'année 2022, comme le montre le graphique ci-dessous, rappelant le caractère cyclique des marchés immobiliers. Comment les investisseurs peuvent-ils se positionner au mieux dans le contexte actuel de perturbations qui marquent la fin du long cycle post crise financière mondiale.

COÛT TOTAL DE LA DETTE "ALL-IN" EN EURO & GBP AVEC DÉCOMPOSITION ENTRE LES MARGES ET LES TAUX SWAP 5 ANS (PAR AN %)



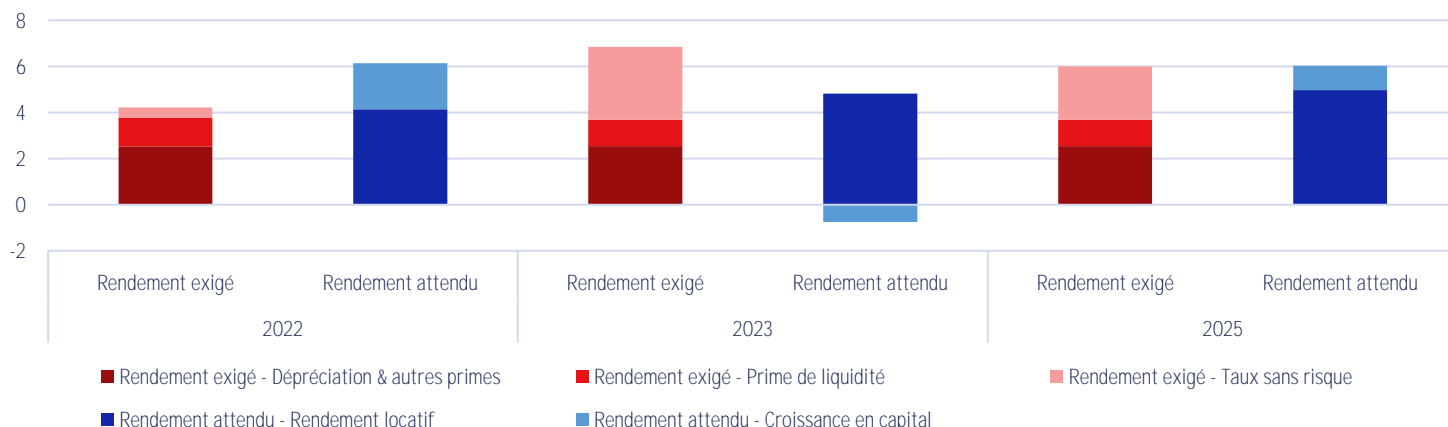
Sources : CBRE, Chatham Financial, AEW Recherche & Stratégie

MESSAGES CLÉS : SE POSITIONNER FACE AUX PERTURBATIONS

- Le conflit en Ukraine continue de peser sur la croissance économique en Europe. Tandis que les banques centrales réagissent en remontant les taux d'intérêt et en adoptant une politique monétaire restrictive, le point haut d'inflation pourrait ne pas encore avoir été atteint avec les négociations salariales en cours et les politiques budgétaires expansionnistes.
- Nos différents scénarios nous permettent de naviguer dans ce contexte d'incertitudes fortes. Notre nouveau scénario central postule une normalisation de l'inflation en 2023, accompagnée d'une récession courte et limitée. Dans un scénario plus pessimiste, également probable, l'inflation perdurerait, entraînant une récession plus longue et plus marquée.
- Dans nos prévisions, le résidentiel et la logistique affichent les croissances de loyers les plus résilientes, soutenues par les tensions sur l'offre. L'augmentation du coût de la dette et des coûts de construction, ainsi que les réglementations environnementales, limiteraient davantage l'offre neuve, protégeant ainsi la plupart des marchés de l'impact d'un ralentissement économique qui conduirait à une baisse de la demande. Quant à l'impact du télétravail sur le secteur des bureaux, il semble être moins important que prévu.
- Les volumes d'investissement sont en baisse, les investisseurs faisant appel au financement par la dette étant désavantagés par la hausse des coûts d'emprunt. Les taux de rendement immobilier, qui avaient atteint des planchers historiques en début d'année, ont commencé à remonter au 2T 2022, suivant la hausse des taux d'intérêt, marquant la fin du long cycle immobilier de plus de dix ans commencé après la crise financière mondiale.
- Avec la hausse du coût de la dette, les refinancements des prêts arrivant à maturité vont être confrontés à la dépréciation des actifs et au moindre appétit au risque des prêteurs qui vont exiger des LTV plus faibles. Le déficit de financement afférent est estimé à 24 milliards d'euros dans les trois principaux marchés européens, représentant des opportunités pour les investisseurs en fonds propres ou en dette capables de combler ce déficit.
- Le secteur de la logistique devrait générer les rendements globaux les plus élevés sur les cinq ans à venir à 5,4% par an, la croissance locative compensant la décompression attendue des taux de rendement. Les centres commerciaux prime arrivent en second avec des rendements globaux attendus à 5,1% par an au cours des cinq prochaines années en raison de taux d'entrée élevés. Les prévisions des rendements globaux moyens sur l'ensemble de nos 196 marchés ont été revues à la baisse, en raison de la décompression attendue des taux de rendement, pour atteindre 4,0% par an contre 4,7% attendus six mois auparavant.
- Dans l'analyse des rendements ajustés au risque, l'écart est désormais négatif entre le rendement global attendu à 4,1% par an et le rendement exigé de 6,9%. La différence de 280 pdb est essentiellement attribuée à la remontée des taux sans risque.
- En effet, la hausse moyenne de 270 pdb des taux souverains en Europe se répercute doublement en augmentant le rendement exigé et en faisant baisser le rendement attendu, inversant l'écart favorable de 190 pdb estimé l'année dernière. La stabilisation des taux de rendement à fin 2024 devrait aboutir à une situation plus équilibrée, comme illustré ci-dessous.
- Malgré le contexte de marché plus difficile, les investisseurs peuvent atteindre le rendement exigé dans les 30% de marchés (soit 52 des 168 marchés couverts en Europe) qui restent classés neutres (47) ou attractifs (5). Les cinq marchés jugés attractifs sont : les locaux d'activités et de logistique urbaine à Paris, la logistique à Berlin et Zurich et les centres commerciaux prime à Londres et Stockholm.
- En termes géographiques, le Royaume-Uni et le Bénélux sont jugés les marchés plus attractifs tandis que l'Europe centrale ferme le classement. Le secteur de la logistique ressort positivement avec près de la moitié des marchés couverts (17 sur 37) jugés attractifs. Avec 41 marchés sur 43 classés moins attractifs, les perspectives en bureaux sont les plus dégradées.

ÉVOLUTION DE L'ÉCART ENTRE RENDEMENTS EXIGÉS ET RENDEMENTS ATTENDUS, TOUS SECTEURS EN EUROPE

2022 VS 2023 & 2025 SCÉNARIO CENTRAL, %



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

CONTEXTE ÉCONOMIQUE – LA FIN DES TAUX SOUVERAINS « PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS »

UN RESSERREMENT MONÉTAIRE POUR RÉDUIRE L'INFLATION

- Les embargos qui ont suivi le conflit en Ukraine en février ont exacerbé les pénuries d'énergie, de matières premières et de main-d'œuvre et poussé l'inflation moyenne de la zone euro à 10% par an., avec des amplitudes qui ont pu monter bien au-delà comme en Europe centrale et du sud, tell **qu'illustré** sur le graphique ci-contre.
- D'après Oxford Economics, l'inflation moyenne au sein des 19 pays couverts a déjà culminé à 10 % en juillet et ne devrait revenir à 2 % **qu'au début de 2024**.
- Les banques centrales ont entamé un resserrement quantitatif en avril 2021 avec une réduction de la masse monétaire (M3). Si la relation historique entre l'inflation et M3 se confirme, l'inflation devrait suivre à la baisse.
- Dans la mesure où l'inflation a souvent dépassé les pronostics des banques centrales et du consensus, il est judicieux d'envisager un scénario alternatif d'inflation plus élevée pour plus longtemps.
- D'autre part, dans la mesure où l'inflation est majoritairement liée à des facteurs exogènes, la réduction de la demande intérieure par des hausses de taux pourrait **s'avérer** inefficace.

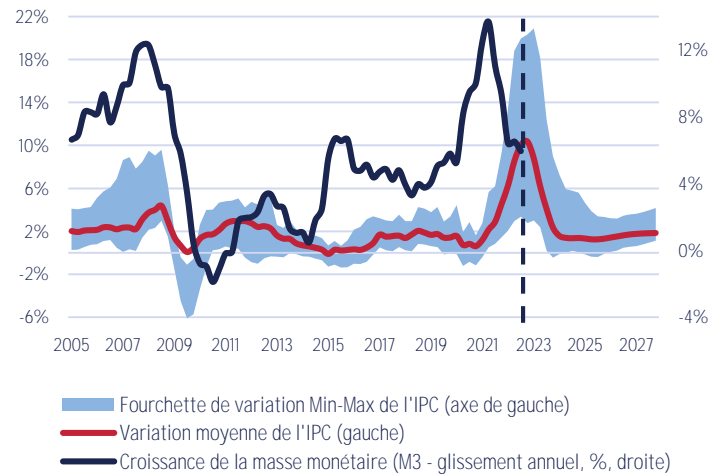
LA HAUSSE DES SALAIRES ENTRETIENT L'INFLATION

- L'inflation érode les revenus réels des ménages. **Jusqu'à** présent les anticipations de baisse de l'inflation s'appuyaient sur l'atterrissage des éléments exogènes (énergie, matières premières, alimentaire) mais les tendances à moyen terme penchent pour une inflation persistante : démondialisation, tensions commerciales grandissantes et transition énergétique.
- Les négociations salariales pourraient avoir une incidence sur l'inflation, les gouvernements voulant protéger les ménages de l'impact de l'inflation de l'énergie et les syndicats voulant inverser la récente baisse des revenus réels à un moment où le chômage est (toujours) faible. L'impact sur les prix à la consommation n'est peut-être pas encore entièrement reflété dans les prévisions du consensus.
- Malgré les efforts des banques centrales, une spirale prix-salaires ne peut pas être entièrement écartée. Un scénario plus pessimiste peut donc inclure une période prolongée d'inflation élevée.

LA FIN DES TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS

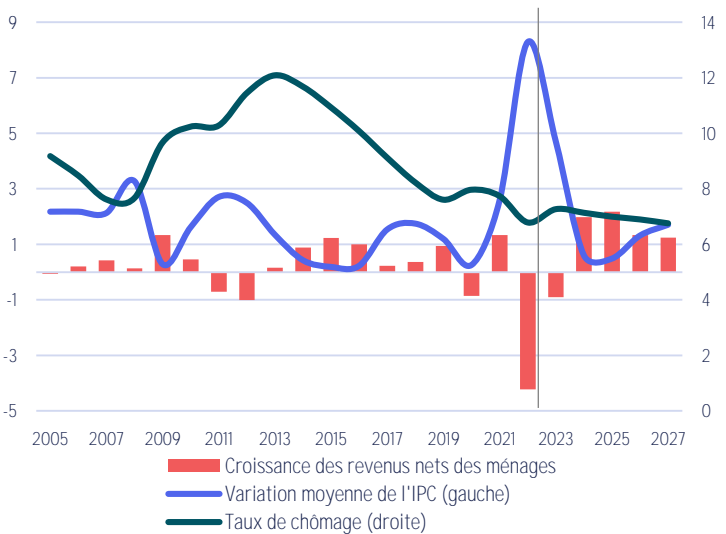
- Les taux souverains sont déjà remontés de 286 pdb depuis le début de l'année 2022 en raison des mesures des banques centrales pour endiguer l'inflation, rendant caduque le scénario de taux obligataires « plus bas pour plus longtemps » soutenant l'immobilier.
- Les prévisions d'évolution des taux souverains ont souvent été surpassées par la réalité, marquée par une grande volatilité. Nous avons choisi de lisser cette volatilité en prenant en compte des moyennes trimestrielles de taux obligataires dans nos modèles de projection.
- Dans notre scénario central basé sur Oxford Economics, les rendements obligataires atteindraient 3 % en 2023 en moyenne dans les 20 pays couverts. Les scénarios optimiste et pessimiste sont basés sur les volatilités historiques des prévisions historiques. Dans ces scénarios, les rendements obligataires annuels moyens atteindraient respectivement 2,4 % et 3,6 %.

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION (IPC) AVEC ÉCART ENTRE MIN-MAX POUR 19 PAYS EUROPÉENS ET LA ZONE EURO ET CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE AGRÉGAT M3 (PAR AN % ÉVOLUTION)



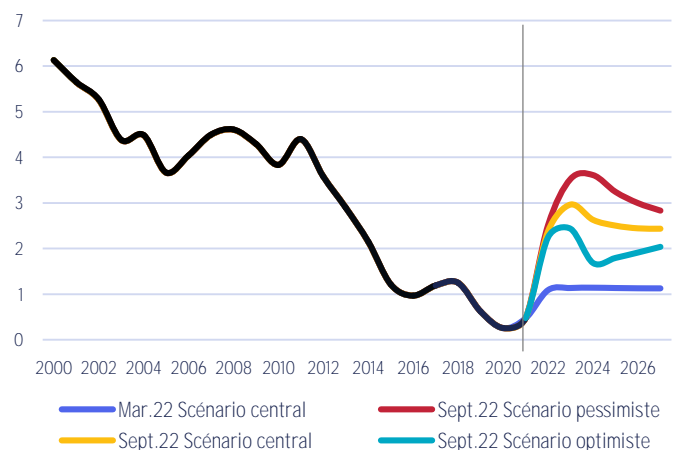
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

CROISSANCE DES REVENUS NETS DES MÉNAGES, INFLATION ET TAUX DE CHÔMAGE (% ANNUEL IPC) POUR 2005-2027



Sources : Oxford Economics and AEW Recherche & Stratégie

TAUX SOUVERAINS 10 ANS (%), MOYENNE EUROPÉENNE DE 20 PAYS



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

CONTEXTE ÉCONOMIQUE – L'INFLATION ÉLEVÉE DÉCLENCHE UNE RÉCESSION

LA CRISE ÉNERGÉTIQUE POSE DES DILEMMES POLITIQUES

- Les banques centrales avaient planifié le resserrement quantitatif dès le S2 2021 pour lutter contre l'inflation. De fait, les marchés obligataires ont acté le retrait de leurs principaux acheteurs. Cependant, les actifs des banques centrales restent à un niveau record. Les rendements obligataires avaient déjà augmenté en anticipation du resserrement quantitatif et la mise en œuvre effective devrait les pousser davantage à la hausse.
- Parallèlement, les gouvernements ont dû accroître leurs dépenses pendant les confinements, augmentant leur déficit. La crise énergétique entraine davantage de dépenses publiques pour plafonner le prix du gaz et maintenir des mesures de soutien au pouvoir d'achat.
- Les répercussions du conflit en Ukraine initieront probablement des dépenses de reconstruction et de militarisation, sans améliorer immédiatement la productivité. Enfin, la décarbonation de l'économie devrait requérir des investissements supplémentaires.
- Le dilemme principal pour les politiques est que le soutien budgétaire, même justifié, entrave l'efficacité de la lutte contre l'inflation.

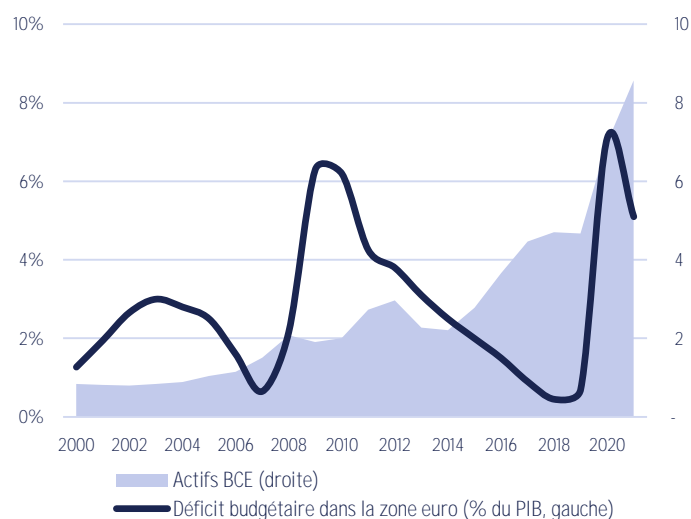
LA DETTE RECORD EXACERBE LES VULNÉRABILITÉS À UNE HAUSSE DES TAUX

- Plusieurs tendances peuvent se dégager de la dette agrégée (publique, des ménages et des entreprises).
- Le ratio d'endettement en pourcentage du PIB a significativement augmenté par rapport à l'avant-Covid (1T 2020), notamment en France (et au Japon) et pénalisé par la croissance économique faible.
- Même en Allemagne, les niveaux d'endettement ont dépassé ceux d'avant la crise financière mondiale (4T 2007) et devraient continuer à augmenter avec l'annonce d'un vaste plan de soutien aux ménages et aux entreprises.
- Avec les taux d'intérêt bas ces dernières années, les économies du G20 avaient peu intérêt à réduire leur dette. En conséquence, les moteurs de la croissance économique - consommation, investissements des entreprises et investissements publics - sont désormais plus vulnérables à l'augmentation du coût du service de la dette.
- Les niveaux d'endettement dans l'immobilier d'entreprise restent modérés par rapport à la crise financière mondiale, mais pourraient néanmoins poser problème.

SCÉNARIO CENTRAL : RÉCESSION COURTE ET LIMITÉE

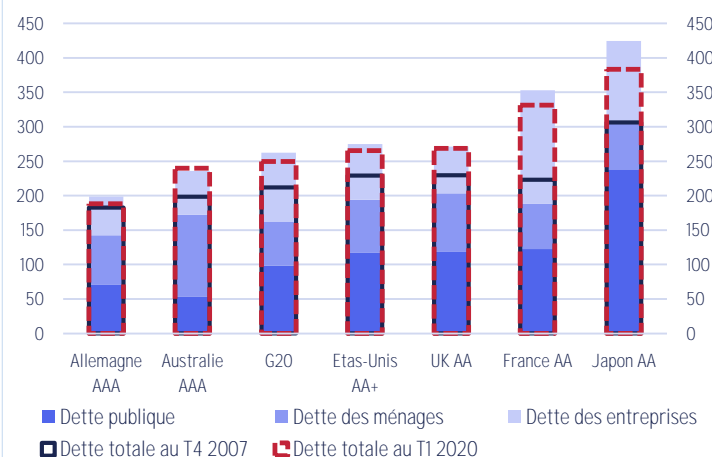
- Malgré le faible taux de chômage et la reprise bien entamée post-Covid, la récession semble inévitable en Europe. Le scénario central d'Oxford Economics envisageant une récession courte et limitée jusqu'en 2023, semble désormais optimiste au vu de l'actualité récente plus négative.
- Un scénario plus pessimiste, reflétant le risque accru d'inflation et de taux souverains plus élevés pour plus longtemps, prévoit une récession plus marquée et persistante jusqu'en 2024.
- Le scénario optimiste, peu probable, suppose la fin immédiate du conflit en Ukraine et la normalisation rapide à la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt.
- Les probabilités des différents scénarios sont les suivantes: 50 % pour le scénario central, 45 % pour le scénario pessimiste et 5 % pour le scénario optimiste.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE DANS LA ZONE EURO (% PIB, GAUCHE) & ACTIFS DE LA BCE EN EUROS (MILLIARDS)



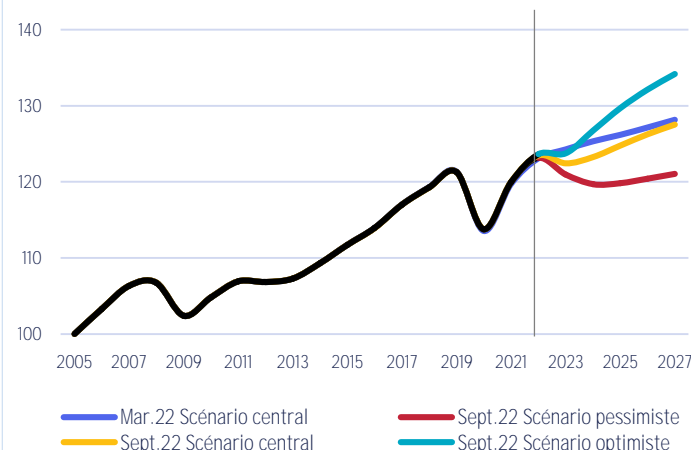
Sources : BCE, Eurostat et AEW Recherche & Stratégie

RATIOS DE DETTE/PIB PAR SECTEUR ÉCONOMIQUE AU 3T 2022 (EN % DU PIB)



Sources : BIS et AEW Recherche & Stratégie

INDICE DU PIB EUROPÉEN (2000=100)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

PANORAMA DE MARCHÉ – LOGISTIQUE ET BUREAUX À LA RECHERCHE D'UN NOUVEL ÉQUILIBRE

AUGMENTATION MODÉRÉE DE LA VACANCE LOGISTIQUE

- Face à l'augmentation de la demande en logistique, la croissance du parc **s'était** accélérée au cours des cinq dernières années.
- À terme, nous prévoyons une stabilisation de l'offre et de la demande à des niveaux relativement équilibrés. L'**offre** neuve pourrait être davantage limitée du fait de la hausse des coûts de construction et de la pénurie de foncier qui va **s'accroître**.
- La Commission européenne a fixé un objectif de zéro artificialisation nette d'ici 2050, et dans la mesure où les terrains vierges disponibles seront rares, l'**attention** se reportera vers la rénovation du parc existant ou les friches.
- Le taux moyen de vacance en logistique en Europe devrait augmenter légèrement, juste au-dessus de 3 %, l'absorption nette continuant à compenser la croissance limitée du parc.

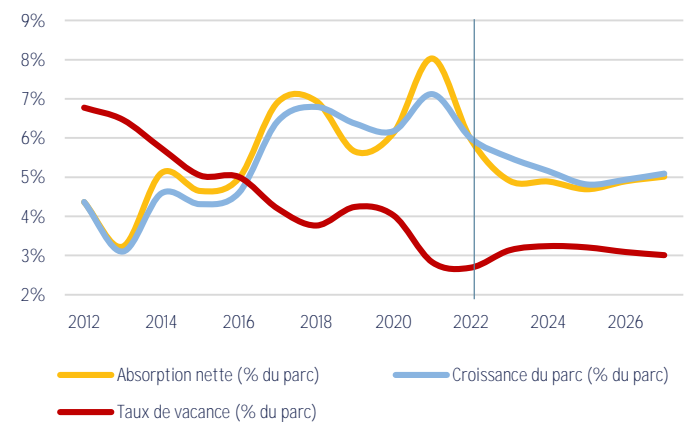
LES CHÂÎNES D'APPROVISIONNEMENT SE NORMALISENT

- La levée des restrictions de confinement soulage les échanges mondiaux. L'indice de tension des chaînes d'approvisionnement (GSCPI) est orienté à la baisse mais reste à des niveaux plus élevés **qu'avant** la pandémie.
- Le trafic européen de conteneurs, déjà perturbé par les tensions commerciales sino-américaines, avait brutalement baissé pendant la crise sanitaire. Le conflit en Ukraine semble avoir un impact limité sur le trafic de conteneurs dans la plupart des ports européens, à l'exception des ports échangeant avec la Russie, comme Rotterdam.
- À terme, passés les répercussions du ralentissement économique en Chine et de la récession en Europe, le commerce mondial et le transport maritime redeviendront moteurs de la demande en surfaces logistiques.
- Entre temps, le retard d'approvisionnement de biens de consommation, de matières premières et de matériaux de construction vont maintenir l'inflation élevée.

BAISSES DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE EN BUREAUX

- Si les inquiétudes sur les marchés de bureaux se focalisent sur la demande, il est important de noter que du côté de l'**offre**, les développements de nouvelles surfaces de bureaux devraient rester modérés :
 - ✓ Les coûts de construction demeurent orientés à la hausse (matériaux et salaires), détériorant la rentabilité des programmes
 - ✓ L'**accès** au financement des nouveaux projets pourrait être plus restreint et se faire à des taux d'**emprunt** plus élevés.
 - ✓ Les nouvelles réglementations énergétiques et/ou environnementales pourraient inciter davantage à la modernisation des bâtiments existants plutôt **qu'à** la création de nouvelles surfaces.
- Les prévisions de CBRE indiquent que l'**absorption** nette devrait dépasser la croissance du parc de bureaux en Europe, tirant le taux de vacance depuis leur point haut de 7 % en 2022 vers un taux de vacance à 6 % d'ici 2027.
- Cependant, les projections d'**absorption** nette de CBRE n'intègrent probablement pas encore l'impact complet du télétravail.

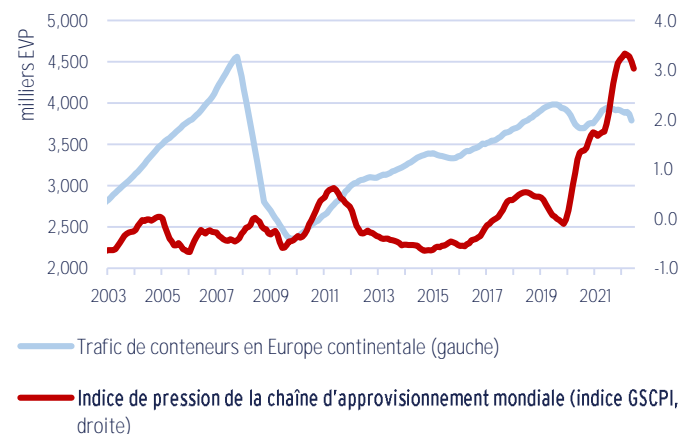
LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE*, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE**



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

** Allemagne, France, RU, Pologne, Pays-Bas, Rép. Tch., Italie, Espagne, Belgique
* Absorption nette = évolution du parc occupé

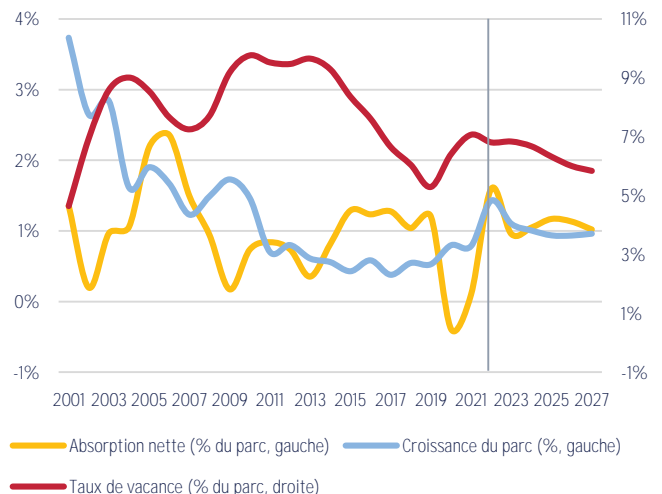
INDICE DE TENSION DE LA CHÂÎNE D'APPROVISIONNEMENT (GSCPI) ET TRAFIC DE CONTENEURS EN EUROPE CONTINENTALE* (MILLIERS D'EVP**, MOYENNE ANNUELLE GLISSANTE)



Sources : ISL, NY FED, AEW Recherche & Stratégie

* Hors Russie
** EVP : équivalent vingt pieds

BUREAUX : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE*



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

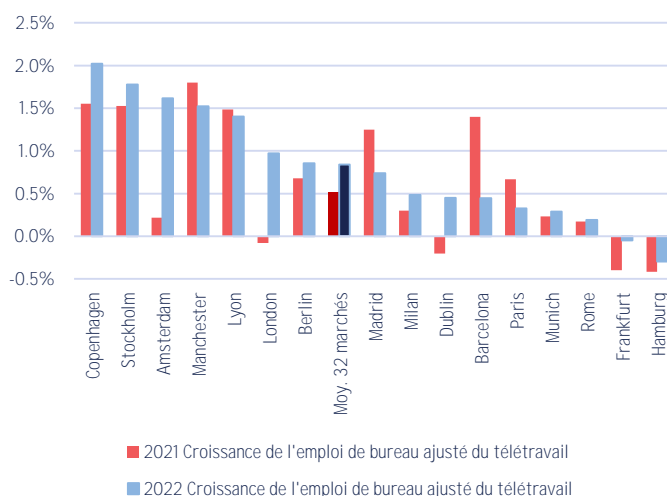
* 30 marchés pour le parc: hors villes régionales au RU et Stockholm pour le taux de vacance et l'absorption nette

PANORAMA DE MARCHÉ – COMMERCE : STABILISATION DES VENTES EN MAGASIN PHYSIQUE

L'IMPACT DU TÉLÉTRAVAIL PLUS ATTÉNUÉ QUE PRÉVU

- Selon les prévisions, 35,5% des employés travaillant dans un bureau en Europe télétravailleraient d'ici 2026. En comparaison, la proportion était de 27,5% avant la pandémie et avait bondi à 66,4 % au plus fort de la pandémie, en juillet 2020.
- L'impact des modes de travail hybride, avec le télétravail, est moins important que prévu. L'ajustement est notamment dû à l'amélioration dans nos estimations de croissance future de l'emploi de bureau, ajustées de l'impact du télétravail, passant de 0,5% par an dans notre précédente estimation à 0,8 % par an sur 32 marchés, ce qui reste toujours modéré.
- La croissance annualisée de l'emploi de bureau pour 2022-2026, ajustée de l'impact du télétravail, indique les meilleures améliorations à Londres, Amsterdam et La Haye, par rapport aux dernières prévisions.
- À l'inverse, les marchés allemands obtiennent des résultats inférieurs à la moyenne et Barcelone et Paris affichent une dégradation des perspectives de croissance de l'emploi de bureau.

CREISSANCE DE L'EMPLOI DE BUREAU AJUSTÉE DE L'IMPACT DU TÉLÉTRAVAIL DANS UNE SÉLECTION DE MARCHÉS (-% ANNUEL) 2022-2026*

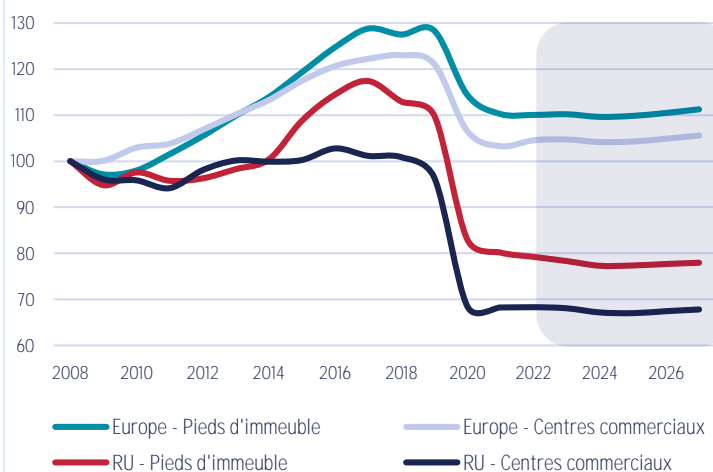


Sources : Oxford Economics, Urbanite, Eurostat, AEW Recherche & Stratégie
* Les estimations de 2021 s'appliquent la période 2021-2025

LES LOYERS PRIME DES COMMERCES SE STABILISENT

- La croissance des loyers en pied d'immeuble avait atteint 9 % par an entre 2012 et 2015, et 4 % pour les centres commerciaux, devant les bureaux et la logistique.
- Après 2018, les loyers en centres commerciaux, plus durement touchés par le commerce en ligne, ont entamé une baisse, avec des enseignes soucieuses de se concentrer sur la qualité des sites plutôt que sur l'expansion de leur réseau de magasins. Les artères de centre-ville ont mieux résisté, soutenues par les ouvertures ou les expansions de magasins dont les « flagships ».
- Les fermetures pendant les confinements ont durement touché les loyers prime en 2020, tant pour les pieds d'immeuble (-16%) que pour les centres commerciaux (-20%).
- Les revenus des enseignes ont chuté en 2020 contraignant à une consolidation des réseaux et à des fermetures. Mais depuis la levée des confinements et les réouvertures, les taux de recouvrement de loyers sont progressivement revenus à la normale.
- Les loyers économiques devraient cependant refléter l'importance des mesures d'accompagnement dans certains secteurs, d'autant plus avec la récession à venir.

CREISSANCE DES LOYERS PRIME EN PIEDS D'IMMEUBLE ET CENTRES COMMERCIAUX (2008 = 100)

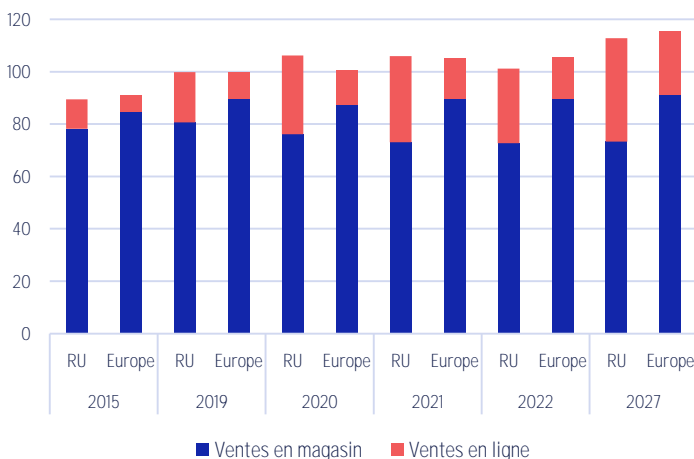


Sources : CBRE and AEW Recherche & Stratégie

LES VENTES EN MAGASIN SE STABILISERAIENT D'ICI 2027

- Les ventes au détail en prix constant devraient ralentir fortement en 2022 par rapport à 2021 au Royaume-Uni (-4,5%) et en Europe continentale (+0,2%), l'inflation pesant sur le pouvoir d'achat des ménages. La situation devrait se prolonger en 2023 avant une reprise en 2024. Sur les cinq prochaines années, la croissance des ventes au détail en prix constant devrait atteindre 2,2% par an au Royaume-Uni et 1,8% par an en Europe continentale.
- La croissance est quasi-exclusivement du fait des ventes en ligne, qui devraient progresser en moyenne de 7% par an au Royaume-Uni et de 9 % par an en Europe continentale.
- La croissance des ventes en magasin devrait rester légèrement positive au Royaume-Uni (0,2% par an) et en Europe continentale (0,3% par an) au cours des cinq prochaines années.

VENTES AU DÉTAIL EN PRIX CONSTANTS PAR FORMAT (EN LIGNE/PHYSIQUE), RU VS. EUROPE CONTINENTALE (2019=100)



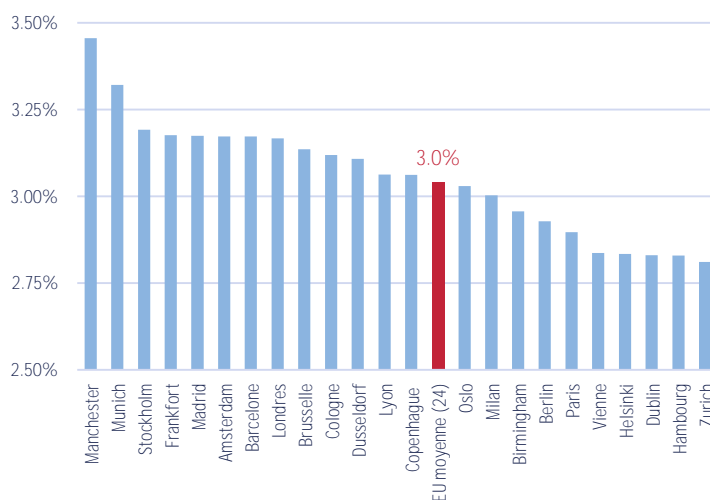
Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

PANORAMA DE MARCHÉ – PLUS FORTES CROISSANCES DE LOYER EN RÉSIDENTIEL ET LOGISTIQUE

3% DE CROISSANCE ANNUELLE DES LOYERS RÉSIDENTIELS

- Nos prévisions concernent le marché résidentiel du neuf, généralement non affectés par les mécanismes de plafonnement des loyers.
- La croissance des loyers prime résidentiels devrait désormais atteindre 3 % par an pour la période 2023-27 dans le scénario central, (contre 2,6% par an précédemment), restant supérieur à l'inflation prévue de 1,8% pour la même période, mais légèrement inférieur aux 3,5% par an enregistrés en moyenne au cours des cinq dernières années.
- Aucune tendance se dégage dans la hiérarchie des marchés, entre grandes et moyennes agglomérations. Idem en termes géographiques, soulignant la pertinence d'une analyse locale.

CROISSANCE DES LOYERS PRIME EN RÉSIDENTIEL (% ANNUEL) - 2023-2027



Sources : Catella et AEW Recherche & Stratégie

LES PERMIS DE CONSTRUIRE LIMITENT L'OFFRE

- Malgré un relatif rebond post-Covid, le nombre de permis de construire en résidentiel déposés dans l'UE27 est resté faible en 2022.
- Avec les récentes augmentations des coûts de financement et de construction, les autorisations ne se traduiraient pas forcément par des démarrages de chantier. L'impact sur la rentabilité des promoteurs pourraient les inciter à retarder, voire annuler des projets, notamment sur les marchés où les loyers sont plafonnés.
- En termes géographiques, l'Espagne et l'Italie ont connu un rebond des autorisations de permis l'année précédente, tandis que le Danemark, les Pays-Bas et la Suède ont enregistré une baisse.
- En conséquence, la tension devrait s'amplifier dans les marchés tendus où l'offre est déjà limitée.

UE27 - INDICE DES PERMIS DE CONSTRUIRE EN RÉSIDENTIEL

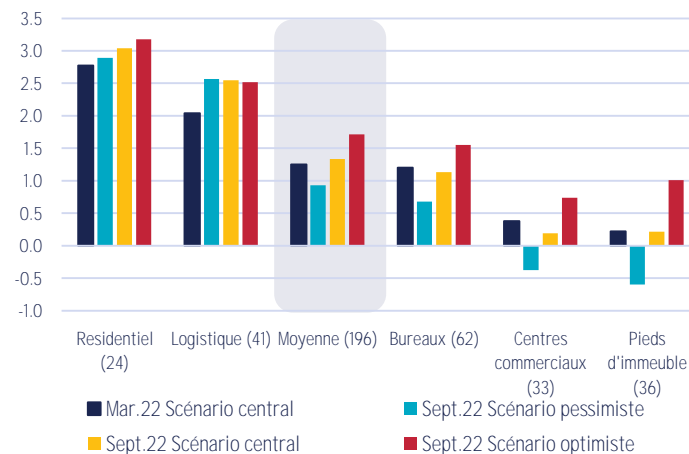


Sources : Eurostat et AEW Recherche & Stratégie

UNE CROISSANCE MODÉRÉE DES LOYERS À VENIR

- Nos prévisions de croissance des loyers prime à 1,3% en moyenne par an restent pratiquement inchangées par rapport à notre scénario central de mars et continuent de mettre en évidence la résilience des secteurs résidentiel et de la logistique.
- La croissance des loyers attendue dans le secteur de la logistique est remontée à un peu plus de 2,5% par an au cours des cinq prochaines années. Cependant, les loyers du marché résidentiel conservent la première place avec une croissance annuelle attendue de 3% au cours des cinq années à venir.
- Avec la reprise attendue des ventes en ligne, nos prévisions en commerce restent en adéquation avec nos prévisions de mi-année.
- La croissance attendue des loyers varie entre 0,9% et 1,7% par an dans nos trois scénarios, toutes typologies confondues.
- En commerces, nos prévisions de croissances des loyers à cinq ans montrent toujours une croissance positive pour les pieds d'immeuble et les centres commerciaux (mais en baisse pour ces derniers par rapport aux prévisions précédentes).
- Cependant, les renégociations de baux en commerce pendant la pandémie devraient avoir conduit à des loyers plus soutenables pour les enseignes.

CROISSANCE DES LOYERS PRIME ATTENDUE EN EUROPE PAR TYPOLOGIE AU COURS DES CINQ PROCHAINES ANNÉES (2023-27, %, PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

PANORAMA DE MARCHÉ – L'INVESTISSEMENT RALENTIT AVEC L'AJUSTEMENT DES TAUX DE RENDEMENT

RALENTISSEMENT APRÈS UN PREMIER SEMESTRE 2022 SOLIDE

- Après le record de 2021 de 350 milliards d'euros investis en immobilier européen, nous prévoyons un atterrissage à fin 2022 à 260 milliards d'euros (218 milliards d'euros investis au cours des trois premiers trimestres) et des volumes moindres en 2023.
- Avec des coûts de financement plus chers et les incertitudes sur l'ampleur et la rapidité de la correction des prix, beaucoup d'actifs ont été retirés du marché et les investisseurs restent attentistes.
- Le volume des transactions en cours de signature avait déjà diminué depuis le T1 et, à 18 milliards d'euros à fin septembre, sont à leur point le plus bas depuis 2013 au troisième trimestre.
- Les ventes forcées sont encore limitées mais devraient augmenter l'année prochaine quand le financement s'avèrera plus difficile pour certaines foncières, promoteurs ou fonds.

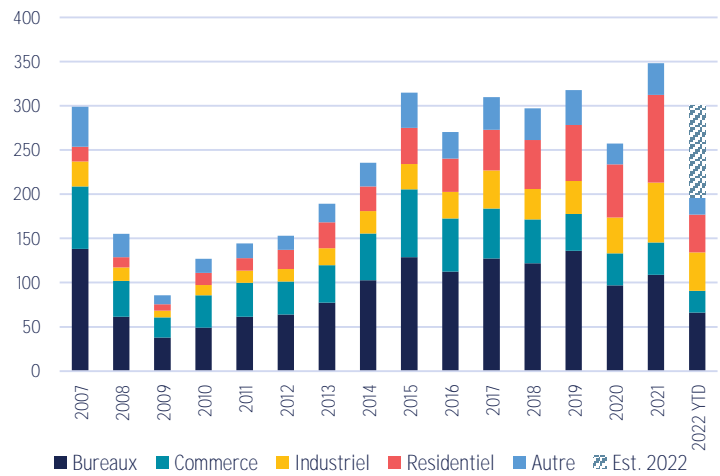
LES TAUX DE RENDEMENT PRIME EN COURS DE DÉCOMPRESSION

- Les taux de rendement nets initiaux prime se sont décompressés pour toutes les typologies d'immobilier en 2022, affectés par la hausse des taux swap et du coût total de la dette.
- L'inflexion est la plus marquée en logistique, où les taux prime sont remontés de 50 pdb depuis le début de l'année, tandis que les autres secteurs ont augmenté de 30 à 40 pdb en moyenne.
- En cumul, la décompression des taux de rendement prime depuis 2018 atteint plus de 150 pdb pour les centres commerciaux, et 80 pb pour les pieds d'immeuble.
- La correction déjà amorcée en commerces depuis quatre ans limite la décompression des taux de rendements à 30-40 pdb au cours des cinq prochaines années.
- Pour les autres typologies, la décompression devrait varier de 40 à 60 pdb sur cinq ans, reflétant la hausse des taux souverains et des coûts d'emprunt.

LES RENDEMENTS GLOBAUX ATTENDUS PÉNALISÉS PAR LA DÉCOMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT

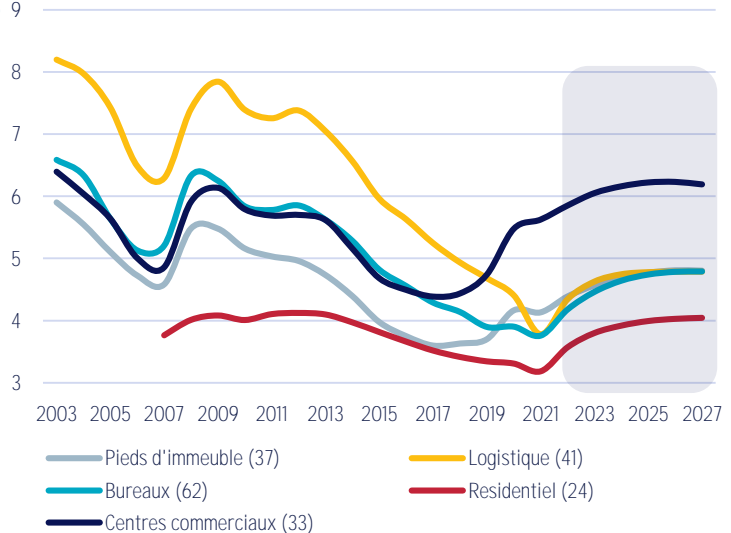
- La remontée prévue des taux de rendement dégrade les prévisions de rendements globaux pour toutes les typologies en passant en moyenne de 4,7% par an dans nos prévisions d'il y a six mois à 4,0% par an pour la même période de prévisions 2023-2027.
- La logistique devrait afficher les rendements globaux les plus élevés, à 5,4% par an au cours des cinq prochaines années, en raison de la solide croissance des loyers toujours attendue.
- Les centres commerciaux prime ont glissé à la seconde place avec des rendements globaux attendus à 5,1 % par an, partant de niveaux de taux de rendement initiaux plus hauts mais avec des projections de croissance de loyers faibles.
- Les prévisions de rendements globaux sont basées sur les valeurs locatives prime de marché et ne tiennent pas compte du revenu locatif tirés de l'indexation des loyers ou de la réversion des valeurs locatives.
- Notre scénario pessimiste estime des rendements globaux inférieurs à 3 % par an en moyenne au cours des cinq prochaines années, principalement en raison d'une décompression des taux de rendement plus forte.

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



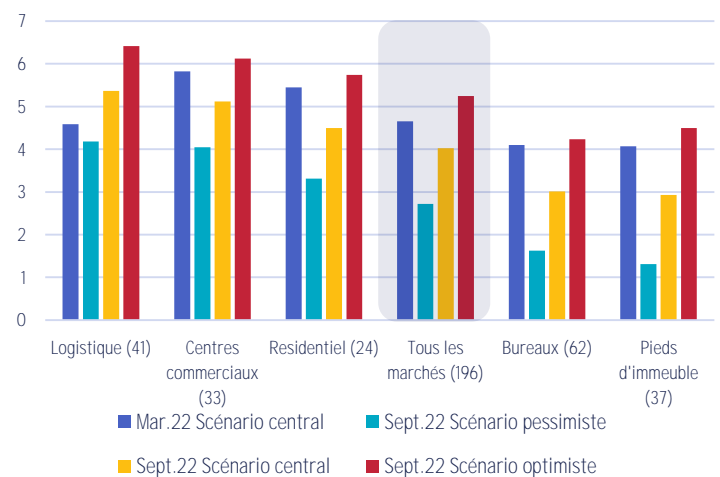
Sources : RCA et AEW Recherche & Stratégie

TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS PRIME - SCÉNARIO CENTRAL (%)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS GLOBAUX ANNUALISÉS EN EUROPE (2023-27, %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

PANORAMA DE MARCHÉ – LA CROISSANCE DES LOYERS COMPENSE EN PARTIE LA REMONTÉE DES TAUX

UN CYCLE DIFFICILE À MODÉLISER

- La croissance en capital devrait être négative jusqu'en 2025 avec une dépréciation cumulée de -12 % dans le scénario central.
- Rétrospectivement, pendant la crise financière mondiale, la dépréciation a été plus brutale, avec une perte cumulée de -20 % en deux ans (2008-2009).
- Cependant, le rebond des valeurs après la crise a été très forte, avec +7% en 2010.
- Nos modèles de prévisions n'anticipent pas de rebond significatif pour la période 2023-25 mais ils prévoient également une correction très progressive des valeurs.
- Il reste difficile de prévoir précisément le timing et l'ampleur de ce ralentissement cyclique. Néanmoins, nous estimons que nos prévisions sont cohérentes compte tenu du contexte actuel.

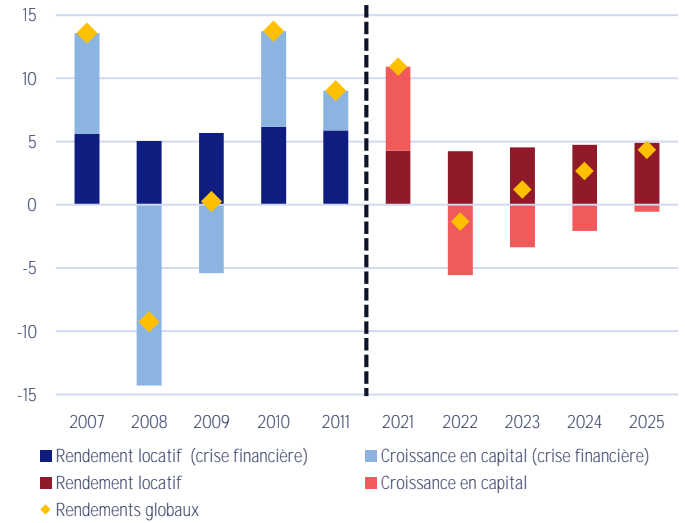
LES VALEURS EN LOGISTIQUE ET RÉSIDENTIEL RÉSISTENT

- L'analyse en détail des rendements globaux montre la performance différente des composantes suivant les typologies.
- La logistique et le résidentiel se distinguent par une croissance positive de la valeur en capital au cours des cinq prochaines années.
- En revanche, les rendements globaux en commerce et en bureau subissent l'impact négatif de la baisse des valeurs vénale, notamment en commerces de pied d'immeuble.
- Les projections de rendement locatif dans le scénario central varient également tout en restant relativement stables, avec les centres commerciaux qui devraient surperformer.

LA BAISSÉ DES TAUX EN PARTIE COMPENSÉE PAR LA HAUSSE DES LOYERS

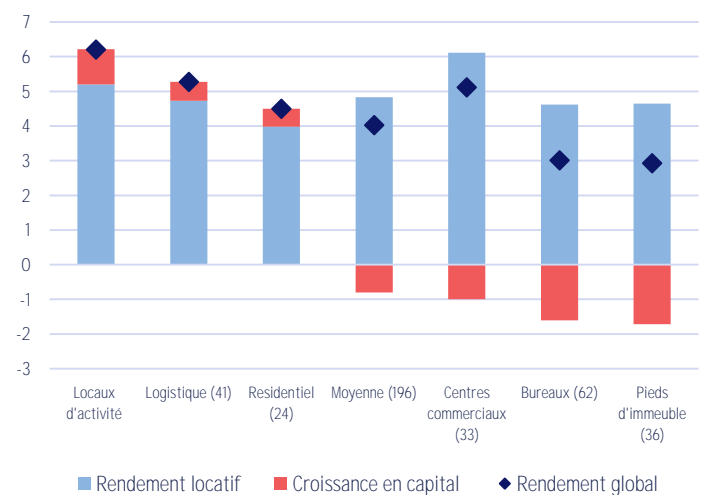
- Comme mentionné, la forte croissance des loyers dans les secteurs de la logistique et du résidentiel compense la décompression des taux de rendement et induit une croissance en capital positive.
- En revanche, les bureaux et les commerces ne parviennent pas à enregistrer une croissance suffisante des loyers pour compenser l'augmentation des taux de rendement.
- Cependant, la durée de la décompression joue un rôle: les taux en commerce de pied d'immeuble et en centres commerciaux s'étant déjà corrigés ces dernières années, leur correction supplémentaire à la hausse est moindre par rapport à celle des bureaux.
- Pour les bureaux, dont les taux n'avaient pas décompressé avant 2023, la baisse des valeurs vénale devrait être plus marquée.

DÉCOMPOSITION DES RENDEMENTS GLOBAUX MOYENS EN EUROPE (HISTORIQUES & PRÉVISIONS, % PAR AN)



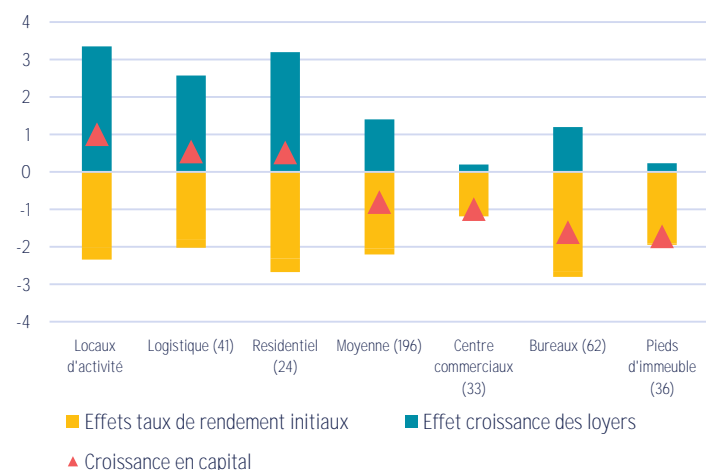
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS GLOBAUX, RENDEMENTS LOCATIFS ET CROISSANCES EN CAPITAL ANNUALISÉS PAR TYPOLOGIE (2023-27, %)



Source : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE EN CAPITAL PAR TYPOLOGIE (2023-27, %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie

PANORAMA DE MARCHÉ – LA PROBLÉMATIQUE DU REFINANCEMENT

LES DÉPRÉCIATIONS DÉCLENCHENT UNE PROBLÉMATIQUE DE REFINANCEMENT

- Les dépréciations cumulées peuvent se révéler problématiques, provoquant un défaut de ratio LTV ou un refinancement plus compliqué à maturité.
- Les pertes en capital varient suivant les typologies immobilières et selon les scénarios. Les baisses dans le scénario pessimiste se rapprochent de celles constatées après la crise financière mondiale.
- Les valeurs en commerce s'étaient déjà corrigées de 30% entre 2018 et 2021 sur les 69 segments de commerce couverts, ce qui n'a pas été le cas pour les bureaux et la logistique. Pour le commerce, la dépréciation cumulée sur 2018-2023 atteint 43%.
- Pour mesurer l'ampleur du déficit de refinancement, nous estimons la dépréciation des valeurs mais aussi la date d'origination et le montant annuel des investissements par typologie.
- En partant de l'hypothèse d'une maturité de la dette à cinq ans, les prêts arrivant à échéance en 2023 auraient été contractés en 2018.

DES RATIOS LTV PLUS FAIBLES

- Outre les dépréciations, les prêteurs pourraient être enclins à financer à un ratio de LTV plus faible.
- Les derniers résultats de l'indice de sentiment CREFC LTV indiquent que les prêteurs (sénior) pourraient réduire le ratio de LTV autour de 45-50%, niveau que nous adoptons dans nos hypothèses.

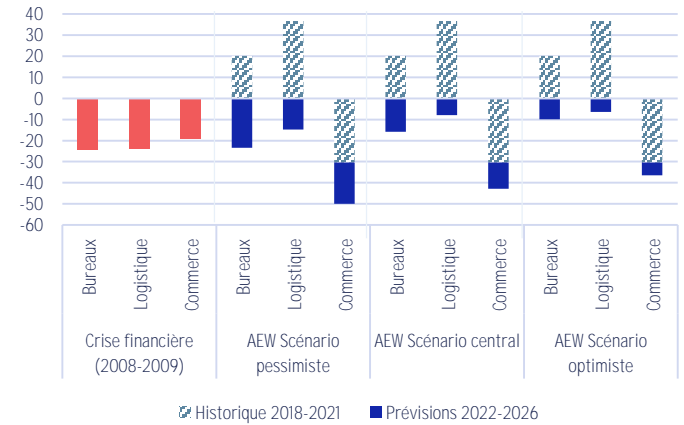
A titre d'exemple, le déficit de financement pour les prêts émis en 2018 au Royaume-Uni et sécurisés par un collatéral en commerces :

- ✓ Les acquisitions en capitaux propres sont déduites des volumes d'investissement (17% des transactions en commerce au RU en 2018).
- ✓ La LTV moyenne de marché en 2018 est appliquée (60% pour du commerce au RU selon nos bases)
- ✓ Les prévisions d'évolution de valeur en capital pour le commerce au RU anticipent une baisse de 50% sur cinq ans entre 2018 et 2023.
- ✓ Les nouveaux financements disponibles sont estimés à 50% de LTV de la nouvelle valeur.
- ✓ Des capitaux propres supplémentaires (ou de la dette junior) est nécessaire pour éviter un défaut de paiement : la barre rouge du graphe qui correspond au déficit de financement.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ESTIMÉ À 24 MILLIARDS D'EUROS POUR 2023-25

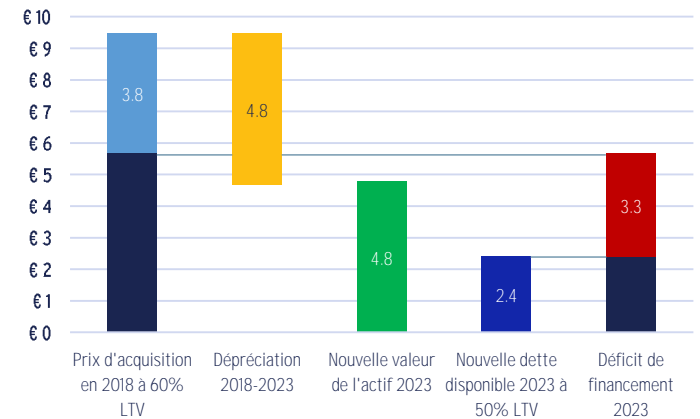
- En appliquant l'approche aux cinq principaux marchés en Europe, le déficit de financement est estimé à 24,2 milliards d'euros pour les trois prochaines années, l'équivalent de 9% des volumes investis ces trois dernières années.
- Plus de la moitié de cet écart est lié à de la dette britannique (12,8 mds €) suivi par l'Allemagne (6,2 mds €) et la France (5,1 mds €). Les commerces constituent près de 60% du déficit (14,3 mds €) suivi par le bureau avec 8 mds € et le résidentiel avec 1,9 mds €.
- Les 11 mds € de déficit au R.U. sont loin des 30 mds estimés en septembre 2020 et encore davantage des 70 mds £ manquants après la crise financière mondiale.
- Le déficit moindre pour 2023-2025 s'explique par une réglementation plus stricte et des ratios de LTV plus modérés. D'autre part, la baisse des valeurs en capital devrait être moins brutale que pendant la crise financière mondiale.
- Nos prévisions de croissance des loyers et de taux ne prennent pas explicitement le déficit de financement en compte.

PERTES EN CAPITAL CUMULÉES PAR TYPOLOGIE (% , CRISE FINANCIÈRE MONDIALE & PRÉVISIONS DU 1T 2022 AU 2T 2026)



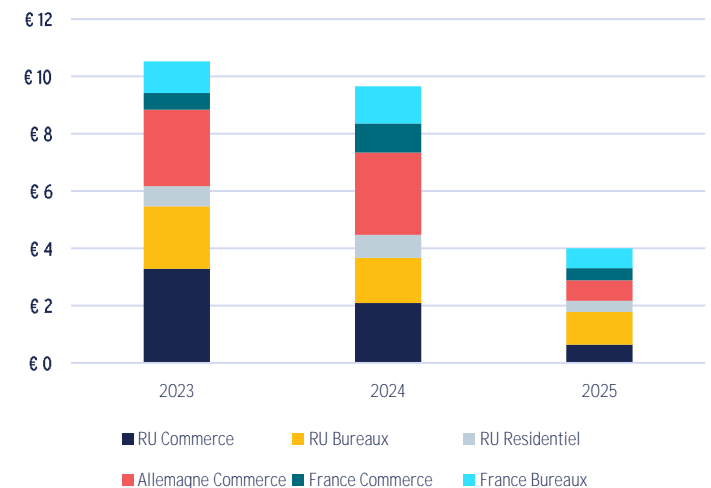
Sources : CBRE and AEW Recherche & Stratégie

ESTIMATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT POUR LES PRÊTS GARANTIS POUR DU COMMERCE AU RU EN MRD EUR (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = CAPITAUX PROPRES, ORANGE = DÉPRÉCIATION, VERT = VALEUR DE L'ACTIF, ROUGE = DÉFICIT DE FINANCEMENT)



Sources : AEW Recherche & Stratégie

DÉFICIT DE FINANCEMENT DANS UNE SÉLECTION DE MARCHÉS EN MRDS EUR



Sources : AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : 30% DES MARCHÉS ATTEIGNENT LE RENDEMENT EXIGÉ

ÉCART MOYEN INSUFFISANT FACE AUX RISQUES

- Nous comparons le rendement attendu et le rendement exigé sur les cinq prochaines années.
- Le rendement attendu atteint 408 pdb en moyenne sur les 168 segments de marchés couverts en Europe (contre 565 pdb l'année dernière), et le rendement exigé s'élève à 686 pdb (soit près du double des 345 pdb précédemment) soit un écart négatif de 278 pdb, alors qu'il restait positif auparavant.
- Suite à la remontée des taux souverains, le taux sans risque représente désormais la plus grande partie du rendement exigé, les autres primes de risque restant stables.
- En moyenne, il ressort que les investisseurs ne sont actuellement pas compensés des risques associés à des investissements en immobilier en moyenne en Europe. Cependant, certains marchés demeurent attractifs ou neutres.

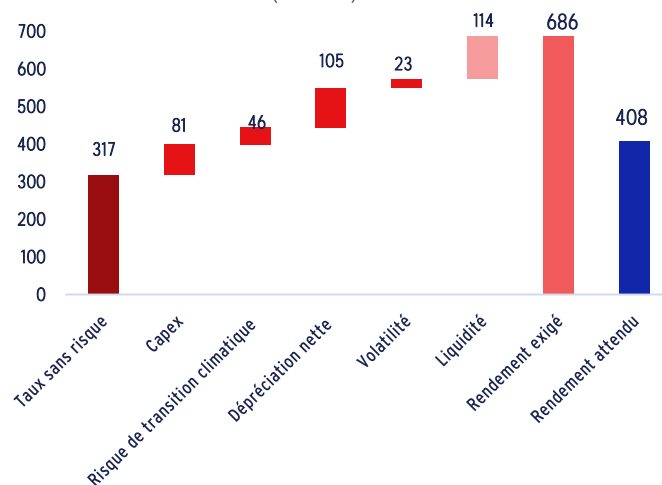
LA HAUSSE DES TAUX SOUVERAINS CHANGE LA DONNE

- La différence entre les résultats de cette analyse cette année par rapport à l'année précédente est spectaculaire. L'année dernière, l'écart positif de 190 pdb comparait un rendement attendu à 6,1% à un rendement exigé de 4,2%.
- La remontée des taux souverains de 270 pdb dans les 20 pays européens a joué sur les deux plans, en défaveur du rendement attendu et en faveur du rendement exigé, en provoquant une hausse à venir des taux de rendement immobiliers.
- En résumé, les investisseurs immobiliers sont confrontés à un environnement de marché plus difficile, reflétant avec un temps de retard la situation sur les marchés boursiers et obligataires.
- Mais dans la mesure où les taux souverains et les taux de rendement immobiliers devraient se stabiliser d'ici fin 2024, le rendement attendu et le rendement exigé reviennent à un équilibre plus favorable à partir de 2025.

LE ROYAUME-UNI RESTE LE MARCHÉ LE PLUS ATTRACTIF

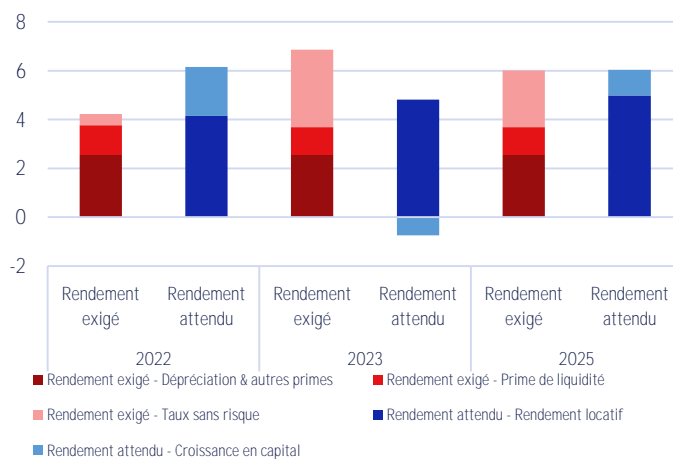
- Sur les 168 marchés couverts, 52 marchés sont classés comme neutres (47) ou attractifs (5). Cela signifie que les investisseurs peuvent atteindre le rendement exigé dans plus de 30% des marchés européens.
- Les différences sont importantes géographiquement, le Royaume-Uni et le Benelux incluant une part de marchés neutres et attractifs supérieure à la moyenne.
- Le Royaume-Uni était déjà le marché le plus attractif l'année dernière, du fait de taux souverains et de taux de rendement immobiliers qui n'avaient pas compressé autant que dans le reste de l'Europe, suite au Brexit et aux hausses de taux de la Banque d'Angleterre, qui a précédé celles de la BCE.
- L'Europe centrale, la France et les pays nordiques ont le moins de marchés neutres ou attractifs, tandis que le Sud de l'Europe et l'Allemagne sont proches de la moyenne européenne.
- Le diagramme de dispersion illustre plus précisément le comportement de chaque marché.
- Si 70% des marchés prime sont devenus moins attractifs, il existe toujours des opportunités attractives au sein de chaque marché.

RENDEMENT EXIGÉ VS RENDEMENT ATTENDU EN PDB - MOYENNE TOUS SECTEURS POUR 168 MARCHÉS EN EUROPE (2023-27)



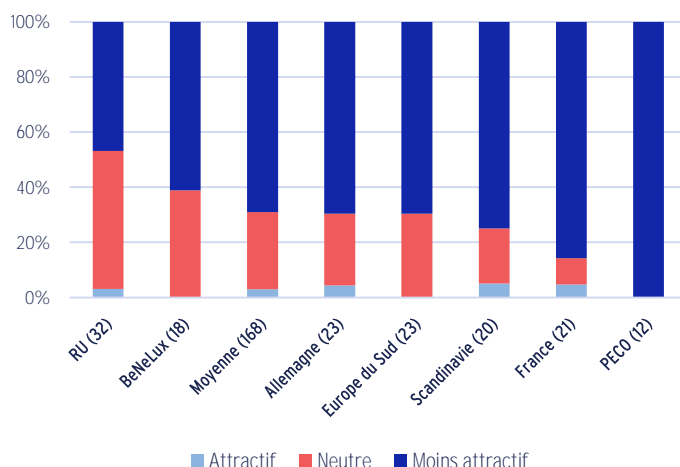
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

ÉVOLUTION DE L'ÉCART ENTRE RENDEMENTS EXIGÉS VS RENDEMENTS ATTENDUS, TOUS SECTEURS EN EUROPE - 2022 VS 2023 & 2025 SCÉNARIO CENTRAL, %



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

% DE MARCHÉS SELON L'ATTRACTIVITÉ PAR PAYS- SCÉNARIO CENTRAL 2023-27



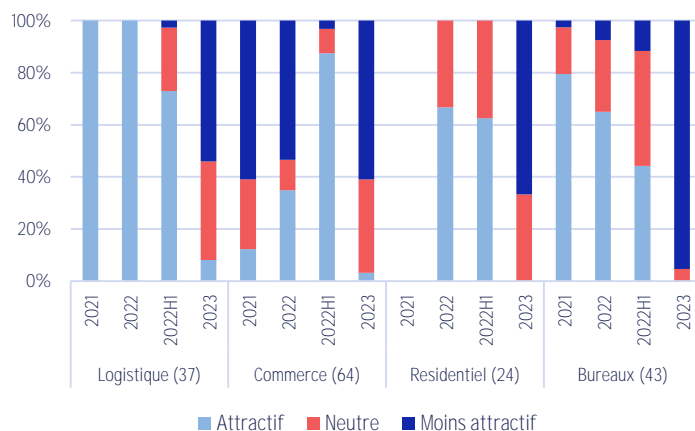
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : LA LOGISTIQUE EST LE SECTEUR LE PLUS ATTRACTIF

LA LOGISTIQUE DEVIENT LE SECTEUR LE PLUS ATTRACTIF

- Les résultats de l'analyse par typologie confirment les évolutions dans le temps dans le scénario central.
- Avec 17 des 47 marchés couverts jugés attractifs ou neutres, la logistique arrive en tête. Les commerces bénéficient de la décompression des taux prime déjà actée avec 24 marchés attractifs ou neutres sur 63 marchés, laissant une marge de sélection.
- Le bureaux est le secteur le plus affecté, tous les marchés sont concernés, à l'exception de deux d'entre eux. Ceci est dû à la baisse des prévisions de croissance des loyers et à l'augmentation attendue des taux de rendement.
- En dehors des bureaux, le changement de la classification des marchés résidentiels de l'année dernière confirme à nouveau le revirement de situation. On compte encore 8 marchés résidentiels neutres dans le scénario central actuel.

% DE MARCHÉS PAR ATTRACTIVITÉ (SCÉNARIO CENTRAL ACTUEL VS PRÉCÉDENTS)

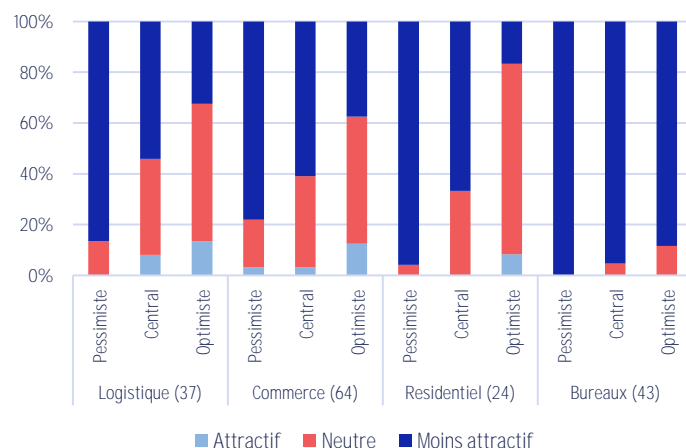


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

LE SECTEUR DES BUREAUX EST LE PLUS AFFECTÉ

- Les différences entre scénarios central, pessimiste et optimiste sont similaires par typologie.
- Dans le scénario pessimiste, les taux souverains et taux de rendement immobiliers plus élevés sont dégradés par une récession économique plus longue ralentissant la croissance des loyers. Le scénario optimiste envisage au contraire une croissance des valeurs locatives plus forte.
- La croissance en capital et les rendements globaux sont davantage affectés par la décompression des taux alors que les variations du PIB influent dans une moindre mesure sur la croissance des loyers.
- Avec les taux de rendement les plus bas, le résidentiel subit sans surprise le plus de changement quand on compare les écarts de taux entre les deux scénarios, pessimiste et optimiste.
- On constate en revanche que les différents scénarios ne changent pas significativement l'attractivité des bureaux.

% DE MARCHÉS PAR ATTRACTIVITÉ (SCENARIOS ACTUELS)

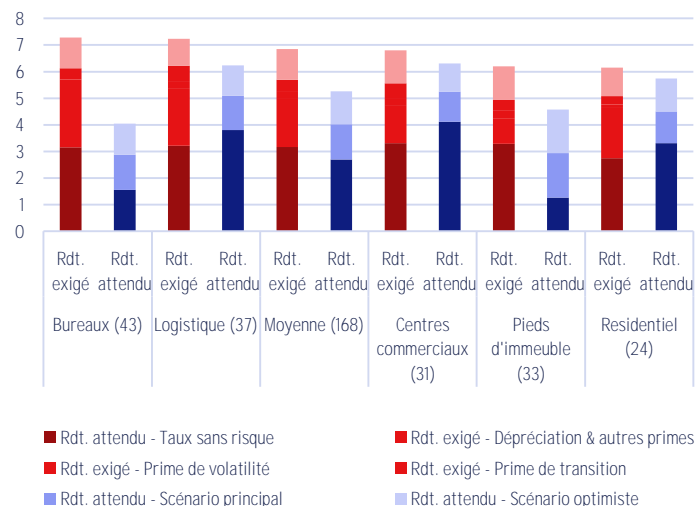


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

LE RENDEMENT ATTENDU EN BUREAU EST LE PLUS ÉLOIGNÉ DU RENDEMENT EXIGÉ

- Les bureaux sont les moins réactifs aux changements de scénarios macroéconomiques car l'écart entre rendements attendu et exigé est le plus important de toutes les typologies de l'analyse, en comparaison du résidentiel et des centres commerciaux en particulier et, dans une mesure, de la logistique.
- Alors que les autres typologies bénéficient soit d'une meilleure croissance de loyers ou d'une moindre décompression des taux de rendement, les bureaux combinent un ralentissement de la croissance des loyers et une augmentation des taux de rendement plus marquée.
- D'autre part, la prime de dépréciation est plus élevée en bureau du fait des investissements plus importants à faire pour la mise aux normes énergétiques et l'adaptation au mode de travail hybride.
- À noter qu'une part importante des marchés logistiques incluent des marchés d'Europe centrale et du sud, ce qui pousse le rendement attendu à la baisse et le rendement exigé à la hausse.
- En outre nos moyennes par typologies sont non pondérées.

RENDEMENTS EXIGÉS VS RENDEMENTS ATTENDUS PAR TYPOLOGIE, %

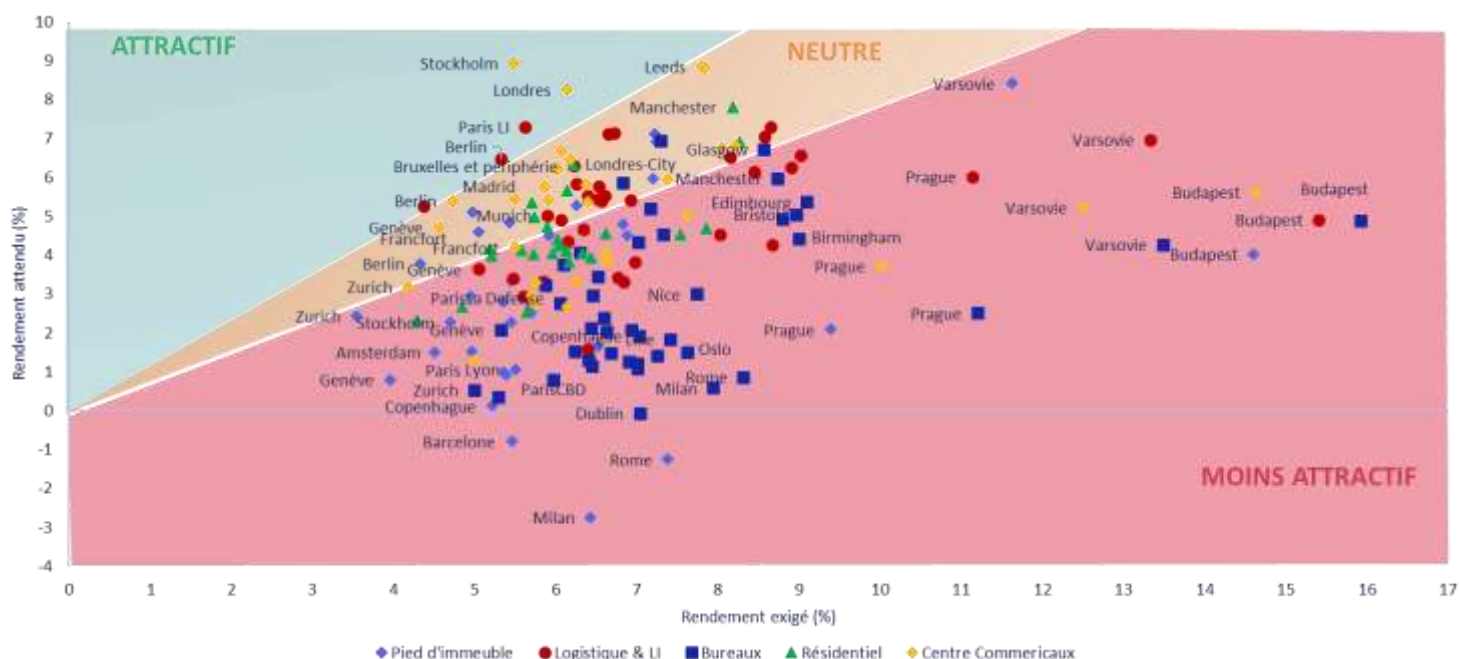


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE (SCÉNARIO CENTRAL) - 168 MARCHÉS PRIME

- Le graphique en nuage de points se lit ainsi : le rendement exigé sur les cinq prochaines années est représenté sur l'axe des abscisses et le rendement attendu sur l'axe des ordonnées.
- Les marchés dans la zone bleue présentent un rendement attendu prime suffisamment supérieur au rendement exigé prime pour être considérés attractifs. Les marchés dans la zone rouge sont classés comme moins attractifs, le rendement attendu n'atteignant pas le rendement exigé.
- Le fond orange représente une fourchette de 20 % de différence entre les deux rendements, n'indiquant pas de manière décisive si les marchés sont attractifs ou non, et donc considérés comme neutres.
- Comme l'année dernière, notre échantillon se compose de 168 marchés de cinq typologies immobilières. Comme souligné ci-dessus, le nuage de points confirme la vulnérabilité de la plupart des marchés, la majorité des marchés se situant dans la zone la moins attractive.
- Cinq marchés sont jugés attractifs : la logistique urbaine et les locaux d'activités à Paris, la logistique à Berlin et Zurich et les centres commerciaux prime à Londres et Stockholm.
- Un nombre significatif de marchés logistiques et de centres commerciaux se situent dans la zone neutre, ainsi que des marchés résidentiels et des commerces de pied d'immeuble. Dans cette zone neutre, certains segments se rapprochent de la zone attractive, comme les centres commerciaux à Leeds ou la logistique à Bruxelles et à Zurich. Les autres marchés neutres incluent des marchés britanniques et allemands tels que le marché résidentiel à Manchester, les centres commerciaux à Munich et la logistique à Düsseldorf.
- Seuls deux marchés de bureaux britanniques se situent dans la catégorie neutre, les marchés du Grand Londres et la City.
- Les marchés des bureaux et des commerces de pied d'immeuble sont essentiellement présents dans la zone la moins attractive, tandis que le résidentiel et les centres commerciaux moins attractifs sont plus proches de la zone neutre, avec une majorité des marchés présentant encore des rendements attendus positifs.
- Comme l'année dernière, nous observons que les marchés en Europe centrale et en Italie semblent moins résilients, en raison principalement de taux souverains plus élevés qui poussent à la hausse le rendement exigé.

SCÉNARIO CENTRAL 2023-27 - RENDEMENT ATTENDU VS RENDEMENT EXIGÉ



À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 87,7 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2022. AEW compte plus de 800 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'investment management immobilier de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2022, AEW gère en Europe 39.7 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 450 collaborateurs répartis dans 10 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 21 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



IRÈNE FOSSÉ MSC
Director
Tel +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA
Associate
Tel +44 (0)78 8783 3872
alexey.zhukovskiy@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



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

CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



ALEX GRIFFITHS
Managing Director
Tel +44 (0)20 7016 4840
alex.griffiths@eu.aew.com



BIANCA KRAUS
Executive Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
Tel +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com

LONDON

AEW
33 Jermyn Street
London, SW1Y 6DN
UK

PARIS

AEW
43 avenue Pierre-Mendes France
75013 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.