

RECHERCHE AEW | EUROPE

PERSPECTIVES 2024 À MI-ANNÉE

RETOUR AU BUREAU

AVRIL 2024

PERSPECTIVES 2024 À MI-ANNÉE

AVRIL 2024

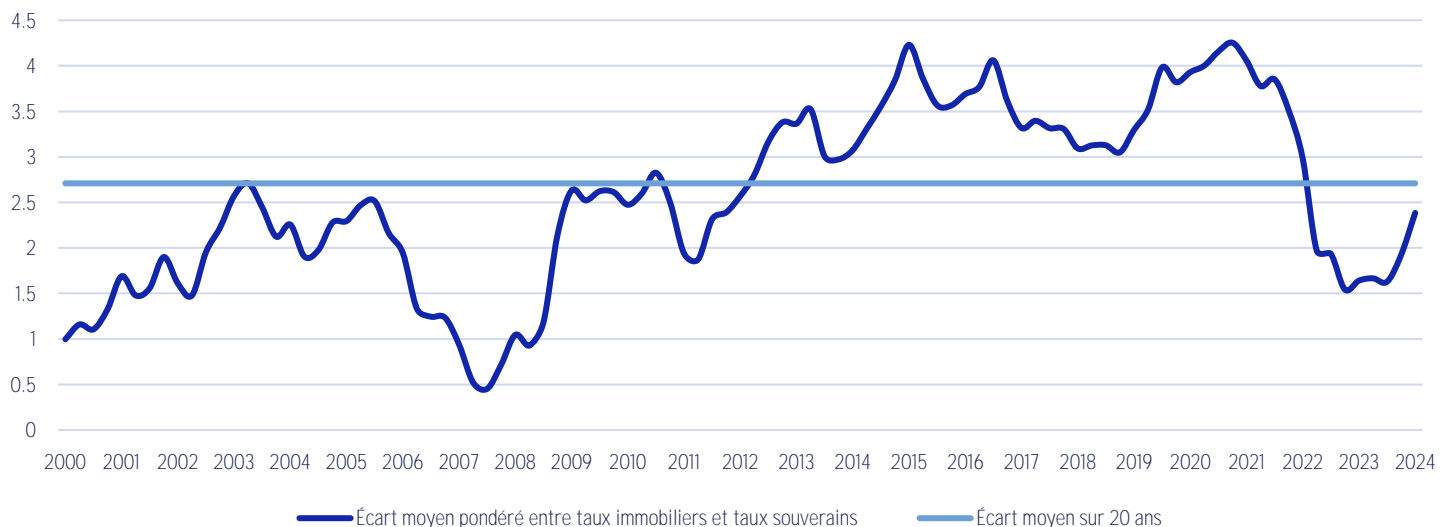
TABLE DES MATIÈRES

Messages clés	3
Section 1 : Contexte économique	4
Section 2 : Marchés immobiliers et perspectives	6
Section 3 : Le déficit de financement	11
Section 4 : Analyse des rendements ajustés au risque	13

QUELS MARCHÉS VONT BÉNÉFICIER DE LA REPRISE CYCLIQUE EN PREMIER ?

À la fin du mois d'avril 2024, les inquiétudes mondiales se sont accrues face à l'escalade du conflit au Moyen-Orient. Malgré les craintes d'une augmentation des prix de l'énergie, l'inflation a continué de baisser rapidement. Alors que le Royaume-Uni et l'Allemagne sont en récession technique, une récession à l'échelle européenne a été évitée. Les marchés obligataires et boursiers ont commencé à prendre en compte les multiples baisses de taux directeurs de la BCE attendues en 2024. Les ajustements à la baisse des valorisations se sont poursuivis au second semestre 2023, les bureaux enregistrant les baisses les plus importantes. **L'écart** entre les taux de rendement immobiliers prime et les taux de rendement des obligations d'État à long terme se redresse et est très proche de sa moyenne historique sur 25 ans. Cela devrait encourager les investisseurs multi-actifs à revenir à une position plus proactive en matière d'investissement en immobilier **d'entreprise**. Alors que **l'ajustement** à la baisse du marché touche à sa fin, comment les investisseurs peuvent-ils se positionner pour bénéficier au mieux de la reprise cyclique à venir ?

ÉCART ENTRE TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS PRIME ET TAUX SOUVERAINS (%)

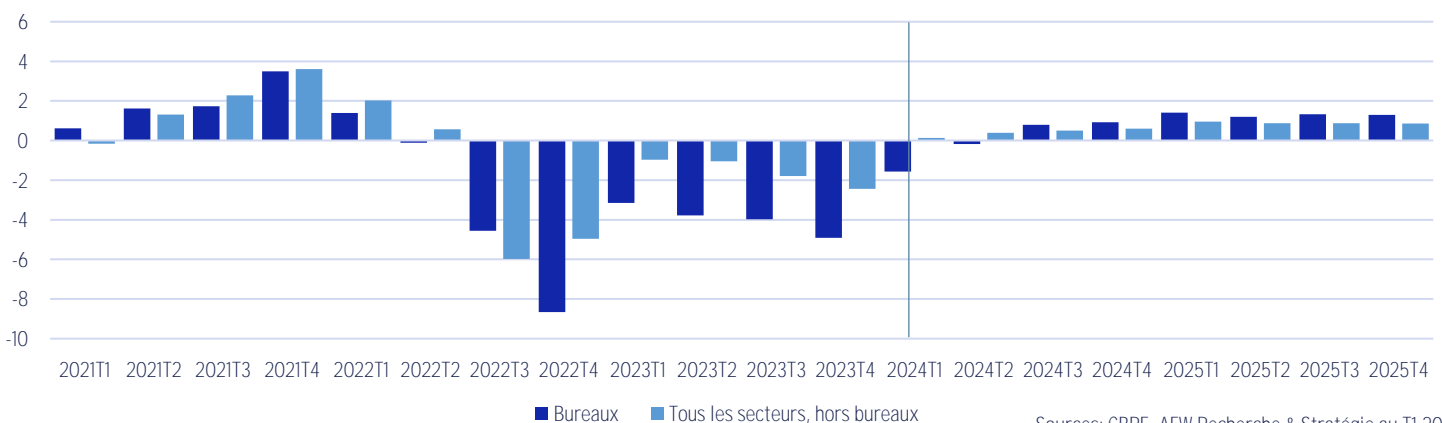


Sources: IPE, Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie au T1 2024

APRÈS LE PLUS FORT AJUSTEMENT, LES BUREAUX SE HISSENT AU 1^{ER} RANG POUR LES RENDEMENTS ATTENDUS

- L'inflation est revenue à des niveaux proches de l'objectif des banques centrales au cours des six derniers mois. Ces dernières devraient ainsi commencer leur cycle de baisse de taux directs au second semestre 2024. Même si certaines des plus grandes économies européennes sont actuellement en récession, les projections de croissance du PIB sont restées pratiquement inchangées depuis septembre 2023 mais demeurent modestes. Le taux de rendement des obligations d'État (moyenne de 20 pays) devrait baisser de 3,5% à fin 2023 à 2,9 % d'ici 2028. Toutefois, cela reste 40 points de base de plus que dans nos projections de septembre.
- Les coûts d'emprunt de l'immobilier dans la zone euro devraient atteindre un point haut au premier trimestre 2024 à 4,5 % et se stabiliser à 4,25 % au milieu de l'année 2025, compte tenu de la forte corrélation entre les taux de rendement des obligations d'État et les taux de swap à 5 ans. Cela rendra la dette à nouveau relative pour les investissements immobiliers dont les rendements se sont accrus.
- Notre scénario central prévoit une légère baisse de la croissance attendue des valeurs locatives prime à 2,1 % par an pour 2024-28, contre 2,2 % dans notre scénario central de septembre 2023. À 2,5 % par an, la logistique et le résidentiel conservent leurs premières places, tandis que les données de l'INREV confirment que les bureaux sont confrontés à une hausse importante du taux de vacance. La polarisation entre les bureaux prime et les bureaux secondaires se poursuit également, alors que les utilisateurs recherchent des espaces de travail très accessibles et de plus grande qualité.
- La dernière enquête trimestrielle de l'IPE Real Assets Expectations Indicator sur la croissance des valeurs en capital attendue pour l'année à venir confirme que la confiance s'est constamment améliorée depuis le quatrième trimestre 2022 dans tous les secteurs, à l'exception notable des bureaux. Le sentiment général semble suivre de près le spread entre taux souverains et taux immobiliers, comme le montre le graphique ci-dessous. La confiance des investisseurs a bénéficié de la reconstitution de la prime entre les taux de rendement immobiliers et obligataires au cours des derniers trimestres.
- Le volume investi en immobilier en 2023 s'est élevé à 150 milliards d'euros, soit à peine la moitié du volume de l'année 2022, en raison de la persistance d'un écart important entre les attentes des vendeurs et des acheteurs. Le recul des investissements a été en partie induit par les baisses cumulées de valeur qui devraient atteindre 26 % pour les bureaux et 16 % pour les autres typologies.
- Avec la baisse attendue des taux de rendement obligataires, les taux de rendement immobiliers prime devraient baisser de 20 à 65 points de base dans tous les secteurs immobiliers au cours des cinq prochaines années. Toutefois, ce resserrement devrait s'initier à partir d'un niveau plus élevé qu'attendu auparavant, les taux de rendement immobiliers s'étant élargis davantage au second semestre 2023, notamment dans le secteur des bureaux.
- Les bureaux prime devraient désormais afficher les rendements globaux les plus élevés, soit 9,7 % par an au cours des cinq prochaines années. Contrairement au sentiment dominant, cela est dû à la baisse des prix plus importante qu'attendue en 2023 et au premier trimestre 2024. La logistique arrive en deuxième position avec 9,5 % p.a.. En moyenne tous secteurs immobiliers confondus, les rendements globaux projetés pour 2024-28 sont légèrement inférieurs à 8,8 % par an, contre 9,2 % par an anticipés en septembre 2023 dans notre scénario central.
- Notre dernière estimation du déficit de financement de la dette immobilière pour l'ensemble des secteurs et des 20 pays couverts s'élève à 99 milliards d'euros, en hausse par rapport à notre estimation de 90 milliards d'euros de novembre 2023. Les prêts garantis par des bureaux et les prêts avec un sous-jacent situé en Allemagne affichent le plus grand déficit de financement. L'augmentation est principalement due à des baisses de valeur vénales plus importantes que prévu au second semestre 2023. Dans l'ensemble, l'estimation reste pratiquement inchangée, les prêts pouvant être confrontés à des problématiques de refinancement représentant 17% de tous les prêts octroyés en 2018-21.
- Avec plus de 93 % des 168 marchés européens jugés neutres (55) ou attractifs (101), notre analyse des rendements globaux ajustés au risque mise à jour avec nos nouvelles prévisions continue d'envoyer un signal positif pour les investisseurs qui souhaitent relancer leur activité d'investissement en Europe. Le rendement attendu au cours des cinq prochaines années est légèrement inférieur à celui de novembre à 8,7 % par an tandis que le rendement exigé reste inchangé à 6,9 % par an, soit un excédent positif moyen de 185 points de base pour les 168 marchés couverts.

VARIATIONS DE LA VALEUR EN CAPITAL POUR LES BUREAUX PAR RAPPORT À TOUS LES SECTEURS HORS BUREAUX (% PA)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie au T1 2024

ÉCONOMIE – AVEC UNE INFLATION PROCHE DES OBJECTIFS, LES TAUX D'INTÉRÊT DEVRAIENT BAISSER

MALGRÉ LES RÉCESSIONS TECHNIQUES, LA CROISSANCE RESTE EN BONNE VOIE

- Oxford Economics (OE) continue de prévoir une croissance du PIB européen de 0,9% en 2024.
- L'Allemagne et le Royaume-Uni, deux principales économies en Europe, sont rentrés en récession technique avec une croissance marginale négative du PIB au T3 et T4 2023.
- L'Allemagne devrait terminer avec un PIB en légère baisse en 2024. La croissance au Royaume-Uni et en France devrait s'établir à 0,5% en 2024, nettement moins que pour la moyenne de 20 pays en Europe, sans doute impactée par les politiques monétaires restrictives qui ont contenu l'inflation.
- Notre scénario pessimiste anticipe une croissance plus faible du PIB si l'inflation augmentait à nouveau obligeant les banques centrales à maintenir les taux d'intérêt élevés.
- Notre scénario optimiste suppose que le PIB croît plus rapidement si l'inflation tombait en dessous des objectifs.
- Compte tenu de la stabilisation récente, nous estimons que la probabilité conjointe des scénarios pessimiste et optimiste est plus faible qu'au cours des deux ou trois dernières années.

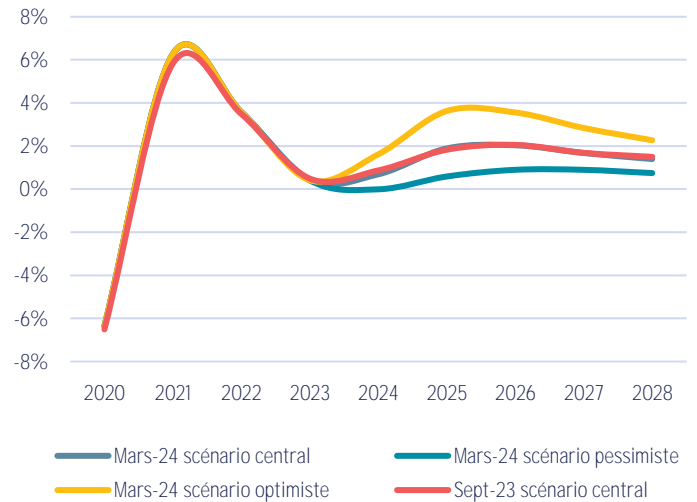
LES TAUX DIRECTEURS DEVRAIENT BAISSER AVEC L'INFLATION

- L'inflation globale dans la zone euro a baissé plus que prévu à 2,4% entre mars 2023 et mars 2024. Les données du Royaume-Uni montrent une tendance similaire mais décalée avec un taux d'inflation de 3,4% en février 2024.
- D'après OE, l'inflation devrait diminuer dans la zone euro et au Royaume-Uni d'ici fin 2024 pour atteindre respectivement 1,9% et 2,2%, très proche de l'objectif de 2,0% des banques centrales.
- En supposant que les taux d'inflation se stabilisent autour de l'objectif, OE prévoit que le taux directeur de la BCE s'établira à 2% avant fin 2025, suivi par les taux de la BoE avant fin 2027.
- Les incertitudes géopolitiques continuent de peser sur la croissance et l'inflation. Pour tenir compte de ces possibilités, notre scénario pessimiste prévoit une croissance économique plus faible et une inflation plus élevée, tandis que notre scénario optimiste suppose le contraire.
- Les investisseurs qui anticipent le prix des obligations d'État à 10 ans se fondent généralement sur les baisses projetées des taux directeurs des banques centrales.

LES TAUX SOUVERAINS DEVRAIENT AUSSI SE COMPRESSER

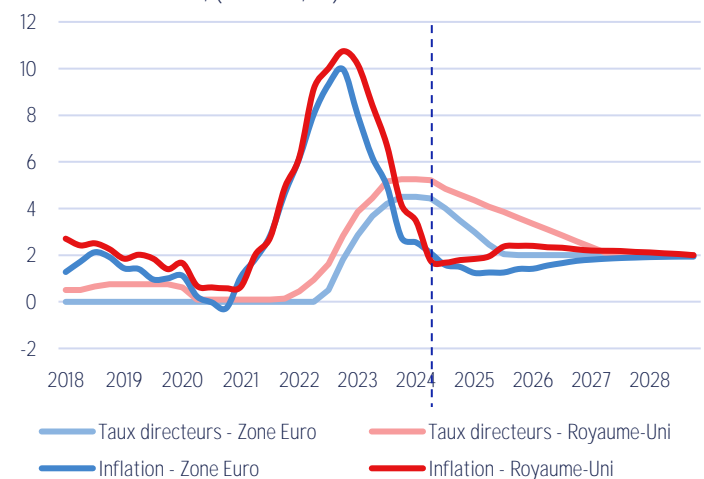
- La moyenne des taux souverains à 10 ans de 20 pays européens devrait avoir culminé 3,5% à fin 2023, un niveau somme toute, proche de la moyenne pré-pandémie sur 20 ans de 3,4%.
- OE prévoit que les taux souverains devraient diminuer progressivement à 2,9% d'ici 2028, soit 40 pnb de plus que lors de notre projection précédente de septembre 2023.
- Étant donné que l'inflation devrait se stabiliser à 2% par an, il s'agit d'un résultat inattendu, que nous commenterons plus loin.
- Dans notre scénario pessimiste, les taux souverains devraient culminer à 4,0% en 2025. Dans notre scénario optimiste, le pic est censé avoir été atteint à 3,5% à fin 2023.
- Compte tenu de la forte corrélation historique entre les taux souverains et les taux de swap à 5 ans, il y a des répercussions sur les coûts d'emprunt des investisseurs immobiliers.
- Sur cette base, nous prévoyons désormais que les coûts d'emprunt dans la zone euro culmineront au T1 2024 à un peu plus de 4,5% et se stabiliseront à 4,25% d'ici mi-2025, contre 3,5% dans nos précédentes prévisions de septembre 2023 pour 2024.

CROISSANCE DU PIB EUROPÉEN (% , MOYENNE EUROPÉENNE DE 20 PAYS)



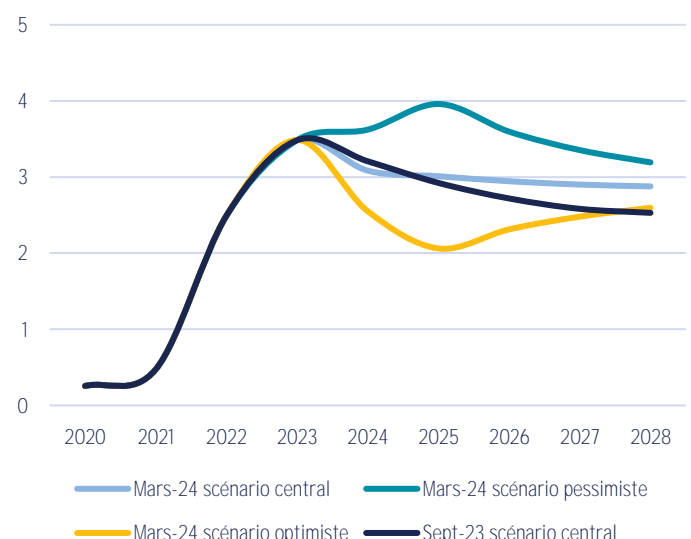
Sources : Oxford Economics et Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

TAUX DIRECTEURS DE LA BCE ET DE LA BOE ET INFLATION EN ZONE EURO ET AU ROYAUME-UNI, (2018-28, %)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

TAUX SOUVERAINS 10 ANS (% , MOYENNE EUROPÉENNE DE 20 PAYS, 2000-28, %)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

ÉCONOMIE – LES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS MOINS VOLATILS DEVRAIENT BAISSER

LA HAUSSE DU TAUX NEUTRE FAIT AUGMENTER LES TAUX OBLIGATAIRES

- Pour expliquer la hausse surprenante de 40 pdb des taux obligataires d'ici fin 2028 dans les prévisions d'OE, nous examinons leurs projections à long terme du taux d'intérêt neutre en zone euro, le taux estimé où l'offre et la demande de capital à long terme sont en équilibre sur une base corrigée de l'inflation. Ce taux théorique est utile puisqu'il influe à long terme sur les politiques monétaires et les taux souverains.
- Les taux neutres sont estimés par des facteurs qui modifient l'offre et la demande globales de capitaux, tels que les tendances démographiques, la productivité, les niveaux d'assouplissement ou de resserrement quantitatif, les emprunts d'État, les actifs étrangers nets, etc.
- La dernière estimation d'OE concernant le taux neutre pour 2028 a augmenté de plus de 80 pdb par rapport à l'estimation de 2021, entraînant une révision des projections des taux souverains.
- La principale contribution à ce changement est la modification des hypothèses sur le resserrement quantitatif, tandis que les tendances démographiques restent la principale raison pour laquelle les taux restent négatifs.

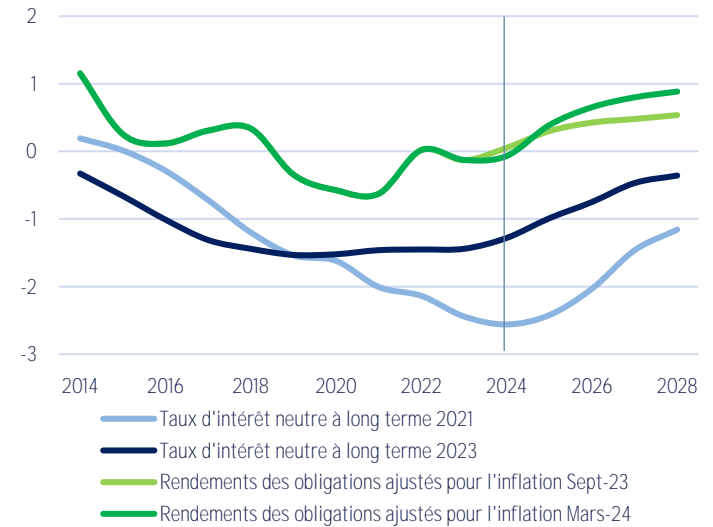
SENSIBILITÉ LIMITÉE À LA HAUSSE DES TAUX OBLIGATAIRES DANS LE CYCLE ACTUEL

- Les projections de taux obligataires influent directement nos projections des taux de rendement immobiliers, mais à des degrés différents dans le temps.
- Afin de vérifier si les taux de rendement immobiliers réagissent de la même manière sur des marchés en hausse ou en baisse, nous montrons les sensibilités lorsque les taux souverains moyens étaient orientés à la hausse (2021-2023) par rapport à une période similaire de trois ans lorsqu'ils étaient orientés à la baisse (2017-2019).
- En moyenne, une hausse de 100 pdb des taux souverains correspondait à une hausse de 33 pdb des taux de rendement immobiliers sur 2021-2023, contre une compression de 47 pdb des taux de rendement immobiliers pour chaque compression de 100 pdb des taux souverains sur 2017-2019.
- Les taux de rendement immobiliers ont donc été moins affectés lorsque les taux souverains ont augmenté (2021-2023) que lorsqu'ils se sont compressés (2017-2019).
- Les différences sectorielles montrent une sensibilité plus élevée pour les taux de rendement des bureaux et du résidentiel et plus faible pour les centres commerciaux au taux plus élevé.

L'ÉCART ENTRE TAUX IMMOBILIERS ET OBLIGATAIRE EN COURS D'AMÉLIORATION

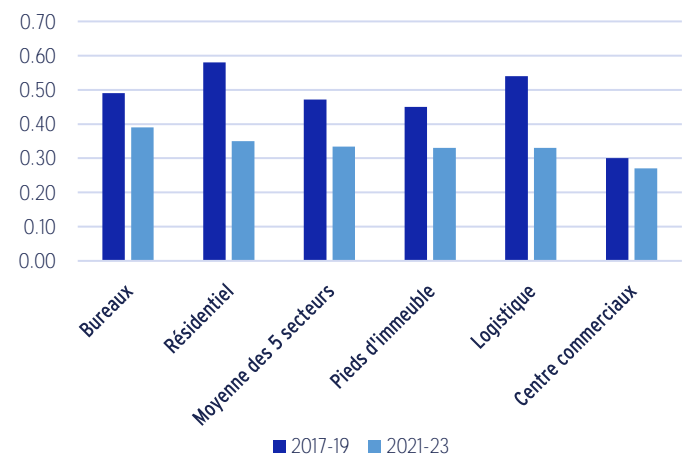
- Les investisseurs recherchant du rendement courant comparent les rendements immobiliers aux rendements des obligations d'État, des obligations investment grade (IG) et de celles à haut rendement.
- Selon le graphique, au T1 2024, les taux immobiliers ont augmenté trimestriellement de 10 pdb, tandis que les taux obligataires se sont resserrés entre 30 pdb et 100 pdb selon les indices. Cela signifie que l'écart entre l'immobilier et les taux souverains et obligataires est remonté à 230 pdb et à 130 pdb respectivement. Les obligations « high yield » restent 90 pdb plus élevées que les taux immobiliers.
- Malgré cette récente amélioration, les écarts de la période 2014-2021 seront difficiles à répliquer. Rappelons toutefois, que l'immobilier offre aussi historiquement des perspectives de la plus-value, ce qui est moins le cas pour les obligations, surtout si elles sont détenues jusqu'à maturité.

TAUX D'INTÉRÊT NEUTRE À LONG TERME ET TAUX SOUVERAIN À LONG TERME AJUSTÉ DE L'INFLATION (%)



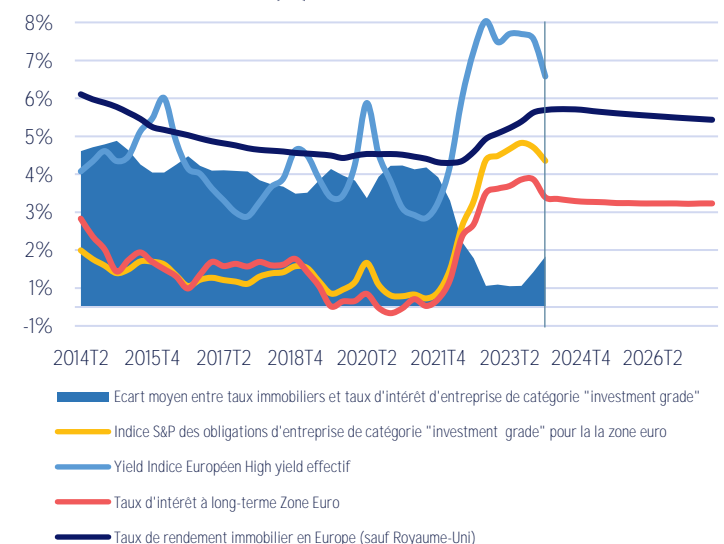
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

COEFFICIENTS DE RÉGRESSION DE L'IMMOBILIER PRIME PAR RAPPORT AUX TAUX SOUVERAINS



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Oxford Economics, S&P, FRED au 1er trimestre 2024

TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS, DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ET DES OBLIGATIONS D'ÉTAT (%)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Oxford Economics, S&P, FRED au 1er trimestre 2024

MARCHÉS IMMOBILIERS – LOGISTIQUE ET EN BUREAUX : UNE APPRECIATION PARFOIS EXCESSIVE

LA VACANCE EN LOGISTIQUE DEVRAIT BAISSER APRÈS LE PIC DE 2023

- En 2023, la demande placée en logistique est revenue aux niveaux pré-pandémie autour de 20 millions de m² en Europe continentale, alors que l'activité locative avait pu atteindre 25 millions de m² en 2021 et 2022, soutenue par le e-commerce pendant les confinements.
- Le bond dans la demande a relancé l'activité de développement en blanc qui, en 2023, a représenté la moitié des surfaces en construction en Europe.
- Les livraisons de nouvelles surfaces ont coïncidé avec le ralentissement de la demande entre temps et à fin 2023, le taux de vacance moyen en logistique en Europe remontait à 4% contre 2,5% en 2022.
- L'impact financier pour les promoteurs n'a pas été des moindres, compte tenu des coûts de construction, de main d'œuvre et de financement croissants, alors que les valeurs vénales en logistique se dépréciaient.
- L'offre future devrait se modérer graduellement et le taux de vacance redescendre vers 3,2% d'ici 2028 grâce au rééquilibrage de l'absorption et des additions nettes.

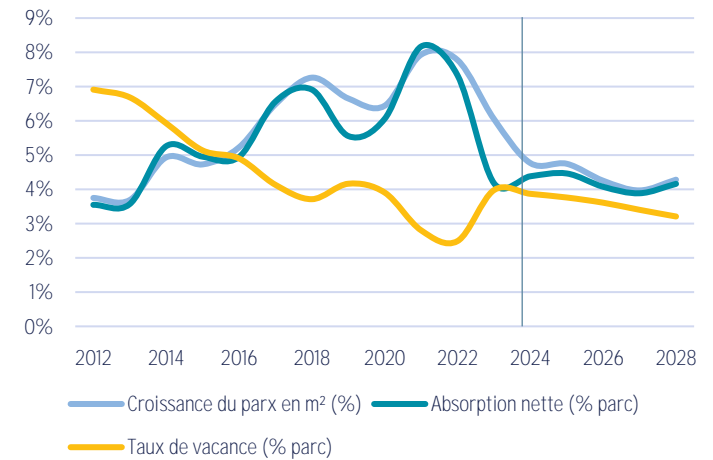
LES TAUX DE VACANCE EN BUREAU DEVRAIENT AUSSI BAISSER

- Avec l'accentuation du télétravail, la demande en bureaux a diminué après la COVID-19. Les utilisateurs louent des surfaces réduites et de meilleure qualité en se regroupant dans immeubles moins nombreux et plus centraux.
- Le taux de vacance moyen en bureaux en Europe reste raisonnable à 9% en moyenne sur 40 marchés européens. Bien qu'il représente une augmentation de 285 pdb par rapport aux niveaux d'avant COVID-19, il reste proche de la moyenne historique depuis 2000 (8%).
- Le contraste est marquant avec le taux de vacance moyen constaté aux Etats-Unis de 19%.
- La polarisation sur les marchés européens de bureaux s'est accentuée postpandémie, avec des taux de vacance plus élevés dans les sous-marchés périphériques, comme les Docklands à Londres et Paris La Défense.
- Les marchés centraux et accessibles affichent des taux de vacance nettement plus bas, comme Londres West End (4,4%) et Paris QCA (2,5%).
- Nous prévoyons une baisse de 160 pdb en moyenne du taux de vacance au cours des cinq prochaines années. À Milan et Francfort, le taux de vacance se stabiliserait.

LES BUREAUX ONT CONNU LA PLUS FORTE AUGMENTATION DU TAUX DE VACANCE POUR LES INVESTISSEURS

- Les taux de vacance pour l'ensemble des secteurs ne sont pas toujours disponibles auprès des agents. Cependant, l'indice INREV « Asset level » (ALI) peut donner une indication de marché en analysant les portefeuilles des fonds institutionnels depuis 2014.
- À 9%, les bureaux affichent le taux de vacance dans l'ALI le plus élevé hors actifs en cours de livraison ou de restructuration, avec une augmentation notable et persistante depuis la pandémie.
- Le taux de vacance moyen en bureaux avant la COVID-19 était descendu à 5% à fin 2019, alors qu'il partait de 12% en 2014.
- Le taux de vacance en commerces semble plus bas, mais cela reflète principalement la sélectivité des investisseurs institutionnels.
- La vacance en résidentiel est actuellement faible, à moins de 4%, mais a enregistré un pic pendant les confinements liés à la COVID-19, avec la rotation des locataires.
- Le taux de vacance logistique reste le plus bas à 2,4%, après avoir diminué régulièrement depuis le début de l'indice en 2014.

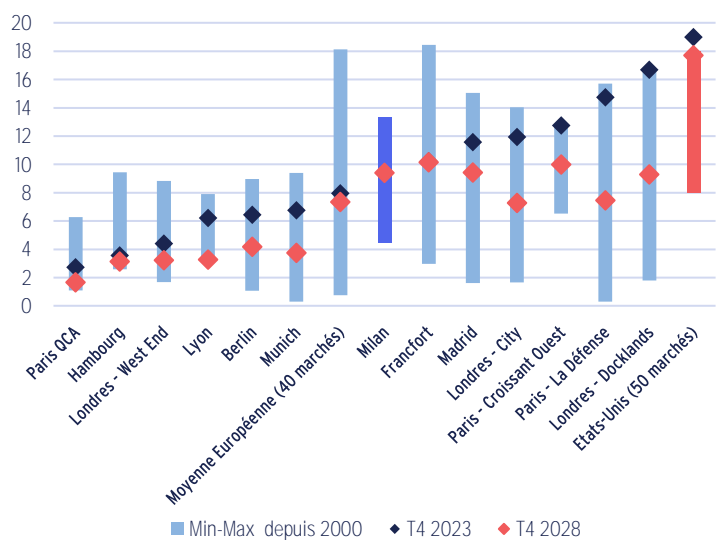
LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE (PAR AN %)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

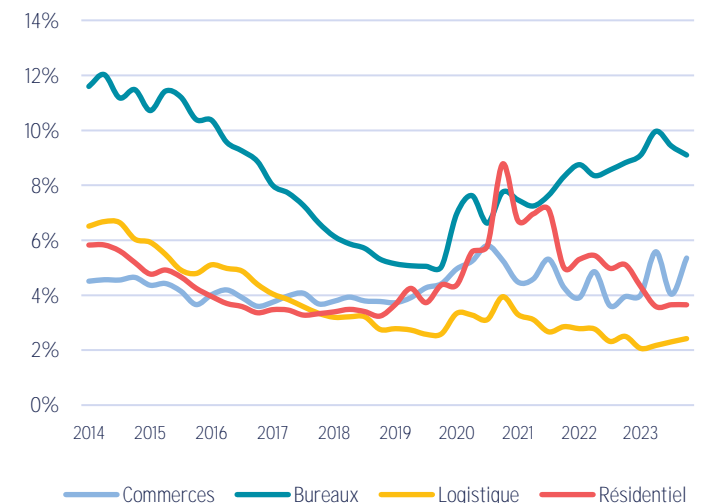
* Germany, France, UK, Poland, Netherlands, Czech Rep., Italy, Spain, Belgium
** Net absorption = change in occupied stock

TAUX DE VACANCE PAR MARCHÉ BUREAUX (%)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

TAUX DE VACANCE PAR SECTEUR SELON L'INDICE « ASSET LEVEL » DE L'INREV - ACTIFS STABILISÉS



Sources : INREV, AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

MARCHÉS IMMOBILIERS – PLUS FORTE PROGRESSION DES LOYERS EN LOGISTIQUE ET RÉSIDENTIEL

FAIBLE VACANCE DANS LES PORTEFEUILLES COMMERCES DE QUALITÉ INSTITUTIONNELLE

- Au cours de la décennie, les besoins en surfaces de vente physique ont décliné, impactés par le commerce en ligne et, plus récemment, par l'inflation et la baisse du pouvoir d'achat des ménages.
- Malgré ces difficultés, les données de l'indice INREV Asset Level Index (ALI) (qui couvre un peu plus de 1000 actifs) montrent que les taux de vacance dans les différentes typologies de commerce se situaient entre 3 % et 6 %. Depuis 2014, les taux de vacance déclarés étaient relativement faibles et stables et ont augmenté pendant les deux années de confinement en 2020 et 2021.
- Ces taux de vacance modérés ne reflètent peut-être pas entièrement les conditions de marché, car l'ALI couvre des actifs institutionnels généralement de qualité.
- Les écarts de vacance entre centres commerciaux, retail parks et pieds d'immeuble sont étonnamment faibles, tandis que les supermarchés bénéficient d'un taux d'occupation proche de 100%.
- D'après l'ALI, la hausse du taux de vacance en pieds d'immeuble à plus de 6 % pendant la pandémie a été temporaire.

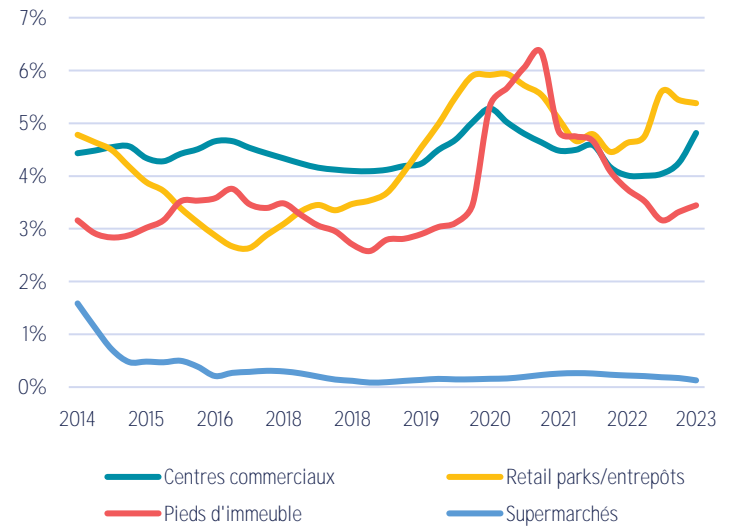
L'OFFRE NEUVE EN RÉSIDENTIEL EN BAISSÉ

- Malgré une récente baisse des coûts de construction, les promoteurs résidentiels continuent de faire face à des coûts de financement élevés alors que les prix de vente diminuent, rendant les nouveaux projets moins rentables.
- En conséquence, les nouveaux projets de logements sont en baisse sur les principaux marchés européens. Les permis de construire déposés dans l'UE27 – un indicateur avancé des livraisons futures – ont fortement diminué en 2023.
- Ces permis résidentiels pourraient même ne pas se concrétiser, car de nombreux promoteurs sont confrontés à des difficultés financières, en particulier en Allemagne où le marché est plus fragmenté.
- Étant donné que les facteurs sous-jacents persistent, il est peu probable que l'offre neuve reprenne à court terme. Les loyers dans les marchés en tension sur l'offre devraient continuer à augmenter.

L'OFFRE LIMITÉE BÉNÉFICIE AUX LOYERS PRIME

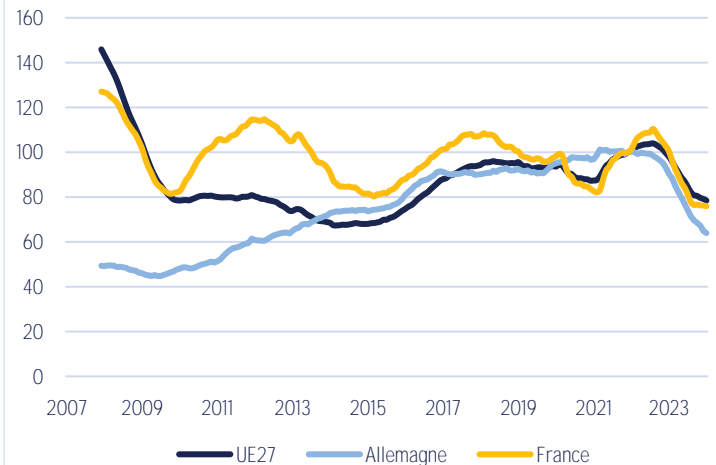
- Dans le scénario central actualisé, les loyers prime progresseraient de 2,1 % par an sur 2024-2028, soit une légère baisse par rapport à 2,2 % dans le scénario central de septembre 2023.
- La logistique et le résidentiel conservent leur première place dans les perspectives de croissance de loyers, avec une moyenne supérieure à 2,5 % par an.
- La croissance des loyers prime dans tous les secteurs varie entre 1,8 % et 2,7 % par an dans les trois scénarios macroéconomiques.
- Les centres commerciaux et les pieds d'immeuble devraient connaître une croissance des loyers inférieure à la moyenne de 1,6 % par année en 2024-2028.
- Surtout pour les bureaux, il est important de noter que nos prévisions portent sur les loyers prime. Les loyers des actifs secondaires restent sous pression et peu susceptibles de croître.
- Les mouvements d'utilisateurs privilégient les surfaces modernes dans des bâtiments écoénergétiques et les investisseurs sont de plus en plus conscients des perspectives limitées de croissance de loyers (voire de baisse) pour de nombreux actifs non-prime.

TAUX DE VACANCE PAR TYPE DE COMMERCES SELON L'INDICE « ASSET LEVEL » DE L'INREV (%)



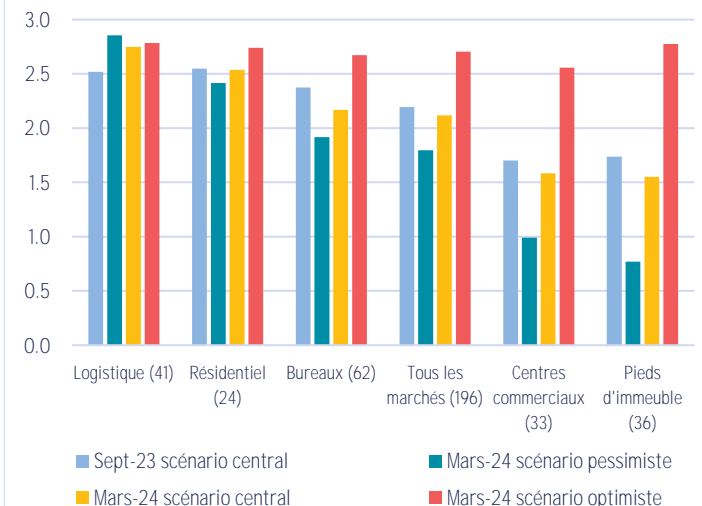
Sources : INREV et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

PERMIS DE CONSTRUIRE RÉSIDENTIELS – GLISSEMENT ANNUEL (INDICE 2021 = 100)



Sources : Eurostat, AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

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 1er trimestre 2024

PERSPECTIVES – LE REBOND EST PROCHE MÊME S’IL SE FAIT ATTENDRE

LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS RÉDUITS DE MOITIÉ

- Le volume investi en immobilier en 2023 s’est élevé à 150 milliards d’euros, soit à peine la moitié du volume de l’année 2022 alors que notre estimation de novembre tablait sur 140 milliards d’euros.
- Pour 2024, nous estimons à 160 milliards d’euros le volume d’investissement alors que l’écart entre les attentes des vendeurs et des acheteurs persiste, en particulier en bureaux même si les ajustements de prix ont été plus importants et rapides.
- De nombreuses négociations se sont conclues en dessous des prix attendus, alors que les prêteurs pressent au refinancement et les investisseurs attendent une restitution de leurs fonds.
- Étant donné que 2023 a été une année relativement positive pour les actions et les obligations par rapport à l’immobilier, nous nous attendons à un renversement de l’effet dénominateur. Cela pourrait inciter les investisseurs à augmenter leurs investissements et à relancer leurs acquisitions pour atteindre les allocations cibles en immobilier qui sont redescendues.

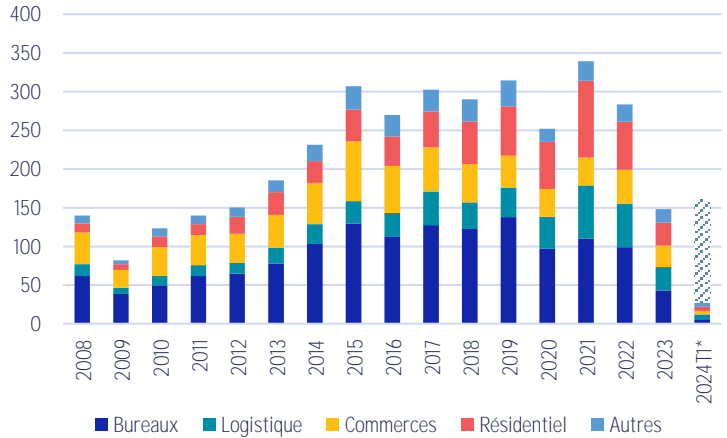
LES TAUX DE RENDEMENT PRIME EN COMPRESSION À PARTIR DE MI-2024

- La remontée des taux d’intérêt et des swaps ont poussé les taux de rendement immobilier prime davantage à la hausse et plus longtemps que prévu.
- Les taux de rendement prime bureaux devraient connaître la plus forte augmentation avec 180 pdb en moyenne depuis le point bas en 2022 jusqu’à mi-2024. L’ajustement en logistique atteindrait 150 pdb et en résidentiel, 140 pdb. Les taux prime des centres commerciaux devraient remonter à la marge et cumuler une hausse de 200 pdb depuis 2018 et les pieds d’immeuble se corrigeraient de 160 pdb.
- Avec cet ajustement de prix jusqu’à mi-2024 et les perspectives de baisse des taux souverains dans le scénario central, nous prévoyons au final une compression des taux de rendement prime de 20 à 65 pdb selon les secteurs d’ici 5 ans.
- Après le pic de 2024, les taux prime en bureaux devraient se resserrer de 65 pdb au cours des cinq prochaines années à partir de mi-2024, tandis que la logistique et résidentiel descendraient d’environ 40 pdb. La compression des taux de rendement en bureaux concernerait les actifs prime privilégiés par les investisseurs et ne se répercuteraient pas forcément sur les actifs secondaires.

LE ROYAUME-UNI EN TÊTE DES RENDEMENTS GLOBAUX ATTENDUS

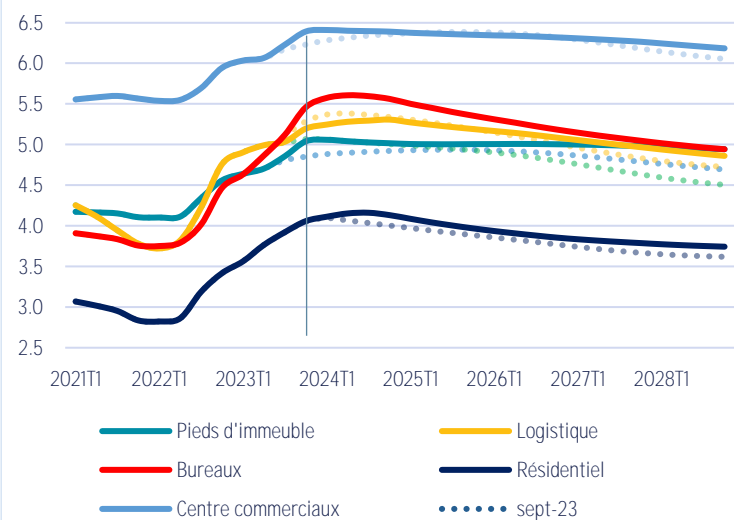
- Le rendement total moyen tous secteurs confondus devrait s’établir à 8,8 % par an sur 2024-2028 dans le scénario central.
- Les marchés britanniques surperformeraient à 10,5 % par an, partant de taux de rendement plus élevés et avec une compression attendue plus forte qu’ailleurs. Les marchés du Benelux arrivent en second avec un rendement attendu de 9,3 % par an.
- Malgré des prévisions de croissance de loyers solides, les taux de rendement des marchés d’Europe du Sud baisseraient moins mais le rendement global atteindrait quand même 8,4%
- Les marchés d’Europe centrale se classent troisièmes dans nos projections de rendement global, en partie en raison d’un nombre plus élevé de marchés logistiques et d’une plus forte croissance des loyers par rapport à d’autres pays.
- L’Allemagne et la France sont proches de la moyenne européenne des projections de rendement global prime. Nos rendements se basent sur les données de marché prime de CBRE et non sur les expertises, qui pourraient tarder à s’ajuster.
- Comme les investisseurs constatent toujours des ajustements de prix à la baisse, le rebond peut sembler prématuré.

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



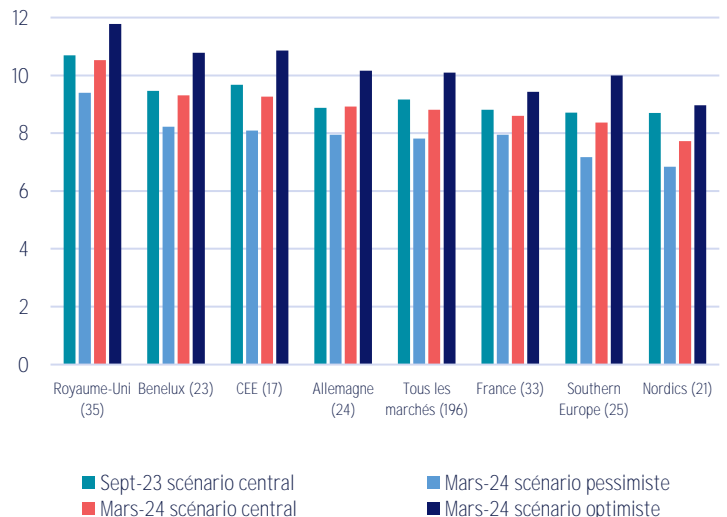
Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

TAUX DE RENDEMENT PRIME PAR TYPOLOGIE – SCÉNARIO CENTRAL DE MARS-24 VS SEPT-23 (PAR AN %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

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



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

PERSPECTIVES – MEILLEURE PERFORMANCE DES BUREAUX PRIME CONTRE TOUTE ATTENTE

LES BUREAUX ÉTONNAMENT EN TÊTE DES RENDEMENTS GLOBAUX

- Nos projections de rendements globaux tous secteurs **s'établissent** à 8,8 % par an sur 2024-2028, en baisse par rapport aux 9,2 % par an sur la même période lors de l'**estimation** de septembre dernier.
- Étonnamment, les marchés de bureaux prime devraient maintenant afficher les rendements globaux les plus élevés de tous les secteurs, soit 9,7 % par an au cours des cinq prochaines années. Cela **s'explique** par une dépréciation plus forte que prévue **jusqu'à** mi-2024 tandis que les loyers prime continuent de progresser.
- La logistique prime arrive en second avec des rendements de 9,5 % par an au vu **d'un** réajustement moindre par apport aux bureaux, des taux de rendement actuels et des perspectives de croissance des loyers.
- Compte tenu des incertitudes géopolitiques, le scénario pessimiste actualisé affichent un rendement global tous secteurs de 7,8 % par an en moyenne, tandis que le scénario optimiste table sur 10,1 %.
- Deux facteurs déterminent nos projections. Tout **d'abord**, le sentiment négatif dominant a poussé les rendements des bureaux à la hausse davantage que prévu. Deuxièmement, la compression des taux de rendement attendue **d'ici** fin 2028 a été modérée compte tenu des dernières projections de taux souverains.

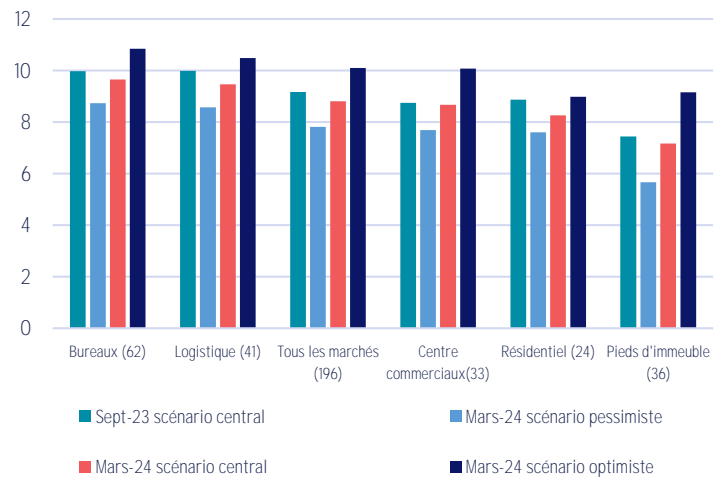
REBOND PLUS FORT DES BUREAUX APRÈS LA DÉPRÉCIATION

- Pour remettre en contexte nos projections de rendement global plus fortes sur les bureaux, nous pouvons comparer **l'évolution** des valeurs en capital entre les bureaux et les autres classes **d'actifs** entre 2021 et 2025.
- Les baisses cumulées de valeur en capital sur cette période devrait atteindre 26% pour les bureaux par rapport à 16% pour les autres typologies en moyenne.
- Après la forte baisse en 2022, **l'ajustement** des prix en bureaux continue en 2023 et ne suit pas la même tendance que les autres secteurs de correction plus modérée ou à **l'instar** de la période post crise financière.
- De nombreux investisseurs constatent toujours des dépréciations dans les expertises et ne **s'attendent** pas à un rebond en 2024.
- Or nous pensons que, tout comme dans le passé, une inflexion se produira dans le cycle, même pour les bureaux.
- Nos projections dans le scénario central indiquent un rebond légèrement plus accentué pour les bureaux à partir du deuxième semestre de 2024 et en 2025.
- Le timing précis du cycle pourrait encore **s'avérer** difficile car les écarts entre les attentes des acheteurs et vendeurs restent importants et le sentiment négatif des investisseurs persiste sur les bureaux en particulier.

LES BUREAUX À LA TRAINÉ DANS LE SENTIMENT DES INVESTISSEURS

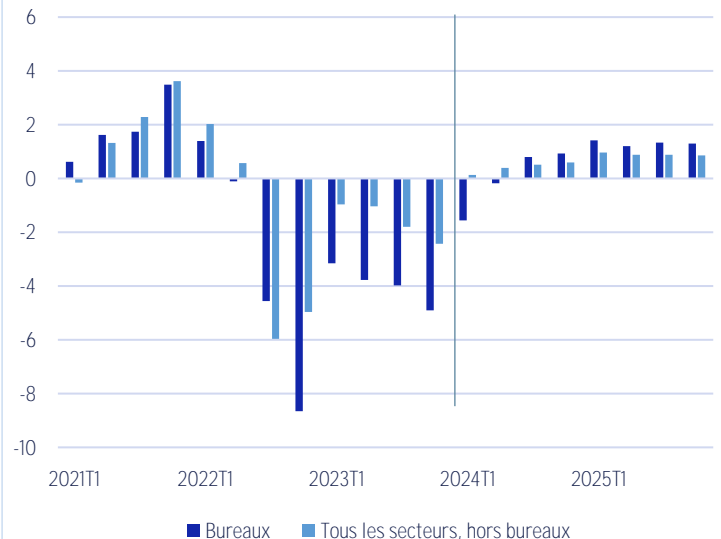
- **L'enquête** trimestrielle d'IPE Real Assets Expectations Indicator à laquelle AEW participe depuis 2018 donne une indication du sentiment des gestionnaires immobiliers.
- Le pourcentage net (%) indiqué calcule la différence entre la proportion des gestionnaires qui estiment que les prix augmenteraient au cours des 12 prochains mois et ceux qui penchent pour une baisse.
- Sur cette base, une valeur de 0 indique un sentiment neutre sur la performance du secteur au cours des 12 prochains mois.
- Les données confirment **l'incidence** négative des mesures de confinement liées à la COVID-19 au début de 2020 et de la reprise qui a suivi, ainsi que **l'incidence** des hausses de taux après le premier trimestre de 2022.
- La confiance des investisseurs sur les principaux secteurs **s'est** constamment améliorée depuis le quatrième trimestre de 2022, à **l'exception** notable des bureaux, qui restent à la traîne.

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



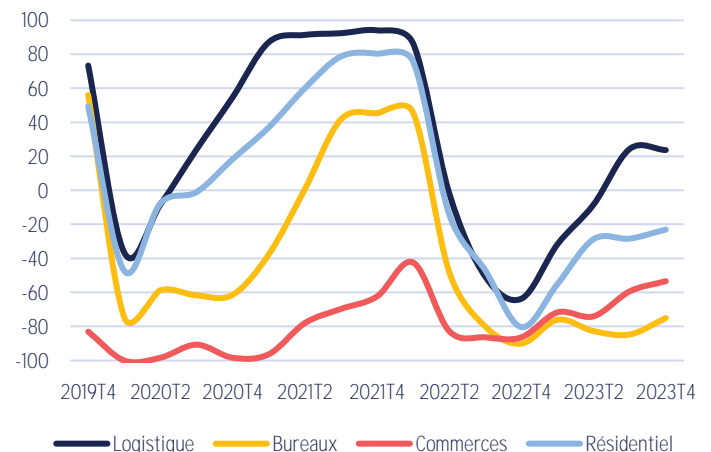
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

VARIATION DE LA VALEUR EN CAPITAL - BUREAUX VS AUTRES SECTEURS (HORS BUREAUX, % PAR AN)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

SENTIMENT SUR LES ATTENTES DE PRIX PAR TYPOLOGIE (% NET, ROYAUME-UNI, ALLEMAGNE, FRANCE)



Sources : IPE et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT POSE DES RISQUES ET OUVRE DES OPPORTUNITÉS

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT (DF) LE PLUS IMPORTANT EN BUREAUX ALLEMANDS

- Notre approche du déficit de financement (DF) par étapes est illustrée par l'exemple des prêts émis en 2019 pour les bureaux en Allemagne :
 - Les transactions uniquement en capitaux propres sont déduites des volumes d'investissement.
 - Un ratio de LTV de 60% est appliqué à l'acquisition en 2019.
 - Les dépréciations actées et futures entre 2019 et 2024 sont estimées à -29% pour les bureaux en Allemagne.
 - La nouvelle dette disponible est estimée à 55% de la valeur ajustée.
 - Des capitaux propres supplémentaires (ou de la dette junior) sont requis pour éviter un défaut de remboursement (barre rouge dans le schéma)
- Les volumes d'investissement en bureaux en Allemagne particulièrement élevés en 2019, les ratios de LTV plus bas au refinancement et les dépréciations conduisent à un DF de 5,3 milliards d'euros pour ce secteur en 2024. Il s'agit du déficit le plus important pour un segment de marché. Le déficit le plus notable suivant sera le résidentiel en 2026.
- Nous avons considéré qu'un prêt arrivant à échéance en 2023 avec un risque de défaut était prolongé en 2024 et 2025, même si cela n'apparaît pas dans l'exemple.

DES RISQUES DE FINANCEMENT PLUS IMPORTANTS EN BUREAUX

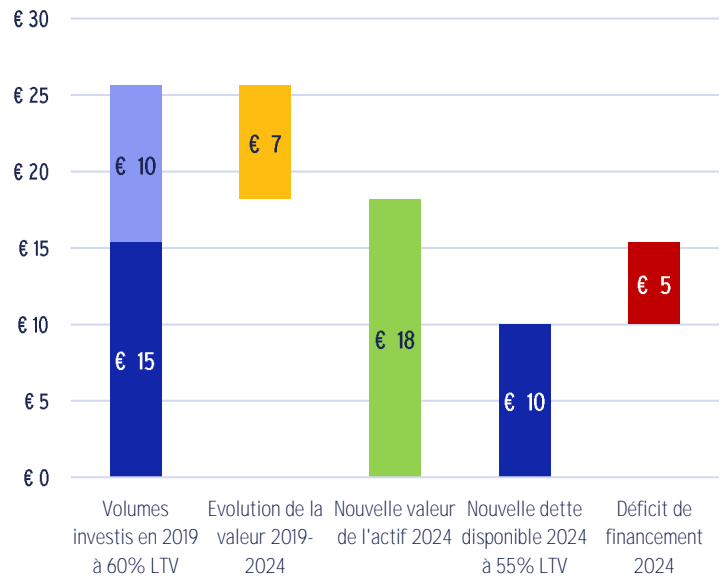
- En tenant compte de nos données historiques et prévisionnelles actualisées sur les valeurs en capital, le DF tous secteurs confondus atteint 98,9 milliards d'euros en Europe dans 20 pays (en hausse par rapport aux 90,3 milliards d'euros estimés en novembre 2023).
- L'augmentation est liée aux dépréciations plus fortes au cours de second semestre 2023 et le report des prêts arrivés à maturité en 2023 sur 2024 et au-delà.
- Sur la base de retours de marché, nous avons affiné nos hypothèses d'allocation du DF sur les prêts octroyés en 2028 de manière égale entre 2024 et 2025.
- Les prêts adossés à du bureau représentent 45 % du DF actualisé, suivis du résidentiel (23 %) et des commerces (20%). La forte proportion des bureaux dans le DF global est due aux volumes d'investissement importants historiquement et à la décompression relativement plus forte des bureaux par rapport aux autres secteurs.
- Enfin, le DF se réduirait en 2025 compte tenu de la baisse d'activité liée à la Covid-19 en 2020.

L'ALLEMAGNE PLUS À RISQUE EN PROPORTION DE PRÊTS OCTROYÉS

- En termes relatifs, le DF moyen représente 17% des prêts émis entre 2018 et 2021 dans 20 pays en Europe (contre 16% dans l'analyse de novembre 2023), ce qui revient à constater que 1/6 des prêts octroyés pourraient faire face à des difficultés de refinancement à maturité dans les 3 prochaines années.
- Le DF de 37 milliards d'euros en Allemagne représente 23% des prêts émis en 2018-2021, soit le DF relatif le plus élevé, suivi par la France.
- Le Royaume-Uni continue d'afficher le DF relatif le moins important, certainement en raison des règles de slotting imposées par la BoE pour des prêts émis par les banques britanniques, ce qui devrait faciliter les négociations de refinancement et permettre un rebond plus rapide du marché immobilier par rapport au reste de l'Europe.

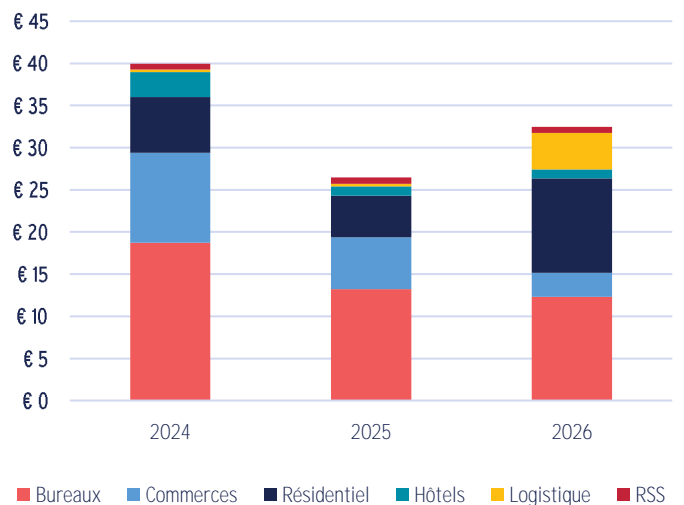


ESTIMATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT POUR LES PRÊTS ÉMIS EN 2019 POUR FINANCER DES INVESTISSEMENTS EN BUREAUX EN ALLEMAGNE (EUR Mrds) *bleu foncé = dette, bleu clair = capitaux propres, orange = évolution de la valeur, vert = valeur de l'actif, rouge = DF*



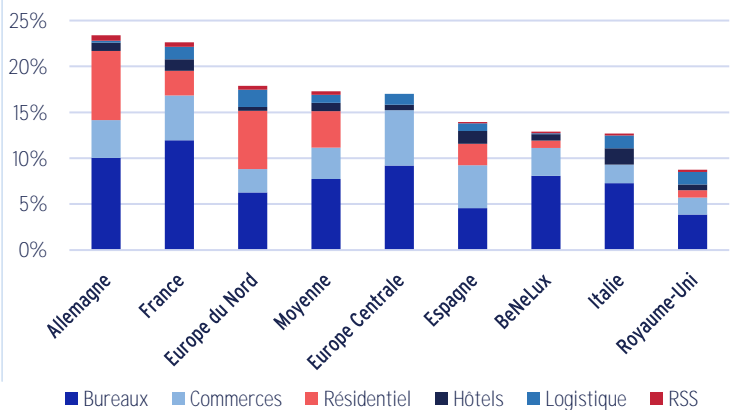
Sources : AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

DÉFICIT DE FINANCEMENT PAR TYPOLOGIE ET PAR MATURITÉ - (MILLIARDS D'EUROS)



Sources : RCA et AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

DÉFICIT DE FINANCEMENT PAR PAYS ET PAR TYPOLOGIE EN % DES PRÊTS ÉMIS (% PAR AN)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au 1er trimestre 2024

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : LA MAJORITÉ DES MARCHÉS EUROPÉENS REDEVIENNENT ATTRACTIFS

UN ÉCART POSITIF DE 185 PDB ENTRE RENDEMENTS ATTENDU ET EXIGÉ

- Notre approche du rendement ajusté au risque est fondée sur une comparaison entre le rendement global exigé et le rendement attendu sur les cinq prochaines années.
- Pour les 168 segments de marchés couverts en Europe, le rendement global exigé moyen est projeté à 6,9 % par an, tandis que le rendement attendu pour 2024-28 atteindrait 8,7 % par an, soit un écart positif conséquent de 185 pdb.
- Le taux sans risque de 3,4 % reste la composante la plus importante du rendement exigé et a légèrement baissé depuis septembre 23, reflétant la stabilisation récente des taux souverains.
- Sur cette base, nous pensons que les investisseurs seront suffisamment rémunérés des risques sur les marchés immobiliers européens au cours des cinq prochaines années.
- En détail, notre analyse classe chaque segment de marché attractif, neutre ou moins attractif selon la différence entre rendements attendu et exigé.

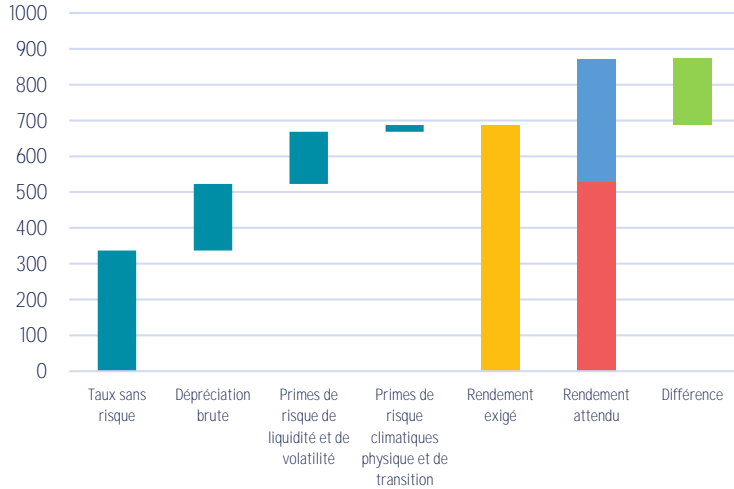
UNE ATTRACTIVITÉ RELATIVEMENT INCHANGÉE

- L'actualisation de l'analyse confirme les résultats positifs relevés en septembre dernier pour la période 2024-2028.
- Les dépréciations pour 2022 et 2023 ayant été actées, les variations sont marginales et le rendement exigé annuel devrait se réduire de 5 pdb.
- Le rendement attendu pour 2024-28 devrait baisser de 9,1 % par an estimé en septembre 2023 à 8,7 % dans le scénario central de mars 2024, en raison d'une diminution de 50 pdb de la croissance en capital par rapport au scénario central de septembre 2023.
- En revanche, la composante rendement locatif s'est légèrement améliorée, compensant en partie la baisse de la croissance en capital.
- L'écart positif est passé de 200 pdb en septembre 2023 à 185 pdb dans notre estimation actualisée de mars 2024.
- Les derniers résultats sont cohérents entre les deux périodes avec légèrement moins de marchés attractifs à l'acquisition en 2024.

LA LOGISTIQUE RESTE LE SECTEUR LE PLUS ATTRACTIF

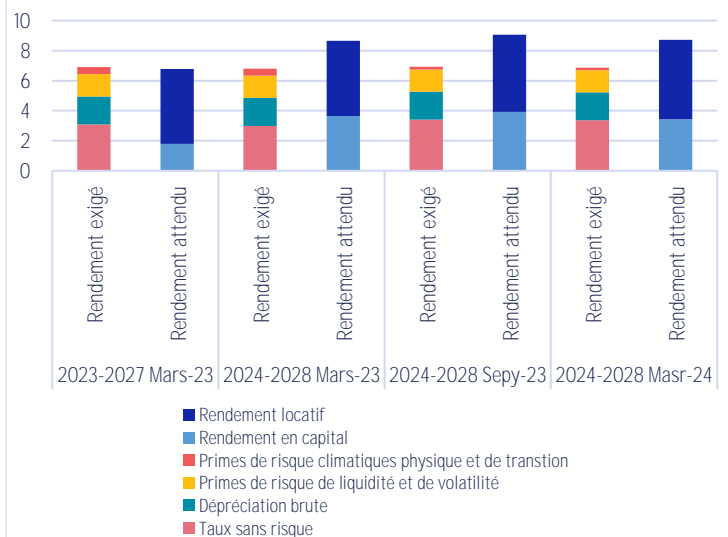
- Dans le scénario central de mars 2024, les investisseurs pourraient atteindre ou dépasser le rendement exigé dans plus de 93 % des marchés, un peu moins que les 97 % du scénario central de septembre 2023.
- Sur les 168 marchés couverts, 101 sont classés comme attractifs (contre 109), 55 comme neutres (contre 54) et seulement 12 comme moins attractifs (contre 5).
- La logistique reste en tête des secteurs dans l'analyse, avec deux fois plus de marchés classés comme attractifs (25) par rapport aux marchés neutres (12), et aucun dans la catégorie des marchés moins attractifs.
- Le résidentiel arrive en second, avec 14 marchés classés comme attractifs contre 10 neutres, et aucun marché dans la catégorie moins attractive.
- Seuls 7 % des marchés couverts restent classés comme moins attractifs, ouvrant des champs d'investissements pour le capital à déployer en immobilier.

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



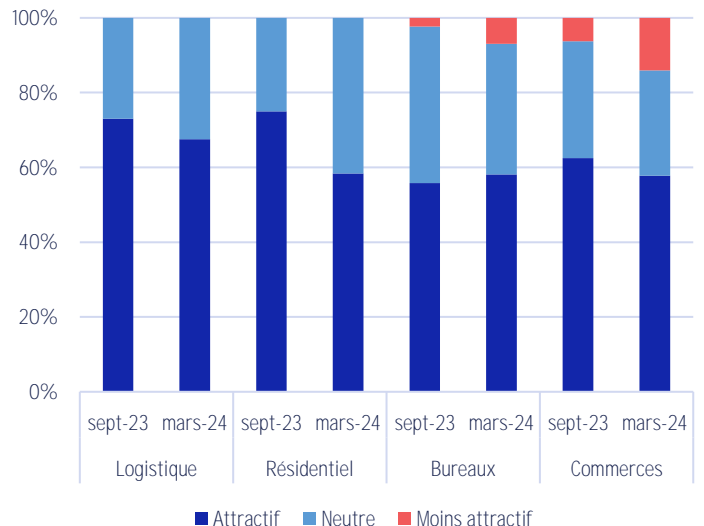
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

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



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR TYPOLOGIE D'ACTIF - SCÉNARIO CENTRAL (2024-28) (%)



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : UNE AMÉLIORATION GÉNÉRALISÉE

L'ALLEMAGNE RESTE LE PAYS LE PLUS ATTRACTIF

- Selon les résultats de mars 2024, les investisseurs devraient atteindre ou dépasser le rendement exigé dans plus de 93% des marchés, en baisse par rapport aux 97% de septembre 2023.
- L'Allemagne reste la destination privilégiée en termes de rendements ajustés au risque, car elle compte 21 segments de marchés attractifs et seulement 3 marchés neutres (contre 1 marché neutre en septembre 2023).
- Le Royaume-Uni, en revanche, redescend dans le classement par pays, en raison d'un rendement exigé plus élevé, compte tenu de taux souverains plus hauts.
- Le Benelux et la France affichent davantage de marchés attractifs que la moyenne européenne, tandis que l'Europe du Sud, les pays nordiques et l'Europe centrale restent à la traîne de la moyenne européenne.
- Seuls 7% des marchés restent classés comme moins attractifs.

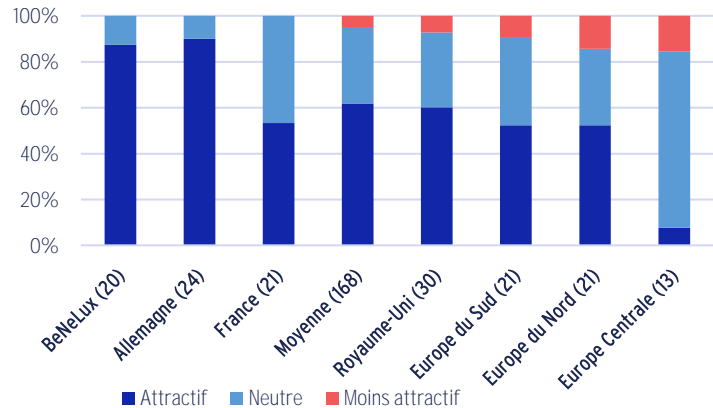
DES ÉCARTS VARIANT ENTRE -6% ET +8% APPELANT À LA SÉLECTIVITÉ

- Dans le détail, les résultats sont plus hétérogènes avec une fourchette relativement large entre - 600 pdb et + 800 pdb d'écart entre rendements attendus et exigés dans les 168 segments de marché.
- Considérant un écart positif moyen de près de 200 pdb, cela signifie que certains marchés sont 4 fois plus attractifs que la moyenne européenne tandis que d'autres sont 3 fois moins attractifs.
- Ces écarts importants entre les marchés soulignent la nécessité pour un gestionnaire expérimenté de sélectionner avec soin les sous-marchés (et les opportunités à l'acquisition) à ce stade du cycle.
- Plusieurs marchés de bureaux et de commerces affichent encore des écarts négatifs appelant à une vigilance accrue.
- En regroupant les sous-marchés par pays et par secteurs, nous pouvons les classer par segments dans les principaux pays européens.

TOUS LES SECTEURS SONT REPRÉSENTÉS DANS LE TOP 10

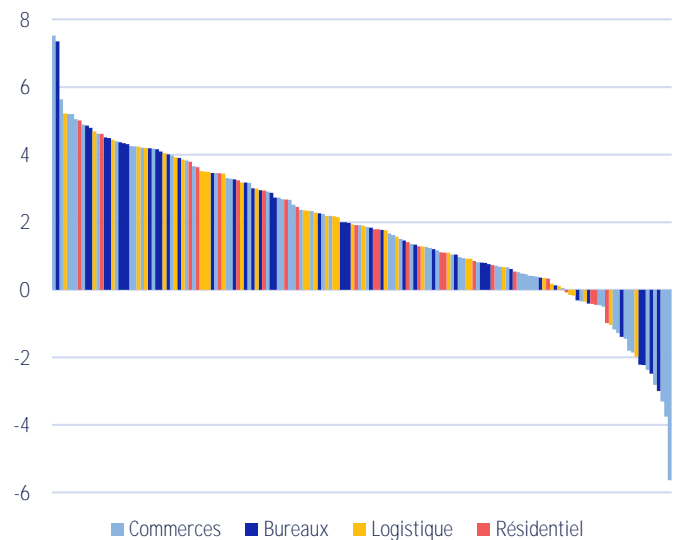
- De manière étonnante, l'analyse des rendements ajustés au risque fait ressortir des marchés core de commerces, comme les centres commerciaux prime en Belgique, Allemagne et Espagne et les pieds d'immeuble en Allemagne.
- Le résidentiel britannique arrive en tête du classement des segments clés et le résidentiel néerlandais clôture le top 10.
- En logistique, les marchés prime espagnols et belges affichent les meilleures performances en termes de marge.
- Les marchés de bureaux les mieux classés à cet égard sont les marchés néerlandais et allemands, avec des marges positives de 400 pdb, soit plus du double de la moyenne européenne de 185 pdb.
- L'Allemagne est le pays le plus représenté dans le classement des marges positives avec trois segments, suivi par la Belgique, l'Espagne et les Pays-Bas avec deux segments chacun.

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR TYPOLOGIE (SCÉNARIO CENTRAL POUR 2024-2028)



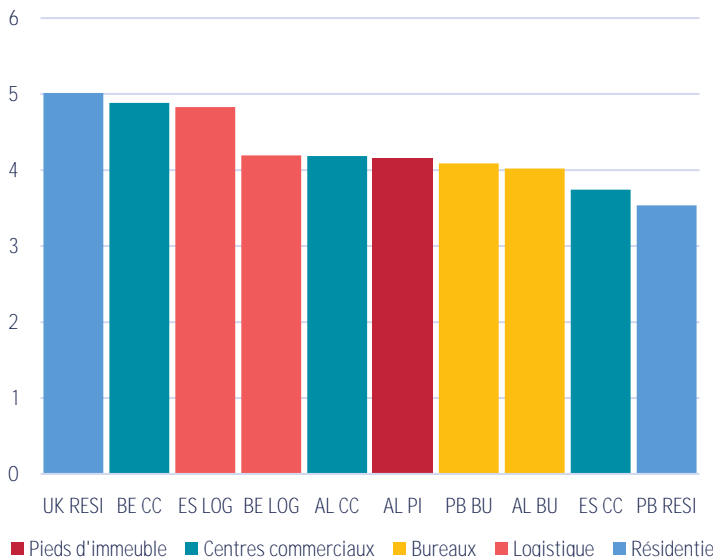
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

DIFFÉRENCE ENTRE RENDEMENT ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ PAR MARCHÉ ET SECTEUR, % 2024-2028 (SCÉNARIO CENTRAL MARS-24)



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

TOP 10 DES SEGMENTS EN FONCTION DE L'ÉCART EXCÉDENTAIRE DU RENDEMENT ATTENDU PAR RAPPORT AU RENDEMENT EXIGÉ (SCÉNARIO CENTRAL MARS-24)



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy au 1er trimestre 2024

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 79,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 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 31 décembre 2023, AEW gère en Europe² 37,0 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 10,1 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 515 collaborateurs répartis dans 11 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 20 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 Director
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
Associate
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
Level 42, 8 Bishopsgate
London, EC2N 4BO
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 sœur 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 2023 Special Report

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées appartenant au CFA Institute