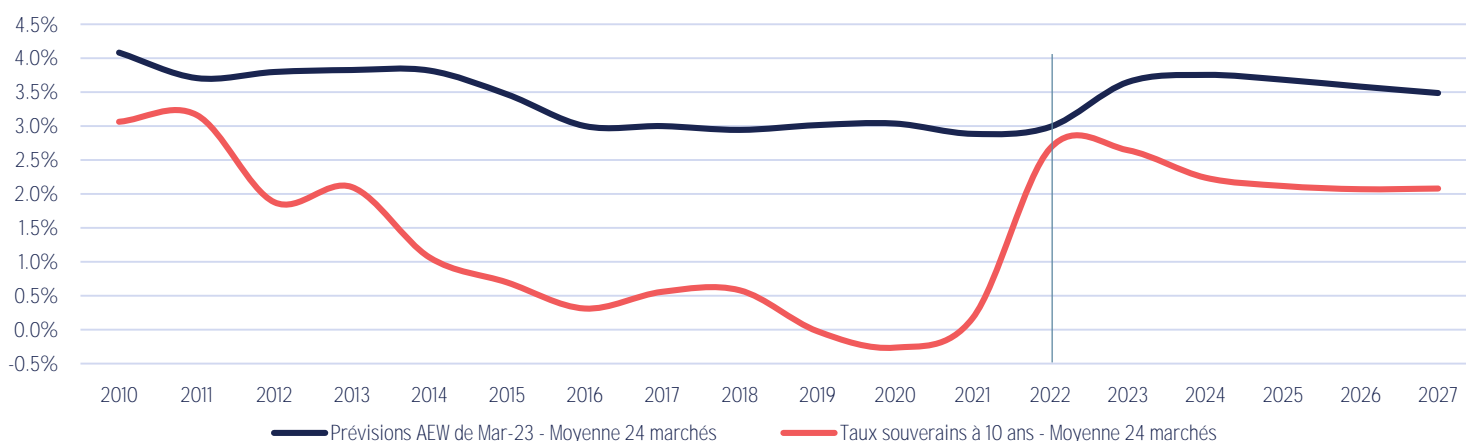


LE RÉSIDENTIEL RESTE DÉFENSIF DANS UN CONTEXTE DE TAUX D'INTÉRÊT ÉLEVÉS

- La hausse des taux d'intérêt des crédits hypothécaires, ainsi que le retour dans les villes post-Covid, accroît la demande de logements locatifs et intensifie encore le manque d'offre. Cette situation, combinée à la croissance du nombre de ménages, compense l'impact négatif de la faible croissance démographique en Europe.
- Les coûts de construction et de financement restent élevés, affaiblissant les marges des promoteurs, ce qui réduit l'offre neuve dans des marchés déjà tendus.
- Les réglementations environnementales s'appuyant sur les DPE devraient encore restreindre l'offre locative, et une valeur verte a commencé à émerger.
- Les marchés locatifs résidentiels européens devraient ainsi connaître une forte croissance des loyers au cours des cinq prochaines années. Nos dernières prévisions pour la croissance des loyers résidentiels 2023-27 s'établissent à environ 3 % par an, en ligne avec la logistique mais plus élevée que pour les bureaux et le commerce. Les plafonnements de loyer ou d'indexation récemment introduits pour protéger les locataires contre l'inflation devraient être temporaires et ne pas entraver la croissance à long terme des loyers.
- La demande des investisseurs pour le résidentiel devrait rester forte et les investissements devraient reprendre une fois que les attentes en terme de prix des acheteurs et des vendeurs se seront alignées. C'est particulièrement le cas des résidences étudiantes et seniors car elles offrent aux investisseurs les avantages d'un bail commercial monolocataire, de longue durée et triple net avec des taux de rendements supérieurs au résidentiel classique.
- En raison de la hausse des taux d'intérêt, certains refinancements pourraient s'avérer compliqués. Ce déficit de financement attendu est principalement induit par les contraintes sur l'ICR, en raison des faibles taux de rendement du secteur résidentiel.
- Les foncières cotées résidentielles se négocient avec une décote boursière par rapport à leur actif net réévalué en raison de leurs niveaux d'endettement supérieurs à la moyenne, ce qui pourrait en contraindre certaines à vendre des actifs pour rééquilibrer leur bilan malgré les solides fondamentaux du secteur.
- Les taux souverains ont chuté en raison des inquiétudes sur les banques. L'inflation a également commencé à ralentir et les nouvelles hausses de taux pourraient être moins importantes que prévu.
- Les taux de rendement en résidentiel devraient se décompresser encore de 50 pdb avant de se comprimer de nouveau dès 2024.
- En raison de fondamentaux solides en termes d'offre et de demande et des flux de revenus diversifiés et stables, l'immobilier résidentiel devrait continuer à constituer une alternative attractive aux obligations, même dans l'environnement actuel de taux d'intérêt plus élevés, du fait de son caractère défensif dans un portefeuille immobilier diversifié et de son potentiel de protection contre l'inflation.

Taux de rendement prime résidentiels (%) & taux souverains 10 ans (%) - Prévisions d'AEW de mars 2023



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

DES MARCHÉS RÉSIDENTIELS TENDUS, LA FAIBLE CROISSANCE DÉMOGRAPHIQUE ÉTANT COMPENSÉE PAR LA BAISSÉ DE L'OFFRE NEUVE

LA DEMANDE À COURT TERME STIMULÉE PAR LE RETOUR DANS LES VILLES

- La demande de logements s'est redressée en 2022 avec le retour progressif du travail en présentiel.
- La demande a également été tirée par l'accueil de 4,7 millions de réfugiés ukrainiens qui ont demandé le statut de protection temporaire dans l'UE en 2022. L'Allemagne et la Pologne ont accueilli chacune 1 million de réfugiés ukrainiens. Le conflit étant amené à se prolonger, les réfugiés sont susceptibles de s'installer dans le pays hôte et de louer un logement du parc privé.
- Un autre facteur est la croissance du nombre de ménages qui demeure forte, notamment dans les métropoles.
- Ces tendances soutiennent la demande en logements locatifs dans un contexte de croissance faible de la population en Europe, et de croissance démographique négative attendue en Allemagne, en Europe centrale et dans la majeure partie de l'Europe du Sud.

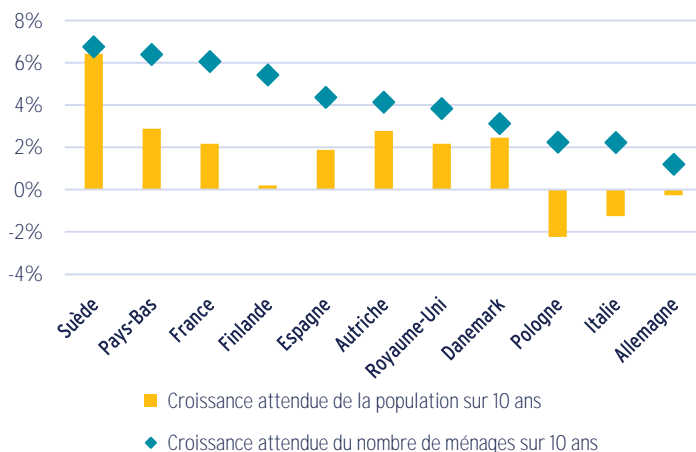
HAUSSE DES COÛTS DE CONSTRUCTION

- Sur le long terme, l'offre locative neuve dépend de la rentabilité des programmes des promoteurs, elle-même dépendante des prix du foncier, des coûts de construction et des prix de vente.
- À cet égard, il convient de noter que les coûts de construction des logements ont suivi la hausse de l'inflation depuis début 2020 et ont augmenté de 11 % sur un an en Europe au T3 2022.
- Des signes de ralentissement de la hausse des coûts de construction commencent néanmoins à apparaître depuis fin 2022.
- Les coûts de construction importants, combinés à un coût d'emprunt plus élevé, ont réduit les marges des promoteurs, limitant l'offre future, ce qui devrait préserver la valeur des actifs existants.
- Cela se traduit également par une hausse des prix pour les appartements neufs (par exemple, +5 % en France au T4 2022).
- Les coûts de construction élevés impactent aussi les dépenses de rénovation et par conséquent le revenu d'exploitation net et les rendements des promoteurs et des investisseurs.

BAISSE DES PERMIS DE CONSTRUIRE ET DES MISES EN CHANTIER

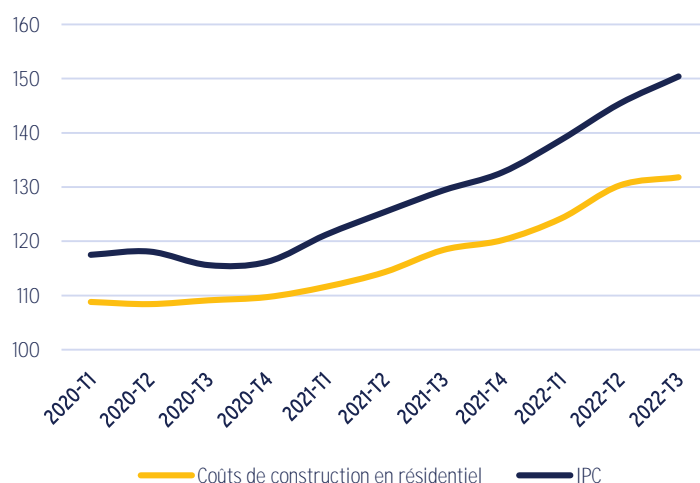
- Avec des conditions de financement plus strictes et de coûts de construction élevés, la production de logements a chuté en 2022, en particulier en Allemagne, mais aussi en Espagne et en Autriche.
- L'offre de logements neufs ne devrait pas se redresser à court terme, amplifiant la tension dans les villes où l'offre résidentielle est déjà limitée et favorisant la hausse des loyers.
- Le nombre de permis de construire déposés dans l'UE27 - un indicateur avancé des mises en chantier - a également fortement diminué en 2022.
- La rentabilité des promoteurs étant pénalisée par l'augmentation des coûts, ces autorisations pourraient ne pas se convertir en mises en chantier.
- Le nombre de permis de construire déposés est nettement en baisse en France, ainsi qu'au Danemark, en Irlande, en Finlande et en Suède.

Croissance attendue de la population et du nombre de ménages 2023-2032 (cumulée, %)



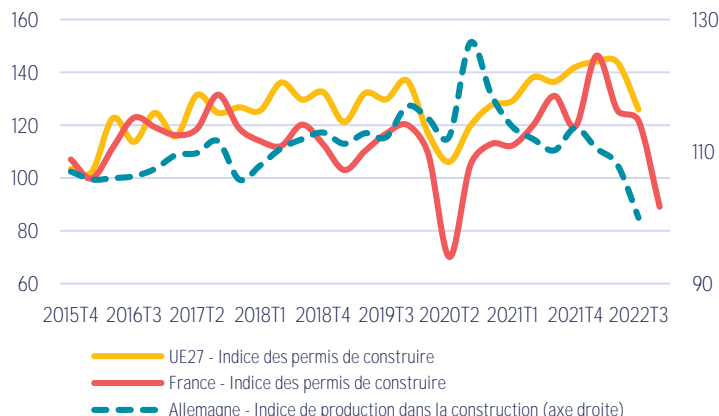
Sources : Oxford Economics, European Council, AEW Recherche & Stratégie

UE - Coûts de construction en résidentiel et inflation (IPC) - 2015 = 100



Sources : Eurostat, AEW Recherche & Stratégie

Indices des permis de construire et de production dans la construction de logements (axe de droite) - 2015 = 100



Sources : Eurostat, AEW Recherche & Stratégie.
L'indice de production de la construction reflète la valeur ajoutée mensuelle en volume du secteur de la construction (production brute déflatée ou apport de main-d'œuvre et de matières premières).

LA HAUSSE DES TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS SOUTIENT LE MARCHÉ LOCATIF

LA HAUSSE DES TAUX D'EMPRUNT EXERCE UNE PRESSION À LA BAISSÉ SUR LES PRIX

- Les taux d'emprunt bancaires usuels en zone euro ont significativement augmenté depuis début 2022 suite au relèvement des taux directeurs des banques centrales pour tenter de ramener l'inflation vers la cible des 2 %.
- Les taux d'intérêt des crédits hypothécaires ont presque atteint 3 % fin 2022 en moyenne dans la zone euro, un retour à leur niveau de 2013 et la hausse la plus rapide constatée à ce jour.
- Les taux d'emprunt au Royaume-Uni se situent au-dessus de ceux de la zone euro, en partie du fait de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre.
- Les taux britanniques ont fortement augmenté au cours de l'année écoulée, le taux moyen fixe à 5 ans pour un prêt immobilier financé à 75 % de LTV atteignant 5,0 % en décembre 2022, contre 1,3 % en septembre 21.
- Étant donné que davantage de ménages ne seront pas en mesure d'obtenir un prêt pour l'achat d'un logement dans les conditions actuelles, les prix de l'immobilier pourraient être orientés à la baisse tandis que le marché locatif privé pourrait bénéficier d'une demande supplémentaire.

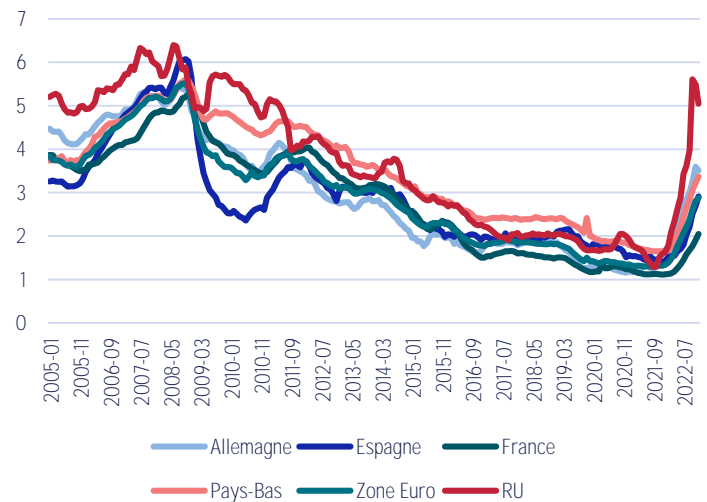
LES PRIX ORIENTÉS À LA BAISSÉ EN 2023

- La hausse des taux d'intérêt a entraîné un net ralentissement de la croissance des prix de l'immobilier résidentiel fin 2022 après une hausse de près de 10 % au T1 2022 dans la zone euro.
- Les différences sont importantes suivant les pays selon la structure des marchés du crédit.
- Les marchés avec une part plus élevée de taux d'intérêt variables, comme en Suède, ont connu un ralentissement plus rapide des prix avec une baisse de 11 % enregistrée au T4 2022 et des prévisions de baisse de 18 % en glissement annuel attendue début 2023.
- La plupart des marchés devraient connaître une baisse des prix en 2023, allant de -8 % au Royaume-Uni à -3 % en France.

DAVANTAGE DE VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS À TAUX VARIABLES OU À ÉCHÉANCES DE PRÊTS COURTES

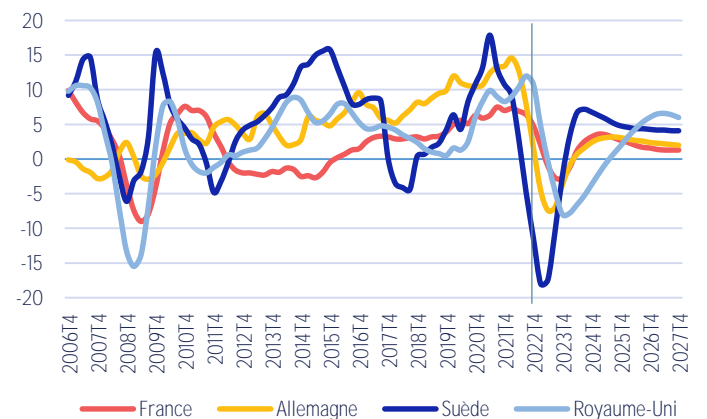
- La forte baisse des prix de l'immobilier résidentiel enregistrée au Royaume-Uni et en Suède au cours des derniers trimestres s'explique principalement par la part importante des taux d'emprunt variables (49 % en Suède) ou des prêts à échéance inférieure à 5 ans (83 % au Royaume-Uni) sur ces marchés, ce qui augmente la volatilité des prix.
- En effet, au Royaume-Uni, la plupart des emprunts immobiliers sont à taux fixe mais portent généralement sur 5 ans ou moins, ce qui est nettement plus court qu'en Europe continentale.
- À l'opposé, seuls 1,6 % des crédits sont signés à plus de 10 ans.
- Il est également important de noter que les prêts in fine - avec paiement des intérêts seuls - sont répandus dans certains pays, notamment en Suède, aux Pays-Bas et en Allemagne.
- Actuellement, de plus en plus de nouveaux prêts sont signés à taux fixes et avec des échéances plus longues.

Taux d'intérêt des crédits hypothécaires aux particuliers (%)



Sources : ECB, Bank of England, AEW Recherche & Stratégie

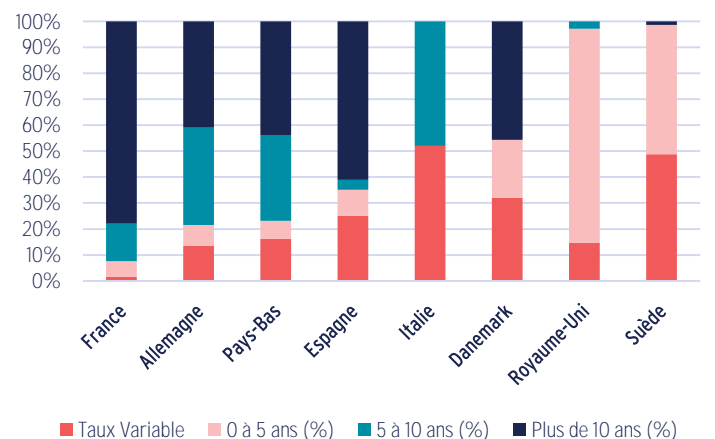
Croissance nominale des prix de l'immobilier résidentiel (par an, %)



Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

Composition de l'encours de prêts à l'habitat par type de prêt (à taux variable ou fixe) et par maturité

Allemagne, Pays-Bas et Espagne: production de nouveaux prêts seulement



Sources : OECD, ACPR, AEW Recherche & Stratégie

UNE CROISSANCE SOUTENUE DES LOYERS ATTENDUE

DES LOYERS EN HAUSSE DE PRÈS DE 10% APRÈS LA PANDÉMIE

- La croissance moyenne des loyers prime en Europe de 3,3 % sur 2018-2022 cache des disparités chronologiques.
- Après avoir chuté de 0,8 % en moyenne en Europe en 2020 pendant les confinements, les loyers résidentiels prime se sont redressés dès 2021 (+1,4 %).
- Mais la hausse s'est accélérée à 9,6 % en 2022.
- Ce rebond post-Covid des loyers prime a dépassé les 20 % à Varsovie (+47 %), Berlin, Barcelone et Amsterdam.
- Cela reflète le retour de la demande pour le parc privé locatif dans les villes après les confinements, la tension durable entre offre et demande dans ces marchés tendus, ainsi que les hausses récentes de l'inflation.

LE PLAFONNEMENT DES LOYERS MODÈRE L'INDEXATION DANS CERTAINS MARCHÉS

- La hausse de l'inflation ne s'est pas directement répercutée sur les loyers dans tous les marchés malgré les clauses d'indexation, en raison des plafonds de loyers ou d'indexation mis en place pour limiter l'impact de l'inflation sur les locataires.
- L'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas, la France et le Danemark ont tous mis en place des plafonnements temporaires, allant de 2 % en Espagne - la mesure la plus contraignante - à 4 % au Danemark.
- L'Angleterre et, de manière plus étonnante, l'Allemagne n'ont pas introduit de plafonnement au niveau national, malgré une inflation atteignant 7-8 %. Dans le cas de l'Allemagne, les révisions annuelles de loyers sont déjà très réglementées et protectrices des locataires.
- L'inflation a diminué dans la zone euro à 8,5 % en février, mais l'inflation sous-jacente a atteint un niveau record de 5,6 %. Il reste à voir si les autorités prolongeront ces plafonds temporaires, qui devaient initialement durer un ou deux ans.

UNE CROISSANCE DES LOYERS DE 3 % PAR AN ATTENDUE ENTRE 2023 ET 2027

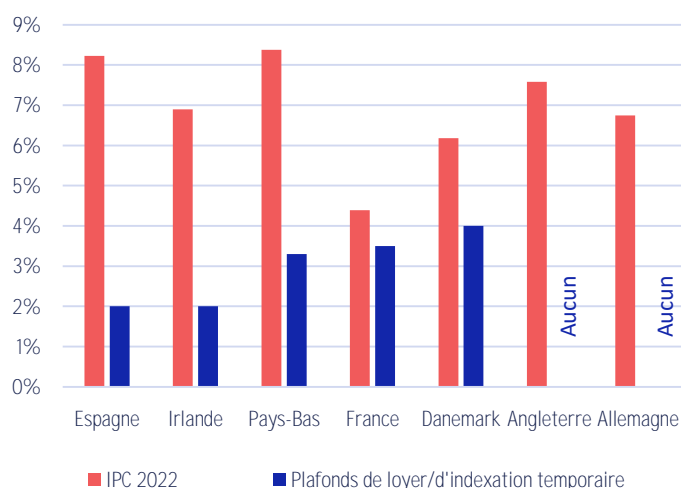
- À 2,9 % par an en moyenne, la croissance des loyers résidentiels prime attendue entre 2023 et 2027 devrait dépasser l'inflation (2,1 % par an) en raison d'un déséquilibre persistant entre offre et demande.
- Cela est proche des 3,3 % de croissance annuelle des loyers enregistrée au cours des cinq dernières années sur les 24 marchés couverts, en tenant compte de la forte hausse de 2022.
- La comparaison est également favorable en comparaison des autres typologies immobilières, avec une croissance des loyers des bureaux et des commerces de centre-ville attendue à 2,0 % par an et 1,2 % par an respectivement au cours des cinq prochaines années. La logistique prime devrait connaître une croissance locative légèrement supérieure à 3,1 % par an.
- Amsterdam et les autres marchés néerlandais, Londres et Madrid devraient surperformer la moyenne européenne.

Croissance des loyers résidentiels prime (par an, %)



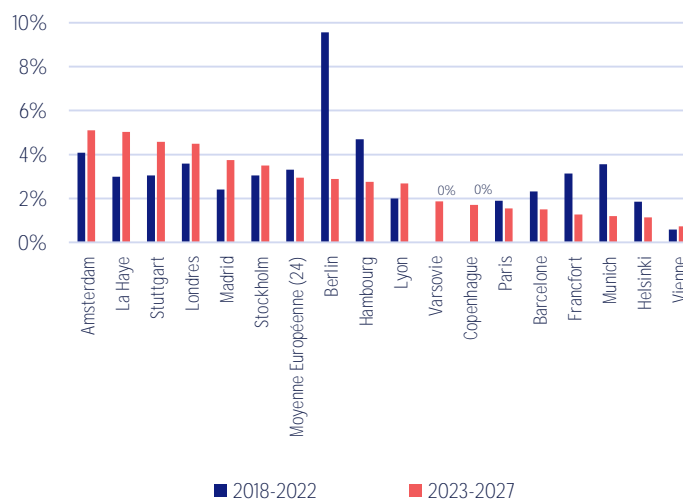
Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie
2020-2022 for Warsaw, Madrid, Barcelona and Copenhagen

Plafonnements temporaires des loyers introduits & IPC 2022 (%)



Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

Croissance des loyers résidentiels prime (par an, %) - Prévisions de mars 2023



Sources : CBRE, Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

LE CARACTÈRE DÉFENSIF DU RÉSIDENTIEL DEVRAIT CONTINUER À ATTIRER LES INVESTISSEMENTS

LES VOLUMES D'INVESTISSEMENT RESTENT ÉLEVÉS APRÈS LE RECORD DE 2021

- Après avoir atteint un record de 97 Md€ d'euros en 2021, les investissements résidentiels en Europe ont culminé à 60 Md€ d'euros en 2022, soit une baisse de 40 % sur un an.
- L'année 2021 avait été exceptionnelle avec les acquisitions de Deutsche Wohnen par Vonovia (27,6 Md€) et du portefeuille Lamartine par l'assureur français CNP auprès de CDC Habitat (2,4 Md€) portant à une part record de 28 % du résidentiel sur le total des investissements immobiliers.
- La dynamique du 1er semestre restait forte mais l'activité a stoppé au second semestre avec l'impact de la hausse des taux d'intérêts. L'activité en 2023 reste limité avec les attentes divergentes entre acheteurs et vendeurs. Les volumes au cours des deux premiers mois de 2023 sont en baisse d'environ 50 % en glissement annuel. Dans ce contexte de ralentissement, investisseurs et experts peinent à estimer le taux de rendement prime.
- Néanmoins, selon l'enquête INREV 2023 sur les intentions d'investissement, le résidentiel conserve la seconde place en termes de secteur privilégié après les bureaux mais devant la logistique. Cette préférence s'explique par la relative stabilité des rendements locatifs et le résidentiel a continué de représenter 21 % des investissements immobiliers en 2022.

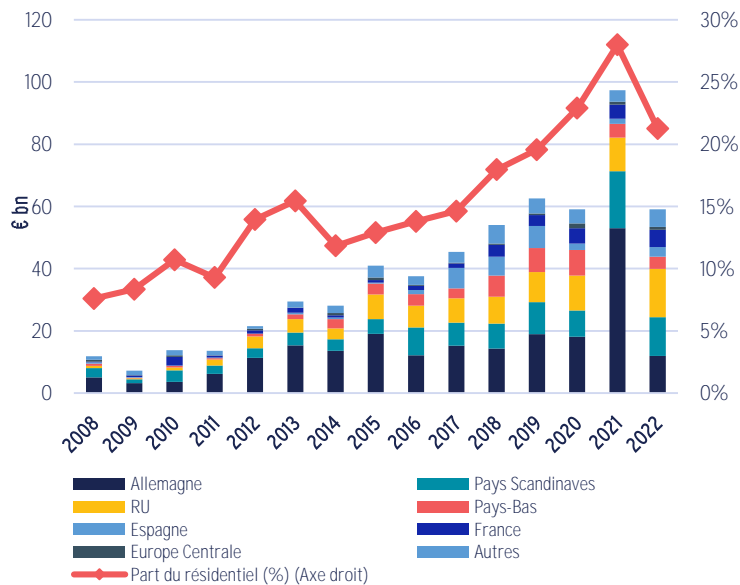
RÉSIDENTIEL GÉRÉ : L'AVANTAGE DU BAIL COMMERCIAL

- Le résidentiel géré – résidentiel adossé à un bail commercial signé par un opérateur – combine les avantages d'un bail commercial monocataire, de longue durée et triple net avec le caractère défensif du secteur résidentiel.
- En raison du vieillissement de la population, l'intérêt des investisseurs pour le résidentiel sénior s'est renforcé. Depuis 2012, les volumes investis en résidences seniors ont plus que doublé et atteint 3 Md€ en 2022.
- Les volumes investis en résidences étudiantes ont également augmenté, tirés initialement par le marché britannique, atteignant un niveau record de 17 Md€ en 2022. Affectés par la fermeture des universités, l'activité s'est rapidement redressée après la pandémie, comme l'illustre le taux de réservation de 83 % du portefeuille de 5 Md€ d'Unite au Royaume-Uni (contre 67 % à la même période l'année dernière).
- Combinées, les résidences seniors et étudiantes représentent désormais 30% des volumes résidentiels investis en Europe, contre une moyenne décennale de 20 %.

DÉFICIT DE FINANCEMENT EN RÉSIDENTIEL

- Une contrainte pour les investisseurs est le déficit de financement de la dette. Il s'agit du déficit potentiel entre le montant initial de la dette garantie et le montant disponible pour le refinancement à l'échéance du prêt.
- Notre estimation du déficit de financement est basée sur les dépréciations du collatéral immobilier qui font augmenter le ratio LTV au refinancement et par l'impact supplémentaire de la hausse des taux d'intérêt sur les ratios de couverture des intérêts (ICR).
- Par rapport aux bureaux et aux commerces, les prêts adossés au résidentiel affichent le déficit de financement le plus bas (11 Mds€ à ICR de 2,0). Cela est principalement dû aux volumes d'acquisition relativement plus faibles en 2018-2020 en résidentiel.
- Le résidentiel est le seul secteur où les restrictions d'ICR sont plus fortes à 2,0, ce qui est le résultat des faibles rendements du secteur à l'origination des prêts en 2018-2020, associés à une solide croissance de la valeur en capital jusqu'en 2022.

Volumes d'investissement en résidentiel (Md€) par pays et part du résidentiel dans le volume d'investissements total (%), axe de droite



Sources : RCA, INREV, AEW Recherche & Stratégie

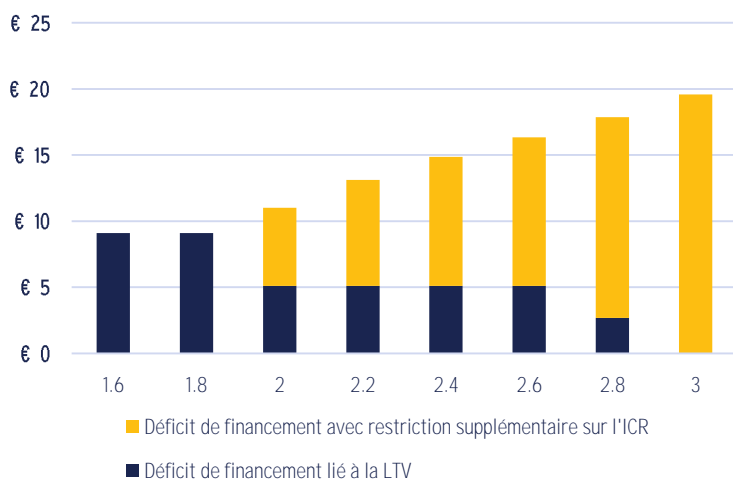
Volumes d'investissement résidentiel en Europe (Md€) par typologie



Sources: RCA, Green Street, AEW Recherche & Stratégie

Sensibilité du DFG aux hypothèses d'ICR pour des prêts adossés à du résidentiel

- Estimations pour le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France



Sources : AEW Recherche & Stratégie

LA SOUS-PERFORMANCE DES FONCIÈRES COTÉES OFFRE DES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

LE DÉSENETTEMENT DES FONCIÈRES COTÉES OFFRE DES OPPORTUNITÉS D'ACQUISITION

- Le marché des foncières cotées résidentiel souligne plusieurs tendances.
- En raison de taux d'intérêt plus élevés, de résultats négatifs récents et d'une LTV relativement élevée de 44 % en moyenne, de nombreuses foncières cotées résidentielles ont été contraintes de se désendetter.
- Certaines foncières ont également une part importante de leurs prêts arrivant à échéance avant fin 2024, et également en montant total de dette élevé.
- Indépendamment de l'incertitude entourant la valeur réelle des actifs, dans le but d'assainir leur bilan et de rassurer leurs actionnaires, les foncières ont mis en vente des portefeuilles, souvent avec une décote importante.
- Ce besoin de désendettement a également conduit Vonovia et d'autres foncières à annoncer un gel de leurs programmes de développement.
- Compte tenu du nombre et de la taille de ces programmes, les répercussions sont importantes sur l'offre neuve, notamment dans le marché résidentiel allemand.

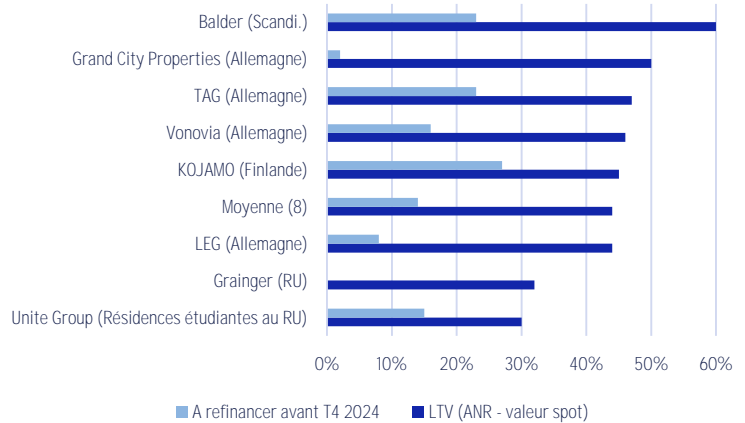
LES FONCIÈRES COTÉES RÉSIDENTIELLES SE NÉGOCIENT AVEC UNE DÉCOTE

- Du fait de leur cotation quotidienne, le marché des sociétés d'investissement en immobilier cotée (SIIC, REIT en anglais) est toujours le plus rapide à réagir à l'évolution des conditions de marché et à l'actualité.
- Les foncières cotées résidentielles ont connu une forte correction entre le 21 octobre et la fin 2022, après avoir surperformé les deux dernières années.
- Leur décote par rapport à l'ANR atteint plus de 50 % en oct. 2022, lorsque les craintes concernant la hausse des taux d'intérêt étaient les plus fortes.
- Bien que cette correction ne se limite pas au seul secteur résidentiel, le recours à l'effet de levier supérieur à la moyenne des foncières résidentielles et les difficultés de refinancement associées dans un contexte de hausse des taux d'intérêt ont pénalisé le secteur.
- Les foncières résidentielles se sont partiellement redressées au premier trimestre de 2023 - grâce à l'amélioration des perspectives macroéconomiques et à la solidité des fondamentaux du secteur. Néanmoins, la décote par rapport à l'ANR reste toujours de 35 % à la mi-mars.
- En conséquence, de nombreuses foncières sont désormais contraintes de se désendetter en vendant des actifs pour préserver leur notation financière, ce qui représente une opportunité intéressante pour les investisseurs de long terme.

L'INDICE DE PRIX DE GREEN STREET SUGGÈRE PLUS DE RÉSILIENCE

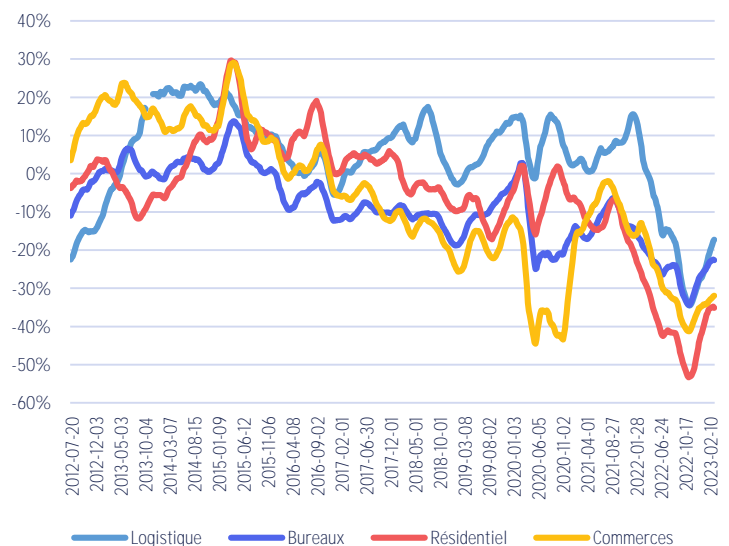
- Contrairement à ces signaux, l'indice des prix de Green Street confirme que le secteur résidentiel résiste mieux que les autres typologies immobilières.
- Selon cet indice, les prix résidentiels ont baissé de 16 % en moyenne depuis leur point haut, contre 40 % pour les commerces (le point haut des prix remontant à 2018), 21 % pour les bureaux et 19 % pour la logistique.
- En tant qu'estimation de l'évolution des prix du marché, cet indice de prix n'intègre pas d'effet de levier. Il reflète les prix auxquels les transactions immobilières commerciales sont actuellement négociées et conclues.
- Les valorisations du marché non coté peuvent sembler élevées par rapport à aux signaux envoyés par le marché coté.
- Il faut généralement de 9 à 12 mois pour que les valeurs d'expertise des fonds immobiliers non cotés s'ajustent entièrement, l'absence de transactions récentes étant souvent un frein.

Problématique de refinancement pour les foncières cotées résidentielles



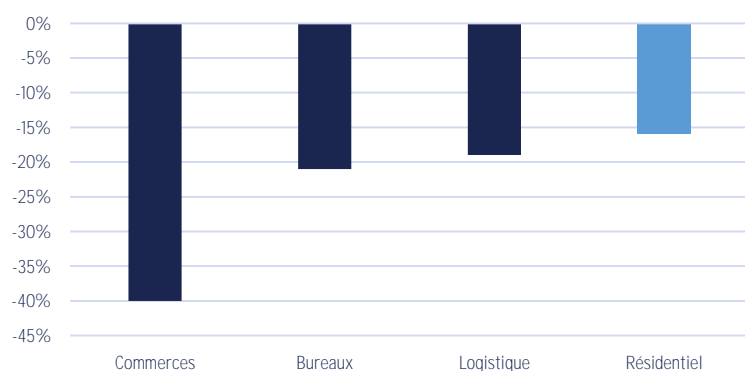
Sources : Green Street, AEW Recherche & Stratégie

Décote/surcote par rapport à l'actif net réévalué (ANR) par secteur, moyenne sur 13 semaines glissantes



Sources : Green Street, AEW Recherche & Stratégie

Indice de prix de Green Street - évolution des valeurs par rapport à leur point haut - T1 2023



Sources : Green Street, AEW Recherche & Stratégie

LES RÉGLEMENTATIONS SUR LES DPE RÉDUISENT L'OFFRE ET AJUSTENT LES PRIX

LES EXIGENCES EN TERME DE DPE CONDUISENT À UNE RÉDUCTION DU PARC LOCATIF

- Les DPE (diagnostics de performance énergétique) fournissent des informations sur l'efficacité énergétique estimée d'un logement, établis lors de sa vente ou mise en location. Le DPE est l'un des principaux outils pour mettre en œuvre la directive européenne sur l'efficacité énergétique des bâtiments (EPBD) et la principale source de données sur la performance énergétique du parc résidentiel européen.
- Les propriétaires ne seront pas autorisés à louer ou à continuer de louer des logements dont le DPE est inférieur à E, sauf exemption particulière. En Angleterre et au Pays de Galles, la réglementation Minimum Energy Efficiency Standard est appliquée depuis avril 2020.
- En France, la loi Climat et Résilience de 2021 a fixé une échéance à 2025 pour les logements notés G et à 2028 pour ceux notés F, avec des restrictions déjà en place sur l'augmentation des loyers pour les logements les moins performants.
- En Angleterre et au Pays de Galles, 45 % des logements ont un DPE inférieur à C. A Paris, c'est 42 % des appartements du parc locatif privé dont le DPE est inférieur à D et qui devront sortir du marché locatif à moins d'être rénovés.
- La mise en œuvre et l'application pratique de ces politiques risquent de s'avérer difficiles, en particulier sur les marchés locatifs les plus tendus, car les locataires sont susceptibles d'accepter de louer des logements non conformes. Les rénovations nécessaires pour atteindre une note suffisante sont souvent coûteuses. Ces réglementations devraient ainsi réduire l'offre disponible sur le marché locatif.

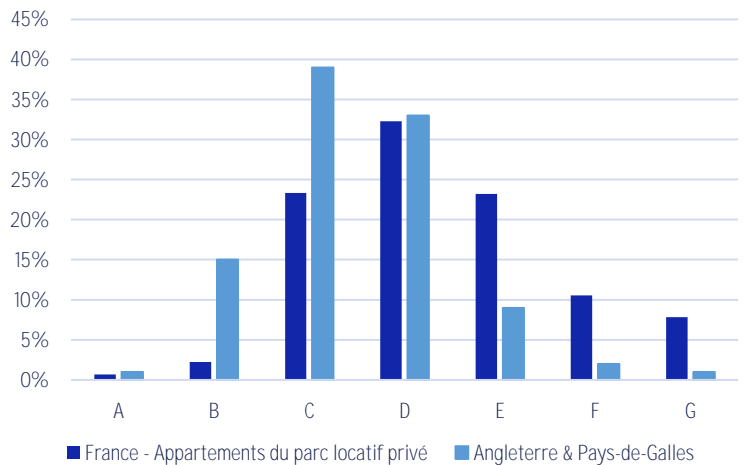
LES MÉTHODOLOGIES VARIENT SELON LES MARCHÉS

- Le DPE est devenu un instrument majeur de politique publique pour piloter la décarbonisation du secteur immobilier. Toutefois, et malgré une échelle simple de A à G, les méthodologies utilisées varient considérablement d'un pays à l'autre en termes de méthodes (consommations calculées ou basées sur les consommations réelles), de consommations couvertes, des seuils et unités utilisées.
- Ces incohérences rendent difficiles les comparaisons entre pays européens. La proposition de refonte de la directive européenne sur la performance énergétique des bâtiments (EPBD) publiée en 2021, prévoit d'harmoniser les DPE entre tous les États Membres et de normaliser les notes énergétiques à partir de 2026.
- Ceux-ci seront ensuite utilisés dans le cadre de la Taxonomie, la note A correspondant aux bâtiments zéro émissions et la note G représentant la part du parc résidentiel la plus énergivore.
- L'extension du marché européen du carbone aux bâtiments constitue une autre politique environnementale qui ne repose pas sur les DPE. Dans un contexte d'inflation élevée, les bâtiments tertiaires devraient d'abord être intégrés au marché ETS à partir de 2025, puis les bâtiments résidentiels à partir de 2029.

PREMIÈRE ESTIMATION DE L'IMPACT DES DPE SUR LES PRIX

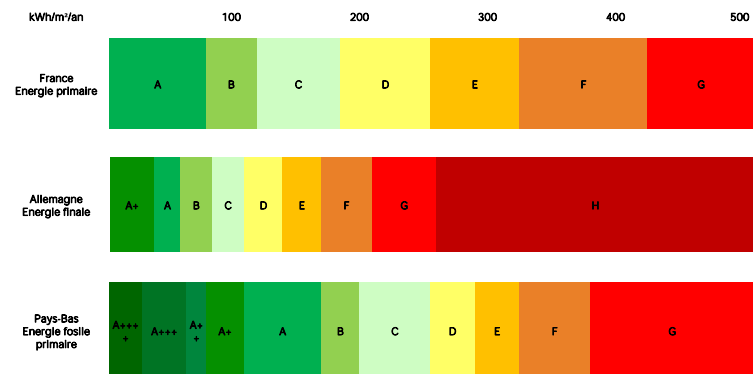
- Les investisseurs commencent à intégrer les coûts des rénovations énergétiques, ce qui conduit à l'émergence d'une décote et d'une prime verte en résidentiel.
- Par rapport aux appartements notés D, les logements classés F ou G se négocient avec une décote de 3 % en Ile-de-France en moyenne, et de 5 % en seconde couronne où le marché est moins tendu. A l'inverse, la surcote verte atteint 5 à 7 % pour les logements notés A ou B.
- Ces décotes peuvent sembler faibles mais elles sont estimées à partir des transactions de 2021. Il est très probable que les futures décotes soient plus élevées, à mesure que les échéances se rapprochent, réduisant la liquidité des biens énergivores.
- Au Royaume-Uni, les données de Knight Frank montrent que les logements dont le DPE a été amélioré de D à C ont connu une hausse de prix de 3 %. Cette valeur verte augmente à 9 % pour un reclassement de E à C et à 20 % pour un reclassement de F/G à C.

Diagnostics de Performance Énergétique – répartition du parc résidentiel en fonction de la classe énergétique (%) – Focus sur l'Angleterre & Pays de Galles et la France



Sources : Ministère de la Transition Ecologique, ONS, AEW Recherche & Stratégie

Diagnostic de Performance Énergétique – différences de méthodologie

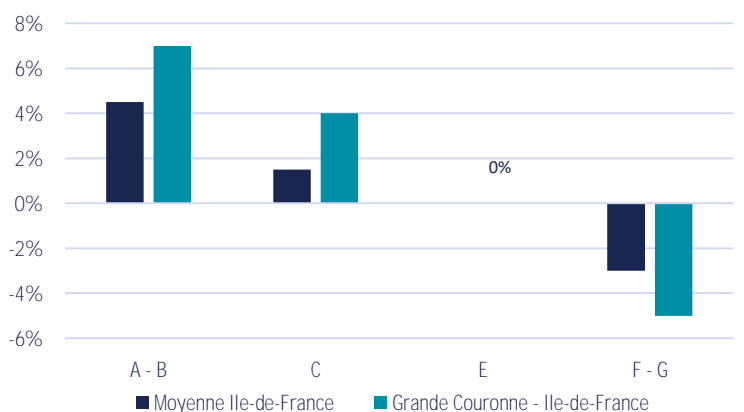


Sources : OïD, AEW Recherche & Stratégie

Au Royaume-Uni, en Espagne et en Italie, les DPE n'utilisent pas d'échelle de mesure de l'énergie primaire, mais une note relative à un bâtiment de référence, sans unité spécifique.

En Allemagne, les DPE expriment d'abord la performance énergétique en énergie finale, convertis ensuite en énergie primaire.

Ecart de prix en Ile-de-France par note, par rapport à des appartements notés D (%) Période d'observation : 2021



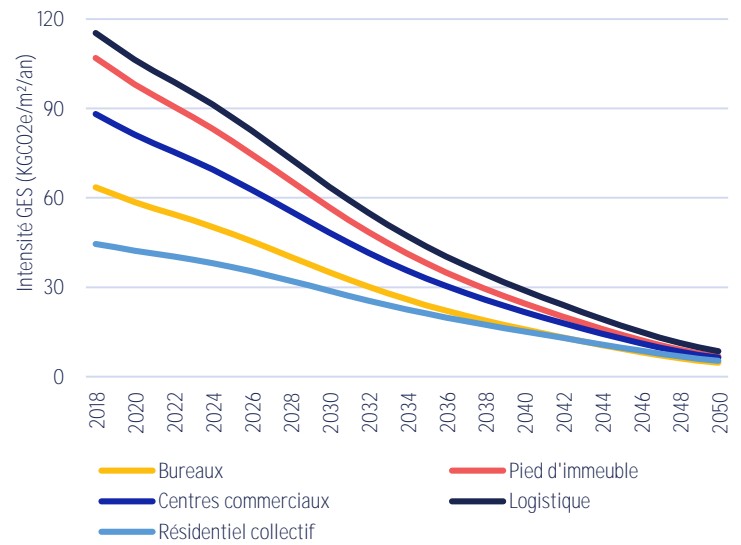
Sources : Notaires, Knight Frank, AEW Recherche & Stratégie

CRREM, UN OUTIL POUR SUIVRE LES TRAJECTOIRES DE DÉCARBONATION

DES TRAJECTOIRES CONFORMES À L'ACCORD DE PARIS

- Tandis que les bailleurs et les pouvoirs publics se mettent en conformité avec les réglementations sur les DPE, un nouveau benchmark aligné sur les accords de Paris semble se distinguer.
- Dans nos précédentes publications de recherche nous avons déjà évoqué le "Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM)", une initiative européenne qui définit des trajectoires de décarbonisation par pays et par typologie d'actifs immobiliers.
- Ces trajectoires découlent d'une approche par réduction d'échelle à partir des budgets carbone définis par l'Accord de Paris afin de limiter le réchauffement climatique à 2°C à l'horizon 2100.
- Le graphique représente les trajectoires de réduction de l'intensité en GES de l'Allemagne. En raison d'un mix énergétique concentré en énergies fossiles, les trajectoires de l'Allemagne commencent à des niveaux d'intensité en GES plus élevés que dans d'autres pays.
- A l'instar des pays européens, le résidentiel collectif a une intensité en GES moins importante que d'autres types de biens immobiliers.
- CRREM fait désormais partie de GRESB et d'autres benchmarks ISR. Certains acteurs du marché résidentiel, comme Vonovia, utilisent l'outil CRREM pour aligner leur portefeuille sur ces trajectoires.
- L'intégration de l'outil CRREM pourrait être considérée comme la prochaine étape dans la décarbonisation.

Trajectoires de réduction de l'intensité en GES par typologie immobilière en Allemagne



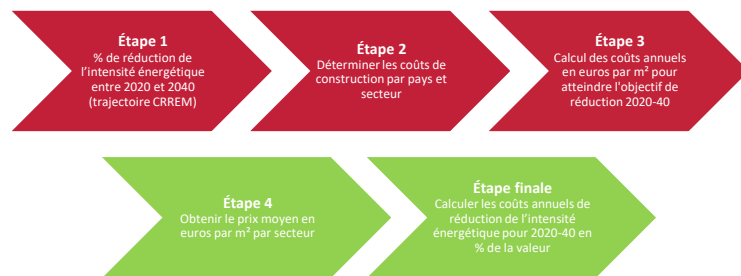
Sources : CRREM and AEW Recherche & Stratégie

LE COÛT DE LA TRANSITION ESTIMÉE EN CINQ ÉTAPES

Le diagramme illustre une approche en cinq étapes pour estimer le coût relatif de la transition pour réduire l'intensité énergétique :

1. Le point de départ est le pourcentage de réduction de l'intensité énergétique mesurée en kWh par m² fourni par l'outil CRREM par secteur immobilier et pays
2. Déterminer les coûts de construction spécifiques à chaque secteur et chaque pays
3. Calculer les coûts annuels en euros par m² pour atteindre la réduction d'intensité énergétique entre 2020 et 2040 (en tenant compte du pourcentage de réduction nécessaire (étape 1) et de l'évolution des coûts de construction dans le temps)
4. Déterminer le prix de vente moyen par m² par secteur et par pays
5. Calculer les coûts annuels de réduction de l'intensité énergétique nécessaires pour respecter les trajectoires CRREM basées sur l'Accord de Paris, exprimés en pourcentage de la valeur

Calcul en cinq étapes du coût de la transition pour réduire l'intensité énergétique

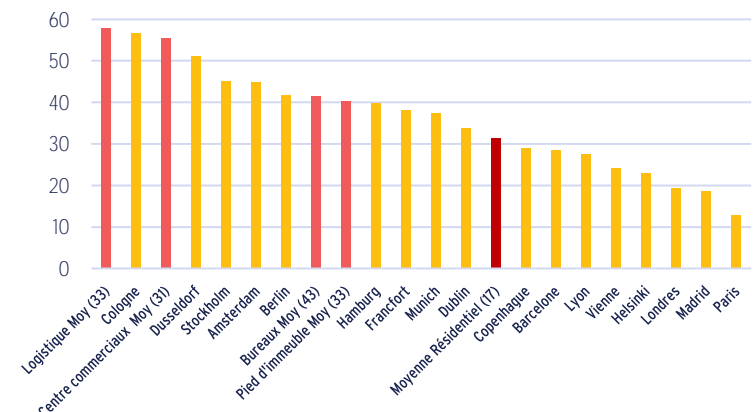


Sources : AEW Recherche & Stratégie

DES RÉNOVATIONS ÉNERGÉTIQUES MOINS COÛTEUSES EN RÉSIDENTIEL

- Afin d'aligner les marchés immobiliers que nous couvrons sur les trajectoires de CRREM, nous intégrons le coût des rénovations énergétiques en tant que prime de transition climatique estimée en pdb du rendement exigé dans notre analyse des rendements ajustés aux risques.
- Le graphique ci-contre compare les primes de risque de transition pour les différents marchés résidentiels, ainsi que les moyennes européennes pour chaque typologie immobilière.
- Le secteur résidentiel bénéficie de la prime de risque de transition la plus faible pour s'aligner sur les trajectoires de CRREM conformes à l'Accord de Paris.
- Paris, Madrid et Londres se distinguent par les coûts relatifs les plus bas. Cela s'explique par les niveaux de prix résidentiels élevés sur ces marchés par rapport à des marchés plus régionaux, comme Cologne.
- Les investisseurs institutionnels devraient également être rassurés par le fait que les actifs résidentiels devraient nécessiter des investissements moins coûteux pour améliorer l'efficacité énergétique que d'autres types de biens immobiliers.

Estimation de la prime de risque de transition climatique, exprimée en pdb du rendement exigé, par an Marchés résidentiels et moyennes européennes par typologie d'actifs immobiliers



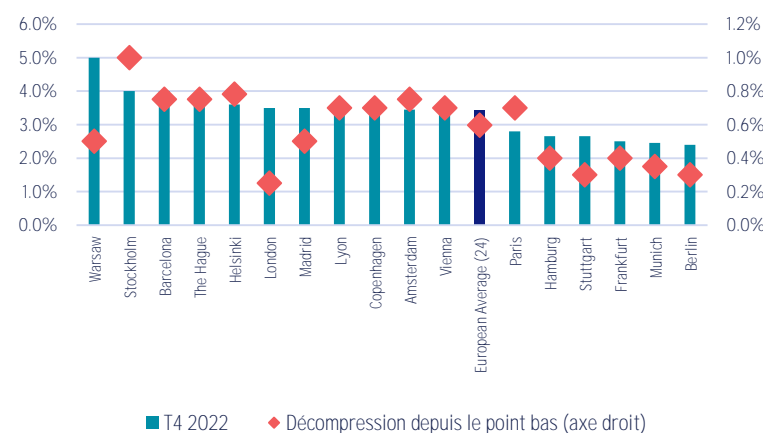
Sources : CRREM and AEW Recherche & Stratégie

REPRICING ET NOUVELLE COMPRESSION ATTENDUE DES TAUX DE RENDEMENT

LES TAUX DE RENDEMENT PRIME EN HAUSSE DE 60 PDB

- Les taux de rendement résidentiels prime ont augmenté en Europe de 60 pdb en moyenne depuis leur point bas de début 2022.
- Des marchés comme Londres et les marchés allemands ayant des taux de rendement faibles enregistrent des décompressions de taux moins élevés que la moyenne européenne.
- En revanche, les taux de rendement ont augmenté de 100 pdb à Stockholm suite à la baisse des prix des logements.
- Les taux de rendement prime moyen sur l'ensemble des 24 marchés étudiés se situent à 3,4 % à la fin de l'année 2022, de 2,4 % à Berlin à 5 % à Varsovie.

Taux de rendement prime résidentiels (%) - T4 2022 et variation depuis le point bas (axe droit)

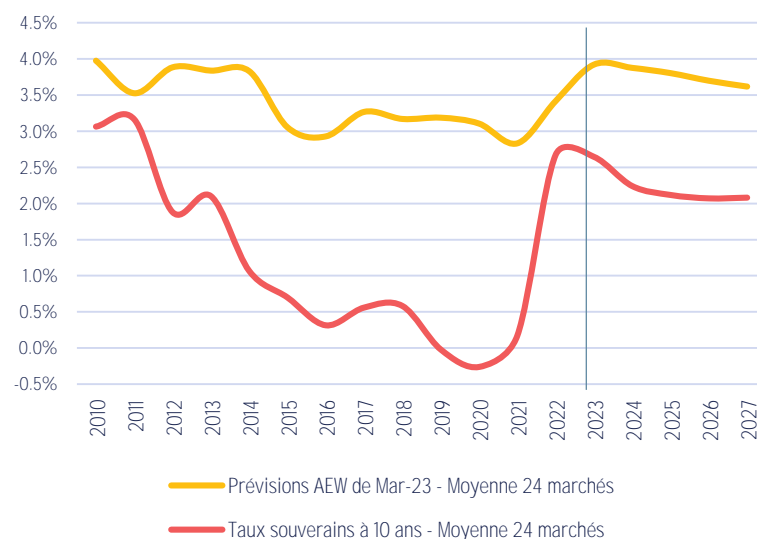


Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

UNE HAUSSE ADDITIONNELLE DE 50 PDB ATTENDUE

- Nos dernières prévisions signalent davantage de décompression des taux de rendement - de 50 pdb en moyenne. Les taux de rendement prime devraient atteindre un point haut en 2023-24 à 3,9 %, reconstituant ainsi une prime de risque par rapport aux taux obligataires.
- Cette hausse ferait suite aux 60 pdb de décompression enregistrée en 2022.
- A partir de 2024, les taux de rendement résidentiels prime devraient de nouveau baisser pour atteindre 3,5 % en 2027.
- Cette hausse reflète une stabilisation des taux souverains avec la fin des hausses des taux directeurs des banques centrales mi-2023.
- Les taux souverains ont également chuté avec les inquiétudes sur la stabilité du secteur bancaire.
- Nos prévisions précédentes, publiées en novembre 2022, une stabilisation des taux de rendement résidentiels prime autour de 4 %.
- L'écart entre les taux de rendement primes résidentiels et les taux souverains est attendu à 160 pdb en moyenne dans les cinq années à venir.

Taux de rendement prime résidentiels en Europe (%) & taux souverains à 10 ans (%) Prévisions d'AEW de mars 2023

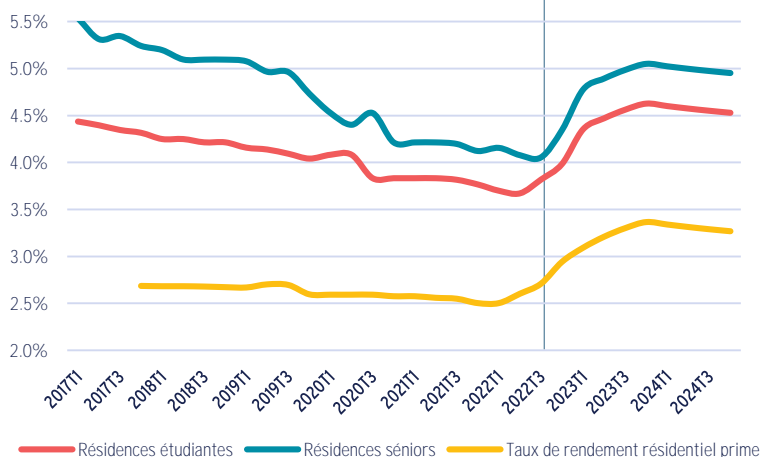


Sources : CBRE, Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

VERS UNE STABILISATION DES TAUX DE RENDEMENT DES RÉSIDENCES ÉTUDIANTES ET SÉNIORS

- Les résidences étudiantes et seniors ont vu leurs taux de rendement se compresser au cours de la dernière décennie en parallèle du marché résidentiel. Les investisseurs institutionnels ont en effet beaucoup investi dans cette catégorie d'actifs.
- Toutefois, les taux de rendement des résidences étudiantes et seniors restent supérieurs à ceux du secteur du résidentiel en raison du risque lié à l'exploitant.
- Les taux de rendement prime se situent actuellement à 4,0 % pour les résidences étudiantes et 4,3 % pour les résidences seniors et ce après une décompression de 30 pdb en 2022 - à comparer aux 60 pdb de décompression enregistrés par le marché résidentiel.
- L'interpolation de nos prévisions montrent que les taux de rendement des résidences seniors devraient se stabiliser à 5,0 % et à 4,5 % pour les résidences étudiantes (moyennes de trois marchés - Royaume-Uni, France, et Allemagne).

Taux de rendement des résidences étudiantes et seniors vs taux de rendement prime résidentiels (%) - Moyenne Royaume-Uni, Allemagne et France



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 84,9 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 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'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 décembre 2022, AEW gère en Europe 38,5 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 21.9 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA, CRE
Head of Recherche & Stratégie
 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 - INVESTOR RELATIONS



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



BIANCA KRAUS
Managing 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



EMMANUEL BRECHARD
Director
 Tel. +33 (0)1 78 40 95 53
 emmanuel.brechard@eu.aew.com

LONDON
 AEW
 33 Jermyn Street
 London, SW1Y 6DN
 UK

PARIS
 AEW
 43 Avenue Pierre-Mendes France
 75013 Paris
 FRANCE

DÜSSELDORF
 AEW
 Steinsstraße, 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.