

Publication mensuelle de la Recherche

JANVIER 2026

JANVIER 2026

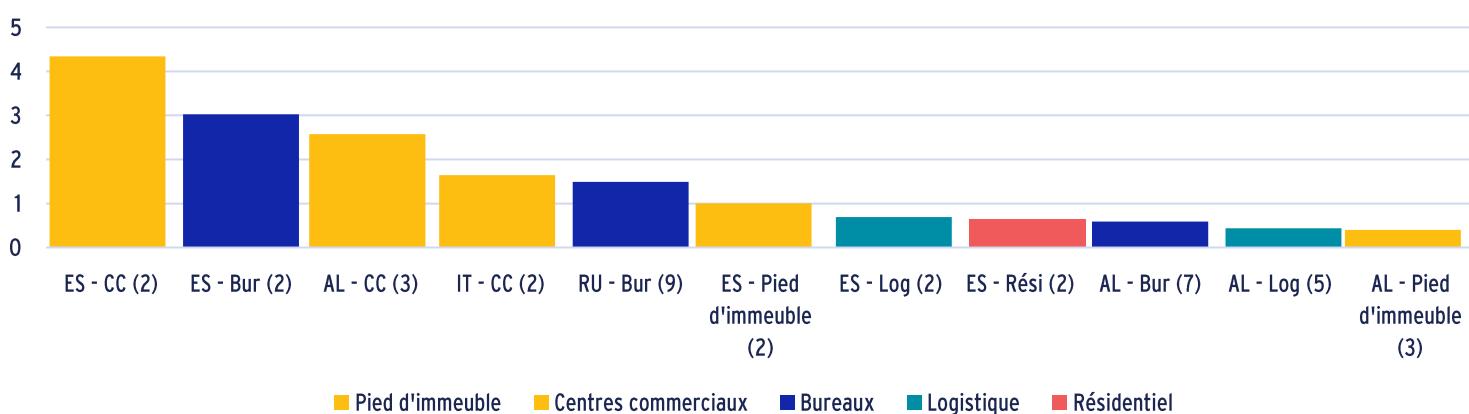
RATIONNEL ET CHOIX D'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER EN EUROPE

TABLE DES MATIÈRES

	Page
RÉSUMÉ	1
L'IMMOBILIER DANS UN PORTEFEUILLE MULTI-ACTIFS	2
LE RENDEMENT LOCATIF DEVRAIT SOUTENIR LES RENDEMENTS TOTAUX IMMOBILIERS	3
BACKTESTING DE NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ	4
COMPARAISON DE NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ AVEC D'AUTRES SOURCES	5
DES RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE ÉQUILIBRÉS EN EUROPE	6
L'ESPAGNE ET L'ALLEMAGNE EN TÊTE DU CLASSEMENT DU RENDEMENT AJUSTÉ AU RISQUE	7

- En ce début d'année, nous rappelons les fondamentaux de l'investissement en immobilier en Europe et identifions les marchés susceptibles d'offrir le meilleur profil de rendement ajusté au risque dans notre approche mise à jour.
- Les données récentes confirment que l'immobilier demeure une classe d'actifs de diversification clé pour les investisseurs globaux multi-actifs. La forte performance des marchés actions européens a conduit à une sous-exposition de nombreux investisseurs à l'immobilier par rapport à l'allocation type de 10 %. Le rebond attendu des marchés immobiliers pourrait permettre de se réaligner cette cible d'allocation.
- L'immobilier européen a généré un rendement locatif relativement stable, entre 4 % et 6 % par an au cours des 20 dernières années. Notre projection d'un taux de rendement locatif de 5,3 % par an sur les cinq prochaines années sur 196 segments de marché couverts devrait rester attractive, dans un contexte où les valorisations des autres classes d'actifs pourraient plafonner.
- En complément du rendement locatif, l'immobilier européen devrait bénéficier d'une croissance en capital de 2,1 % par an liée à la croissance des loyers et de 1,0 % par an provenant de la compression des taux de rendement, portant le rendement total attendu à 8,4 % par an. Même sans la compression des taux de rendement, les rendements totaux attendus pour 2026-2030 restent en ligne avec les moyennes historiques observées sur 15 et 20 ans.
- L'analyse rétrospective de nos prévisions confirme que les marchés situés dans le top 25% en termes de rendements attendus surperforment systématiquement la moyenne du marché sur l'ensemble des périodes historiques de 5 ans disponibles. Par ailleurs, nos projections de rendements totaux par secteur se situent généralement entre celles de deux sources externes de référence, renforçant leur cohérence.
- Pour 2026-2030, nous estimons un rendement total attendu de 8,2 % par an contre un rendement total exigé de 8,6 % par an pour 168 marchés européens comparés. Ce niveau plus élevé de rendement exigé conduit à un écart négatif de -33 pdb, soulignant la pertinence d'une sélectivité accrue, certains marchés présentant des écarts négatifs nettement supérieurs à la moyenne européenne.
- Sur la base du rendement exigé et du rendement attendu, chacun des 168 segments de marché est classifié par niveau d'attractivité. Notre analyse de septembre 25 montrait 13 % de marchés considérés comme attractifs (rendement attendu supérieur au rendement exigé), 66 % de neutres et 21 % moins attractifs. Ainsi, dans près de 80 % des marchés européens, les investisseurs atteignent ou dépassent leurs rendements exigés. Les bureaux et les commerces sont les plus représentés dans la catégorie attractive.
- Le classement des dix premiers segments pays-secteurs basé sur cette approche du rendement ajusté au risque, place les centres commerciaux espagnols en tête, suivis des centres commerciaux allemands et italiens, ainsi que des bureaux en Espagne et au Royaume-Uni. L'Espagne est le pays le plus représenté dans ce top 10, avec 5 secteurs, devant l'Allemagne (3 secteurs), puis l'Italie et le Royaume-Uni (un secteur chacun).

ÉCART ENTRE RENDEMENT TOTAL ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ (% P.A.) - TOP 10 DES SEGMENTS PAYS-SECTEURS



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025; ES = Espagne, AL = Allemagne, IT = Italie, RU = Royaume-Uni

L'IMMOBILIER DANS UN PORTEFEUILLE MULTI-ACTIFS

L'IMMOBILIER PEUT OFFRIR UNE SOLIDE DIVERSIFICATION PAR RAPPORT AUX ACTIFS PRIVÉS

- Les investisseurs institutionnels cherchent à diversifier leurs portefeuilles traditionnels d'actions et d'obligations en intégrant des actifs non cotés ou privés.
- Grâce aux indices Prequin de rendements totaux des actifs privés, il est possible de comparer les propriétés de diversification d'une large gamme de classes d'actifs non cotés et de leurs sous-segments.
- Cette analyse se concentre sur les principales catégories d'actifs à l'échelle mondiale, bien que des conclusions similaires puissent être appliquées aux sous-classes géographiques et stratégiques.
- Les coefficients de corrélation calculés à partir de données trimestrielles couvrant la période de T2 2007 à T2 2025 indiquent que l'immobilier représente le meilleur vecteur de diversification au sein d'un portefeuille traditionnel actions-obligations.
- Cela se manifeste par un coefficient de corrélation négatif de -0,16 avec les obligations mondiales et de 0,23 avec les actions mondiales, les niveaux les plus faibles parmi les principales classes d'actifs non cotés.
- Suivent de près les infrastructures, tandis que la dette privée et le capital-investissement affichent une corrélation plus élevée avec les marchés actions.

L'IMMOBILIER ET LES OBLIGATIONS N'ONT PAS REBONDI COMME LE MARCHÉ DES ACTIONS

- Une analyse approfondie du contexte européen met en lumière les dynamiques historiques des prix depuis 2016 pour les actions, les obligations et l'immobilier.
- Dans le graphique, l'immobilier européen est représenté par les croissances en capital fournies par CBRE, les actions européennes par l'indice STOXX 600, et les obligations européennes par le prix de l'iShares € Aggregate Bond ETF.
- Contrairement aux obligations européennes, qui n'ont pas retrouvé leurs niveaux d'avant les hausses de taux d'intérêt de 2022-2023, l'immobilier n'est jamais descendu en dessous des niveaux de 2016 et a amorcé un rebond dès 2024.
- Le marché des actions européen, quant à lui, a subi des phases d'ajustement en 2020 et 2022, mais a ensuite connu une croissance significative tant dans la phase postpandémie que dans la période qui a suivi les hausses de taux.
- Dans ce contexte, et compte tenu que la majorité des investisseurs institutionnels recherchent la stabilité de leurs cibles d'allocation à long terme, il est crucial de remédier aux déséquilibres d'allocation qui émergent en raison des écarts de performance notables entre les différentes classes d'actifs.

SOUS-ALLOCATION À L'IMMOBILIER DEPUIS 2024

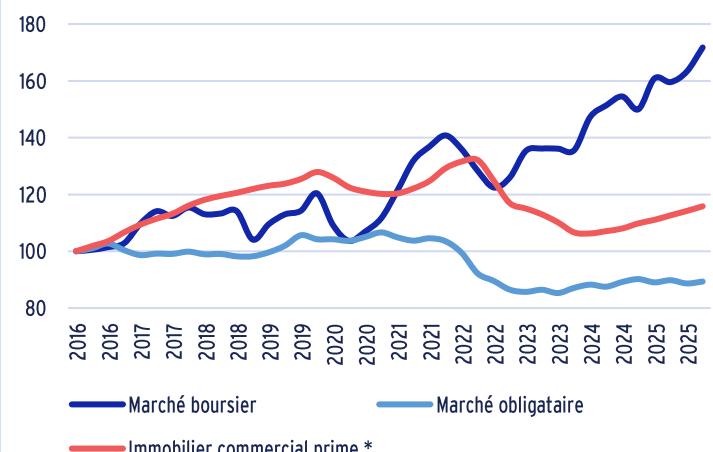
- En partant d'une allocation cible de 10 % à l'immobilier, avec 50 % en actions et 40 % en obligations, nous pouvons évaluer un effet dénominateur. Selon l'enquête INREV Investment Intentions 2016, l'allocation moyenne à l'immobilier s'élevait à 10,3 %, ce qui renforce la validité de cette hypothèse.
- En utilisant des indices de prix historiques et en maintenant un objectif constant de 10 %, nous estimons l'écart entre l'allocation effective et la cible, en supposant l'absence de rééquilibrage actif.
- Cette analyse montre que l'allocation à l'immobilier a dépassé le seuil de 10 % entre 2016 et 2020, avant que la revalorisation des actifs due à la pandémie de COVID ramène les allocations immobilières vers leur cible.
- Au cours de la phase de reprise immédiate post-COVID en 2021-2022, les allocations à l'immobilier ont de nouveau franchi cet objectif.
- Cependant, suite à la correction de marché provoquée par les hausses des taux d'intérêt, les allocations immobilières demeurent inférieures à 9 % depuis 2024, ce qui incite à de nouvelles allocations de capitaux vers ce secteur. Cette tendance est corroborée par les dernières données INREV de 2025, qui indiquent une allocation moyenne à l'immobilier de 8,7 %.

COEFFICIENTS DE CORRÉLATION ENTRE LES RENDEMENTS TOTAUX TRIMESTRIELS DE PREQIN, T2 2007 - T2 2035

		1	2	3	4	5	6
1	Actions mondiales - MSCI World	1.00					
2	Obligations mondiales - Bloomberg Aggregate	0.34	1.00				
3	Immobilier	0.23	-0.16	1.00			
4	Infrastructure	0.27	-0.09	0.62	1.00		
5	Capital-investissement	0.68	0.08	0.65	0.52	1.00	
6	Dette privée	0.72	0.06	0.45	0.45	0.83	1.00

Sources : Prequin, YCharts, AEW Recherche & Stratégie au T2 2025

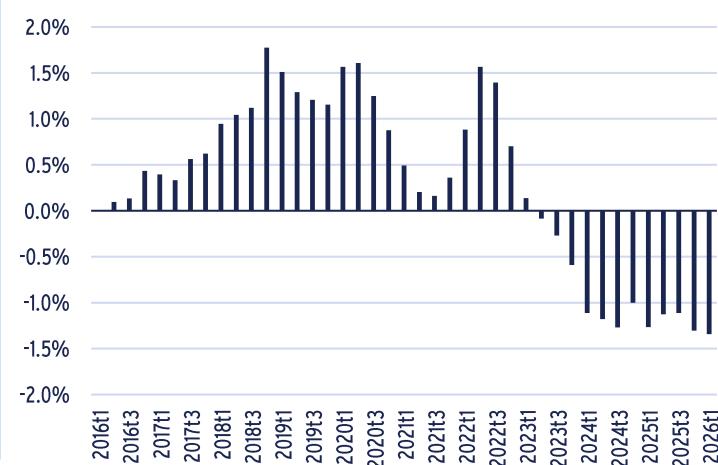
INDICE DE RENDEMENT DES ACTIONS, DES OBLIGATIONS ET DE L'IMMOBILIER PRIME EN EUROPE, T1 2016 = 100



*Note : les T3 & T4 2025 sont des estimations AEW

Sources : FRED, investing.com, CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

FLUCTUATION DE L'ALLOCATION À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN EUROPE, INDUITE PAR LA VALORISATION, PAR RAPPORT À UN OBJECTIF D'ALLOCATION DE 10 %, EN %



Sources : FRED, investing.com, CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

LE RENDEMENT LOCATIF DEVRAIT SOUTENIR LES RENDEMENTS TOTAUX IMMOBILIERS

DES TAUX DE RENDEMENT ÉLEVÉS ET RELATIVEMENT STABLES RESTERAIENT ATTRACTIFS

- L'attrait de l'immobilier pour de nombreux investisseurs multi-actifs réside dans son rendement locatif relativement élevé et stable, comme l'illustre le graphique des taux de rendement prime tous secteurs confondus. Les données indiquent clairement que l'immobilier européen a subi une revalorisation significative depuis la mi-2022.
- En réponse aux hausses de taux directeurs mises en place par les banques centrales pour combattre l'inflation élevée, les rendements des obligations d'État se sont écartés. les taux de rendement prime ont suivi, en décalé et plus modérément.
- Cette situation a particulièrement pénalisé les investisseurs et les prêteurs détenant des actifs ou des financements acquis durant la période de taux bas.
- En revanche, pour les nouveaux investisseurs, le niveau de rendement locatif actuel entre 5,0 % et 5,5 % apparaît plus attractif que les taux de 4,0 % à 4,5 % observés entre 2015 et 2022.
- Bien que les taux de rendement prime ne retrouvent pas les niveaux de 5 % à 6 % observés entre 2006 et 2015, la relative stabilité des rendements locatifs, entre 4 % à 6 %, pourrait constituer un atout pour de nombreux investisseurs.

DES RENDEMENTS 2026-2030 PORTÉS PAR LE RENDEMENT LOCATIF ET LA CROISSANCE DES LOYERS

- En plus du rendement locatif et de la croissance en capital due aux variations des rendements, nos rendements totaux incluent également la croissance des loyers. Ce dernier aspect n'est pas disponible dans l'investissement passif en obligations
- La comparaison de nos prévisions de rendements totaux pour 2026-2030 avec les rendements historiques, par composantes, fait ressortir des points intéressants.
- Sur les périodes de 15 et 20 ans, le rendement locatif représente près de 60 % du rendement total, un niveau cohérent avec nos projections pour les cinq prochaines années.
- Nos prévisions pour 2026-2030 sont également proches des moyennes sur 15 et 20 ans pour les croissances de loyer et l'évolution des taux de rendement.
- Dans ce contexte, nos projections semblent relativement conservatrices, même face aux dépréciations significatives subies ces dernières années. Les rendements historiques des cinq et dix dernières années confirment cette phase de dépréciation, marquée par une hausse des taux de rendement ayant conduit à une appréciation du capital négative, malgré une croissance locative positive.

BUREAUX AU ROYAUME-UNI EN TÊTE, MÊME SANS COMPRESSION DES TAUX

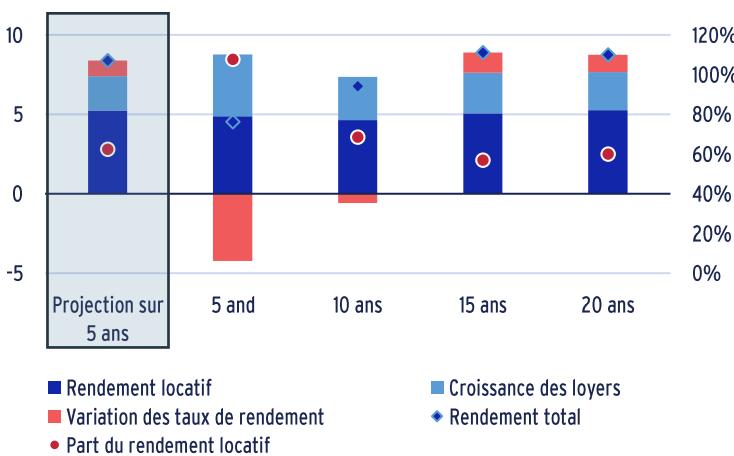
- L'analyse des rendements attendus pour 2026-2030, classés par pays et par secteur, révèle que les bureaux au Royaume-Uni affichent les rendements totaux les plus élevés, à 12,4 % par an, suivis des bureaux en Espagne, avec un rendement de 10,6 %.
- Les centres commerciaux en Espagne, en Allemagne et au Royaume-Uni suivent avec des rendements respectifs de 10,5 %, 9,8 % et 9,7 % par an. En outre, la logistique en Pologne et au Royaume-Uni occupent les 6e et 7e positions, tandis que les bureaux en Allemagne et aux Pays-Bas complètent le top 10.
- L'appréciation du capital liée à la compression des taux de rendement est la composante la plus difficile à anticiper.
- Les centres commerciaux au Royaume-Uni et les bureaux aux Pays-Bas présentent la plus faible contribution de la variation des taux de rendement dans leurs rendements totaux projetés.
- À l'inverse, les rendements des centres commerciaux et des bureaux en Allemagne sont les plus dépendants de la compression des taux parmi les dix premiers segments.
- Enfin, même en tenant compte de l'absence d'appréciation du capital liée à des fluctuations des taux de rendement, les bureaux au Royaume-Uni demeurent en tête du classement.

TAUX DE RENDEMENT PRIME EUROPÉEN, TOUS SECTEURS CONFONDUS, % PAR AN



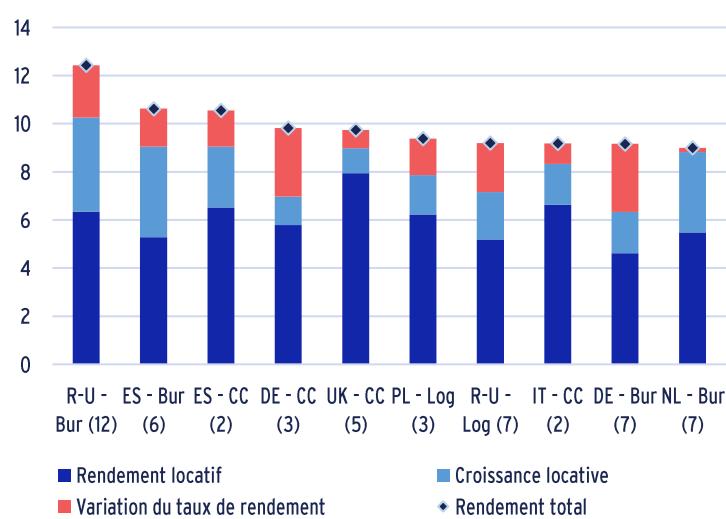
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

RENDEMENTS TOTAUX HISTORIQUES ET PROJETÉS, TOUS SECTEURS CONFONDUS, EN % PAR AN (AXE DE GAUCHE) ET PART DES RENDEMENTS LOCATIFS DANS LES RENDEMENTS TOTAUX (AXE DE DROITE)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

TOP 10 SEGMENTS DE MARCHÉ PRIME CLASSÉS SELON LE RENDEMENT TOTAL PROJETÉ SUR 2026-30, AVEC DÉCOMPOSITION (EN % PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

BACKTESTING DE NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ

NOS PRÉVISIONS ONT IDENTIFIÉ LES MARCHÉS GAGNANTS ET PERDANTS AU COURS DES ANS

- Dans une optique d'amélioration, nous pouvons répondre à l'une des questions les plus fréquemment posées : quelle a été la l'exactitude de nos prévisions dans le passé ?
- Pour répondre à cette question, nous vérifions toutes les fois où nos projections sur cinq ans se sont rapprochées des rendements totaux prime effectivement constatées sur 138 marchés couverts.
- Si nous examinons les prévisions de rendement total dans 6 éditions précédentes, les résultats anticipant les 25 % de marchés les plus performants et les 25 % de marchés les moins performants sont encourageants.
- Les marchés dans le top 25% ont systématiquement surperformé la moyenne de l'ensemble des marchés de 370 pdb, tandis que les marchés des derniers 25% ont enregistré une sous-performance de 490 pdb sur l'ensemble des 6 éditions analysées.
- L'exactitude passée de nos prévisions ne garantit pas la fiabilité des projections futures, mais nous continuerons de vérifier la concordance des projections avec les rendements réalisés.

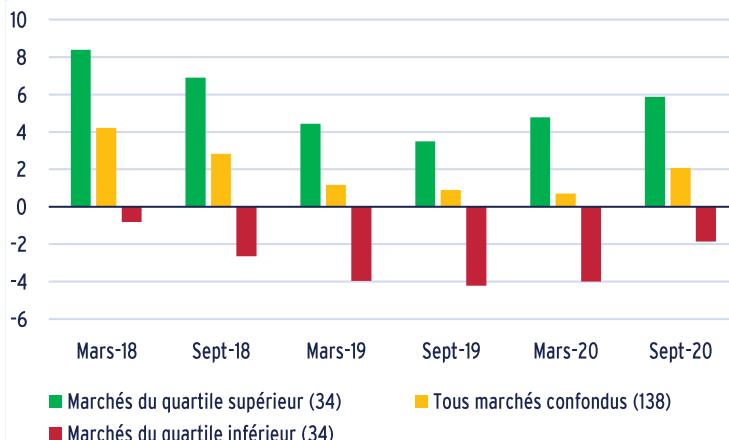
LES BUREAUX ET LA LOGISTIQUE MAJORITAIRES DANS LE TOP 25%

- Une analyse approfondie des 25 % de marchés les plus performants révèle des évolutions sectorielles claires, en notant que le nombre de marchés couverts a augmenté au fil du temps.
- D'autre part, nos rendements totaux prime ne sont pas ajustés au risque, un aspect qui sera abordé ultérieurement dans notre approche des rendements ajustés au risque.
- Durant la période 2018-2019, plus de la moitié des marchés du top 25% étaient liés au secteur des bureaux. La logistique a ensuite dominé, entre 2020 et 2023, à l'exception de septembre 2021.
- À partir de 2024, les bureaux représentent à nouveau 50 % ou plus des marchés présents dans le top 25%. Dans nos projections de septembre 2025, les centres commerciaux réapparaissent également dans ce groupe.
- Ces résultats sont à contre-courant de l'idée souvent avancée selon laquelle les secteurs « beds and sheds » (résidentiel et logistique) seraient les segments les plus attractifs.
- Bien que les rendements totaux soient des éléments utiles pour la construction de portefeuille, ils ne reflètent pas toujours les avantages de diversification offerts par les segments à rendement et à risque plus faibles, notamment dans le secteur résidentiel et les commerces.

LES GÉOGRAPHIES CHANGENT DAVANTAGE DANS LE TOP 25%

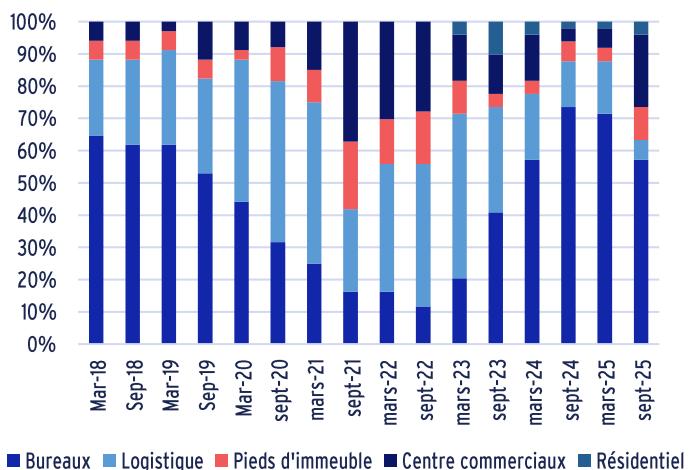
- L'analyse des mêmes marchés du top 25%, par pays, montre une tendance beaucoup moins homogène dans le temps.
- Sur la plupart des périodes post-Covid, les quatre principaux marchés européens « core » (Royaume-Uni, France, Allemagne et Benelux) représentent plus de la moitié des marchés du top 25%.
- L'Allemagne affiche relativement peu de marchés parmi les segments du top 25%, ce qui s'explique probablement par le fait que les rendements analysés ne sont pas ajustés du risque.
- Les marchés français présentent une part plus élevée dans le top 25%, mais avec une variabilité plus marquée.
- Avant la Covid, l'Europe du Sud et l'Europe centrale représentaient plus de la moitié des marchés du premier quartile, reflétant vraisemblablement une croissance économique et des loyers supérieure à celle des marchés établis.
- Les conséquences immédiates de la pandémie, observées dans les projections de septembre 2020 et mars 2021, ont entraîné une forte recomposition géographique.
- Enfin, il convient de rappeler que notre couverture en nombre de segments est structurellement plus élevée au Royaume-Uni, en France et en Allemagne que dans les autres pays.

RENDEMENTS TOTaux RÉALISÉS DES 25% DE MARCHÉS LES PLUS PERFORMANTS ET DES 25% LES MOINS PERFORMANTS PAR RAPPORT À L'ENSEMBLE DES MARCHÉS - MOYENNE SUR 5 ANS, EN % PAR AN



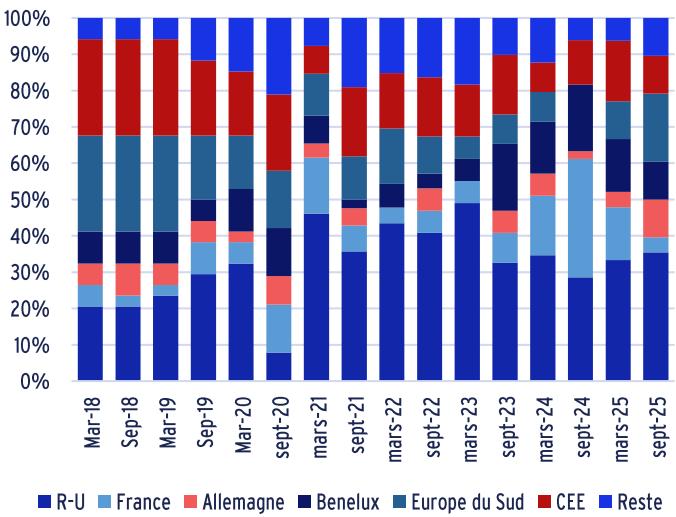
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

COMPOSITION SECTORIELLE DES MARCHÉS DU TOP 25%



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

COMPOSITION PAR PAYS DES MARCHÉS DU TOP 25%



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

COMPARAISON DE NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ AVEC D'AUTRES SOURCES

LES PRÉVISIONS DE TAUX DE RENDEMENT D'AEW ANTICIPENT UNE COMPRESSION PLUS MARQUÉE

- Une autre question fréquente revient : comment nos prévisions se comparent à d'autres sources?
- Pour y répondre, nous comparons les projections centrales d'AEW de taux de rendement, de croissance des loyers et de rendements totaux avec les prévisions publiées par Green Street (GS) et Oxford Economics (OE).
- Les deux sources produisent des projections par ville et par typologie d'actifs, bien que les définitions sectorielles et de qualité des actifs (prime vs. moyen) diffèrent. Malgré ces différences méthodologiques, il est possible de comparer les trois variables sur 88 segments de marché communs.
- Les projections de GS affichent des taux de rendement plus élevés, avec un écart qui s'accroît. GS n'isole pas les actifs prime, contrairement aux approches AEW/CBRE et OE.
- Malgré ces différences, les dynamiques historiques apparaissent globalement similaires, même si nous ne pouvons pas montrer les données historiques MSCI pour les séries OE.
- À terme, OE prévoit une hausse des taux de rendement de 10 pdb, tandis que GS prévoit des taux stables. À l'inverse, AEW prévoit une compression des taux de rendement de 30 pdb sur la même période et sur les mêmes marchés.

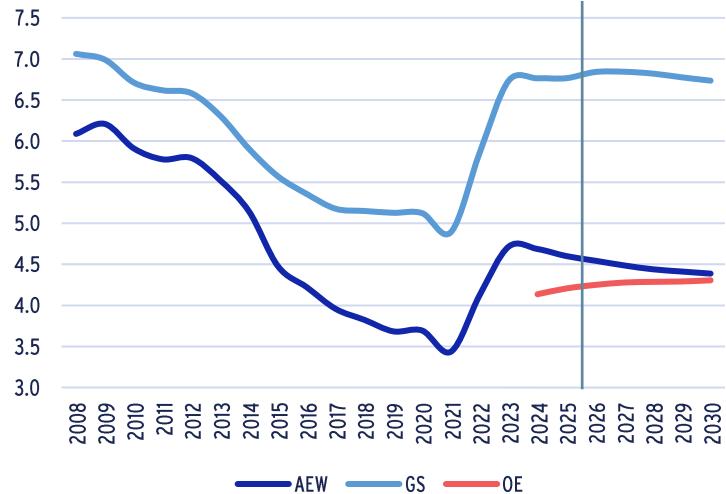
DES PROJECTIONS DE CROISSANCE LOCATIVE ÉGALÉMENT SUPÉRIEURES AUX AUTRES SOURCES

- Avec une projection annuelle moyenne de 2,2 %, la croissance des loyers AEW pour la période 2026-30, bien que modérée, reste supérieure à celle d'OE (1,7 %) et de GS (1,3 %).
- GS affiche les projections de croissance locative les plus faibles sur l'ensemble des secteurs, à l'exception du résidentiel, qui peut s'expliquer par une définition moins centrée sur les actifs prime.
- Les projections locatives d'AEW sont systématiquement plus élevées sur l'ensemble des secteurs, à l'exception du commerce, pour lequel OE affiche une projection marginalement supérieure.
- La croissance locative projetée de 2,4 % par an d'AEW est plus de deux fois supérieure à celle de GS pour les bureaux (1,1 % par an), sur les 27 mêmes marchés et sur la même période.
- Cet écart reflète probablement la bifurcation persistante entre les marchés centraux prime et les actifs non prime, les projections AEW suivant davantage le premier groupe, tandis que la couverture de GS s'apparente davantage au second.

DES RENDEMENTS PROJETÉS PAR AEW PLUS PROCHES DE GS QUE D'OE

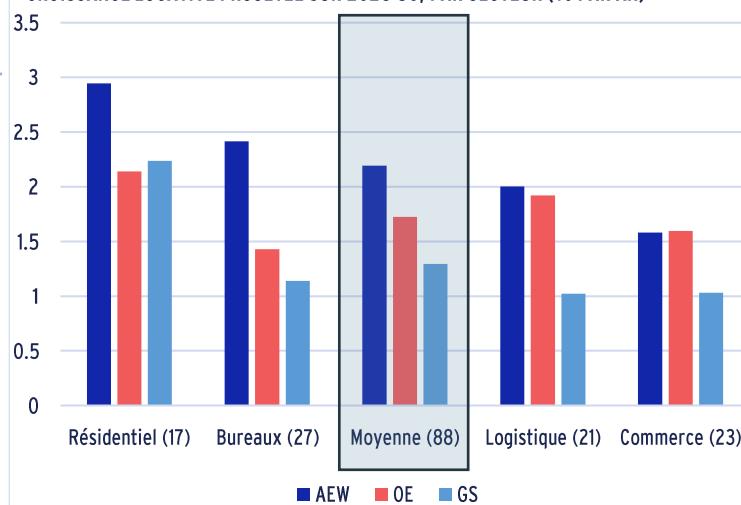
- Les prévisions d'AEW du rendement total attendu (7,8 % par an) sur 2026-30 sont supérieures à celles d'OE (6,1 % par an) et plus proches, mais légèrement inférieures, à celles de GS (8,6 % par an).
- De manière notable, malgré une croissance locative nettement plus faible, les rendements totaux projetés par GS pour les bureaux (8,3 % p.an) sont très proches de ceux d'AEW (8,4 % p. a), ce qui s'explique principalement par les taux de rendement plus élevés de GS dans tous les secteurs.
- Le commerce apparaît comme le secteur offrant les rendements les plus élevés selon GS, là encore en raison de taux de rendement initiaux élevés, malgré une croissance locative projetée inférieure à celle d'AEW et d'Oxford Economics.
- À l'inverse, OE affiche les rendements les plus faibles sur l'ensemble des secteurs, combinant des taux de rendement actuels plus bas avec des perspectives de hausse à la marge, et une croissance locative modérée.
- À l'instar de l'exercice que nous avons effectué sur nos prévisions, il serait opportun que les sources tierces proposent un back-test de leurs projections sur les périodes de détention types des investisseurs en immobilier direct.

TAUX DE RENDEMENT HISTORIQUES (2008-25) ET PROJETÉS (2026-30), TOUS SECTEURS CONFONDUS (PDB PAR AN)



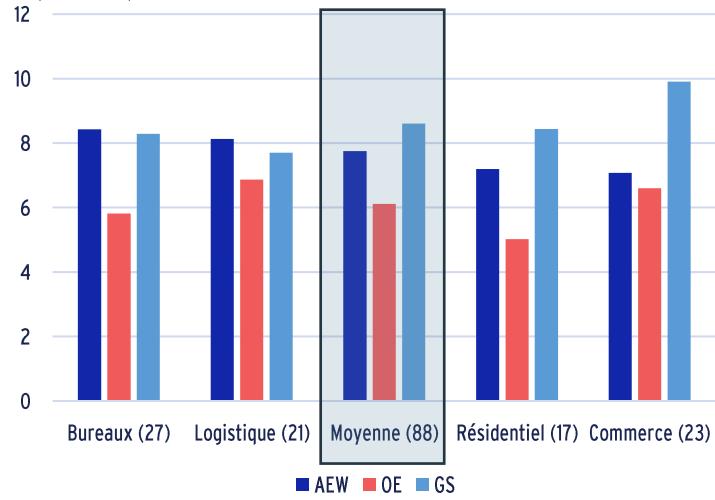
Sources: AEW Recherche & Stratégie, CBRE, Green Street et Oxford Economics au T4 2025

CROISSANCE LOCATIVE PROJETÉE SUR 2026-30, PAR SECTEUR (% PAR AN)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Green Street et Oxford Economics au T4 2025

COMPARAISON DES RENDEMENTS TOTAUX PROJETÉS SUR 2026-30 - PAR SECTEUR (% PAR AN)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Green Street et Oxford Economics au T4 2025

DES RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE ÉQUILIBRÉS EN EUROPE

LES ANALYSES DES RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE POUR 2026-30 APPELLENT À LA SÉLECTIVITÉ

- Comme lors des éditions précédentes, notre approche des rendements ajustés au risque repose sur la comparaison entre le rendement total exigé et le rendement total attendu sur 5 ans.
- La prime de risque moyenne de liquidité et de volatilité qui atteint 300 pdb est l'actualisation la plus marquante de notre analyse.
- Pour les 168 marchés européens inclus, le rendement total exigé moyen sur 2026-30 est estimé à 8,6 % par an, tandis que le rendement total attendu est évalué à 8,2 % par an.
- Malgré l'augmentation de la prime de liquidité, le taux sans risque, estimé à 3,4 %, demeure la composante la plus importante du rendement exigé.
- Il en résulte un écart légèrement négatif de -33 pdb, avec un rendement attendu inférieur en moyenne au rendement exigé.
- Dans ce contexte, les investisseurs doivent se montrer plus sélectifs pour être suffisamment compensé des risques sur les marchés européens au cours des cinq prochaines années.

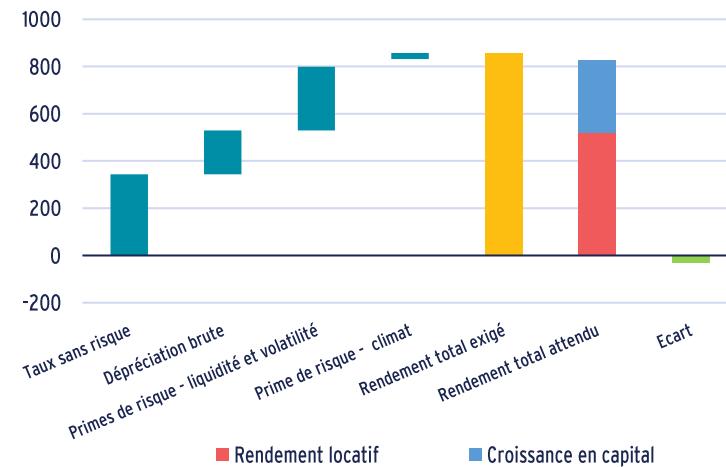
UNE PRIME DE RISQUE DE LIQUIDITÉ PLUS ÉLEVÉE

- Une analyse synthétique de nos analyses passées des rendements ajustés aux risques sur les six dernières années met en évidence plusieurs tendances notables.
- Premièrement, le rendement attendu a globalement suivi une tendance haussière, à l'exception de l'édition de septembre 2022, période au cours de laquelle nos prévisions intégraient un élargissement des taux de rendement et une appréciation très limitée des valeurs en capital.
- Deuxièmement, le taux de rendement exigé a également augmenté au cours des six dernières années, selon deux phases distinctes.
- En septembre 2022, le taux sans risque est passé de niveaux proches de zéro à 3,2 %. Puis, en septembre 2025, la prime de liquidité et de volatilité a été relevée à 300 pdb, contre 200 pdb l'année précédente.
- Cette évolution résulte de notre estimation rétrospective de la prime de liquidité, fondée sur les volumes de transactions observés sur cinq ans, qui intègrent désormais les niveaux de volumes plus faibles sur la période 2023-2025.
- Ce changement méthodologique coïncide avec un début de rebond des volumes d'investissement qui pourrait impacter à nouveau la liquidité mais en l'absence de prévisions des volumes par marché, nous conservons cette approche.

UN BASCULEMENT MARQUÉ VERS UNE CLASSIFICATION « NEUTRE » DES RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE

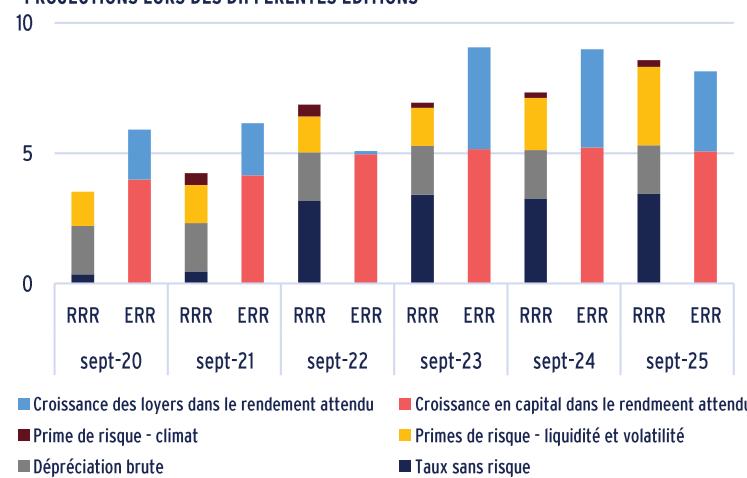
- La hausse de la prime de liquidité et des rendements attendus plus modérés a entraîné une réduction du nombre de marchés classés comme attractifs, passant de 99 marchés dans l'analyse de septembre 24 à 21 marchés dans la mise à jour de septembre 25, soit 13 % de l'ensemble des marchés couverts.
- Désormais, près des deux tiers des marchés immobiliers européens sont classés dans la catégorie neutre.
- Parallèlement, le nombre de marchés jugés moins attractifs a augmenté, passant de 14 à 36 marchés, soit 21 % du total.
- Ces résultats sont moins favorables que ceux observés dans les éditions de septembre 2023 et septembre 2024, mais demeurent plus solides qu'en 2022, période marquée par la remontée rapide des taux d'intérêt.
- D'un point de vue sectoriel, l'analyse actuelle pour 2026-2030 montre que les bureaux et le commerce sont les secteurs les plus représentés parmi les marchés classés attractifs.
- À l'inverse, les marchés résidentiels à faible rendement sont davantage surreprésentés dans la catégorie des moins attractifs.
- Enfin, il convient de rappeler que, dans près de 80 % des marchés couverts, les investisseurs peuvent toujours atteindre, voire dépasser, le rendement exigé.

RENDEMENT TOTAL EXIGÉ ET ATTENDU EN PDB SUR 2025-29 - MOYENNE DE 168 MARCHÉS EUROPÉENS



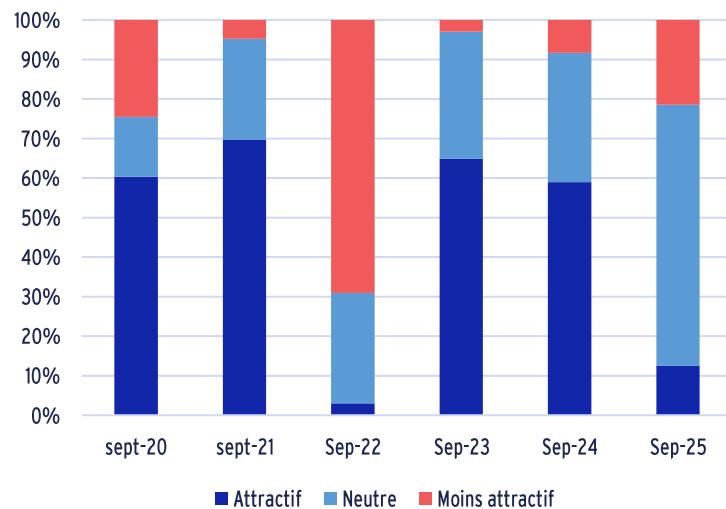
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

RENDEMENT TOTAL EXIGÉ ET ATTENDU EN % PAR AN, COMPARAISON DES PROJECTIONS LORS DES DIFFÉRENTES ÉDITIONS



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

RÉPARTITION DES MARCHÉS PAR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ - COMPARAISON DE L'ÉVOLUTION DES RÉSULTATS DU RENDEMENT AJUSTÉ AU RISQUE DANS LE TEMPS



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

L'ESPAGNE ET L'ALLEMAGNE EN TÊTE DU CLASSEMENT DU RENDEMENT AJUSTÉ AU RISQUE

L'ESPAGNE ET L'ALLEMAGNE EN TÊTE AU CLASSEMENT PAR PAYS

- Sur l'ensemble des 20 pays couverts, nos projections de septembre 25 montrent que les investisseurs pourraient atteindre ou dépasser le rendement total exigé dans 79 % des segments de marché, contre 92 % en septembre 2024.
- Dans le groupe de pays jugés les plus attractifs, à savoir l'Europe du Sud, 8 marchés sur 22 sont classés comme attractifs, 13 comme neutres avec un segment classé comme moins attractif. l'Espagne performe le mieux dans ce groupe.
- L'Allemagne se classe en deuxième position, avec quatre marchés attractifs, 20 neutres et un marché moins attractif.
- L'Europe se classe en troisième position, avec 3 marchés attractifs, 24 neutres et 3 segments moins attractifs sur un total de 30 segments.
- L'Europe centrale ferme le classement, avec un seul marché attractif, 5 neutres et 7 marchés sur 13 classés comme moins attractifs. Cette région est particulièrement pénalisée par des taux sans risque plus élevés, ce qui se traduit par des écarts plus défavorables entre rendements attendus et rendements exigés.
- Au total, 38 marchés européens sur 168 (soit 21 %) sont désormais classés comme moins attractifs, contre 8 % en mars 2025. Néanmoins, les investisseurs devraient atteindre ou dépasser le rendement exigé dans près de 80 % des marchés couverts.

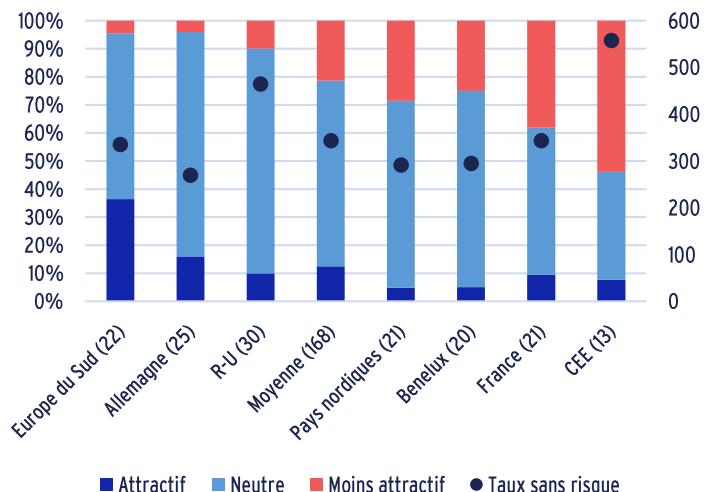
DAVANTAGE DE SÉLECTIVITÉ REQUISE À CE STADE

- Dans ce contexte moins favorable, les investisseurs doivent se concentrer sur les résultats spécifiques par segment ville-secteur, comme illustré dans le graphique.
- La sélectivité est d'autant plus justifiée, puisque les écarts observés entre rendements attendus et exigés sur les 168 segments européens varient de -500 pdb à +500 pdb.
- Parmi les segments les plus performants, on retrouve notamment les centres commerciaux de Barcelone et Madrid, ainsi que les bureaux dans le Sud-Est du Royaume-Uni et à La Haye.
- A l'inverse, les bureaux à Nice et Lyon, ainsi que la logistique à Varsovie et Budapest, présentent des écarts négatifs.
- Dans la mesure où l'écart moyen ressort à environ -33 pdb, certains marchés affichent des écarts négatifs pratiquement cinq fois supérieurs la moyenne européenne.
- Cette dispersion importante des spreads renforce le rôle clé des gestionnaires expérimentés dans la sélection pertinente des segments (et des actifs) à ce stade du cycle.

4 SEGMENTS DE COMMERCE DANS LES 10 PREMIERS DU CLASSEMENT

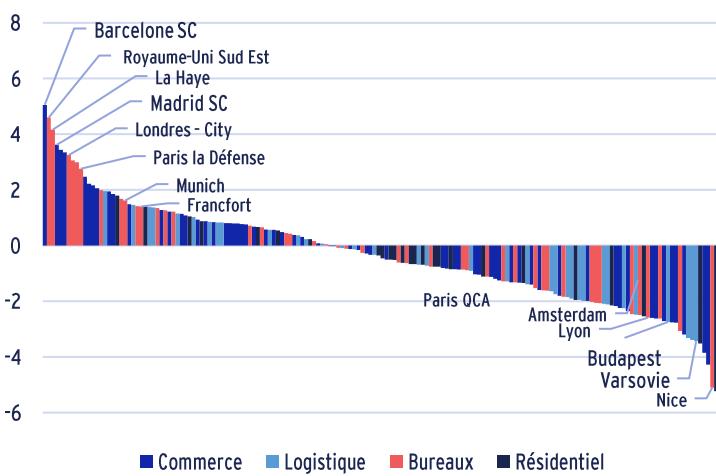
- Le commerce se distingue dans notre dernier classement des segments de marché fondé sur le rendement ajusté au risque (écart entre rendement attendu et rendement exigé), avec 4 segments figurant dans le top 10, en tenant compte des principales typologies d'actifs.
- Les centres commerciaux espagnols arrivent en tête, suivis des centres commerciaux allemands et italiens, ainsi que des bureaux en Espagne et au Royaume-Uni, qui complètent le top 5.
- Le commerce en pieds d'immeuble, la logistique et le résidentiel en Espagne occupent respectivement les 6^e, 7^e et 8^e positions, suivis des bureaux et de la logistique en Allemagne, qui complètent le top 10.
- Les marchés des centres commerciaux espagnols les mieux classés affichent un écart positif d'environ 435 pdb.
- L'Espagne est le pays le plus représenté dans ce classement, avec l'ensemble des cinq secteurs, devant l'Allemagne (trois secteurs), puis l'Italie et le Royaume-Uni avec un secteur chacun.
- Une fois encore, la préférence largement répandue pour les stratégies « beds and sheds » (résidentiel et logistique) n'est que partiellement confirmée, seuls 3 segments dans ces catégories figurant dans le top 10.
- La poursuite de la compression des taux de rendement sur ces deux secteurs a contribué à réduire le rendement attendu, limitant ainsi les possibilités de dépasser le rendement exigé relativement haut.

RÉPARTITION DES MARCHÉS PAR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ ET PAR PAYS - 2026-30



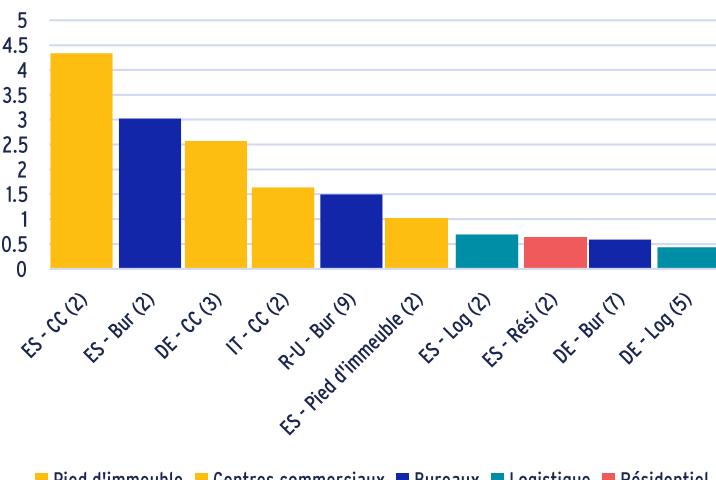
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

ÉCART ENTRE RENDEMENT TOTAL ATTENDU ET EXIGÉ (%), PAR SEGMENTS DE MARCHÉ



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

ÉCART ENTRE RENDEMENT TOTAL ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ (%), P.A. - TOP 10 DES SEGMENTS PAYS-SECTEURS



■ Pied d'immeuble ■ Centres commerciaux ■ Bureaux ■ Logistique ■ Résidentiel

Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

À PROPOS AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 73,4 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 2025. Le groupe AEW compte plus de 830 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 2025, AEW gérait en Europe² 35,6 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI, 2 OPCI grand public et 2 SCI en France représentant près de 9 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiaire 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 près de 14 Mds€ en Europe.

RESEARCH & STRATEGY CONTACTS



HANS VRENSEN CFA², 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 CFA²
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



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

INVESTOR RELATIONS CONTACTS



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



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



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



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

LONDRES

AEW
Level 42, 8 Bishopsgate
London EC2N 4BQ
ROYAUME-UNI

PARIS

AEW
43 Avenue Pierre-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

DÜSSELDORF

AEW
Steinstraße. 1-3
D-40212 Düsseldorf
ALLEMAGNE

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 et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

2 Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK 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 au 30/09/2025 selon la capitalisation totale SCPI + OPCI grand public.

La présente communication commerciale est émise par le Groupe AEW et ne peut être reproduite en tout ou partie, sans autorisation préalable d'une des sociétés du Groupe AEW. Cette communication ne constitue pas une recommandation d'investissement et elle vous est communiquée à titre d'information. Elle ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation ou incitation aux fins d'acquisitions de parts ou titres des fonds gérés par le Groupe AEW. Les produits ou services qui y sont décrits ne prennent en considération aucun objectif d'investissement spécifique, aucune situation financière, ni aucun besoin particulier de quelque destinataire que ce soit.

Il est rappelé qu'investir comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La valeur des investissements et les rendements peuvent aussi bien augmenter que diminuer. Il convient de se référer à la documentation réglementaire des produits pour tenir compte de l'ensemble de leurs objectifs, des risques et de leurs caractéristiques dont l'horizon d'investissement recommandé. De même, la fiscalité dépend de la situation de chaque investisseur. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les projections, estimations et anticipations contenues dans ce document ne sont communiquées qu'à titre d'information et ne doivent en aucun cas être considérées comme une garantie ou une assurance. Aucune promesse, déclaration, garantie ou autre assurance n'est délivrée et ne sera réputée être délivrée sur l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou des opinions figurant dans ce document, lequel est soumis à des ajouts, des modifications et des vérifications. AEW n'est en aucun cas tenu de vous informer de la mise à jour des informations. 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. Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l. AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007).

Source: "2025 IRE.IQ Real Estate Managers Guide". The Guide, publié annuellement par Institutional Real Estate, Inc., classe les gestionnaires immobiliers en fonction de la valeur brute de l'actif sous gestion immobilier (\$m) au 31 décembre 2024. ²CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées du CFA Institute.

