

RECHERCHE AEW | EUROPE

Perspectives Européennes 2024

LE REBOND APRÈS L'AJUSTEMENT DES PRIX

NOVEMBRE 2023

Perspectives européennes 2024

NOVEMBRE 2023

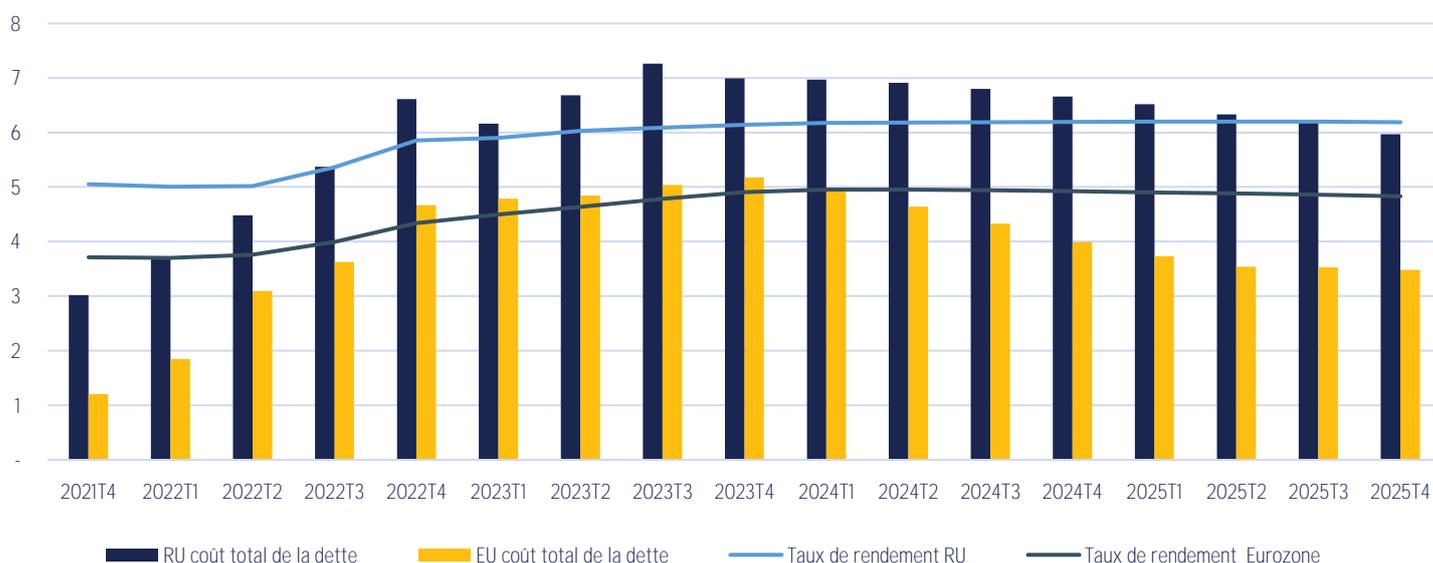
TABLE DES MATIÈRES

Messages clés	3
Section 1: Contexte économique	4
Section 2: Panorama et perspectives de marché	6
Section 3: Déficit de financement	11
Section 4: Analyse des rendements ajustés au risque	13

QUELS MARCHÉS REBONDIRONT EN PREMIER DANS LE PROCHAIN CYCLE?

L'**attention** mondiale s'est récemment tournée vers le conflit au Proche-Orient car une propagation des tensions dans la région, qui compte parmi les plus gros producteurs de pétrole au monde, pourrait accroître le risque de hausse des prix de l'**énergie** et de retour d'une inflation élevée. Malgré la poursuite de la guerre en Ukraine, une récession à l'**échelle** européenne a été évitée et l'**inflation** a continué de baisser. Avec des taux d'**intérêt** élevés, les perspectives économiques sont restées moroses. Les marchés obligataires et boursiers avaient anticipé une pause dans la hausse des taux mais le risque d'**expansion** des tensions au Moyen-Orient fait ressurgir les craintes de nouvelles hausses. En période d'**incertitudes** accrues, il est judicieux de prévoir différents scénarios. Dans notre scénario central, nous supposons que l'**inflation**, les taux souverains et les coûts d'**emprunt** immobilier baisseront, comme indiqué ci-dessous. La rapidité et l'**ampleur** des ajustements de prix déjà actées en 2022 et 2023 soulèvent la question clé de nos Perspectives européennes 2024 : « Quels marchés se sont suffisamment ajustés et rebondiront en premier dans le prochain cycle ? ».

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



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Oxford Economics, CBRE & Chatham Financial au 3T 2023

MESSAGES CLÉS : LE REBOND APRÈS L'AJUSTEMENT DES PRIX

- Les politiques restrictives des banques centrales ont fait grimper les coûts d'emprunt et baisser l'inflation. Cependant, le conflit récent au Proche-Orient a accru l'incertitude géopolitique et la nécessité d'envisager différents scénarios. Notre scénario central actuel suppose une diminution de l'inflation et une récession évitée, tandis que le scénario pessimiste envisage le retour d'une inflation plus élevée et un ralentissement économique prolongé. Malgré tout, les moteurs de la demande immobilière comme l'emploi et la consommation demeurent favorables.
- La dette immobilière devrait redevenir relative dans la zone euro à partir de 2025 et au Royaume-Uni à partir de 2026, selon le scénario central où l'inflation de la zone euro et les taux swap à 5 ans baisseront plus tôt qu'au Royaume-Uni.
- Nous avons légèrement amélioré notre scénario central de croissance des loyers « prime » tous secteurs confondus en Europe, passant de 2,0 % (en mars 2023) à 2,2 % par an pour 2024-2028 en raison de l'offre neuve contrainte, des faibles taux de vacance et de la croissance positive du PIB. La logistique « prime » et le résidentiel restent ex-aequo en termes de croissance locative avec 2,5% par an.
- Le sentiment négatif des investisseurs à l'égard des bureaux apparaît excessif compte tenu de l'équilibre entre demande de surfaces et une offre future limitée contrainte. La polarisation des prix entre les bureaux « prime » et les bureaux secondaires devrait toutefois se poursuivre.
- Les volumes d'investissement européens devraient baisser de 50% sur un an à 140 milliards d'euros pour 2023. Les taux d'intérêt plus élevés ont freiné les investisseurs utilisant traditionnellement l'effet de levier et conduit à une augmentation des taux de rendement « prime ». Compte tenu de la récente correction des prix et de la baisse des taux souverains dans notre scénario central, les taux de rendement nets initiaux « prime » devraient se resserrer de 20 points de base pour le commerce et de 60 points de base pour les bureaux au cours des cinq prochaines années.
- Les rendements globaux « prime » ont été révisés à la hausse dans tous les secteurs à 9,2 % par an pour 2024-28 dans notre scénario central pour 196 marchés, compte tenu de la compression prévue des taux de rendement combiné à de solides perspectives de croissance des loyers. La logistique et les bureaux devraient surperformer, générant les rendements globaux les plus élevés à 10,4 % par an au cours des cinq prochaines années, tandis que le commerce arrive en troisième position à 7,4 %. Le Royaume-Uni se classe en tête avec des rendements globaux projetés à 10,7 % par an pour 2024-28, le Benelux arrivant deuxième avec 9,5 % par an.
- Après une baisse de valeur cumulée de -17 % depuis le pic de mi-année 2022 jusqu'à fin 2023, la croissance moyenne des valeurs vénales « prime » en Europe devrait revenir en territoire positif à +2 % en 2024, hormis quelques marchés toujours en baisse.
- En 2024, la liquidité devrait bénéficier de l'inversion de l'effet dénominateur dû aux performances des autres classes d'actifs depuis le début de l'année. Cet effet dénominateur avait en effet empêché de nombreux investisseurs d'investir dans l'immobilier en 2023.
- Toutefois, la hausse de la liquidité attendue pourrait être contrebalancée par la difficulté persistante à refinancer les prêts arrivant à échéance. L'estimation d'AEW d'un déficit de financement de 90 milliards d'euros pour 2024-2026 inclut désormais vingt pays européens. Le ratio de LTV (loan-to-value, ratio d'endettement) reste le principal critère restrictif dans cette analyse, devant le debt yield (les revenus sur l'encours du prêt) et l'ICR (interest coverage ratio, ratio de couverture des intérêts). Le refinancement des anciens prêts doit se faire dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés et de baisses des valeurs vénales. 16 % des prêts octroyés entre 2018 et 2021 devraient ainsi être confrontés à un déficit de financement, contre 22 % dans l'estimation d'AEW d'août 2023.
- Étant donné que nous décalons notre période de prévision à 2024-28, excluant la correction de 2023, notre analyse des rendements ajustés au risque s'améliore sensiblement avec un rendement global attendu de 9,1 % par an supérieur au rendement global exigé de 6,9 % par an, soit un excédent de 200 pnb. Avec plus de 97% de nos 168 marchés européens couverts classés neutres (54) ou attractifs (109), le signal est clair pour les investisseurs de revenir sur les marchés européens.
- Le tableau ci-dessous présente tous les indicateurs clés abordés dans nos Perspectives 2024 et le classement de nos principaux marchés européens. L'Allemagne obtient de bons résultats en termes de rendement ajusté au risque et de disponibilité de la dette, mais est confrontée à des refinancements élevés et à des rendements globaux modérés. Le Royaume-Uni, quant à lui, représente le contraire avec des notes élevées pour les rendements globaux et sa moindre exposition au déficit de financement.

Indicateurs clés – Classement de marchés	Allemagne	France	Royaume-Uni	Benelux
Rendement global attendu	4 ^e	3 ^e	1 ^{er}	2 nd
Écart rendement attendu / rendement exigé	1 ^{er}	3 ^e	4 ^e	2 nd
Déficit de financement (en % des prêts octroyés)	4 ^e	2 nd	1 ^{er}	3 ^e
Disponibilité de la dette	1 ^{er}	3 ^e	4 ^e	2 nd

CONTEXTE ÉCONOMIQUE – LES TAUX ÉLEVÉS DEVRAIENT BAISSER

L'INFLATION NORMALISÉE EN ZONE EURO FERAIT REDESCENDRE LES TAUX

- L'inflation globale en zone euro est passée de 8,5 % en février 2023 à moins de 3,0 % en glissement annuel en octobre, les prix de l'énergie ayant commencé à baisser. Selon les dernières prévisions d'Oxford Economics (OE), la baisse de l'inflation se poursuivrait tomberait à 1% à fin 2024, bien en dessous de l'objectif de 2% de la BCE.
- Étant donné la forte corrélation des taux directeurs des banques centrales avec l'inflation, OE prévoit que le taux directeur de la BCE s'établira à 1,75 % avant fin 2025.
- Comme le montre le graphique, les taux souverains à 10 ans et les taux swap à 5 ans suivent ces baisses projetées de l'inflation et des taux directeurs.
- Pour les investisseurs immobiliers, cela signifie que leurs coûts d'emprunt hors marge (liés aux taux swap Euribor à 5 ans) devraient culminer au premier trimestre 2024 à un peu plus de 3,5% et se stabiliser en dessous de 2% d'ici mi-2025.
- Pour refléter l'incertitude géopolitique actuelle entourant les prix du pétrole, notre scénario pessimiste envisage une croissance économique plus faible et une inflation plus élevée, tandis que notre scénario optimiste prévoit l'inverse.

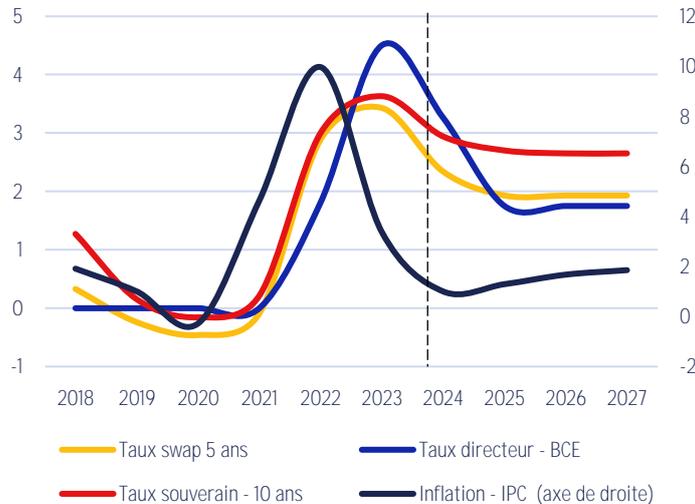
NORMALISATION PLUS TARDIVE AU ROYAUME-UNI

- L'inflation globale au Royaume-Uni est passée de 11,1 % en octobre 2022 à 7,0 % en glissement annuel en septembre, et devrait baisser à 4,4 % d'ici la fin de l'année. Cependant, l'objectif de 2% de la BoE ne devrait être envisageable que d'ici un an, selon les dernières prévisions d'OE.
- Compte tenu de la forte corrélation des taux directeurs des banques centrales avec l'inflation, OE prévoit que le taux directeur de la BoE baissera à 4,0% avant fin 2025 et en dessous de 3,0% avant fin 2026.
- Les taux souverains à 10 ans et les taux swap à 5 ans suivent ces baisses projetées de l'inflation et des taux directeurs.
- Pour les investisseurs immobiliers au Royaume-Uni, cela signifie que leurs coûts d'emprunt (liés aux taux swap à 5 ans de Sonia) devraient atteindre un sommet au premier trimestre de 2024 à un peu plus de 5 % et revenir en dessous de 3,5 % d'ici fin 2026.
- Ces coûts d'emprunt immobiliers plus élevés au Royaume-Uni sont conformes aux données historiques post-Brexit.
- La réduction plus lente de l'inflation au Royaume-Uni et des taux d'intérêts pourrait être liée à la position conservatrice de la BoE ainsi qu'à des effets négatifs sur les taux souverains imputables aux récents revirements de politique des gouvernements britanniques.

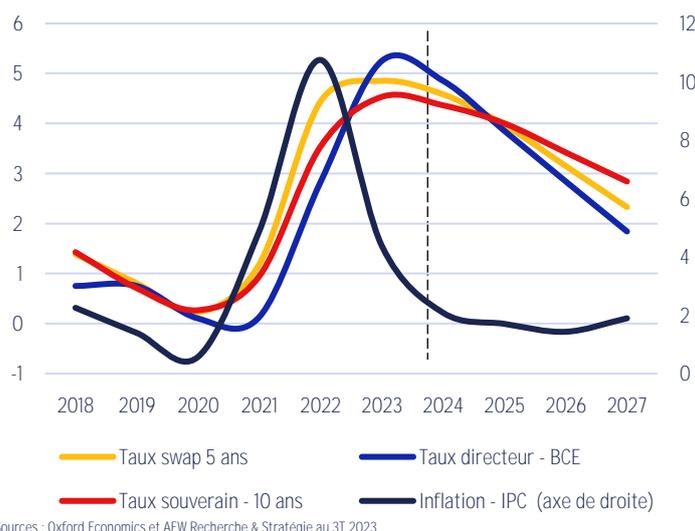
LA DETTE REDEVIENT RELATIVE APRÈS 2024

- Étant donné que les taux swap à 5 ans de la zone euro et du Royaume-Uni devraient se normaliser au cours des deux prochaines années, il est également possible d'estimer la trajectoire des coûts d'emprunt « all-in ».
- En supposant que les écarts de taux sur les swaps reviendront à leurs niveaux du 2T 2022 d'ici fin 2025, nous prévoyons que les coûts d'emprunt de la zone euro seront légèrement inférieurs à 3,5 % - contre 4,3 % au 3T 2023.
- Le coût de la dette « all-in » au Royaume-Uni resterait supérieur de 250 pdb à 6,0 % d'ici fin 2025, du fait de taux swap à 5 ans du Royaume-Uni dépassant de près de 200 pb ceux de la zone euro et avec des marges restant supérieures de plus de 50 pb.
- Malgré une normalisation plus lente au Royaume-Uni, le coût de la dette devraient diminuer au cours des deux prochaines années sans revenir aux niveaux historiquement bas d'avant la COVID.
- Les taux de rendement « prime » immobiliers en zone euro et au Royaume-Uni devraient s'établir à 4,8 % et 6,2 % d'ici la fin de l'année 2025. Par conséquent, nous prévoyons que la dette redevienne relative d'ici fin 2024 dans la zone euro et plus tard ainsi que dans une moindre mesure au Royaume-Uni.
- Entre-temps, les investisseurs devraient limiter les dépréciations, en renégociant les refinancements et en déployant du capital disponible sans recourir à la dette.

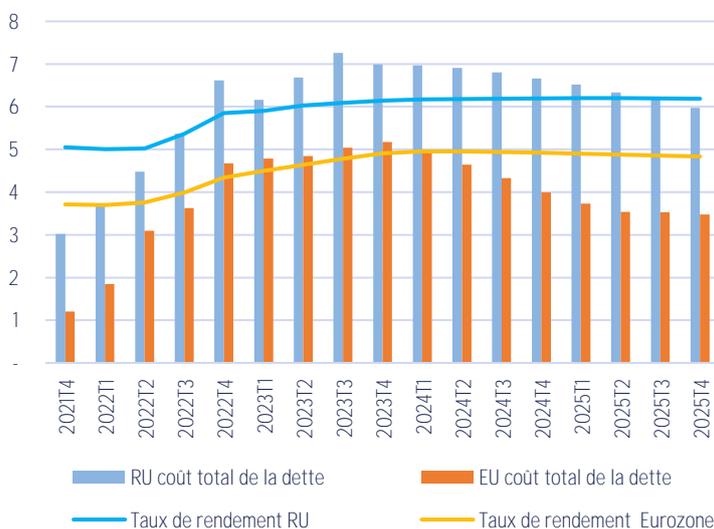
TAUX DIRECTEUR DE LA BCE, TAUX SOUVERAINS À 10 ANS, TAUX SWAP 5 ANS ET INFLATION EN ZONE EURO (PAR AN %)



TAUX DIRECTEUR DE LA BOE, TAUX SOUVERAINS À 10 ANS, TAUX SWAP 5 ANS ET INFLATION AU ROYAUME-UNI (PAR AN %)



COÛT TOTAL DE LA DETTE "ALL-IN" AVEC DÉCOMPOSITION ENTRE LES MARGES & LES TAUX SWAP 5 ANS (PAR AN %) – EU & RU



CONTEXTE ÉCONOMIQUE - UNE CROISSANCE MODÉRÉE DU PIB MALGRÉ LES INCERTITUDES

BAISSE DES TAUX SOUVERAINS

- La moyenne des taux souverains dans les 20 pays européens couverts a augmenté de 300 pbp et devrait atteindre un pic de 3,5 % d'ici fin 2023 en raison de l'inflation élevée et des hausses des taux des banques centrales.
- Il se trouve que ce niveau de 3,5 % se rapproche de la moyenne sur 20 ans d'avant la pandémie de 3,4 %.
- Comme dans notre scénario central de mars 2023, les taux souverains devraient diminuer graduellement pour s'établir à 2,5 % d'ici 2028.
- En période de conflits et de risques géopolitiques et économiques croissants, nos scénarios optimistes et pessimistes s'avèrent utiles et restent basés sur la volatilité réelle des prévisions historiques.
- Dans le scénario pessimiste, les taux souverains devraient culminer à 3,9 % pb en 2025. Dans le scénario optimiste, le pic est attendu à 3,3% fin 2023.

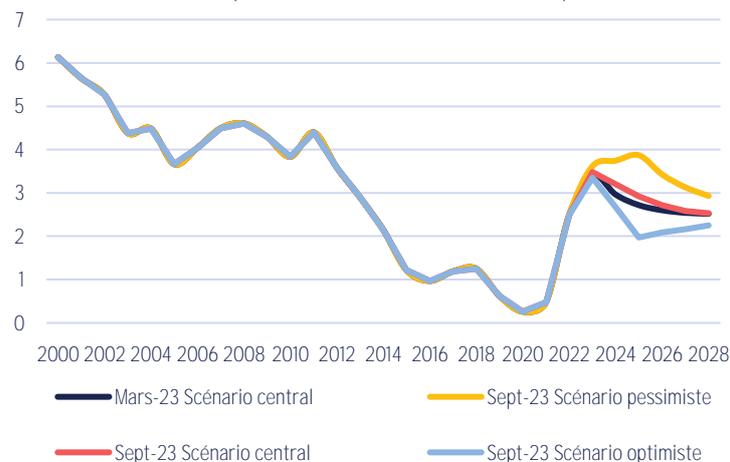
LA CROISSANCE DU PIB EST MODÉRÉE MAIS RESTE POSITIVE

- Les dernières prévisions du scénario central d'OE pour la croissance du PIB européen en 2023 s'établissent à 0,5% en glissement annuel, soit une amélioration par rapport au -0,1% projeté plus tôt cette année. Par contre, les prévisions de la croissance du PIB en 2024 sont ramenées à 0,9 % par an, en baisse par rapport à la prévision précédente de 1,8 % en mars 2023.
- Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France devraient connaître une croissance économique inférieure à 0,6 % en 2024.
- Les politiques monétaires restrictives, qui se traduisent par des taux d'intérêt plus élevés et un resserrement quantitatif, réduisent avec succès l'inflation et devraient faire baisser les taux souverains en 2024.
- Notre scénario pessimiste reflète un nouveau ralentissement de la croissance économique et une hausse de l'inflation en raison de l'incertitude géopolitique accrue.
- Notre scénario optimiste suppose que les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient trouvent une résolution et que l'inflation tombe sous les niveaux cibles des banques centrales d'ici fin 2023.

LE CHÔMAGE FAIBLE SOUTIENT LA CONSOMMATION

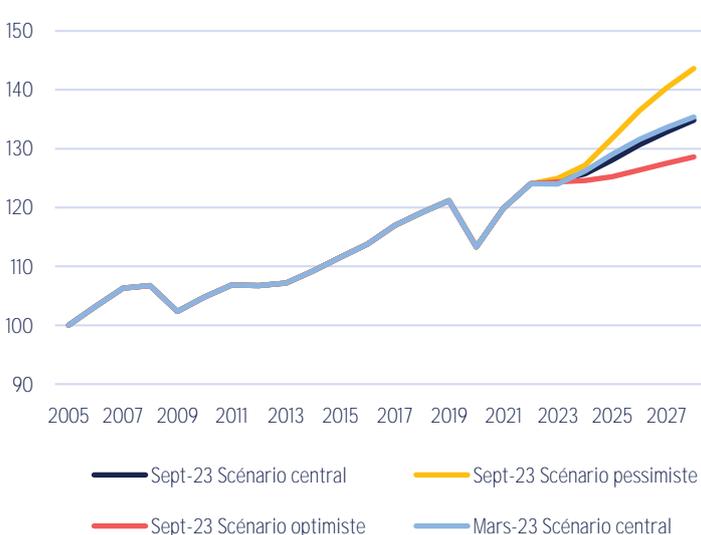
- Les niveaux de chômage devraient rester faibles au cours des cinq prochaines années, à environ 6,5 %, même si la croissance de 1,4 % du PIB par an attendue pendant cette même période dans la zone euro semble modérée.
- Malgré la récente remontée du taux de chômage à 6,5 % en octobre, il s'agit d'une baisse remarquable par rapport aux 12 % enregistrés en 2014, même si elle s'explique en partie par la baisse du taux d'activité et la faible croissance démographique.
- Dans ce contexte de resserrement du marché du travail et de forte inflation, la croissance des salaires tend à augmenter.
- En conséquence, la consommation privée dans la zone euro devrait croître de 1,7 % par an au cours des cinq prochaines années.
- L'emploi étant un fort moteur intermédiaire de la demande de bureaux, cela permet d'estimer l'activité sur les marchés d'utilisateurs de bureaux.
- Pour le commerce et la logistique, la croissance des dépenses de consommation devrait dépasser la croissance du PIB, même si une partie est dirigée vers le commerce en ligne et ne se traduit pas directement par une augmentation des surfaces de vente physiques.

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



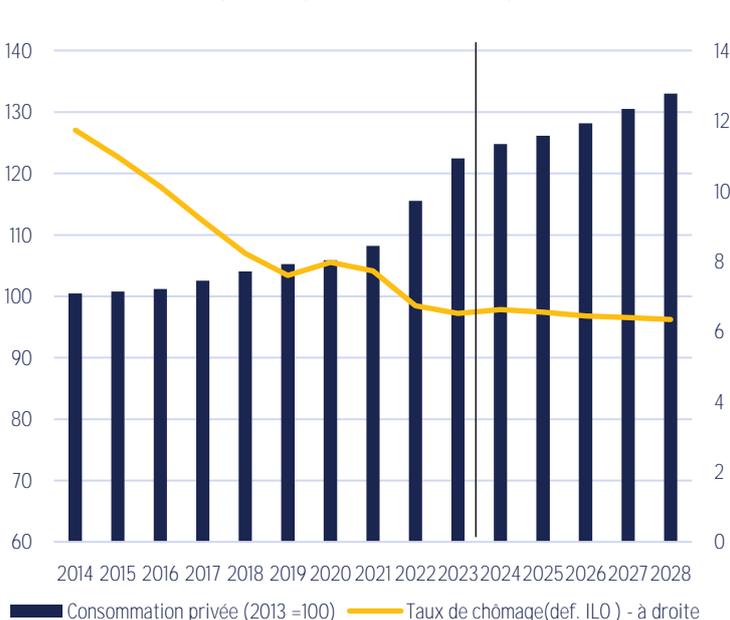
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

INDICE DU PIB EUROPÉEN (2005=100)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

CONSOMMATION PRIVÉE (2013=100) ET TAUX DE CHÔMAGE (% PAR AN, AXE DE



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

PANORAMA DE MARCHÉ – LOGISTIQUE ET BUREAUX : LES RISQUES CERTAINEMENT SURESTIMÉS

LA VACANCE EN LOGISTIQUE AUGMENTE MODÉRÉMENT

- À mesure que la demande de surfaces logistiques augmentait, le développement de l'offre s'est accéléré au cours des cinq dernières années. À terme, nous nous attendons à une stabilisation de la demande et de l'offre à des niveaux relativement équilibrés.
- Comme les très grands entrepôts nécessitent généralement des dépenses en capital importantes de la part des utilisateurs pour les coûts d'aménagement, certains locataires peuvent choisir de se maintenir dans leurs surfaces actuelles plutôt que de s'étendre.
- L'offre future neuve pourrait également se modérer. En effet, outre l'augmentation des coûts de construction, la pénurie de foncier pour le développement industriel devrait s'accroître.
- Le taux de vacance moyen en logistique en Europe devrait légèrement augmenter à 3,3 % d'ici 2024, car l'absorption nette devrait s'équilibrer avec le niveau plus limité des achevements futurs.

L'ABSORPTION EN BUREAU DÉPASSE LA CROISSANCE DU PARC

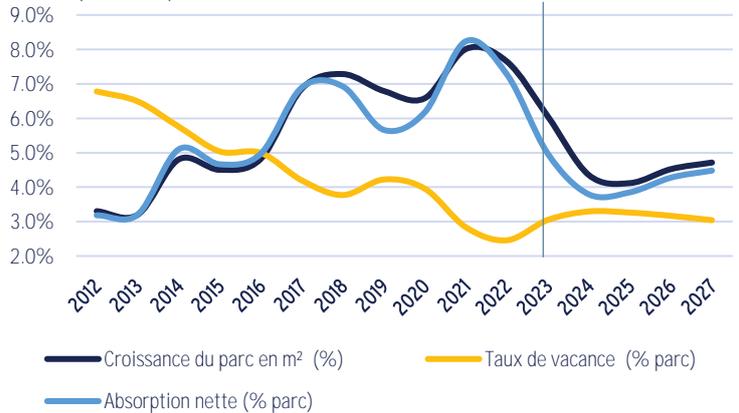
- Sur la base des dernières projections CBRE, l'absorption nette devrait dépasser la croissance du parc à partir de 2024 en Europe. Cela signifie que le taux de vacance moyen dans les 30 marchés de bureaux couverts devrait culminer à 7,9 % à fin 2023 ou début 2024 et redescendre à 6,4 % d'ici 2027.
- La réduction de surfaces en bureaux dépendra dans une large mesure de la capacité des entreprises à gérer les pics d'utilisation des employés entre les jours ouvrables, ainsi que de la mise en œuvre du bureau partagé.
- Comme la demande s'est tournée vers les bureaux de haute qualité dans les meilleurs emplacements, la croissance des loyers « prime » devrait s'avérer résiliente dans un contexte de sous-offre sur les marchés de bureaux « core ».
- Cette orientation vers des actifs de meilleure qualité conduit les investisseurs à réévaluer les risques d'obsolescence des bureaux secondaires ainsi que la rapidité de re-commercialisation, le niveau des loyers et les dépenses d'investissement liées aux facteurs ESG.
- Cependant, les taux de vacance immédiate en bureaux ne sont toujours pas redescendus aux niveaux d'avant la COVID, ce qui indique une réduction durable des besoins en surfaces de bureau.
- Dans l'ensemble, nous pensons que les préoccupations des investisseurs à l'égard du marché des utilisateurs de bureaux en Europe sont surestimées et biaisées par l'actualité sur les marchés américains plus sévèrement impactés.

LES FAILLITES POST-COVID AUGMENTENT

- Un autre problème qui pourrait être surestimé par les investisseurs semble être l'augmentation des défauts de paiement des locataires.
- Les données d'Eurostat montrent que les faillites de l'UE dans les services d'hébergement et de restauration ont augmenté de 57% au cours des quatre derniers trimestres.
- Les défaillances de transport et de stockage ont également augmenté de 41% sur la même période, ce qui pourrait impacter la demande en surfaces logistiques.
- Cependant, les faillites dans le commerce de gros et de détail sont plus modestes et correspondent aux niveaux d'avant la COVID-19.
- L'augmentation des faillites d'entreprises est liée au remboursement requis des prêts COVID-19 garantis par l'État, à la hausse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt.
- Des données distinctes de Weil indiquent que le stress financier des entreprises demeure bien en deçà des niveaux de la GFC.
- Les investisseurs devraient être protégés contre les pertes de revenus, même si les locataires font défaut ou si leur qualité de crédit se détériore, car les gestionnaires d'actifs compétents devraient être en mesure de retrouver aisément des locataires, surtout si les niveaux de vacance du marché restent faibles.

LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE - 8

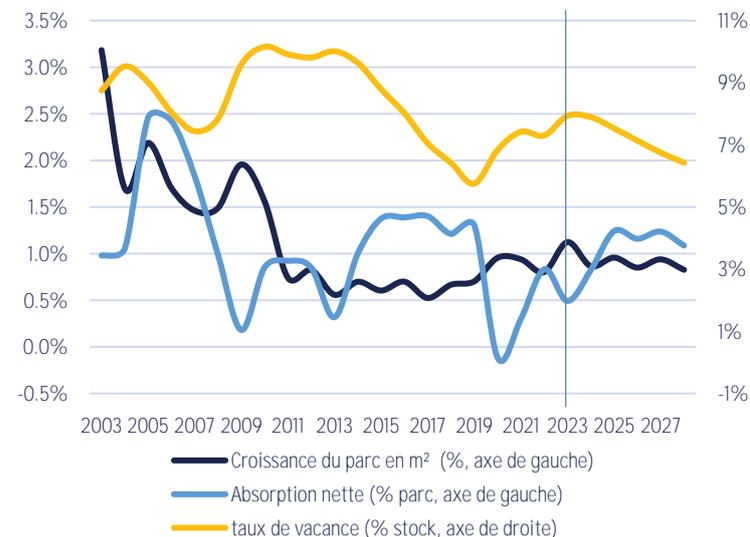
PAYS* (PAR AN %)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

* Allemagne, France, R.U., Pologne, Pays-Bas, Rép. Tchèque, Italie, Espagne, Belgique
** Absorption nette – évolution du parc occupé

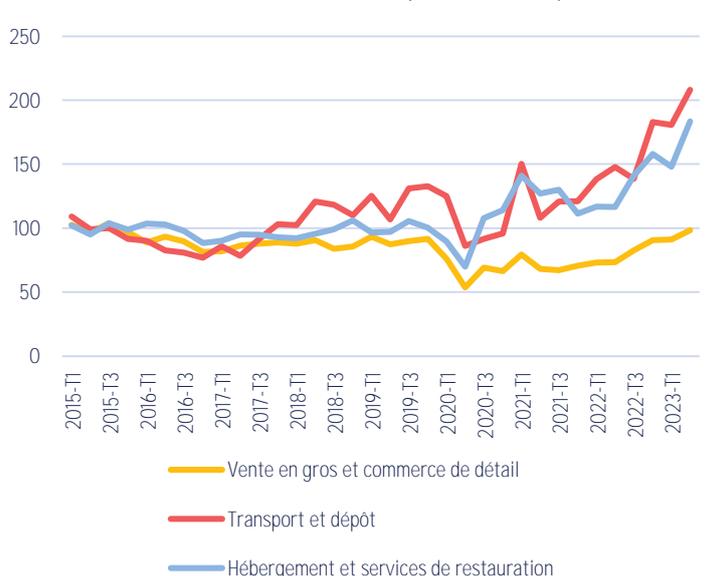
BUREAUX : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE (PAR AN %)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

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

FAILLITES DANS L'UE PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ (INDICE, 2015=100)



Sources : Eurostat et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

MEILLEURES CROISSANCES DE LOYERS EN RÉSIDENTIEL ET LOGISTIQUE

LES VENTES EN MAGASIN DEVRAIENT RESTER STABLES EN EUROPE ET AU R-U

- Le volume total des ventes au détail au Royaume-Uni est resté relativement stable en 2022, n'augmentant que de 1,3 % par rapport aux niveaux de 2019 d'avant la pandémie, tandis que les volumes de ventes au détail en Europe ont augmenté de 5 % au cours de la même période.
- L'émergence du commerce en ligne a entraîné un déclin des ventes en magasin, et cette tendance s'est naturellement accélérée pendant la pandémie avec des fermetures de magasins qui en ont découlé.
- Après une baisse de 7 % au Royaume-Uni et de 1 % en Europe en 2022 par rapport aux niveaux de 2019, les volumes des ventes en magasin se sont stabilisés et devraient rester relativement inchangés au cours des cinq prochaines années.
- Cependant, la croissance future des ventes au détail totales sera principalement attribuée à l'augmentation des ventes en ligne, qui devraient augmenter de 33 % au Royaume-Uni et de 54 % en Europe d'ici 2027 par rapport aux niveaux de 2022.
- Cette évolution structurelle d'une part croissante des ventes réalisées en ligne s'est déjà traduite par une réduction significative des loyers, en particulier dans les centres commerciaux.

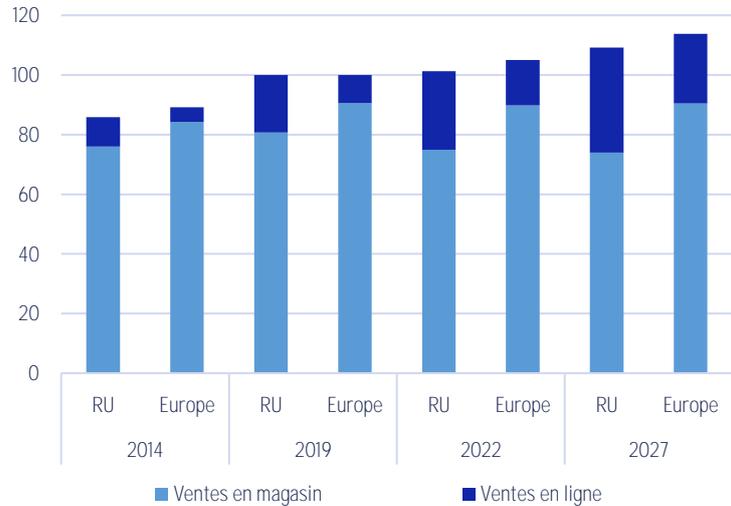
UNE OFFRE NEUVE DE LOGEMENTS EN BAISSÉ

- Comme dans le secteur de la logistique, l'offre neuve de logements est en baisse et ne devrait pas se redresser à court terme.
- Les marchés du logement locatif en Europe, en particulier dans les villes où l'offre est limitée, devraient devenir encore plus tendus qu'auparavant, ce qui devrait conduire à une augmentation des loyers de marché.
- Le nombre de permis de construire déposés dans l'UE27 - un indicateur avancé des développements futurs - a commencé à se stabiliser au premier semestre 2023 après une baisse significative en 2022.
- Malgré les réductions récentes de certains coûts de construction, la rentabilité des promoteurs reste confrontée à des coûts de main-d'œuvre et de financement élevés. Certaines autorisations pourraient même ne pas se traduire par de nouveaux développements résidentiels.
- Comme le montre le graphique, le nombre de permis de construire résidentiels déposés est en baisse significative en Allemagne et en France - même si cette dernière montre une stabilisation à un niveau bas en 2023.

L'OFFRE LIMITÉE ET LA CROISSANCE MODÉRÉE DEVRAIENT CONDUIRE A UNE LÉGÈRE HAUSSE DES LOYERS PRIME

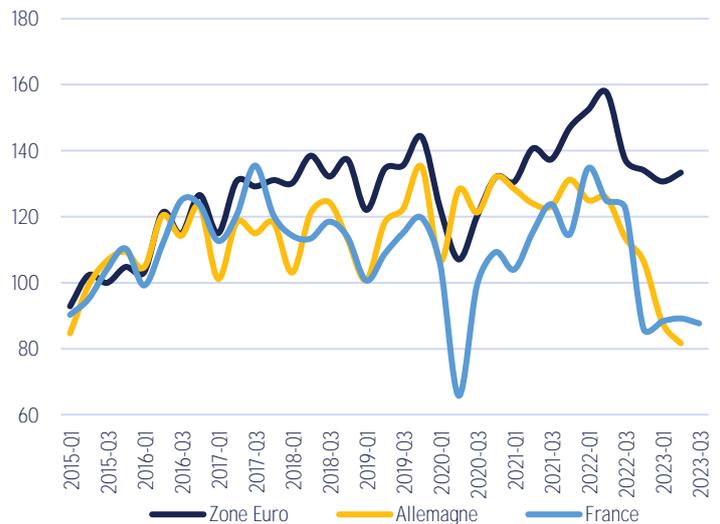
- L'offre neuve limitée, les faibles taux de vacance et la croissance positive du PIB expliquent le léger relèvement de nos prévisions de croissance des loyers prime, de 2,0 % dans notre scénario principal de mars 2023 à 2,2 % par an pour 2024-28.
- Le résidentiel et la logistique conservent les premières places en termes de perspectives de croissance des loyers prime, avec une croissance moyenne des loyers attendue de 2,5 % par an.
- La croissance attendue des valeurs locatives dans tous les secteurs immobiliers se situe entre 1,8% et 2,8% par an, dans nos trois scénarios macroéconomiques.
- Les centres commerciaux et les boutiques devraient enregistrer une croissance annuelle des loyers inférieure à la moyenne entre 2024 et 2028 de 1,7% par an pour ces deux typologies.
- Nos prévisions se concentrent uniquement sur les marchés prime. Les valeurs locatives des actifs secondaires sont soumises à une plus forte pression à la baisse.
- Avec une part croissante des utilisateurs privilégiant des espaces modernes dans des immeubles verts, les investisseurs sont de plus en plus conscients des perspectives de croissance locative faibles ou négatives pour les actifs secondaires.

VOLUMES DES VENTES AU DÉTAIL PAR TYPOLOGIE, ROYAUME-UNI VS. EUROPE CONTINENTALE (INDICE, 2019=100)



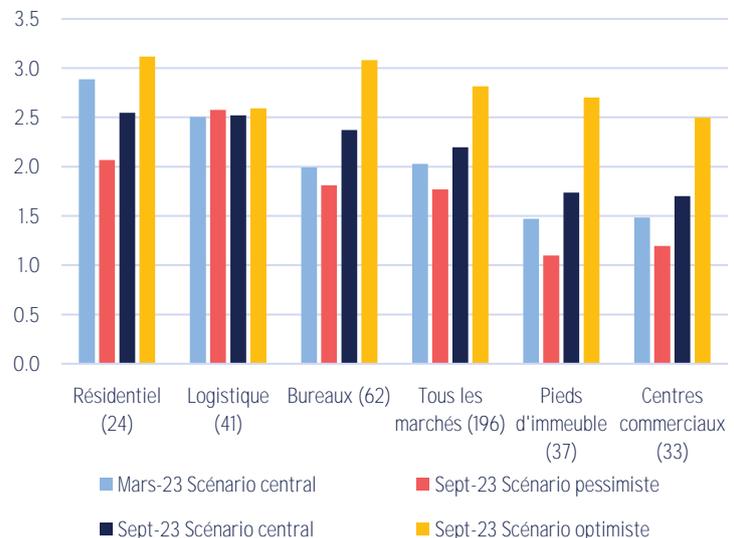
Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

PERMIS DE CONSTRUIRE RÉSIDENTIELS - (INDICE 2015 = 100)



Sources : Eurostat et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

CROISSANCE DES LOYERS PRIME ATTENDUE EN EUROPE PAR SECTEUR SUR LES 5 PROCHAINES ANNÉES (2024-28, % PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

LES ÉCARTS D'ATTENTE EN TERMES DE PRIX FREINENT LE MARCHÉ

BAISSE DE LA LIQUIDITE DUE A LA HAUSSE DES TAUX ET AUX ECARTS D'ATTENTES VENDEURS / ACQUEUREURS

- Le volume de transactions enregistré depuis le début de l'année 2023 s'élève à 91 milliards d'euros, soit moins d'un tiers des volumes de 2022.
- Indépendamment de la faible activité depuis le début de l'année, nous estimons que les volumes pour l'ensemble de l'année 2023 s'élèveront à 140 milliards d'euros en faisant l'hypothèse d'un quatrième trimestre plus dynamique comme c'est le cas chaque année. Cela représente environ la moitié des volumes de 2022 (282 milliards d'euros) et environ un tiers des volumes records de 2021 (350 milliards d'euros).
- Les écarts entre les attentes des acquéreurs et des vendeurs restent élevés, en particulier pour les bureaux. La révision des prix a été plus rapide que prévu, les transactions s'effectuant à des prix inférieurs aux prix de réserve de nombreux vendeurs.
- En 2023, de nombreux investisseurs ont réévalué leur allocation immobilière à la lumière de l'évolution des valorisations relatives des autres classes d'actifs. Mais nous nous attendons à de nouveaux changements en 2024, comme décrit plus loin.
- Les ventes forcées sont susceptibles d'augmenter à mesure que les banques demandent à être remboursées. Cela concerne notamment les fonds grand public confrontés à des décollectes et/ou à des problèmes de refinancement.

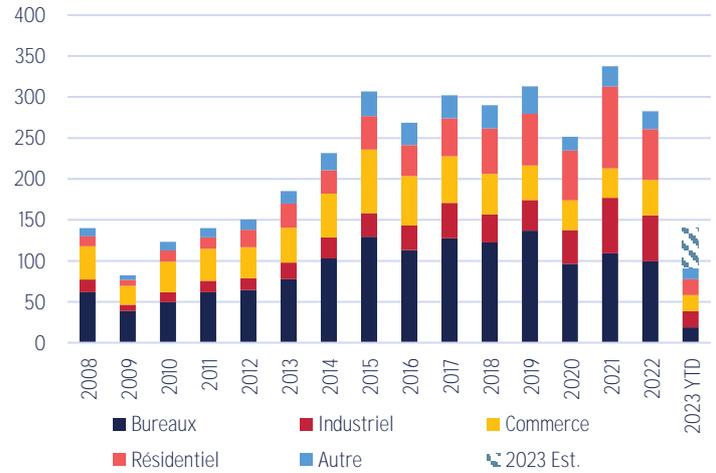
LES TAUX IMMOBILIERS PRIME EN BAISSSE DÈS 2024

- La hausse des taux swap et des taux d'intérêt a entraîné une augmentation des taux de rendement immobiliers prime en 2022 et 2023 plus importante qu'initialement prévue.
- Les taux de rendement des bureaux ont le plus augmenté, de 150 pdb en moyenne au cours des deux dernières années, suivis de près par la logistique et le résidentiel, avec respectivement 130 pdb et 120 pdb. Les taux de rendement des centres commerciaux prime devraient continuer à augmenter un peu plus en 2024 (+ 200 pdb depuis 2018), tandis que les boutiques de meilleures artères commerciales devraient connaître une expansion de 130 pdb d'ici 2024.
- Compte tenu de la récente révision des valeurs et de la baisse attendue des taux souverains dans notre scénario central, nous prévoyons que les taux de rendement prime se compriment de 20 à 60 pdb selon les typologies au cours des cinq prochaines années.
- Les taux de rendement des bureaux prime devraient se resserrer de 60 points de base au cours des cinq prochaines années à partir de la fin 2023, tandis que la logistique et le résidentiel devraient voir leur taux baisser de 50 et 40 points de base, respectivement.

RENDEMENTS GLOBAUX ATTENDUS EN HAUSSE

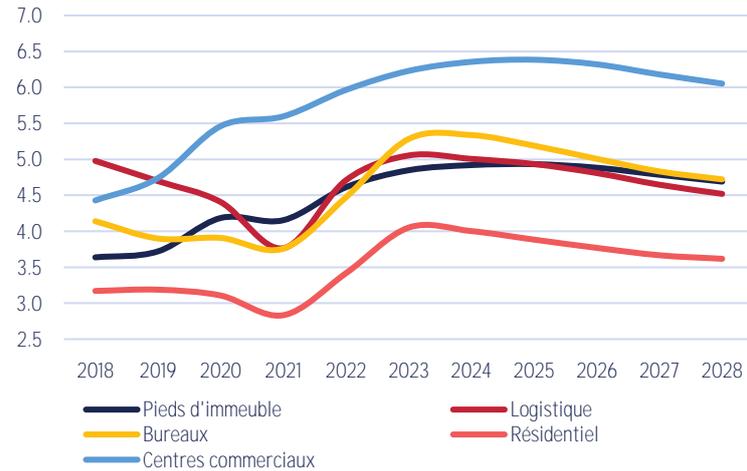
- La baisse attendue des taux de rendement immobiliers, combinée à une solide croissance des valeurs locatives prime, font grimper les rendements globaux prime attendus. Toutes typologies immobilières confondues, ceux-ci devraient atteindre 9,2 % par an pour la période 2024-28 - contre 8,7 % par an attendus au cours de la même période dans notre scénario central de mars 2023.
- Les marchés logistiques devraient bénéficier des rendements prime les plus élevés, à 10 % par an au cours des cinq prochaines années - en raison du rapide ajustement des valeurs enregistré en 2022-23 et de la croissance solide et continue prévue des loyers.
- De manière surprenante, les bureaux prime arrivent en deuxième position avec des rendements globaux attendus à 10 % par an, en raison de l'ajustement des valeurs en cours plus important que pour les autres secteurs immobiliers, de leurs taux de rendements élevés et de l'amélioration des projections de croissance des loyers.
- Même l'immobilier de commerces devrait afficher un rendement global de 7,4 % par an au cours des cinq prochaines années, car notre période de projection n'inclut plus la faible performance de 2023.
- Compte tenu de l'augmentation des risques géopolitiques, il est à noter que le scénario pessimiste anticipe des rendements globaux de 7,9 % par an en moyenne toutes typologies confondues, alors que notre scénario optimiste prévoit des rendements prime de 10,5 % par an en moyenne au cours des cinq prochaines années.
- L'exclusion de l'année 2023 de notre période de prévision a un impact important sur nos prévisions de rendements globaux. L'année 2024 devrait constituer un millésime attractif pour de nouvelles acquisitions.

VOLUMES D'INVESTISSEMENT ANNUELS EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (MILLIARDS D'EUROS)



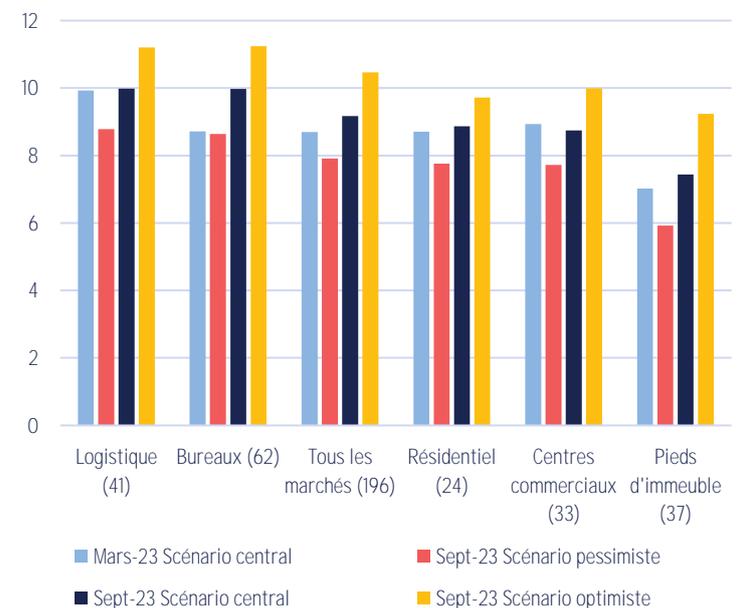
Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

TAUX DE RENDEMENT PRIME PAR TYPOLOGIE - SCÉNARIO CENTRAL DE SEPT-23 (PAR AN %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE D'ACTIF (2024-28, % PAR AN)



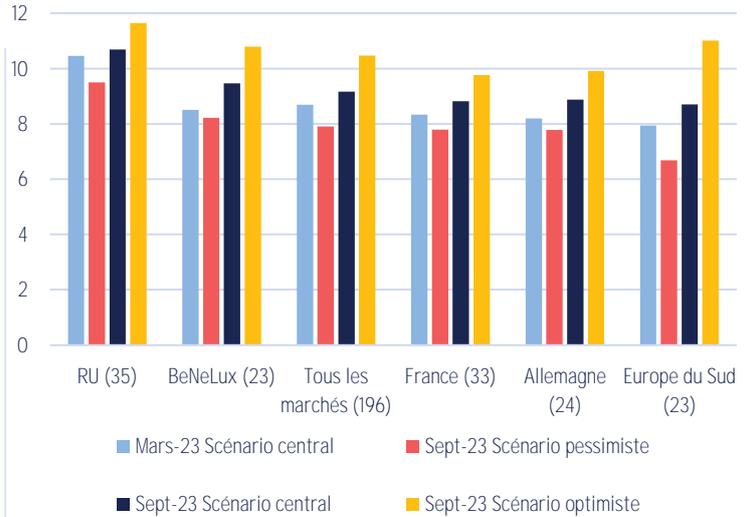
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

PERSPECTIVES- LE REBOND EST EN VUE MÊME SI CELA PEUT SEMBLER PRÉMATURÉ

ENTRE 9-11% DE RENDEMENT GLOBAL, MENÉ PAR LE ROYAUME-UNI

- Le rendement global moyen sur l'ensemble des marchés devrait s'élever à 9,2% par an entre 2024-28.
- Les marchés britanniques devraient offrir le rendement global moyen le plus élevé, soit 10,7% par an, grâce à une compression des rendements prévue plus forte que dans d'autres pays.
- Les marchés du Benelux se classent en deuxième position avec un rendement prévu de 9,5% par an, grâce à une forte croissance des loyers sur les marchés néerlandais.
- Les marchés d'Europe du Sud ne devraient connaître qu'une compression moyenne modérée des taux de rendement et malgré une solide croissance prévue des loyers, restent à la traîne avec un rendement global de tout de même 8,7% par an.
- Les scénarios optimistes et pessimistes varient davantage sur les marchés d'Europe du Sud, en ligne avec leur volatilité passée.
- 2023 ayant été sortie de notre période de prévision, l'impact est important sur les rendements globaux et les investisseurs qui peuvent être proactifs en 2024 devraient trouver de la performance sur les cinq prochaines années.

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR PAYS (2024-28, % PAR AN)

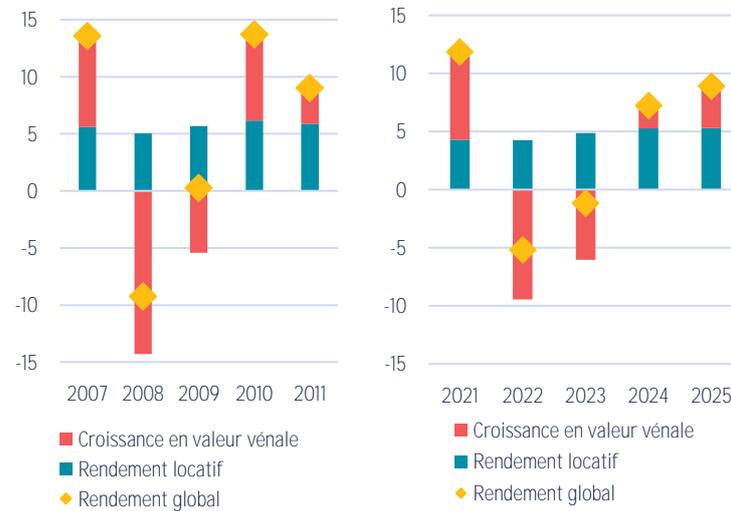


Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

LE REBOND VIENDRA EN 2024-2025

- Les ajustements de prix peuvent être replacés dans leur contexte en comparant les rendements globaux pendant la crise financière mondiale et nos projections centrales de rendement global pour la période 2021-25. Les baisses de valeur vénale devraient atteindre -17% en cumulé, au vu des dernières données de marché.
- Nos projections pour le cycle actuel montrent un schéma similaire à celui de la crise financière mondiale avec des revenus locatifs stables et une première année d'ajustement brutale de la valeur vénale suivie d'une correction modérée au cours de la deuxième année.
- Comme de nombreux investisseurs sont confrontés aux répercussions de ces baisses de valeur, il peut sembler prématuré de s'attendre à un rebond de la valeur vénale en 2024.
- Cependant, les cycles ont tendance à se retourner. Après la crise financière, 2010 a enregistré un rebond de la valeur bien plus important que prévu. Nos dernières projections indiquent un similaire rebond 2024 et 2025 mais plus modéré.
- Il pourrait être plus difficile de déterminer avec précision le moment du cycle, les attentes de prix entre acquéreurs et vendeurs restant significatifs, témoignant encore d'un manque de consensus sur la valeur des actifs.

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE GFC VS. SEPT-23 (%)

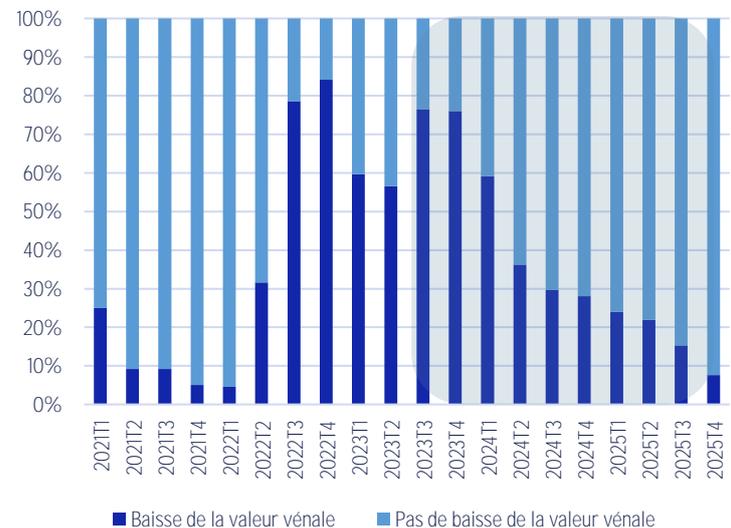


Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

LES VALEURS VÉNALES CONTINUENT DE S'AJUSTER EN 2024

- Même si une croissance en capital de 2% est attendue sur 2024 en moyenne en Europe, certains marchés devraient se corriger davantage à la baisse.
- Ainsi, plus de la moitié des 196 marchés (116) devraient encore enregistrer une baisse de la valeur vénale au T1 2024.
- Au T2 2024, la plupart des marchés auraient déjà atteint leur niveau le plus bas, et plus de 90% d'entre eux (181 marchés) auront passé ce stade à fin 2025.
- Cette variation reflète les différences entre les marchés européens en termes de réaction et de réactivité au contexte macro-économique global.
- L'analyse du nombre de marchés connaissant une baisse de valeur doit être complétée par l'amplitude des ajustements. Cela est d'autant plus pertinent que les prévisions ont tendance à se lisser et à revenir à la moyenne long terme.
- L'ampleur des ajustements de prix est examinée plus loin.

PART DES MARCHÉS EUROPÉENS AVEC OU SANS BAISSSE DE VALEUR VÉNALE (%)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

L'INVERSION DE L'EFFET DÉNOMINATEUR DÉBLOQUERAIT DES CAPITAUX EN 2024

AUGMENTATIONS DE VALEUR À PARTIR DU T2 2024

- En ce qui concerne l'ampleur des baisses de valeur vénale, depuis le T3 2022 jusqu'à la fin de l'année 2023, nous prévoyons un ajustement de -19% sur l'ensemble de nos marchés.
- Au cours de la même période, certains marchés s'apprécieraient mais la plus-value n'atteindrait que 3%.
- Sur l'ensemble de l'année 2024, nous prévoyons une augmentation de 1,9%. Si le T1 2024 enregistre encore une baisse nette de 0,2 %, elle serait largement compensée sur le reste de l'année. À partir du T2 2024, l'ampleur des augmentations nettes de valeur s'accroît et dépasse les baisses de 50 pnb.
- Nos prévisions étant créées à l'aide de modèles économétriques traditionnels, elles atténuent toute volatilité.

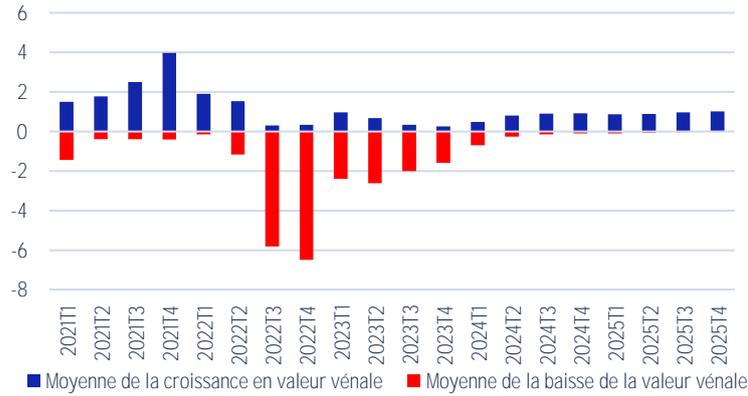
LES DÉPRÉCIATIONS RALENTISSENT DÉJÀ DANS CERTAINS SECTEURS

- Comme illustré sur le graphique, les prix de l'immobilier européen ont significativement baissé depuis l'augmentation des taux d'intérêt à partir du T2 2022.
- La vitesse et l'ampleur de ces baisses varient d'un secteur à l'autre, selon Green Street. Les actifs industriels/logistiques et résidentiels ont enregistré une baisse de plus de 20% au cours des quatre trimestres allant du T3 2022 au T3 2023, mais ces deux secteurs devraient connaître un rebond modéré au T4 2023.
- Les bureaux devraient afficher une baisse plus importante de 30% des valeurs vénales, les inquiétudes concernant l'impact du télétravail sur la demande de surfaces de bureaux ayant entamé le sentiment des investisseurs.
- Le secteur du commerce a enregistré une baisse de valeur d'un peu plus de 10% au cours de la même période. Mais il a affiché une baisse de prix cumulée de plus de 50% depuis T2 2016, car la pénétration du commerce en ligne a eu un impact sur la demande de surfaces de vente physique, et les fermetures de magasins pendant la pandémie ont affecté davantage le secteur.
- Ces ajustements se répercutent sur les expertises et les valeurs vénales prime de CBRE et des autres agents, même si les équipes de gestion des fonds s'efforcent activement de limiter les dépréciations pour les investisseurs et les prêteurs.

L'INVERSION DE L'EFFET DÉNOMINATEUR DÉBLOQUE LE CAPITAL

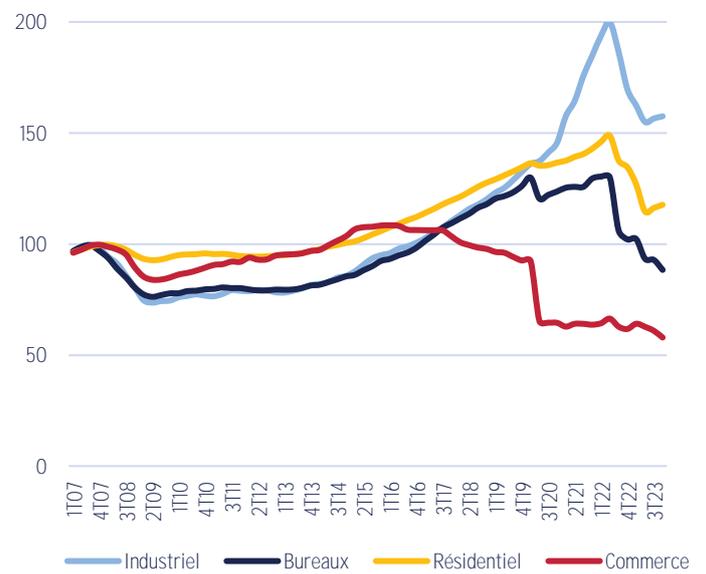
- L'effet dénominateur, c'est-à-dire la part de l'immobilier dans un portefeuille d'actifs mixtes, avait empêché de nombreux investisseurs multi-actifs d'investir dans l'immobilier en 2023.
- À titre d'exemple, nous prenons un portefeuille multi-actifs démarrant avec une allocation théorique à 40/40/10/10 % entre actions, obligations, immobilier et matières premières.
- En raison de la performance indicielle des différentes classes d'actifs, le poids de l'immobilier augmente jusqu'à 11,5% - au-delà de son objectif de 10% à la fin 2022 - créant un frein pour des investissements immobiliers supplémentaires en 2023.
- Ces 11,5% sont principalement dus à l'année 2022, qui a connu des rendements négatifs pour les actions et les obligations, ce qui a réduit la part de l'immobilier.
- Sur la base des indices de rendement global depuis le début de l'année, l'immobilier devrait afficher des rendements négatifs tandis que les rendements des actions se redressent, ce qui ramènera l'immobilier en ligne avec son allocation cible de 10%.
- En 2024, la liquidité devrait bénéficier de l'inversion de l'effet de dénominateur dû aux performances des autres classes d'actifs depuis le début de l'année, permettant de débloquer des capitaux ciblant l'immobilier, que les investisseurs avaient hésité à déployer en 2023 en raison du dépassement de leur allocation immobilière cible de 10 %.

VARIATION DE LA VALEUR VÉNALE PRIME SUR L'ENSEMBLE DES 196 MARCHÉS (%)



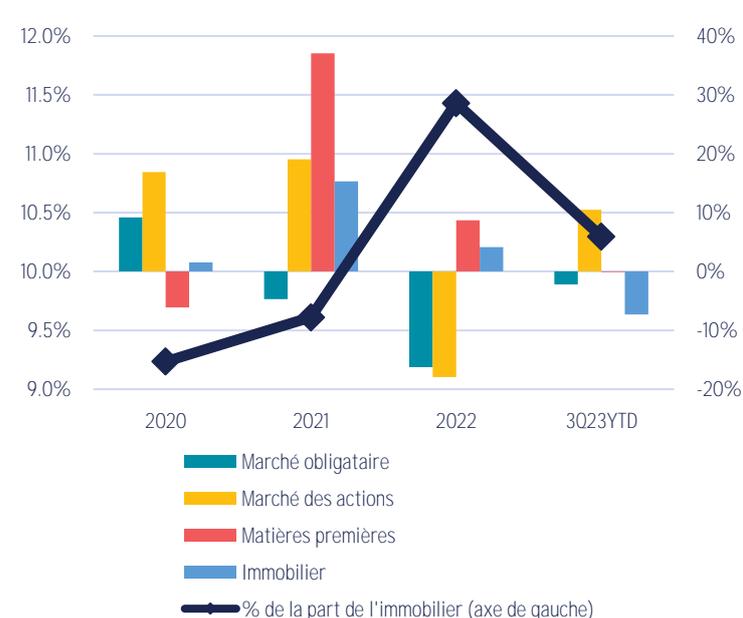
Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

INDICE CPPI (2006=100)



Sources : AEW Recherche & Stratégie et Green Street au 3T 2023

L'IMPACT GLOBAL DE L'EFFET DÉNOMINATEUR DE L'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER SUR UN PORTEFEUILLE MULTI-ACTIFS - % (2019 -T4 : MONTRE 40/40/10/10) (%)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Bloomberg, GREFI, MSCI et S&P. au 3T 2023
BOSTON DUSSELDORF FRANKFURT HONG KONG LONDON LOS ANGELES LUXEMBOURG MADRID MILAN PARIS PRAGUE SEOUL SINGAPORE SYDNEY TOKYO WARSAW AMSTERDAM | AEW.COM

PERSPECTIVES- LES ENJEUX DU REFINANCEMENT

MISE À JOUR DE L'ANALYSE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT

- Nous avons mis à jour notre analyse du déficit de financement de la dette (DF). Notre couverture est élargie pour inclure les 20 pays européens prévus et deux secteurs supplémentaires (hôtels et résidences séniors).
- Sur la base des données internes et des dernières enquêtes Bayes et CREFC-Europe, nous révisons notre ratio de LTV (*loan-to-value*, ratio d'endettement) de refinancement de 50% à 55%.
- Après avoir testé l'ICR (*interest coverage ratio*, ratio de couverture des intérêts) à 2,0, les commentaires du secteur et les données de Green Street ont indiqué qu'un ICR de 1,5 serait plus approprié.
- Nous avons testé un *debt yield* (les revenus sur l'encours du prêt) de 10% comme limite potentielle de la dette de refinancement.
- Comme l'année 2023 touche à sa fin, nous devons traiter les prêts du millésime 2018 arrivant à échéance en 2023. Pour les millésimes de prêts 2018, nous supposons que 50% des prêts arrivant à échéance en 2023 ont en fait été refinancés et que les 50% restants des prêts du millésime 2018 sont prolongés de 1 à 3 ans et ajoutés au déficit de financement de la dette 2024-26.
- Comme précédemment, nos résultats globaux classent le DF pour six secteurs clés de 2019 à 2021.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT EUROPÉEN S'ÉLÈVE À 90 MD€

- Notre approche du DF par étapes est illustrée par l'exemple d'un prêt émis en 2019 pour du résidentiel en Autriche faisant ressortir l'impact des revenus sur l'encours de prêt (*debt yield*) :
- Un ratio de LTV moyen de 60% estimé pour toutes les acquisitions résidentielles autrichiennes totalisant 1,7 Md€ conclues en 2019 se traduit par une dette de 1 Md€.
 1. Compte tenu du rendement locatif en 2019 de 3,7%, les revenus sont estimés à 65M€, soit un *debt yield* de 6,2% à l'origination du prêt en 2019.
 2. Nos dernières prévisions de loyers prime pour le résidentiel autrichien indiquent une croissance de +6% entre 2019 et 2024, portant le revenu à 68 M€.
 3. Le volume de la nouvelle dette est estimé à un *debt yield* de 10% de ce nouveau revenu, soit 682 M€, un manque à gagner de 356 M€ par rapport au *debt yield* initiale.
 4. Sur la base des hypothèses d'ICR et de ratio de LTV, il n'y a pas de déficit autres que le déficit lié au *debt yield* nécessitant des capitaux propres (ou de la dette) supplémentaires.
- En plus du DF basé sur le *debt yield*, nous prenons également en compte des restrictions de ratio de LTV et d'ICR, portant le DF global à 90,3 milliards d'euros (Md€) sur quatre années, six secteurs et 20 pays.

LE RATIO DE LTV AU REFINANCEMENT DEMEURE LE PRINCIPAL CRITÈRE DE DÉFICIT

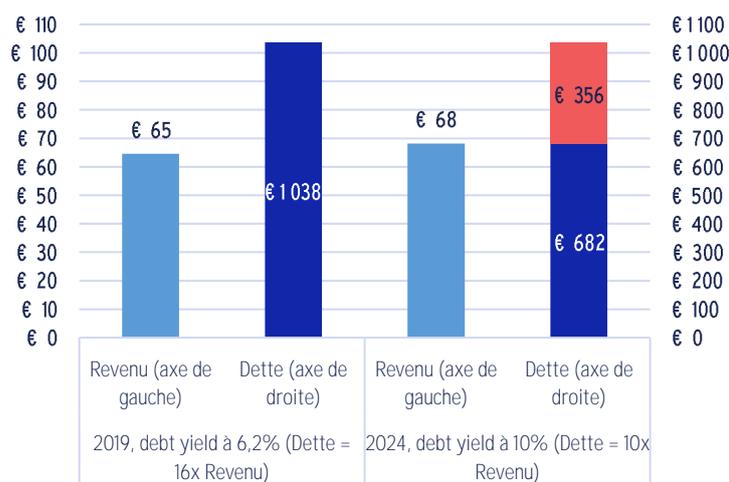
- Expliquant 95% du DF actualisé de 90,3 Md€, le ratio LTV au refinancement reste le principal facteur restrictif du volume de dette disponible à l'échéance du prêt, comparé au revenu sur l'encours de prêt (*debt yield* à 10%) qui représente 5% du DF et à l'ICR (à 1,5x) qui n'impacte pas le DF.
- Ce résultat est quelque peu inattendu, car le sentiment du secteur indiquait que l'ICR et le *debt yield* étaient des facteurs importants pour les prêteurs.
- Il convient de noter que nos analyses de l'ICR et du *debt yield* nous ont amené à estimer des rendements locatifs et des coûts de la dette pour certains segments.
- Nos seuils d'ICR et de *debt yield* (1,5x et 10%) ont été confirmés par des sources externes, y compris Green Street.
- La répartition du DF entre les différentes années montre un volume beaucoup plus bas pour 2025, probablement dû au fait que les prêts accordés en 2020 ont été affectés par la pandémie de Covid.

MISE À JOUR DES HYPOTHÈSES ET DU CHAMP D'APPLICATION DU DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE

	Août-23	Nov-23
Refinancement LTV	50%	55%
ICR	2.0	1.5
Debt yield	non	10%
Secteurs	4	6
Pays	6	20
Période	2023-26	2024-26

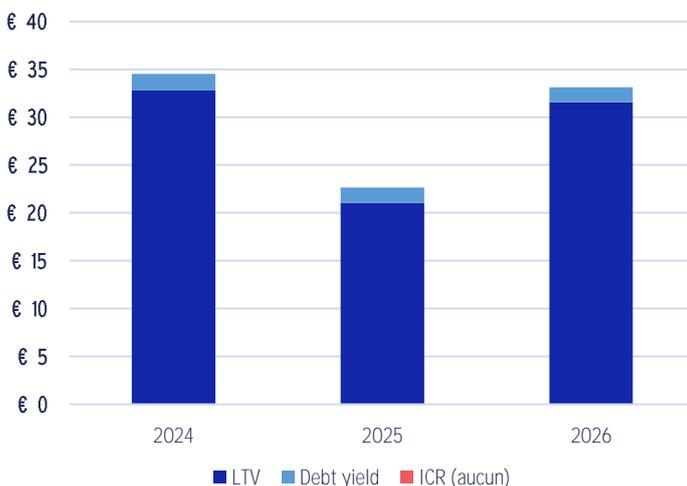
Sources : Bayes Business School, CREFC-Europe, Green Street et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

LTV, DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE- ÉVOLUTION DU DEBT YIELD, (MILLARDS D'EUROS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

ORIGINE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE PAR MATURITÉ - (MILLIARD D'EUROS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

PERSPECTIVES- LES ENJEUX DU REFINANCEMENT

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT CONCERNE PRINCIPALEMENT LES BUREAUX

- Les bureaux représentent 45% du DF actualisé de 90,3 Md€, suivis du résidentiel (23%) et du commerce (20%). Les hôtels, la logistique et les résidences seniors représentent les 11 % restants du DF.
- La prédominance des bureaux dans le DF n'a pas été une surprise puisque c'était déjà le cas dans les estimations précédentes
- Cela s'explique principalement par des volumes de transactions de bureaux plus importants et par une décompression relativement plus forte en bureaux que dans les autres secteurs.
- Le résidentiel devrait avoir le deuxième plus important DF en volumes absolus à 21 Md€, en raison principalement des volumes de transactions et des taux de rendement bas à l'acquisition. Ceci a rendu le seuil de revenu sur l'encours de prêt (*debt yield*) plus restrictif que le ratio de LTV au refinancement en résidentiel par rapport aux autres secteurs.
- Une diminution du DF pour 2025 est également constatée, correspondant aux émissions en 2020. Les valeurs des collatéraux immobiliers en 2020 ont été fortement affectés par la pandémie, créant un creux de valeur temporaire qui a été suivi d'une forte croissance vénale en 2021 et au premier semestre 2022.

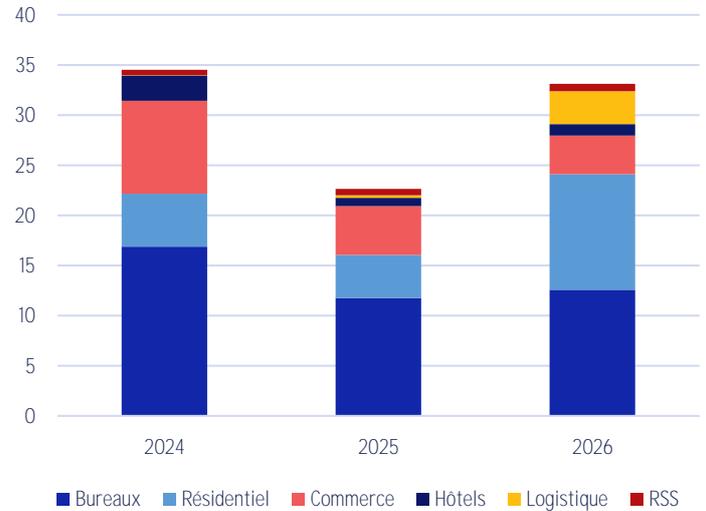
L'ALLEMAGNE DAVANTAGE CONFRONTÉE AU DF EN ABSOLU...

- À 38 %, l'Allemagne est le plus gros contributeur du DF européen de 90,3 Md€, suivie par la France (14 %), les pays nordiques (14 %) et le Royaume-Uni (12 %).
- La part relativement importante de l'Allemagne et la faible part du Royaume-Uni et de l'Europe du Sud sont en ligne avec les estimations précédentes.
- Le faible coût du financement par obligations sécurisées des banques allemandes a permis l'extension du crédit relatif même lorsque les taux de rendement immobiliers ont atteint des planchers historiques. La décompression des rendements à partir de ces bas niveaux a endommagé les ratios de LTV plus qu'ailleurs.
- La réglementation britannique pour les banques s'est durcie après la crise financière mondiale, la BoE ayant introduit ses règles "slotting" qui nécessitaient des réserves importantes de capital pour les prêts immobiliers surtout les prêts aux développements spéculatifs.
- Les banques d'Europe du Sud ont mis plus de temps à liquider leurs anciens prêts en procédant à des dépréciations et à des ventes de portefeuilles de prêts non performants. Cela les a empêchées de revenir en force sur le marché des prêts immobiliers.
- Les investisseurs Nordiques particulièrement les FPI suédoises se sont surendettés et les prix de leurs actions ont fait chuter la valeur de leurs capitaux plus que prévu.

... ET EN PROPORTION DES PRÊTS CONTRACTÉS

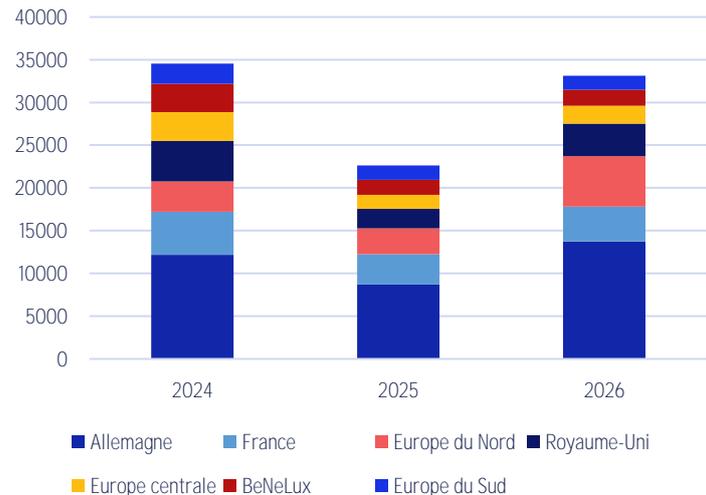
- Même si le DF absolu est déjà parlant, la comparaison relative en pourcentage des prêts ajoute une perspective supplémentaire.
- Elle consiste à considérer le DF de chaque pays comme une part du volume total des prêts accordés, puis de classer chaque pays en fonction de la sévérité relative du problème de refinancement.
- Le DF de 35 Md€ en Allemagne représente 22 % de l'ensemble des prêts accordés entre 2018 et 21, soit la part la plus élevée des prêts affectés dans les 20 pays couverts.
- La part moyenne dans ces 20 pays européens s'élève à 16%, en baisse par rapport aux 21% dans nos analyses d'août-23, principalement dû au ratio de LTV plus élevé à 55% et à la résolution sur une partie des prêts accordés en 2018 arrivant à échéance en 2023.
- La moyenne européenne de 16 % indique qu'un sixième des prêts accordés pourrait ne pas être refinancé à échéance dans les trois prochaines années.
- Conformément aux analyses précédentes, le DF relatif du Royaume-Uni n'est que de 9 %. Cela devrait permettre aux banques britanniques de résoudre ces problèmes plus rapidement et au marché immobilier de rebondir, avant les autres marchés européens.

DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE PAR TYPOLOGIE ET PAR MATURITÉ - (MILLIARD D'EUROS)



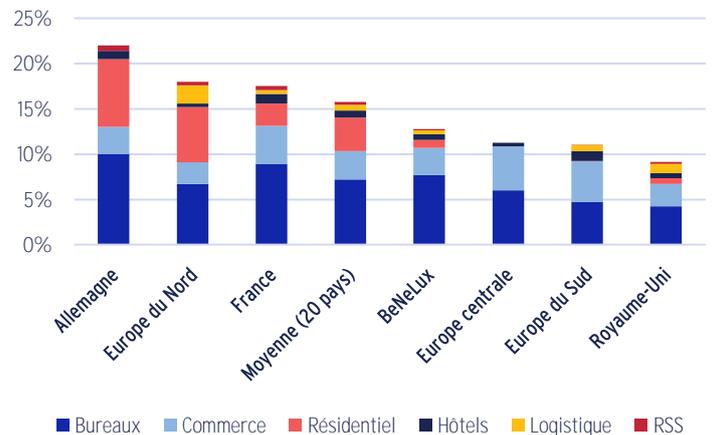
Sources : RCA et AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE PAR PAYS, SOUS-REGION ET PAR MATURITÉ - (MILLIARD D'EUROS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

DÉFICIT DE FINANCEMENT DE LA DETTE PAR PAYS ET PAR TYPOLOGIE EN % DU PRÊT ÉMIS (% PAR AN)



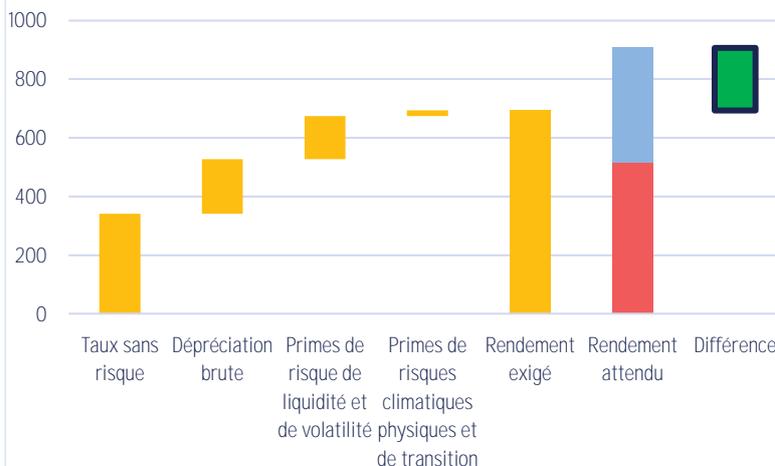
Sources : AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : PRESQUE TOUS LES MARCHÉS REDEVIENT ATTRACTIFS

PLUS DE 200 PDB D'ECART ENTRE RENDEMENTS ATTENDUS ET EXIGÉS POUR 2024-28

- Notre approche des rendements ajustés au risque est basée sur une comparaison entre le rendement global exigé et le rendement global attendu au cours des cinq prochaines années. L'exclusion de 2023 change significativement les performances.
- Comme le montre le graphique, le rendement global exigé moyen des 168 marchés européens est de 693 pdb, tandis que le rendement global attendu pour 2024-28 s'élève à 907 pdb.
- Cela signifie que le rendement attendu présente un écart **positif** significatif de 213 pdb par rapport au rendement exigé.
- Le taux sans risque de 341 pdb reste la composante la plus importante du rendement exigé et a augmenté de 309 points de base, reflétant les augmentations récentes des taux souverains.
- Sur la base de ces analyses, nous pensons que les investisseurs seraient largement rémunérés des risques sur les marchés immobiliers européens.
- En détail, notre analyse classe chaque marché comme attractif, neutre ou moins attractif en comparant son rendement global attendu et son rendement global exigé.

RENDEMENT GLOBAL EXIGÉ VS RENDEMENT GLOBAL ATTENDU EN PDB - MOYENNE EUROPÉENNE TOUTES TYPOLOGIES (2024-28)

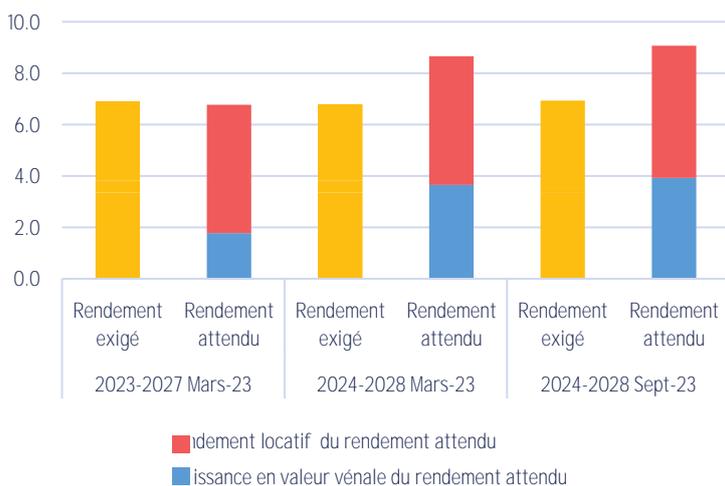


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

L'EXCLUSION DE 2023 FAIT LA DIFFÉRENCE

- Ces résultats favorables pour 2024-28 des rendements ajustés aux risques étaient prévisibles, comme nous les avons anticipés dans nos perspectives semestrielles de mars-23.
- Avec les ajustements de prix survenus en 2022 et en 2023, le passage à 2024 et l'exclusion de 2023 expliquent l'essentiel de la différence.
- En mars 2023, les rendements attendus et exigés pour 2023-27 était proches l'un de l'autre, indiquant que les investisseurs arriveraient à être compensés des risques.
- Comme prévu, l'attractivité moyenne s'est améliorée lorsque l'on considère 2024-28, ce qui implique un rebond des valeurs vénales.
- Le rendement global attendu devrait passer à 9,1 % par an grâce à une augmentation de 390 pdb de la croissance vénale, soit une légère hausse par rapport aux 360 pdb prévus dans le scénario central de mars 23 pour la période 2024-28.
- Les résultats actualisés sont en ligne avec notre bilan de mi-année et nous permettent de reclasser plus de marchés comme attractifs pour des nouvelles acquisitions en 2024, comme cela devrait être le cas lors d'un rebond dans le cycle.

VARIATION DU RENDEMENT GLOBAL EXIGÉ VS RENDEMENT ATTENDU EN PDB EN EUROPE - TOUTS TYPOLOGIES - SCÉNARIO CENTRAL (2024-28) (%)

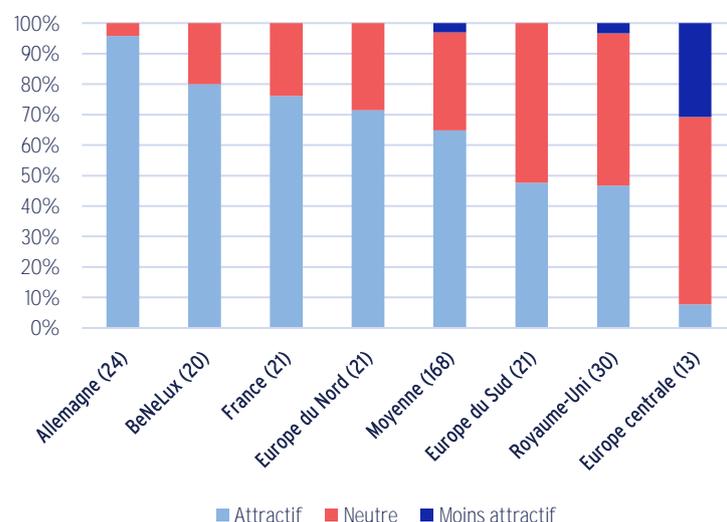


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

LA PLUPART DES MARCHÉS DEVIENNENT ATTRACTIFS AVEC L'ALLEMAGNE EN TÊTE

- Dans le scénario central actuel, les investisseurs devraient atteindre ou dépasser le rendement global exigé sur plus de 97 % des marchés, contre 70 % en mars-23.
- Cette fois-ci, 109 marchés sont classés comme attractifs (contre 45 auparavant), 54 comme neutres (contre 77 avant), et seulement 5 comme moins attractifs (contre 46 avant), soulignant l'évolution.
- L'Allemagne reste première avec 23 marchés attractifs et un seul marché neutre. En revanche, le Royaume-Uni perd du terrain, principalement en raison du rendement global exigé plus élevé, les taux souverains britanniques devant rester plus longtemps à un niveau plus élevé.
- Le Benelux, la France et les pays nordiques affichent plus de marchés attractifs que la moyenne européenne, tandis que l'Europe du Sud et les pays d'Europe centrale continuent de traîner derrière la moyenne européenne.
- Seuls 3 % des marchés restent classés comme moins attractifs. Par conséquent, il devrait redevenir aisé de trouver des opportunités d'investissement, en particulier pour les gestionnaires qui disposent de nouveaux capitaux en fonds propres.

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR PAYS - SCÉNARIO CENTRAL 2024-28



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : LA DYNAMIQUE EST GÉNÉRALISÉE

FORTE RÉSILIENCE MÊME DANS LE SCÉNARIO PESSIMISTE

- L'examen par secteurs fait apparaître les marchés résidentiels et logistiques comme à nouveau très bien placés, tous les marchés étant classés dans la catégorie attractive ou neutre.
- Les bureaux et le commerce ne sont pas très loin derrière, avec un et quatre marchés moins attractifs, respectivement.
- Comme évoqué, étant donné le niveau accru d'incertitude lié au conflit au Moyen-Orient, le scénario pessimiste mérite aussi l'attention et suppose une inflation plus élevée et une faible croissance.
- Cependant, même dans notre scénario pessimiste de septembre 2023, près de 90 % des marchés sont classés comme attractifs ou neutres, où les investisseurs devraient atteindre ou dépasser le rendement exigé.
- Le signal est on ne peut plus clair pour les investisseurs à réagir en 2024, même dans le cas d'un scénario pessimiste impliquant un conflit étendu au Moyen-Orient.

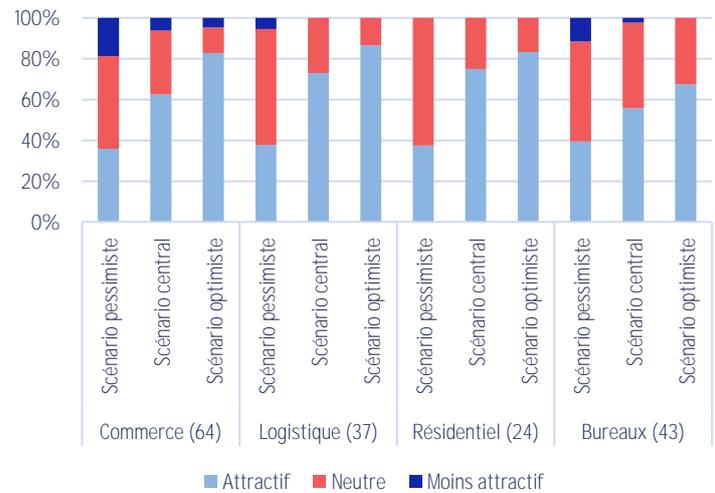
LA LOGISTIQUE DANS LES MARCHÉS CORE REBONDIT LE PLUS FORT

- En Europe occidentale, les signaux le plus encourageants (en termes d'écart positif entre rendement attendu et rendement exigé) viennent des marchés logistiques et des locaux d'activités en Espagne, au Benelux et en France.
- Les marchés résidentiels néerlandais et espagnols, le commerce de pied d'immeuble belge ainsi que les centres commerciaux allemands et britanniques figurent également parmi les 10 segments de marché les plus attractifs en termes de rendement ajusté au risque.
- La plupart des marchés de bureaux sont classés au bas du classement en termes d'écart excédentaire, à l'exception notable des bureaux néerlandais et allemands, qui occupent les 12e et 16e places.
- Les centres commerciaux en France, aux Pays-Bas, en Espagne et au Portugal sont également classés parmi les 20 premiers sur un total de 40 segments sectoriels nationaux.
- Les trois segments qui affichent encore une différence négative sont les bureaux italiens, ainsi que les commerces de pied d'immeubles italiens et espagnols.

RENDEMENTS AJUSTÉS SOLIDES AU ROYAUME-UNI MAIS INFÉRIEURS À LA MOYENNE

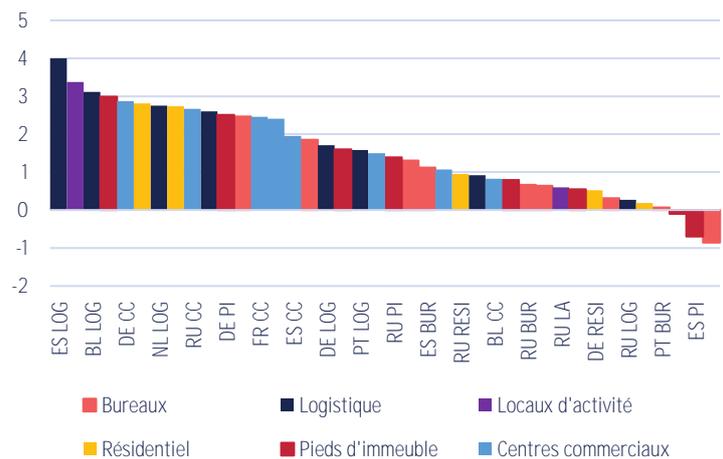
- L'un des résultats les plus surprenants dans l'analyse des rendements ajustés au risque est le glissement du Royaume-Uni depuis le haut du classement pour se positionner derrière la plupart des autres marchés core en Europe.
- Outre les taux souverains plus élevés au Royaume-Uni qui font grimper le rendement global exigé, le fait que le réajustement sur d'autres marchés européens ait maintenant rattrapé le Royaume-Uni est le principal facteur de ce changement de position relative.
- Toutefois, les marchés britanniques devraient encore afficher certains des meilleurs rendements globaux en Europe et tous les secteurs britanniques affichent de solides écarts positifs entre rendement attendu et rendement exigé.
- Au Royaume-Uni, les centres commerciaux restent le secteur le plus attractif en termes de rendement global ajusté, tandis que la logistique est le secteur le moins attractif, ce qui constitue une exception dans le contexte européen.

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR TYPOLOGIE - TOUS SCÉNARIOS



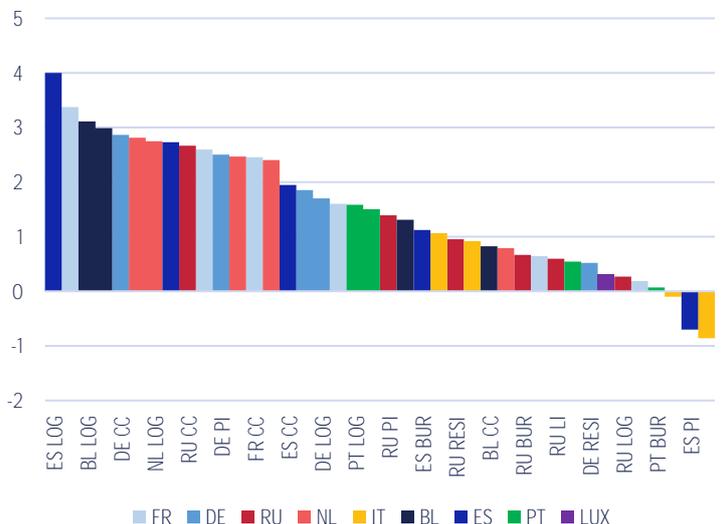
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

DIFFÉRENCE ENTRE RENDEMENT ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ PAR MARCHÉ ET SECTEUR, % 2024-2028



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

DIFFÉRENCE ENTRE RENDEMENT ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ PAR MARCHÉ ET SECTEUR, % 2024-2028 - ROYAUME-UNI DANS LE CONTEXTE EUROPÉEN



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au 3T 2023

À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil* en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 82,6 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 2023. Le groupe AEW compte plus de 910 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe 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. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 septembre 2023, AEW gérait en Europe² 38,1 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 22 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant plus de 10,6 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 495 collaborateurs répartis dans 10 bureaux 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, le groupe AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total 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
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-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

DÜSSELDORF
AEW
Steinstraße. 1-3
D-40212 Düsseldorf
GERMANY

¹ Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

² Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW Europe LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l.

³ AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

⁴ Classement ASPIM « Les fonds immobiliers grand public 3ème trimestre 2023 » selon la capitalisation totale SCPI, OPCI et SCI grand public.

* Source: Institutional Real Estate Inc., Global Investment Managers 2022 Special Report