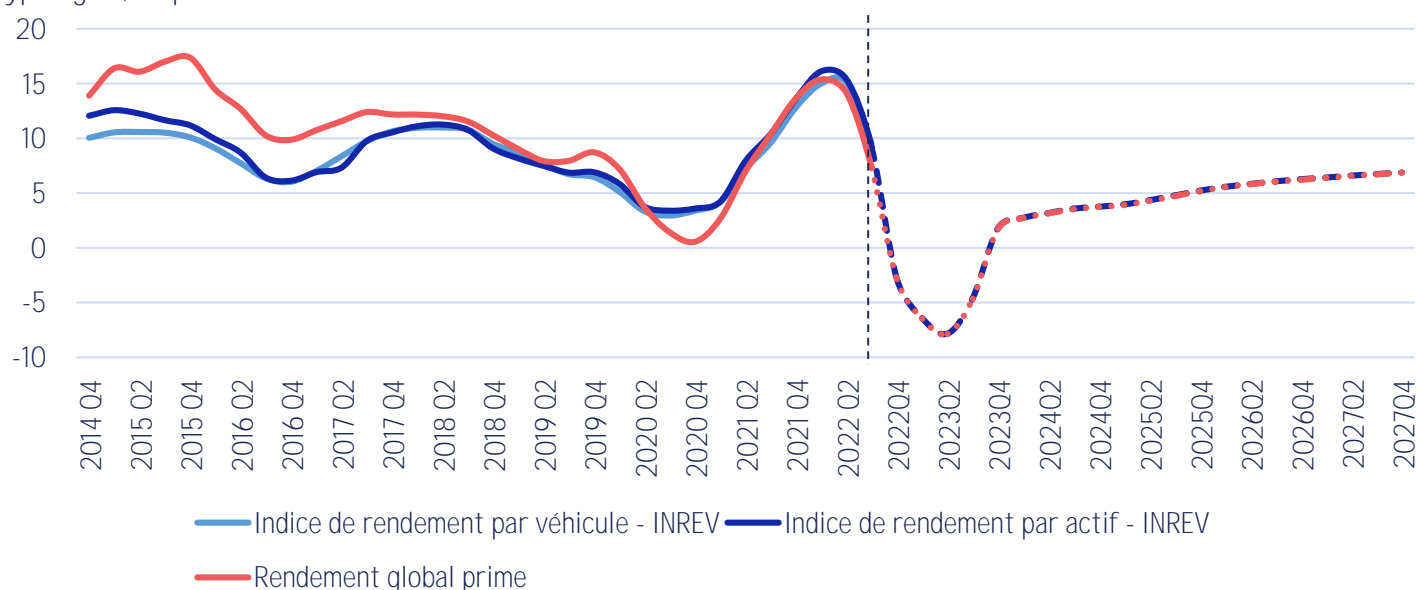


LES RENDEMENTS GLOBAUX MOYENS NE SONT PAS SYSTÉMATIQUEMENT SUPÉRIEURS AUX RENDEMENTS PRIME

- Cette publication présente une comparaison entre les rendements immobiliers globaux prime, couramment utilisés, et les rendements moyens des actifs. De nombreux investisseurs **s'interrogent** en effet sur la pertinence des rendements immobiliers prime qui ne reflètent pas forcément la qualité moyenne de **l'ensemble** des actifs du marché.
- Pour aborder cette problématique, nous utilisons les données de **l'indice l'INREV « Asset Level »** qui couvre 20 pays et 4 secteurs immobiliers. Il représente une avancée significative dans la transparence du marché immobilier européen en reflétant la performance **d'un portefeuille d'actifs « core »** représentatif et typiquement détenu par des investisseurs institutionnels.
- Afin de mesurer les différences entre les rendements moyens et les rendements prime, nous comparons le rendement locatif et la croissance en capital du portefeuille INREV (performances des actifs et non des fonds immobiliers) avec nos données pondérées sur les rendements prime. Le graphique ci-dessous illustre la convergence progressive entre rendements globaux moyens et prime qui sont désormais très fortement corrélés.
- Nous pouvons prévoir les rendements globaux moyens (du portefeuille de **l'indice INREV**) en les faisant correspondre avec nos prévisions de rendement prime. La forte corrélation des rendements historiques nous permet **d'extrapoler** les prévisions à partir des différences historiques entre les deux séries de rendement sur les cinq dernières années.
- Malgré la convergence des rendements globaux prime avec les rendements moyens, cette première analyse confirme le consensus soutenant que les rendements prime ont tendance à être inférieurs aux rendements moyens. Cela se vérifie sur les cinq dernières années et dans une moindre mesure sur les cinq prochaines années.
- Cependant, en affinant **l'analyse** par pays, les différences entre rendements globaux de qualité moyenne et prime sont finalement moins homogènes que la moyennes agrégée des 20 pays couverts, reprise sur le graphique.
- **L'analyse** des performances par secteur (sur la base des 20 pays) est également mitigée. En résidentiel et en commerce, le rendement global pour les actifs prime est inférieur à celui des actifs de qualité moyenne de **l'indice INREV**. En revanche, la logistique et les bureaux prime affichent de meilleurs rendements globaux que le portefeuille de qualité moyenne.

Rendement global moyen (portefeuille INREV, performance par actif et par véhicule) vs. prime pour 20 pays et 4 typologies, % par an



CBRE Notre prévision de rendement moyen composite est une simple extrapolation basée sur la différence historique sur 5 ans entre le rendement total prime et le rendement moyen.

Sources : AEW Recherche & Stratégie, INREV, CBRE

DES RENDEMENTS MOYENS SUPÉRIEURS AUX RENDEMENTS PRIME

- Beaucoup d'investisseurs s'interrogent sur la pertinence des rendements immobiliers prime qui ne reflètent pas la qualité moyenne de l'ensemble des actifs du marché.
- L'indice core INREV (performances des actifs et non des fonds) représente une avancée significative dans la transparence du marché immobilier européen en reflétant la performance des portefeuilles contributeurs à cet indice basée sur les valeurs d'expertises.
- Au-delà des indices publiés par l'INREV, les données sous-jacentes permettent d'affiner l'analyse des rendements globaux de 20 pays* et 4 typologies immobilières.
- Afin de mesurer les différences entre les rendements moyens et les rendements prime, nous comparons le rendement locatif et la croissance en capital du portefeuille INREV à l'actif (assimilable à un portefeuille de qualité moyenne) avec nos données pondérées sur les rendements immobiliers prime.
- Pour permettre une comparaison des prévisions, nous avons pondéré nos prévisions sur les rendements prime pour refléter la composition de l'indice INREV à l'actif.
- Nos résultats confirment l'idée répandue que les rendements prime ont tendance à être inférieurs aux rendements moyens. Ces résultats portent sur les cinq dernières et les cinq prochaines années.
- Toutefois, les rendements prime se révèlent plus volatils que les rendements moyens, essentiellement du fait des variations de la croissance en capital, ce qui semble aller à l'encontre de l'intuition de marché.

DES DIFFÉRENCES ENTRE LES PRINCIPAUX MARCHÉS

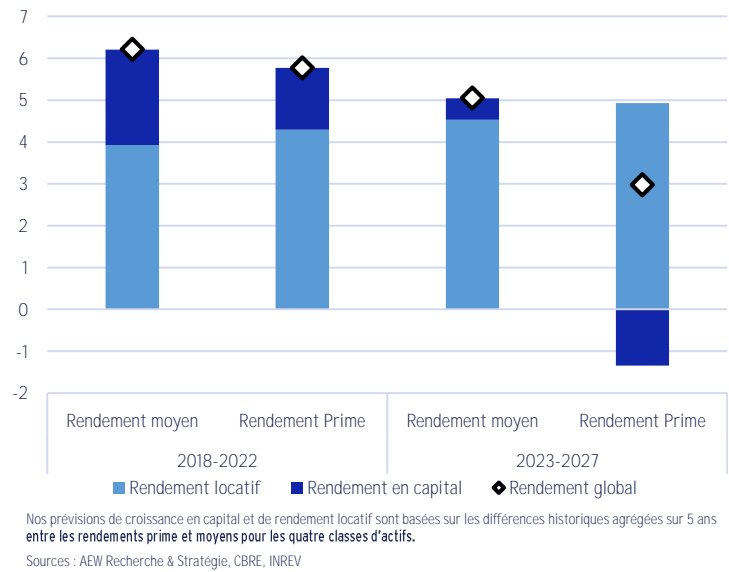
- En regardant plus en détail les rendements globaux, nous pouvons réaliser la même analyse à l'échelle du pays. Les données du portefeuille moyen de l'indice INREV à l'actif sont assez riches dans les quatre principaux marchés européens.
- Il s'avère que par pays, les différences entre rendements globaux de qualité moyenne et prime sont moins homogènes que pour les moyennes agrégées ci-dessus.
- À l'inverse de la moyenne des 20 pays, les rendements globaux des actifs de qualité moyenne sont plus élevés que les rendements prime en France, en Allemagne et au Royaume-Uni, tant historiquement que dans les prévisions.
- À noter aussi que les rendements locatifs semblent plus similaires que les croissances en capital.
- Ces disparités sur les croissances en capital entre les rendements globaux prime et moyens peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs :
 - Moins de données disponibles à l'échelle du pays
 - La sensibilité aux variations en capital
 - Une distribution volatile des pondérations par secteur à l'échelle du pays
- Pour le cas de la France notamment, le manque de données sur le portefeuille moyen justifierait une analyse plus poussée pour expliquer la croissance en capital négative.

UNE CORRÉLATION PLUS FORTE AU ROYAUME-UNI

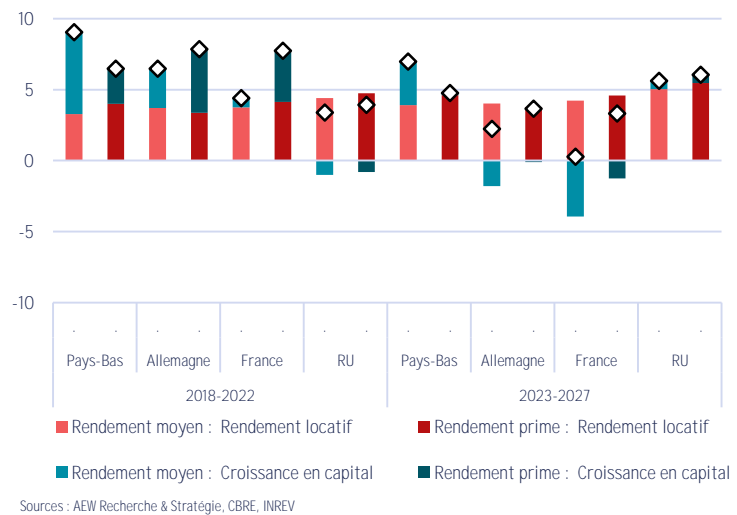
- Les courbes ci-contre illustrent l'ampleur de la volatilité historique ainsi que la forte corrélation entre les rendements prime et les rendements moyens au Royaume-Uni.
- Les rendements globaux au Royaume-Uni se sont améliorés post pandémie depuis le point bas du 4T 2020 et ont culminé juste avant l'invasion de l'Ukraine au 1T 2022.
- Nous partons de la même corrélation pour nos projections et prévoyons un rendement moyen de 4,3% par an pour les cinq prochaines années au Royaume-Uni, contre 4,7% pour le rendement prime.
- L'augmentation des taux d'intérêt au cours des quatre derniers trimestres a déjà négativement affecté les rendements globaux moyens et prime, qui devraient se stabiliser puis ne progresser que modérément après le 2T 2023.
- L'analyse de la corrélation des deux séries de rendement globaux, moyen et prime, dans les quatre pays, confirme que les moyennes cinq ans ci-dessus ne reflètent pas complètement les déphasages chronologiques.
- Néanmoins, la cohérence particulièrement forte au Royaume-Uni (ci-contre) s'explique par la distribution bien diversifiée et stable entre typologies immobilières.

* 20 pays dont: Autriche, Belgique, Rép. Tchèque, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Hongrie, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, Slovaquie, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni

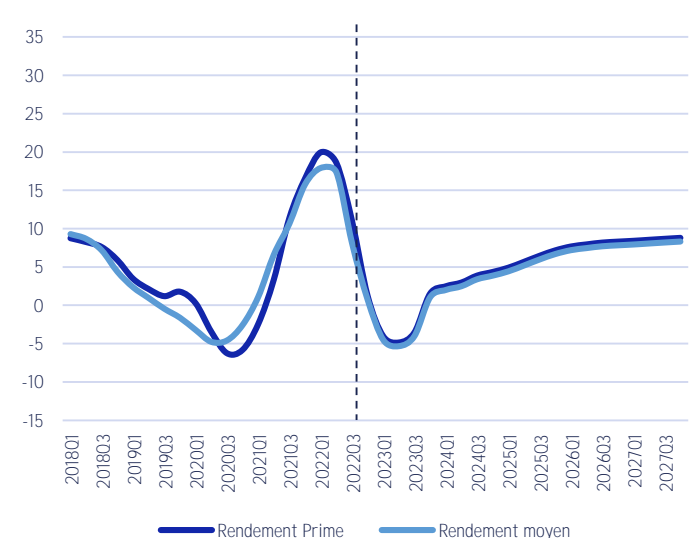
Rendement global moyen (portefeuille INREV, performance des actifs) vs. prime par typologie pour 20 pays en Europe, 5 dernières et 5 prochaines années, % par an



Rendement global moyen vs. prime par pays, 5 dernières et 5 prochaines années, % par an



Rendement global moyen vs. prime par pays, au Royaume-Uni, toutes typologies, % par an



DES RÉSULTATS MITIGÉS SELON LES TYPOLOGIES

- Les résultats sont mitigés en termes de rendements globaux en termes de typologie, dans les 20 pays couverts.
- En résidentiel et en commerce, le rendement global pour les actifs prime est inférieur à celui des actifs de qualité moyenne de l'indice INREV. En revanche, la logistique et les bureaux prime affichent de meilleurs rendements globaux.
- Contrairement aux attentes, le rendement locatif prime est supérieur au rendement locatif de qualité moyenne pour toutes les typologies, à l'exception du commerce.
- Pour la logistique et les bureaux, le rendement global est historiquement supérieur du fait de la croissance en capital plus forte, à l'inverse du résidentiel et du commerce.
- Les différences historiques sont extrapolées pour les prévisions. Il en ressort une croissance en capital négative attendue pour les actifs de qualité moyenne en logistique et en bureaux, tandis que pour les actifs prime, une dépréciation en capital est attendue en bureaux et en commerces.
- Avec la poursuite de la décompression des taux de rendement, le rendement locatif est attendu à la hausse dans l'univers prime comme dans l'univers de qualité moyenne.
- Les résultats, tant par typologie que par pays, dépendent de la disponibilité des données, la sensibilité au timing des variations de croissance en capital et de la volatilité des pondérations dans chaque pays des différentes typologies.

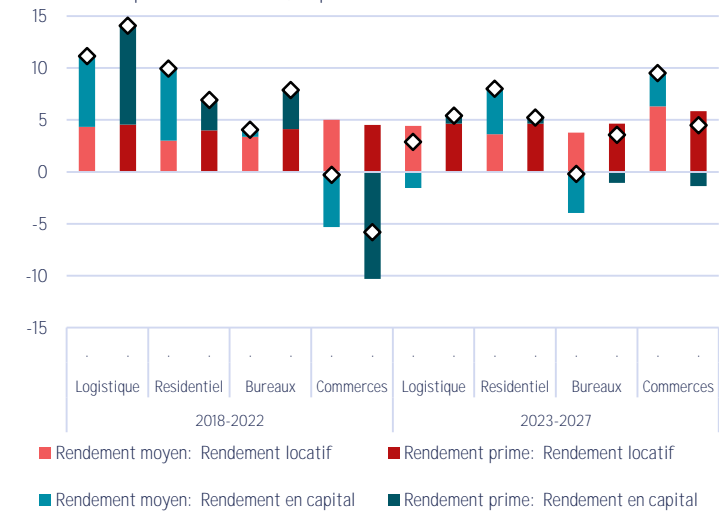
LES RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN LOGISTIQUE SUPÉRIEURS AUX RENDEMENTS MOYENS

- Les courbes de rendement global prime et moyen sont fortement corrélées, telles qu'illustrées ci contre. Le rendement global moyen tend à se dégrader légèrement plus en périodes de baisse.
- La plupart du temps, le rendement global prime dépasse le rendement de l'indice moyen INREV. Il s'agit peut-être de l'impact des nouveaux développements qui valorisent le rendement global prime tout en accélérant la dépréciation des actifs existants.
- Toutefois, l'écart qui se rétrécit entre rendement global prime et moyen peut indiquer que le secteur accélère sa maturité mais souligne également la sensibilité des taux de rendement immobilier bas à la hausse des taux d'intérêts.
- La logistique affiche les rendements globaux les plus élevés en immobilier, faisant preuve de résilience, voire en progression durant la pandémie.
- Les hauts rendements globaux ont attiré davantage d'investisseurs, y compris ceux qui étaient sous-alloués et cherchaient une exposition plus importante à la logistique, augmentant en conséquence la liquidité du secteur.
- Comme pour les autres secteurs, les rendements logistiques se corrigent en réaction à la hausse des taux d'intérêts mais la maturité grandissante de la classe d'actif ces dix dernières années affecte aussi le rendement.

DES RENDEMENTS MOYENS PLUS ÉLEVÉS EN RÉSIDENTIEL

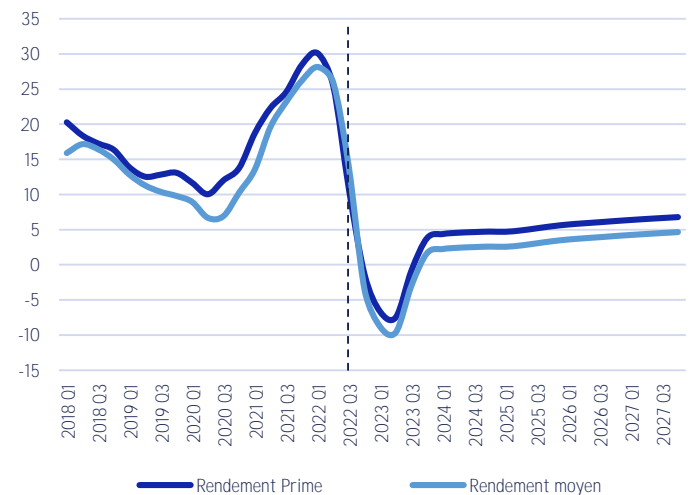
- À contrario des autres secteurs, le rendement global de l'indice moyen en résidentiel est supérieur au rendement global prime.
- La corrélation est plus volatile et la plupart du temps, le rendement global moyen est supérieur au rendement prime quelle que soit la phase de cycle.
- Cela peut s'expliquer par les plafonnements de loyers en résidentiel qui impactent davantage les actifs prime que les actifs de qualité moyenne. D'autre part, les développements résidentiels sont en baisse. Enfin, l'institutionnalisation de l'investissement résidentiel est plus récent, la classe d'actif étant perçue comme propice à la diversification.
- Nos projections prévoient des rendements globaux négatifs suite à la remontée progressive des taux d'intérêts, impactant les promoteurs et les investisseurs institutionnels.
- D'autre part, la hausse des taux d'intérêt va ralentir l'activité de construction et les acquisitions des ménages, dont le pouvoir d'achat est sensible à la hausse des taux et à l'inflation.
- La hausse des valeurs vénales en résidentiel devrait se modérer en conséquence tandis que l'activité locative devrait progresser. L'investissement en résidentiel pourrait ainsi s'avérer défensif, conduisant à une stabilisation des rendements globaux après le 2T 2023.

Rendement global moyen vs. prime par typologie pour 20 pays en Europe, 5 dernières et 5 prochaines années, % par an



Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

Rendement global moyen vs. prime en logistique, % par an



Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

Rendement global moyen vs. prime en résidentiel, % par an



Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

MÉTHODOLOGIE : CORRÉLATION HISTORIQUE DES RENDEMENTS GLOBAUX

- Le rendement global historique de l'indice INREV à l'actif (*asset level*) est fortement corrélé à celui de l'indice au véhicule (*fund level*) entre le 1T 2015 et le 3T 2022.
- Pour obtenir notre série de rendements globaux prime pondérés, nous utilisons les données de marché de CBRE pour les taux de rendement et les croissances de loyers prime, auxquels nous appliquons les poids sectoriels et géographiques de l'indice INREV à l'actif, décrit ci-dessous.
- À la différence des rendements globaux prime de marché, les rendements de l'indice INREV à l'actif sont basés sur les valeurs d'expertise des portefeuilles soumis par les contributeurs à l'indice INREV.
- Les rendements globaux prime pondérés sont de même fortement corrélés aux rendements à l'actif et au véhicule.
- Ils sont en revanche plus volatils que les deux séries de rendements globaux de l'INREV, avec une surperformance constatée avant la pandémie d'environ 400 pdb par an entre 2015 et 2018. À partir de 2019, la performance est plus contrastée.

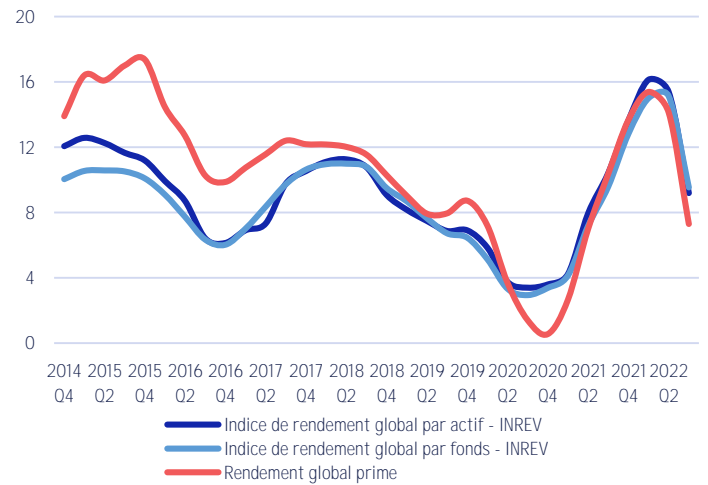
LA COMPOSITION SECTORIELLE DE L'INDICE INREV APPLIQUÉE AUX RENDEMENTS GLOBAUX PRIME

- Pour faire correspondre les rendements globaux prime aux rendements des actifs de qualité moyenne, nous appliquons la même composition sectorielle et géographique que pour notre sélection de données sur 20 pays et 4 typologies de l'indice à l'actif de l'INREV, comme illustré ci-contre pour 2014, 2018 et 2022.
- Près de 200 segments de marché prime ont été associés autant que possible à la typologie et à la localisation correspondante aux données sous-jacentes de l'indice INREV à l'actif.
- Pour la reconstitution historique des rendements globaux prime, nous utilisons les pondérations historiques, tandis que pour les projections, nous nous basons sur nos prévisions des valeurs en capital prime pour estimer les pondérations après 2022.
- Le poids de la logistique triple pratiquement en passant de 10% en 2014 à 28% en 2022.
- La part du résidentiel augmente de plus de moitié entre 2014 (20%) et 2022 (33%), tandis que le commerce passe de 45% à 13%.
- La diminution du poids des bureaux est moins notable.
- Sur la base de nos prévisions de valeurs en capital, le poids par typologie immobilière devrait rester stable après 2022.

LES DERNIÈRES DONNÉES CONFIRMENT LA FORTE CORRÉLATION ENTRE SÉRIES

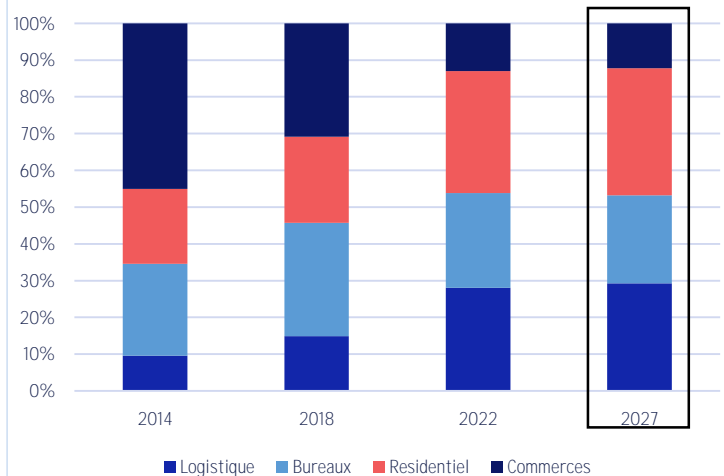
- Le graphique en nuage de points confirme la forte corrélation entre le rendement global moyen des actifs expertisés et le rendement global prime dans les marchés sélectionnés.
- Nos données comprennent 236 comparaisons de rendements globaux annuels dans quatre pays (Royaume-Uni, France, Allemagne et Pays-Bas) et pour quatre typologies (commerces, bureaux, résidentiel et logistique).
- Certaines observations au pays ou à la typologie sont perdues du fait de la politique de confidentialité des données INREV mais ce manque de données n'affecte pas significativement l'analyse pour l'Europe « core » représentée par les 20 pays et 4 typologies sélectionnées.
- Pour les 160 observations les plus récentes (en rouge), le R^2 de la régression non linéaire atteint un niveau haut de 0,77, ce qui nous amène à exclure du test les observations d'avant 2018 (en bleu).
- Nous pouvons ensuite extrapoler la variation future des rendements des actifs de qualité moyenne à partir des rendements globaux prime puisqu'ils sont corrélés à 77% à périmètres sectoriel et géographique constants.

Historique des rendements globaux moyens des actifs de l'indice INREV vs. actifs prime - 4T 2014 - 3T 2022



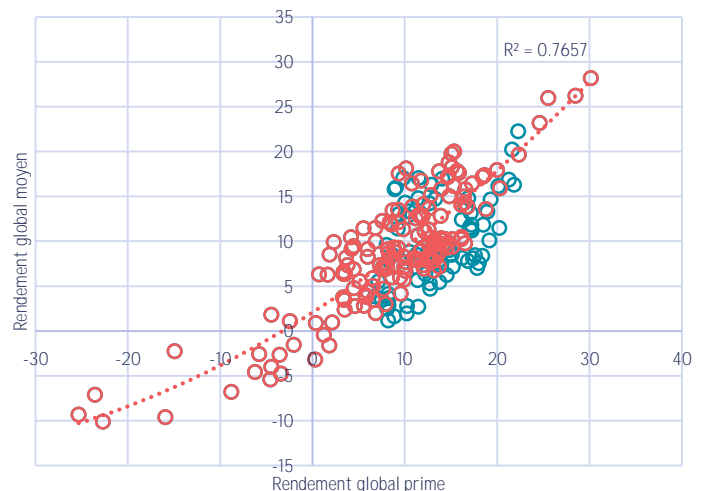
Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

Composition sectorielle de l'indice INREV à l'actif - sélection d'années



Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

Rendements globaux annuels INREV à l'actif vs. Rendements prime pondérés par segments typologique et géographiques 1T 2014 - 3T 2022



Sources : AEW Recherche & Stratégie, CBRE, INREV

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 22 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

INVESTOR RELATIONS CONTACTS



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



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
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.