

AEW RESEARCH



# PERSPECTIVES ANNUELLES 2020

LE CALME AVANT LA TEMPÊTE

ECT

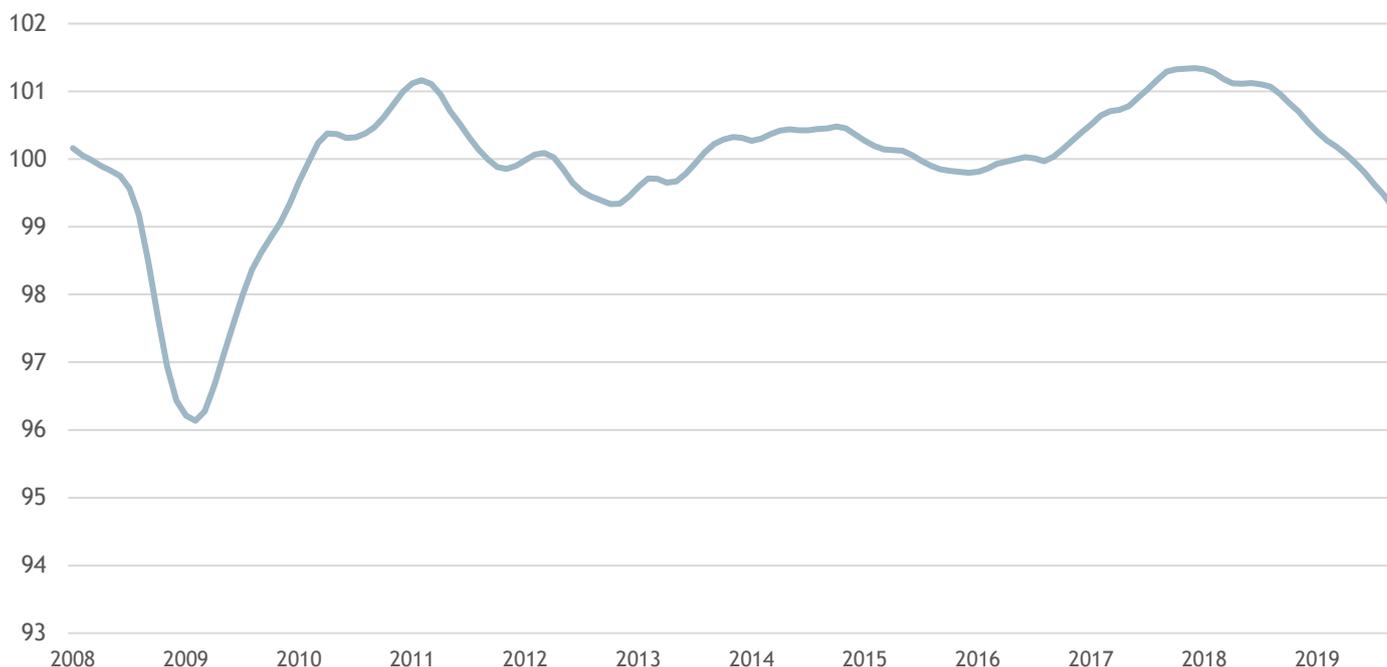
## Table des Matières

RÉSUMÉ: LE RÉPIT OFFERT PAR DES TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS.....	3
SECTION 1: DÉFIS ÉCONOMIQUES ET TENSIONS POLITIQUES.....	4
SECTION 2: L'APPROCHE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE DANS LE SCÉNARIO DE BASE ET LE SCÉNARIO DE TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS .....	7
SECTION 3: OPPORTUNITÉS & MENACES - L'IMPACT DES NOUVELLES TECHNOLOGIES.....	11
SECTION 4: NOS TROIS MEILLEURES IDÉES D'INVESTISSEMENT POUR 2020 .....	15

## COMMENT VA SE PORTER L'IMMOBILIER DANS CE CONTEXTE D'INCERTITUDES ?

Alors que les incertitudes politiques mondiales commencent à causer une dégradation du climat des affaires, les taux de rendement immobiliers en Europe demeurent à un point bas historique. Avec les taux obligataires de plusieurs pays en territoire négatif et à des niveaux historiquement bas, l'immobilier offre une prime de risque très importante. Récemment, l'aggravation des tensions commerciales et des incertitudes politiques tant dans le monde qu'en Europe ont contribué à un ralentissement de l'économie mondiale. Cette dégradation des perspectives de croissance économique a déjà poussé la Fed et d'autres banques centrales à baisser leurs taux directeurs. Les taux obligataires et notamment souverains devraient ainsi rester bas pour plus longtemps. Dans ce contexte, nous avons mis à jour notre approche des rendements ajustés du risque pour répondre à la question suivante que beaucoup se posent : comment les rendements immobiliers vont se comporter dans la période d'incertitudes à venir ?

### INDICE DU CLIMAT DES AFFAIRES DE L'OCDE

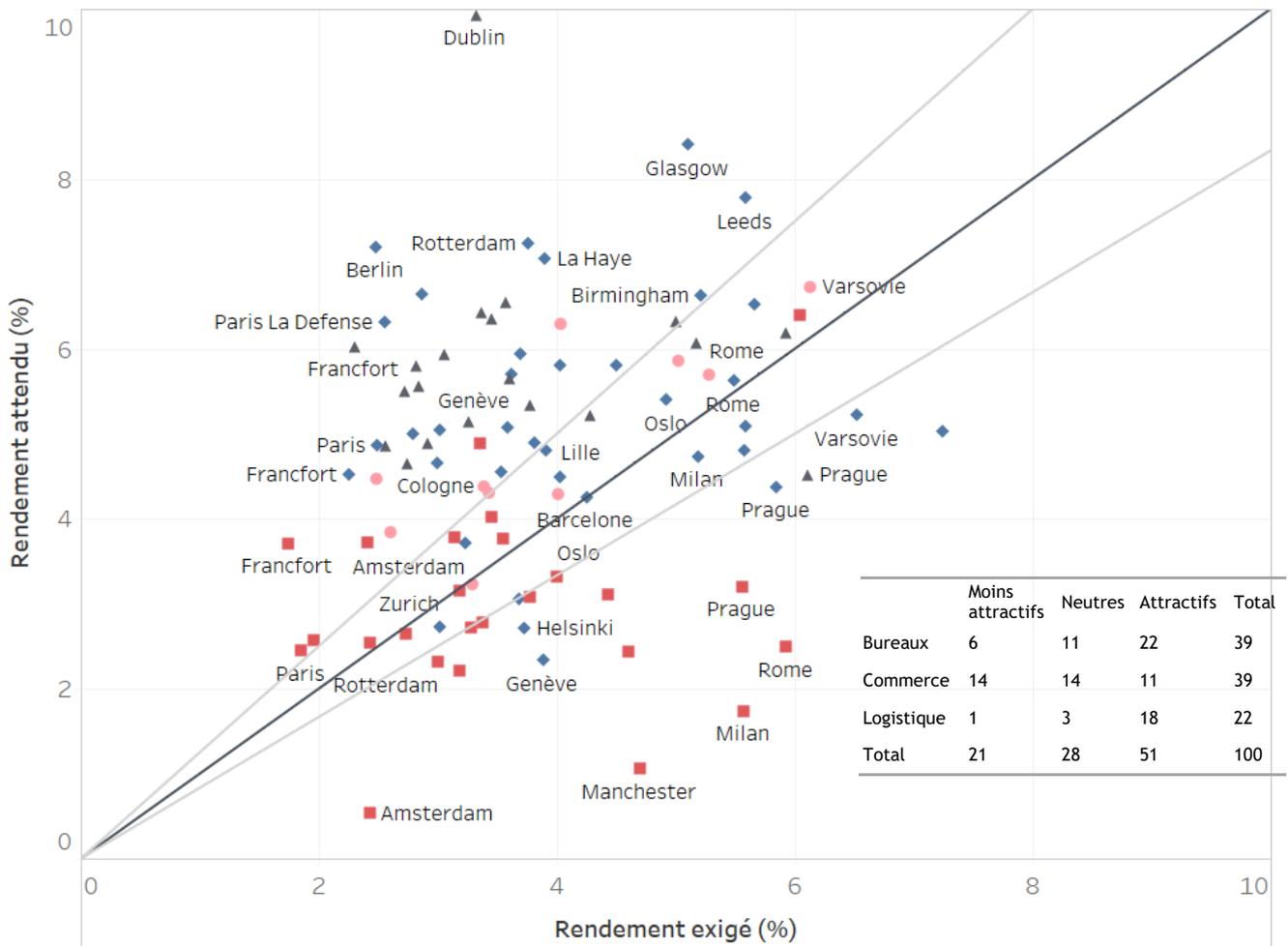


Sources : AEW & OCDE

## RÉSUMÉ: LE RÉPIT OFFERT PAR DES TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS

- Avec des taux souverains qui devraient rester bas pour plus longtemps et une croissance économique faible qui devrait maintenir tant la croissance locative que les taux immobiliers prime bas au cours des cinq prochaines années, le cycle du marché immobilier européen est rallongé.
- Malgré une croissance locative plus faible, notre approche des rendements ajustés du risque identifie 80 marchés comme attractifs ou neutres parmi les 100 marchés d’immobilier d’entreprise analysés. Les taux de rendement devraient en effet rester proches de leur niveaux actuels au cours des cinq prochaines années et ainsi maintenir les valeurs vénales stables.
- Ces perspectives économiques et de marché offrent aux investisseurs un délai supplémentaire pour se concentrer sur l’adoption d’un ensemble d’objectifs et de régulations en matière de développement durable et d’investissement socialement responsable, mais aussi pour bénéficier des nouvelles technologies disponibles pour améliorer leur offre client et leur efficacité.
- Ce contexte favorable de marché ne devrait pas être perturbé par les traditionnels risques cycliques que sont l’endettement excessif et le risque de suroffre immobilière, qui sont actuellement faibles.
- Pour conclure, les investisseurs value-add peuvent bénéficier des opportunités offertes par le commerce au Royaume-Uni. Les développements en logistique urbaine représentent notre meilleure opportunité core +. Les fonds immobiliers core devraient continuer à surperformer, y compris les fonds ciblant la dette privée immobilière.

### SCÉNARIO PRINCIPAL - LES RENDEMENTS ATTENDUS ET EXIGÉS POUR 100 MARCHÉS IMMOBILIERS

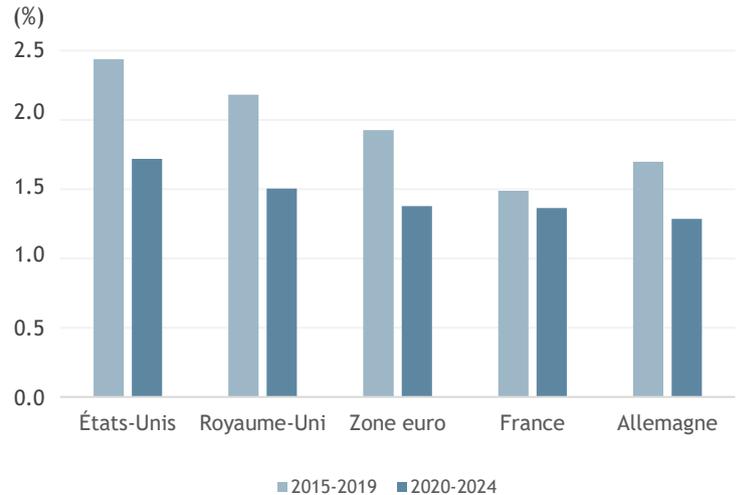


Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

## SECTION 1: DÉFIS ÉCONOMIQUES ET TENSIONS POLITIQUES

### LA MOROSITÉ DU CLIMAT DES AFFAIRES FREINE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

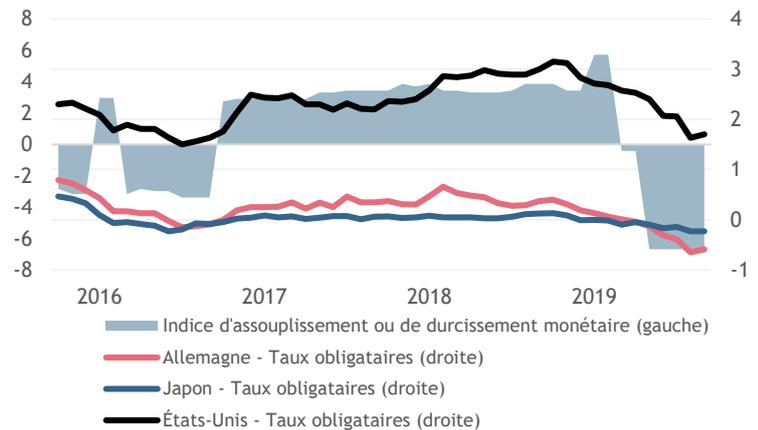
- Alors que les récentes tensions commerciales et les incertitudes politiques à la fois en Europe et dans le monde pèsent sur le climat des affaires, la croissance de la zone euro est attendue à 1,4% par an pour les 5 prochaines années, soit 50pdb en-dessous de la croissance des 5 dernières années.
- Les prévisions de croissance pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni sont supérieures à celles de la zone euro, mais bien en-dessous du rythme observé ces 5 dernières années.
- Pour le Royaume-Uni, ces prévisions reposent sur l'hypothèse qu'un Brexit sans accord est évité, ce qui n'est pas encore certain.
- La croissance de l'Allemagne a particulièrement souffert de la baisse des importations chinoises et des difficultés du secteur de l'automobile.



Sources : FMI, Oxford Economics & AEW

### LE RETOURNEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES FAIT BAISSER LES TAUX OBLIGATAIRES

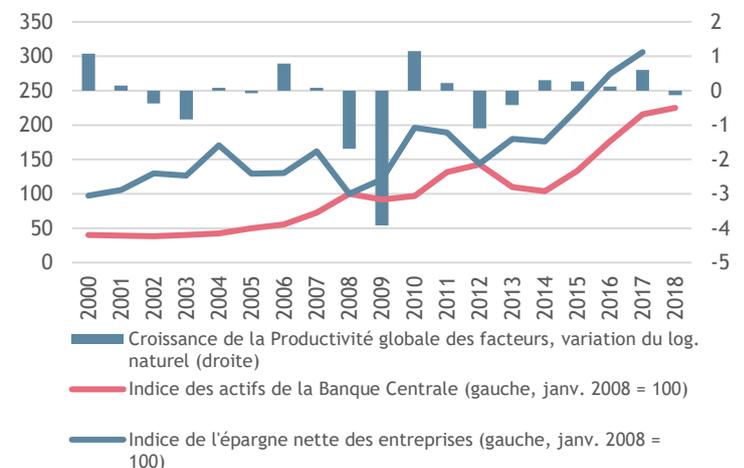
- En réponse au ralentissement économique et d'autres facteurs, nous avons constaté un changement drastique des politiques monétaires depuis la fin de l'année 2018.
- Ce graphique illustre le degré d'assouplissement de la politique monétaire au niveau mondial, représenté par l'aire bleu foncée sans précédent en 2019.
- A la suite de la Réserve Fédérale, les autres banques centrales ont réduit leurs taux directeurs et ont rétabli une politique de quantitative easing pour contrer le ralentissement économique.
- Cela a entraîné une chute des taux obligataires alors que les investisseurs sont à la recherche de placements sûrs et que peu de titres sont disponibles sur les marchés secondaires.



Sources : AEW, CFR & OCDE

### UNE POLITIQUE MONÉTAIRE QUI N'ACCROIT PAS LA PRODUCTIVITÉ NI L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

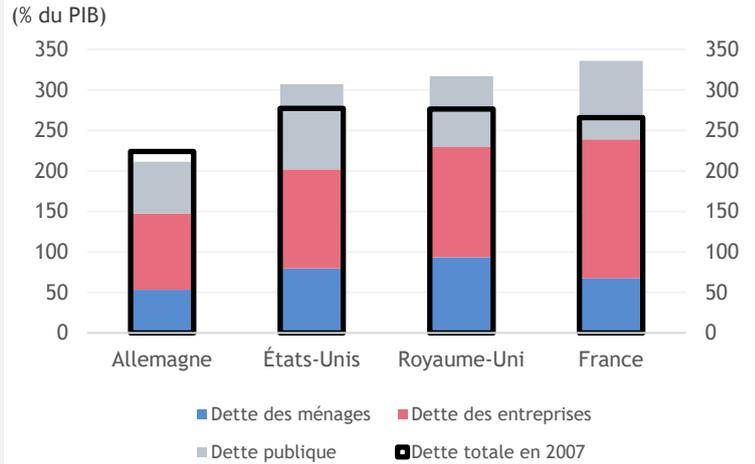
- Hormis l'incidence sur les taux obligataires et les autres taux, rien n'indique que la croissance du PIB a directement réagi à la politique d'assouplissement monétaire.
- On note toutefois une augmentation significative des actifs de la BCE et de l'épargne des entreprises.
- Le graphique ci-contre montre que les gains de productivité dans la zone euro ont été limités depuis 2000 et qu'ils ne semblent pas avoir été davantage impactés par les politiques d'assouplissement monétaire et le faible coût de financement.
- Les entreprises épargnent leurs profits plutôt que de les réinvestir pour augmenter leur capacité de production.
- En effet, les dépôts des sociétés non financières de la zone euro ont atteint un niveau record depuis 20 ans à 25% de la valeur ajoutée brute.



Sources : AEW, Conference Board & ECB

UN NIVEAU D'ENDETTEMENT PRESQUE RECORD SOUTENABLE EN RAISON DES TAUX BAS

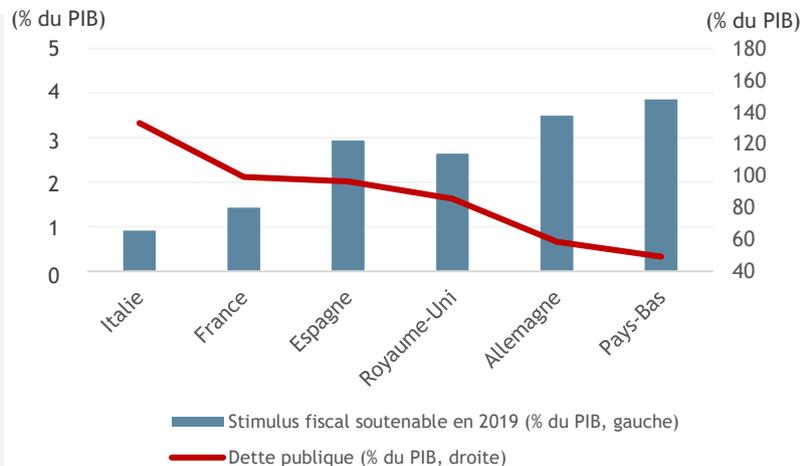
- Comme souligné l'année dernière, les dettes nationales (administrations publiques, entreprises et ménages) ont augmenté en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis entre 2007 et 2017. L'Allemagne est l'une des rares exceptions.
- In fine, la normalisation des taux d'intérêt attendue à long terme constitue un risque pour la plupart de ces grandes économies.
- Dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le Monde, le FMI relève notamment le fort endettement des sociétés non financières et leur vulnérabilité face à une remontée des taux.



Sources : Oxford Economics, FMI & AEW

L'EUROPE DES 12 DISPOSE DE MARGES DE MANOEUVRE FISCALES ENCORE

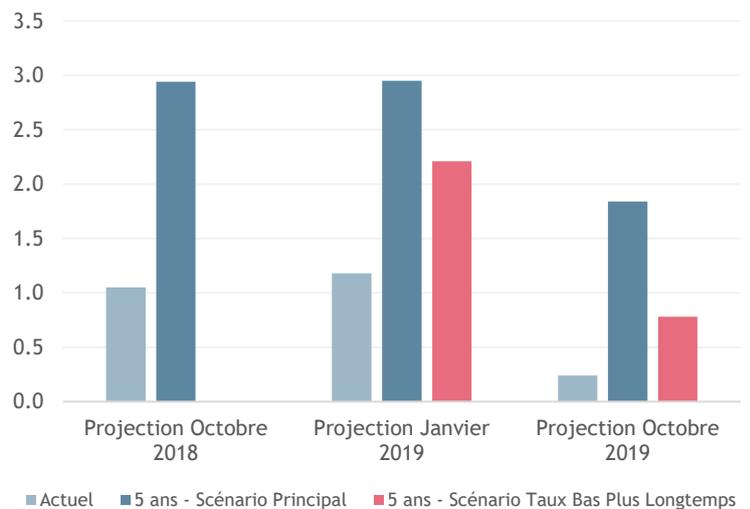
- La plupart des grands pays de l'UE ont la possibilité de mener une politique budgétaire expansionniste tout en conservant leur ratio de dette publique sur PIB selon la méthodologie du CEPR.
- Toutefois, comme deux pays seulement, l'Allemagne et les Pays-Bas, respectent la limite de dette publique de 60% du PIB prévue par le Traité de Maastricht, en théorie, ils sont les seuls à pouvoir mettre en place une telle politique.
- Ces deux pays ont une marge de manœuvre estimée à 150 Mds € pour 2020. Cela équivaut à 1% de croissance annuelle pour l'Europe des 12.
- À contraintes équivalentes, les Etats-Unis n'ont pas la possibilité de mener une politique d'expansion budgétaire en raison de leur ratio de dette publique qui s'élève à 105% de leur PIB.



Sources : AEW, CEPR, Eurostat & FMI

LE SCÉNARIO DE TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS S'EST RÉALISÉ

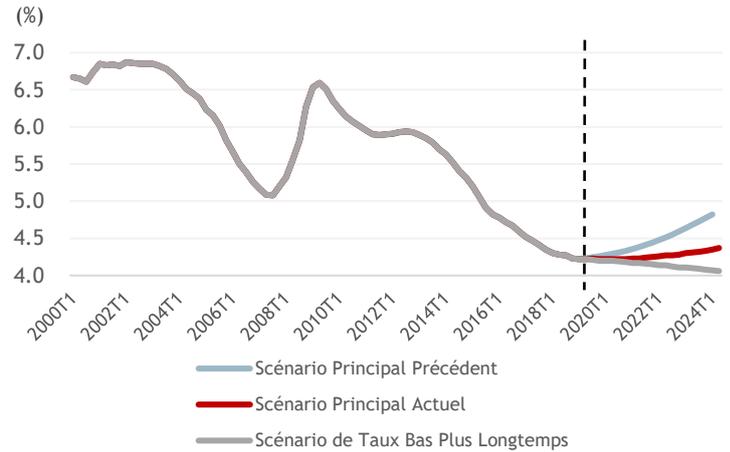
- La moyenne des taux obligataires des 6 principaux pays européens (Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie, Espagne et les Pays-Bas) s'est contractée de 100pdb entre janvier et octobre 2019.
- Cette tendance a confirmé la nécessité de considérer un scénario de taux plus bas pour plus longtemps, comme nous l'avons fait dans notre publication mensuelle de janvier 2019.
- Dans les faits, notre scénario principal actuel anticipe une moyenne des taux obligataires qui s'élèverait à 1,8% dans 5 ans, bien en-dessous des 2,2% présentés dans notre scénario de taux bas plus longtemps en janvier.
- Nous avons mis à jour ce dernier scénario qui ressort à 0,8%, ce qui reflète les conditions actuelles sur le marché des swaps.



Sources : AEW, Bloomberg & Consensus

LES TAUX OBLIGATAIRES BAS POUR PLUS LONGTEMPS TIRENT LES TAUX IMMOBILIERS VERS LE BAS

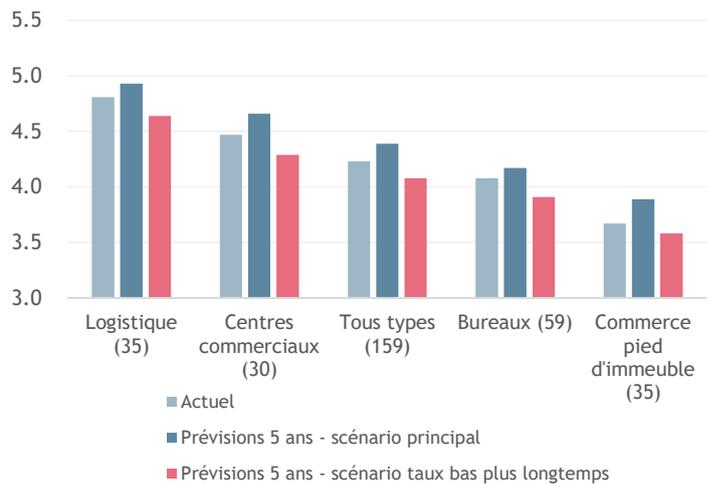
- Etant donné leur corrélation historique, on sait que les taux immobiliers suivent la tendance des taux obligataires avec un léger décalage dans le temps.
- Dans notre rapport annuel de l'année dernière, le scénario principal anticipait une normalisation significative des taux obligataires, entraînant une remontée des taux de rendement immobiliers.
- Mais avec des taux obligataires qui devraient rester bas pour plus longtemps en raison du changement récent observé dans les politiques monétaires, les taux immobiliers devraient également rester bas.
- Dans notre scénario de taux bas pour plus longtemps actualisé, nous anticipons même une légère contraction des taux, due à une remontée bien plus lente des taux obligataires et au délai de réaction des taux immobiliers.



Sources : CBRE, Natixis, Bloomberg & AEW

UNE REMONTÉE DES TAUX DE RENDEMENT DE SEULEMENT 20 PDB DANS LE SCÉNARIO PRINCIPAL

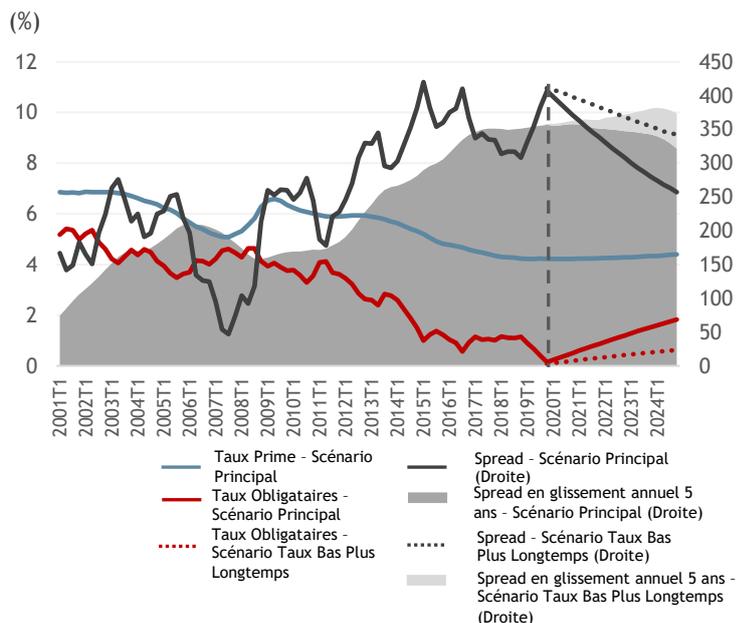
- En moyenne, toutes typologies d'actifs immobiliers confondues, nous anticipons une décompression des taux de rendement prime de 20pdb au cours des 5 prochaines années.
- C'est trois fois moins que la décompression moyenne que nous anticipions l'année dernière, ce qui représente un changement assez significatif et une extension du cycle immobilier.
- En absolu, la logistique bénéficie de la plus forte révision, passant d'une décompression de 95pdb dans 5 ans l'année dernière à 10pdb cette année.
- En relatif, partant d'un taux plus bas, le commerce de pied d'immeuble s'améliore davantage avec une décompression de 70pdb sur la période de prévision l'année dernière contre 20pdb cette année.



Sources: CBRE, Natixis, Bloomberg & AEW

LA PRIME DE RISQUE RESTE PROCHE DES RECORDS HISTORIQUES DANS LE SCÉNARIO PRINCIPAL

- A l'attention des investisseurs multi-actifs, nous avons représenté la moyenne des taux obligataires (rouge) et celle des taux immobiliers prime (bleu) pour notre scénario principal et celui de taux bas pour plus longtemps (pointillé), et nous avons calculé le spread.
- Dans le scénario principal, le spread diminue pour revenir à sa moyenne long terme. La surface grise représente le spread moyen lissé sur 5 ans qui devrait se stabiliser à un niveau proche du point haut historique.
- Dans le scénario de taux bas pour plus longtemps, le spread diminue bien plus lentement.
- Les deux scénarios présentent un contexte favorable pour les investisseurs qui souhaitent intégrer de l'immobilier dans leur portefeuille.

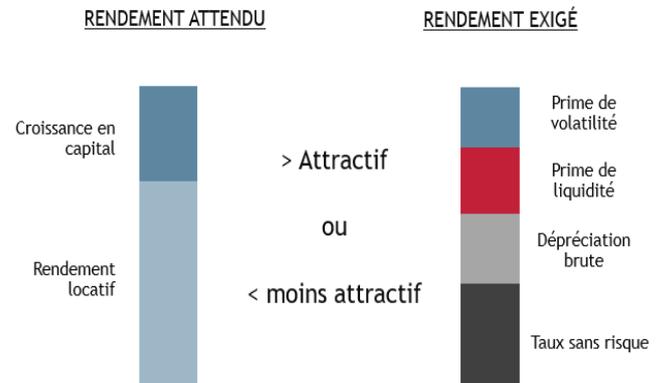


Sources: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

## SECTION 2: L'APPROCHE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE DANS LE SCÉNARIO DE BASE ET LE SCÉNARIO DE TAUX PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS

### NOTRE MÉTHODOLOGIE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE DEMEURE INCHANGÉE

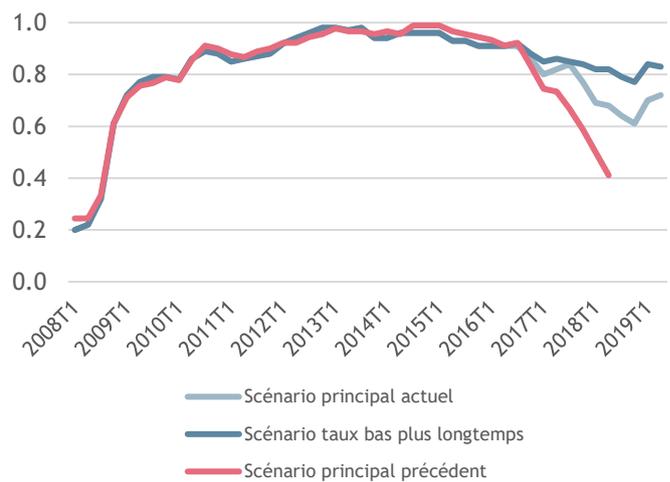
- Comme l'année dernière, notre approche des rendements ajustés du risque se base sur une comparaison entre le taux de rendement exigé et le taux de rendement attendu sur les cinq prochaines années pour chaque segment de marché prime.
- Si le rendement attendu est supérieur au rendement exigé nous considérons le marché comme attractif.
- Dans le cas inverse, le marché sera considéré comme peu attractif. Les marchés où le rendement attendu et le rendement exigés sont proches (+/- 20%) sont catégorisés neutres.



Source : AEW

### NOTRE INDICE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE VALIDE NOTRE APPROCHE ET MONTRE L'EXTENSION DU CYCLE

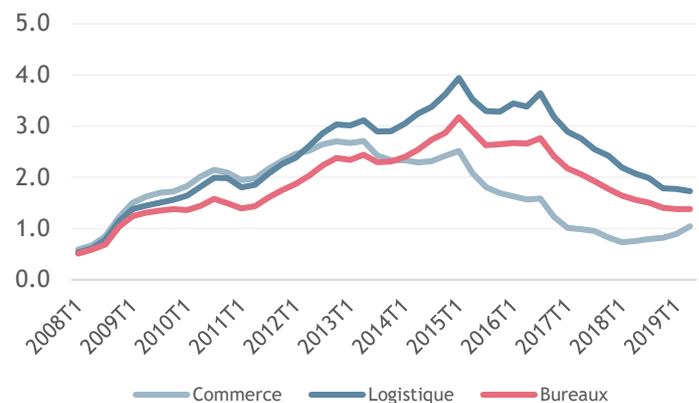
- Pour valider notre approche, nous comparons les résultats de l'année dernière aux résultats actuels dans le scénario principal et dans le scénario de taux bas pour plus longtemps, pour tous les marchés.
- Notre back-testing montre que notre analyse a fourni les signaux adéquats par le passé. Alors que s'annonçait la crise financière de 2008, l'indice indiquait que très peu de marchés étaient attractifs en 2007. 2014 est l'année où la plupart des marchés étaient attractifs.
- L'année dernière, notre analyse faisait ressortir une chute importante du nombre de marchés attractifs, étant donné que nous nous attendions à une décompression des taux immobiliers. Notre scénario principal actuel confirme que nous sommes en fin de cycle, mais que le cycle est allongé. Dans le scénario de taux bas pour plus longtemps, nous constatons un allongement encore plus favorable du cycle immobilier.



Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

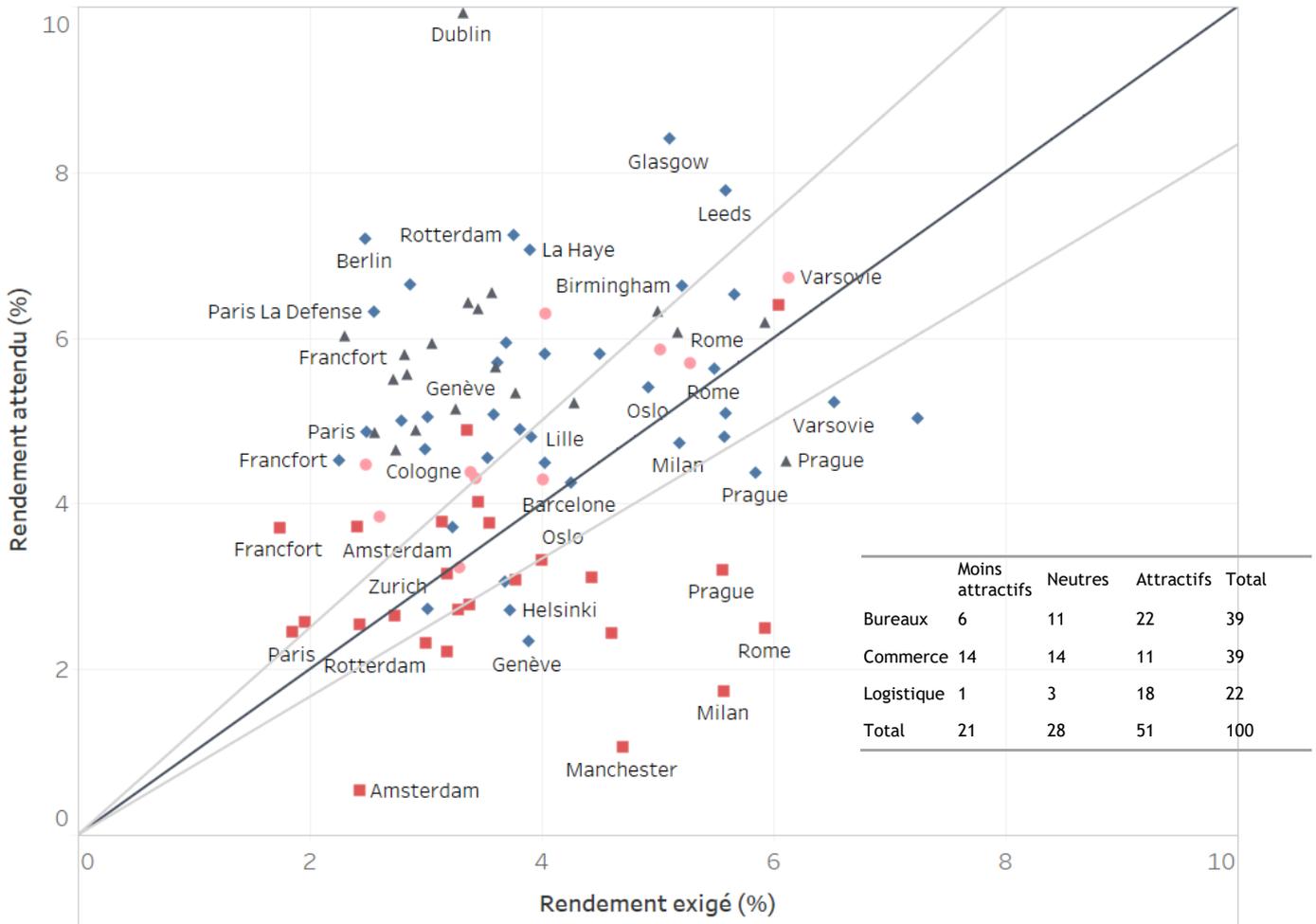
### LE RATIO DES RENDEMENTS ATTENDUS SUR LES RENDEMENTS EXIGÉS PERMET DE CLASSER LES TYPOLOGIES D'ACTIFS IMMOBILIERS

- Pour avoir une première estimation des rendements ajustés du risque, nous calculons le ratio des rendements attendus sur les rendements exigés pour les trois typologies principales d'actifs immobiliers.
- Ces ratios font ressortir des tendances intéressantes, avec la logistique ressortant comme la typologie d'actif la plus attractive, suivie des bureaux et du commerce.
- L'impact de la crise financière mondiale de 2008 a été plus important sur le bureau, car son effet sur le commerce ne s'est fait sentir qu'en 2014.
- Plus récemment, l'inversement de la tendance baissière du secteur du commerce en 2018 est également intéressante.



Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

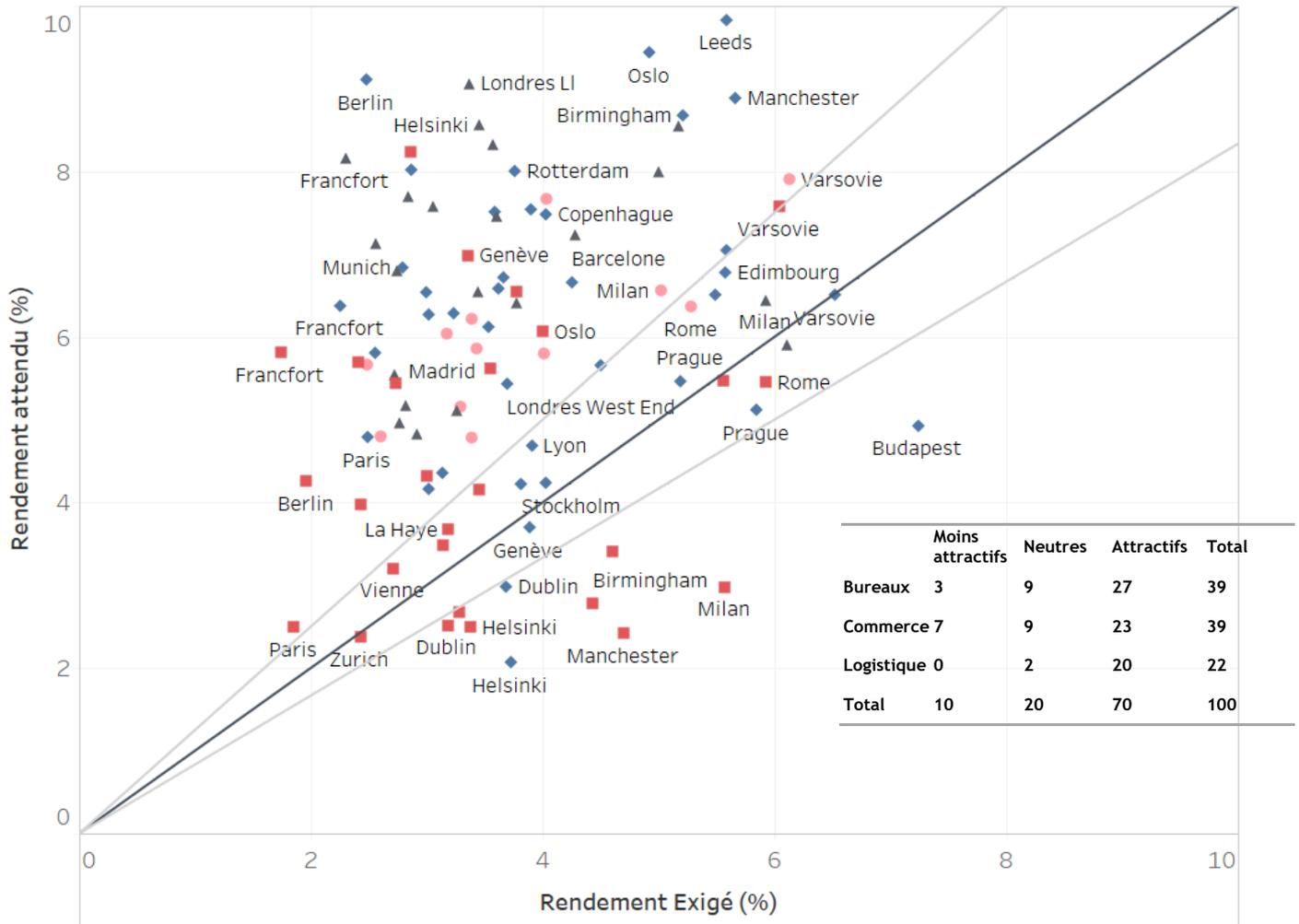
DANS NOTRE SCÉNARIO PRINCIPAL, 80 MARCHÉS SONT ATTRACTIFS OU NEUTRES



Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

- Sur ce graphique, nous représentons les résultats de notre analyse des rendements ajustés du risque pour la totalité des 100 marchés analysés, même si les noms des marchés ne sont pas tous indiqués. Sur l'axe des abscisses, nous représentons les rendements exigés et sur l'axe des ordonnées, les rendements attendus au cours des cinq prochaines années. Les droites grises délimitent la zone où l'écart entre rendements attendus et rendements exigés est de plus ou moins 20%, où les marchés sont jugés ni excessivement chers, ni attractifs. Les marchés situés dans cette zone sont considérés comme neutres.
- La plupart des marchés analysés ressortent comme attractifs car ils sont situés à gauche de la droite noire à 45 degrés - les rendements attendus sont supérieurs aux rendements exigés. Comme l'année dernière, le marché de la logistique à Dublin, et les marchés de bureaux à Berlin et Glasgow apparaissent comme les plus attractifs.
- Quelques marchés ressortent comme peu attractifs - particulièrement dans le secteur des commerces de pieds d'immeubles, en raison de leur taux de rendement bas et d'une faible croissance locative attendue.

LE SCÉNARIO BAS POUR LONGTEMPS FAIT RESSORTIR 90 MARCHÉS SUR 100 COMME ATTRACTIFS OU NEUTRES



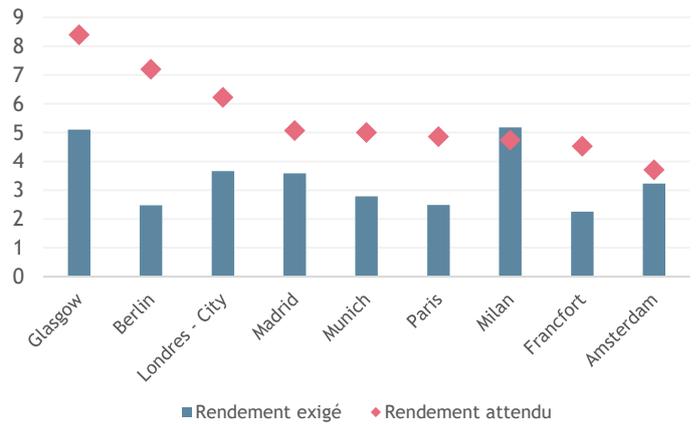
LI = Light Industrial

Sources : CBRE, RCA, MSCI, Bloomberg, Natixis & AEW

- Dans cette partie, nous étudions les résultats de notre analyse des rendements ajustés du risque dans le scénario de taux bas pour plus longtemps pour nos 100 marchés. Dans ce scénario, les rendements exigés sont plus faibles que dans le scénario principal et les valeurs vénale sont plus stables étant donné que les taux de rendement devraient se compresser davantage, ce qui permet de bénéficier de taux de sortie plus bas.
- Par conséquent, 70 marchés sont considérés comme attractifs, ce qui est plus important que dans le scénario principal (51).
- La quasi-totalité des marchés logistique sont jugés attractifs, à deux exceptions près. Il faut noter que Dublin reste le marché logistique le plus attractif dans le scénario de taux bas plus longtemps, mais qu'il n'apparaît pas sur le graphique en raison de l'échelle utilisée.
- Le nombre de marchés jugés peu attractifs diminue également de moitié dans ce scénario par rapport au scénario principal en passant de 21 à juste 10 dans le scénario de taux bas pour plus longtemps.
- Presque la totalité des marchés analysés sont considérés comme attractifs car ils sont situés à gauche de la diagonale - les rendements attendus sont supérieurs aux rendements exigés.
- En revanche, certains marchés sont toujours considérés comme peu attractifs, notamment dans le secteur des commerces de pieds d'immeuble et quelques marchés de bureaux.

LES PERFORMANCES EN BUREAUX PORTÉES PAR LA CROISSANCE LOCATIVE DANS DES MARCHÉS SOUS OFFREURS

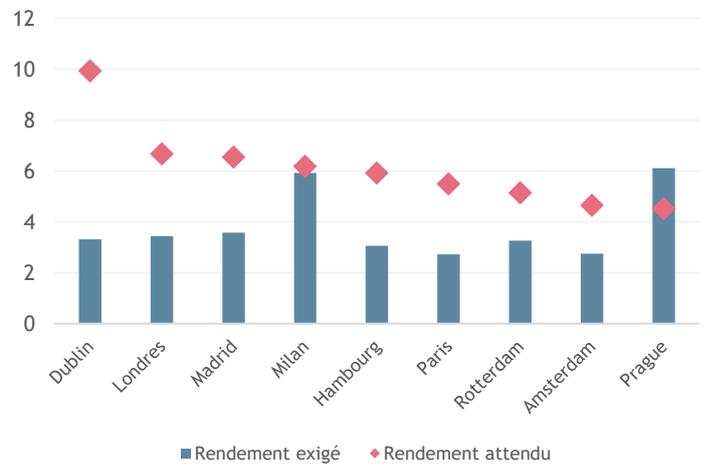
- Nous illustrons nos résultats en bureaux avec un échantillon représentatif.
- Les bons scores de Glasgow et Berlin sont dus à un rendement attendu élevé porté par la croissance locative et un taux de vacance qui devrait rester à des niveaux bas historiques.
- Berlin est d'autant plus avantagé que le rendement exigé est faible, conséquence du niveau bas des taux obligataires allemands.
- Par contre, à Milan, le rendement attendu est également élevé mais est proche du rendement exigé, du fait des taux obligataires italiens qui restent élevés.
- La croissance locative à Amsterdam devrait être plus modérée qu'ailleurs alors que le rendement exigé reste élevé en raison d'un niveau de liquidité plus faible.



Sources : CBRE, RCA, MSCI, Natixis & AEW

DES RÉSULTATS SOLIDES EN LOGISTIQUE HORMIS QUELQUES CAS COMME PRAGUE OU MILAN

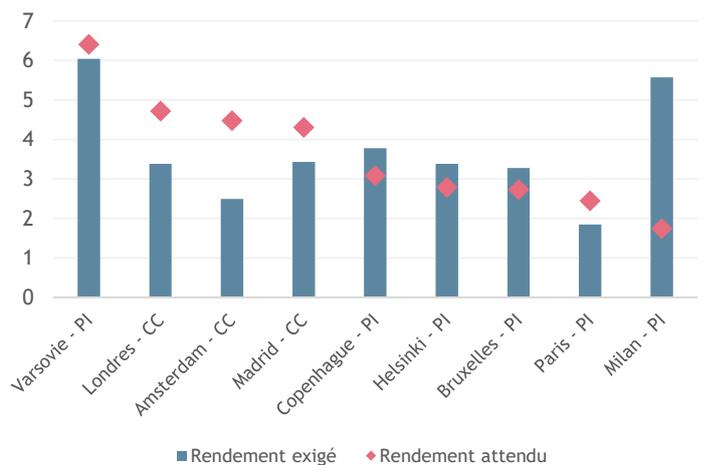
- Dublin se démarque avec un rendement attendu en logistique très haut, anticipant une forte demande et une croissance locative associée.
- Les prestataires et autres utilisateurs logistiques préparent en effet l'après-Brexit en modifiant leur chaîne d'approvisionnement pour contourner le Royaume-Uni et continuer d'exporter en Europe continentale.
- Prague et Milan ne sont pas loin des autres marchés en termes de rendement attendus mais sont désavantagés par des rendements exigés plus importants.
- Le niveau élevé des taux obligataires en République tchèque et en Italie expliquent en partie cette situation. A Prague, l'engouement pour la logistique a dopé les valeurs, avec des taux de rendement en logistique inférieurs à ceux des bureaux.



Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

L'ENVIRONNEMENT RESTE DIFFICILE POUR LE COMMERCE, EN PARTICULIER POUR LE PIED D'IMMEUBLE

- Dans la typologie des commerces, les centres commerciaux prime performant mieux que le commerce de pieds d'immeuble.
- Le marché des centres commerciaux à Amsterdam se démarque avec un écart important entre rendement attendu et rendement exigé.
- Le commerce de pied d'immeuble reste attractif malgré un rendement exigé important qui constitue un frein dans un contexte de taux de rendement à l'acquisition bas.
- Le commerce de pied d'immeuble à Milan a déjà connu une valorisation importante qui modère le rendement attendu pour les cinq prochaines années. Si l'on rajoute le niveau élevé des taux obligataires italiens, le marché milanais des apparaît comme moins attractif.



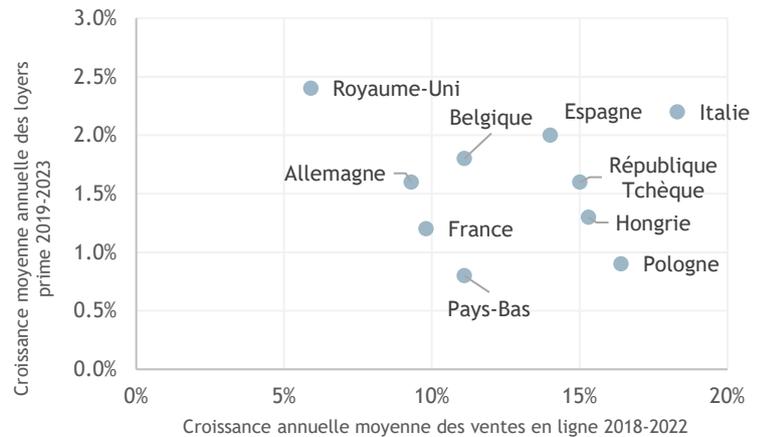
PI = Commerce de pied d'immeuble

Sources : CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis & AEW

### SECTION 3: OPPORTUNITÉS & MENACES - L'IMPACT DES NOUVELLES TECHNOLOGIES

#### LA HAUSSE DES VENTES EN LIGNE N'EST PAS LE SEUL MOTEUR DE LA CROISSANCE DES LOYERS EN LOGISTIQUE

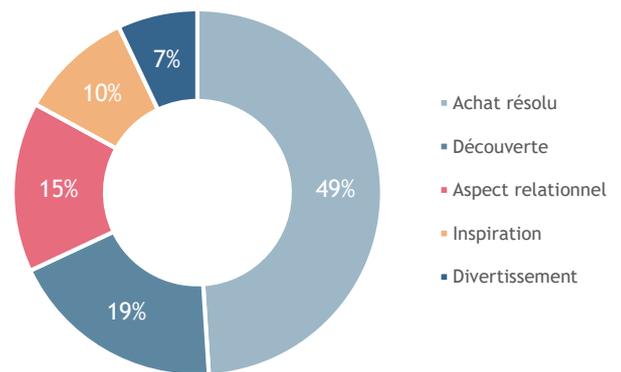
- Le e-commerce a longtemps été présenté comme le seul moteur de demande de surfaces logistiques.
- Mais nos prévisions n'indiquent pas pour l'instant de corrélation évidente entre la croissance des ventes en ligne et la croissance des loyers en logistique.
- Des progressions de loyers peuvent être attendues dans des marchés à croissance accélérée du commerce en ligne comme en Italie mais également dans des marchés où le taux de pénétration est déjà élevé comme au Royaume-Uni.
- D'autres facteurs entrent donc en jeu pour la détermination des loyers en logistique dont l'optimisation de la chaîne d'approvisionnement, le niveau d'offre de surface logistique et le coût du foncier.



Sources : Global Data, CBRE & AEW

#### LES NOUVELLES TECHNOLOGIES POUSSENT LE COMMERCE À SE TRANSFORMER POUR ATTIRER DES CONSOMMATEURS EN QUÊTE D'EXPÉRIENCE

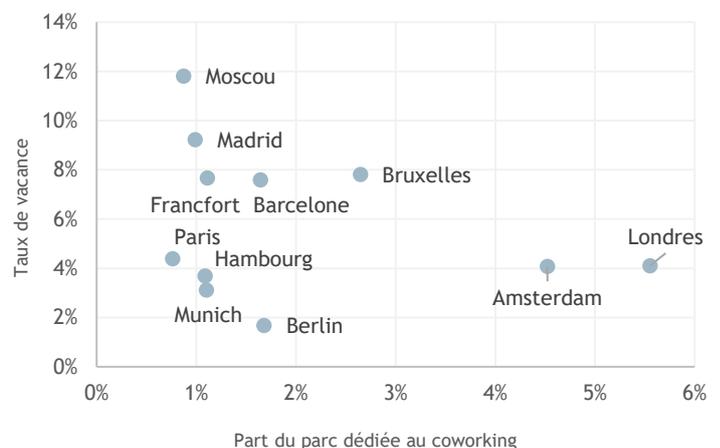
- Le développement du e-commerce a entraîné la fermeture de nombreux magasins et cette tendance devrait se poursuivre dans les cinq prochaines années.
- Malgré tout, de nombreux commerçants survivent, et certains prospèrent même, en transformant leur offre pour capter les consommateurs qui, pour plus de moitié, déclarent être à la recherche d'une expérience plus interactive.
- Près de la moitié des consommateurs prônent l'efficacité d'achat en ayant déjà le produit en tête. D'autres ne voient pas d'inconvénient à prendre leur temps.
- Une étude récente révèle que 76% des consommateurs de 13-19 ans préfèrent les magasins physiques au shopping en ligne.
- Les propriétaires qui accompagneront les enseignes dans cette transformation en bénéficieront.



Sources : Gensler's & AEW

#### LE COWORKING N'EST PAS UNE NOUVELLE TECHNOLOGIE ET SON IMPACT SUR LE TAUX DE VACANCE EST ENCORE FLOU

- L'échec récent de l'introduction en bourse de WeWork montre que même un opérateur d'espaces de coworking ultra-équipés n'est pas une entreprise de la tech et ne doit pas s'attendre à être valorisée comme telle.
- Toutefois, le succès du déploiement des opérateurs d'espaces de coworking dans toute l'Europe se manifeste par leur part croissante dans la demande placée en bureaux.
- Ils répondent efficacement au besoin concret qu'ont les utilisateurs, grands ou petits, de plus de flexibilité en matière de durée de baux.
- Toutefois, les conséquences de la présence d'une offre de coworking sur les taux de vacance en Europe restent encore floues.
- L'impact des nouvelles technologies sur les fondamentaux des marchés de bureaux reste limité pour le moment, mais il pourrait se renforcer avec l'importance croissante des problématiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG).

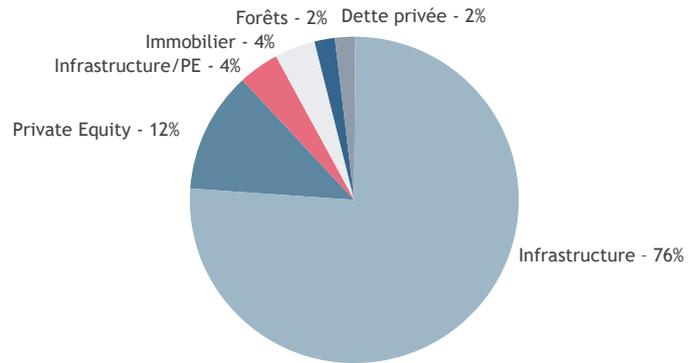


Sources : CBRE & AEW

## L'ISR EN IMMOBILIER

### L'IMMOBILIER REPRÉSENTE SEULEMENT 4% DES FONDS VERTS NON COTÉS EN EUROPE

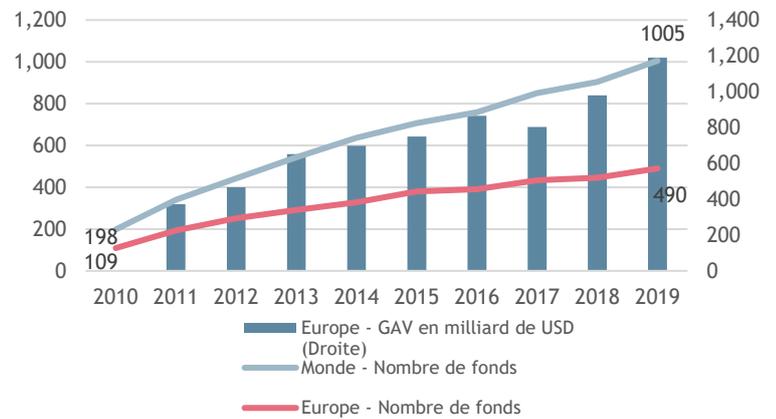
- Les investissements dans les fonds verts non cotés sont également en croissance, les volumes investis en Europe ayant augmenté de 3 milliards en 2008 à €57,6 milliards en 2018. Cependant, les fonds verts représentent moins de 10% de l'univers des fonds non cotés en Europe.
- L'immobilier représente actuellement seulement 4% des fonds verts non cotés en Europe. Le potentiel de croissance des fonds verts immobiliers demeure donc important.
- Plus de clarté étant nécessaire pour définir ce qu'est un fond immobilier vert, un label ISR immobilier, reposant sur une série de critères ESG et publié par le Ministère de l'Economie et des Finances français, sera bientôt lancé en France.



Sources : Novethic & AEW

### LE BENCHMARK EN ESG DE FONDS IMMOBILIERS GRESB S'EST GÉNÉRALISÉ

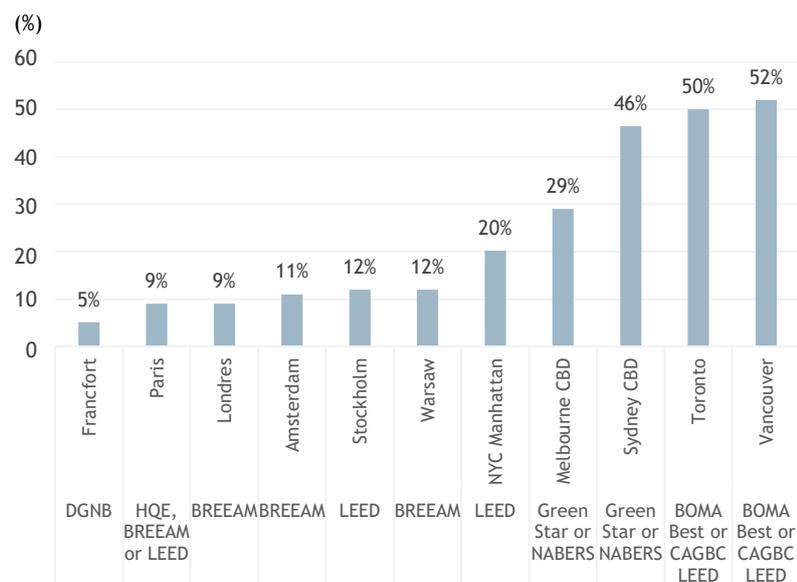
- GRESB s'est généralisé comme benchmark de fonds immobiliers sur les thématiques ESG: le nombre de fonds couverts a augmenté de 198 en 2010 à 1 005 en 2019.
- L'Europe est la région la mieux représentée dans GRESB avec 490 fonds immobiliers, représentant une GAV de USD 1 189 milliards.
- L'indice vert FTSE EPRA Nareit Developed Green récemment lancé permet d'intégrer les risques climatiques et démontre que les investisseurs n'ont pas besoin de sacrifier du rendement pour investir dans des immeubles certifiés verts et économes en énergie. En se fondant sur des données à l'échelle de l'immeuble, cet indice évite également le biais existant dans les analyses fondées sur l'auto-évaluation.



Sources : GRESB, FTSE Russell & AEW

### LA PART D'IMMEUBLES CERTIFIÉS VERTS DANS LE PARC TOTAL VARIE SELON LES MARCHÉS DE BUREAUX

- Les villes européennes avec des centres ville historiques ont tendance à avoir une part plus faible d'immeubles de bureaux certifiés verts dans leur parc total. Le manque de cohérence entre les différents labels environnementaux limite toutefois la comparabilité.
- La part des immeubles certifiés verts a augmenté, ce qui reflète l'évolution des exigences des investisseurs institutionnels. Environ 9% du parc de bureaux à Paris est actuellement certifié, contre 0,1% fin 2007.
- Les immeubles de bureaux certifiés verts bénéficient de loyers (+1.4%) et de valeur locative de marché (+5.8%) plus élevés que les immeubles de bureaux haut de gamme non-verts, d'après des données sur le marché français. Le différentiel de loyer devrait augmenter car les grands utilisateurs exigent de plus en plus que leurs immeubles soient certifiés.

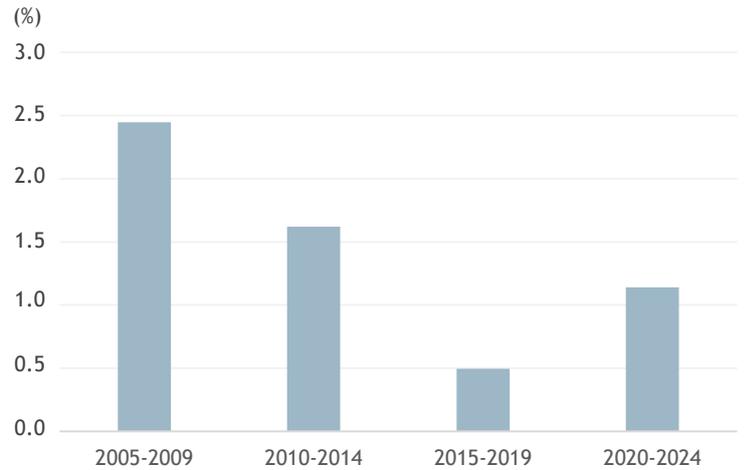


Sources : CBRE, University of Maastricht, MSCI & AEW

## L'OFFRE FUTURE

### UNE OFFRE FUTURE DE SURFACES NEUVES LIMITÉE DEVRAIT SOUTENIR LA CROISSANCE DES LOYERS

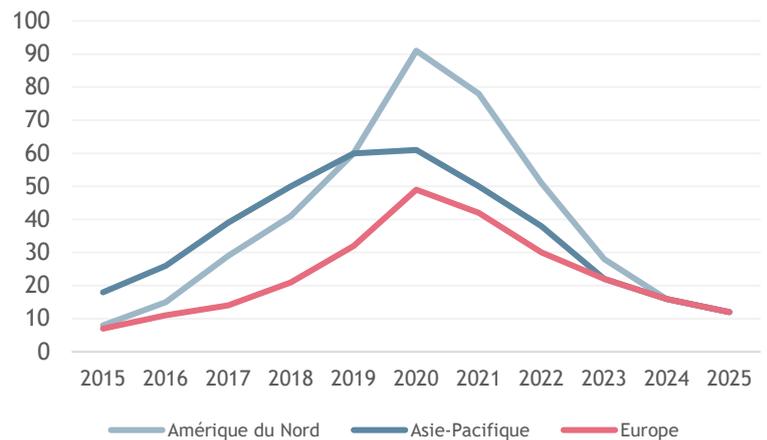
- Dans les précédents cycles, l'offre importante de surfaces neuves a limité la croissance des loyers. Mais sur la base des estimations actuelles en bureaux, le niveau d'offre neuve devrait être plus limité que lors du cycle précédent.
- Les estimations pour l'offre logistique et commerce sont plus difficiles à obtenir mais tout indique que l'offre future reste maîtrisée.
- Les règles imposées dans le secteur bancaire pour le financement des développements spéculatifs, dits en blanc, expliquent en partie cette modération de l'offre future.



Sources : CBRE & AEW

### NIVEAU MODÉRÉ DE DÉVELOPPEMENT DE PROJETS DE COMMERCE EN EUROPE (MDS \$)

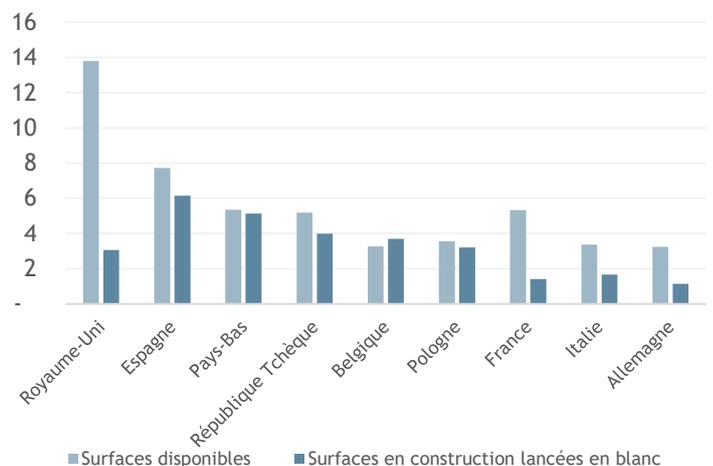
- Selon Globaldata, en avril 2019, en Europe, environ 400 Mds de dollars de surfaces de commerces sont actuellement en construction. C'est un niveau faible comparé à l'Amérique du Nord et l'Asie-Pacifique.
- 2020 devrait être l'année où les volumes de construction en valeur seront les plus importants dans les 3 régions, exception faite pour les centres commerciaux dont le pic de construction semble avoir déjà été atteint en 2019.
- Cette indicateur mesure la valeur de plus de 1 000 projets de construction de commerces de pieds d'immeuble, centres commerciaux et autres formats commerciaux européens à plusieurs stades de leur développement (exécution, planification, esquisses, etc.).
- Au final, il y a peu de projets de développement en commerce de pieds d'immeuble.



Sources : GlobalData & AEW

### L'OFFRE DISPONIBLE ET FUTURE REPRÉSENTE MOINS DE 9 MOIS DE COMMERCIALISATION EN LOGISTIQUE

- En moyenne en Europe, les surfaces de logistique disponibles ou lancées en blanc représentent moins de 9 mois de commercialisation, comparé au volume de transaction annuel moyen en logistique ces trois dernières années.
- En raison de la persistance des incertitudes liées au Brexit, la vacance au Royaume-Uni est significativement plus importante que dans le reste de l'Europe.
- L'Espagne et les Pays-Bas enregistrent aussi des niveaux élevés de surfaces lancées en blanc.
- Ces chiffres ne prennent pas en compte les développements en comptes-propres et clés en main.

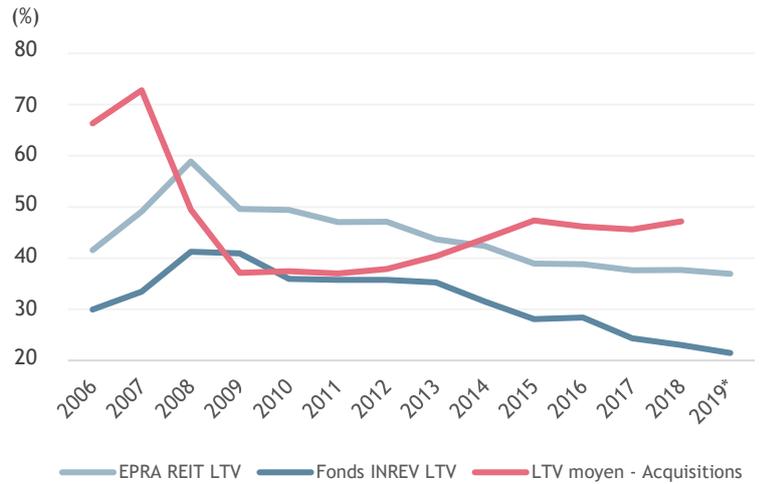


Sources : CBRE & AEW

## LE MARCHÉ DE LA DETTE IMMOBILIÈRE

### LES NIVEAUX DE LTV ORIENTÉS À LA BAISSÉ, LE RISQUE D'ENDETTEMENT EXCESSIF EST DONC LIMITÉ

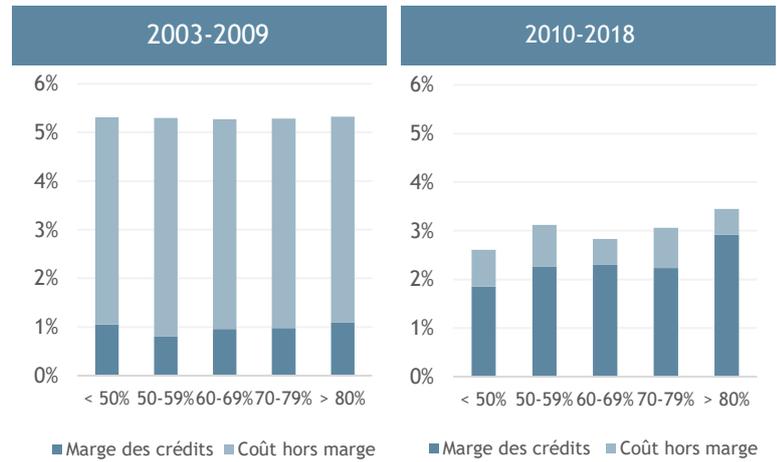
- Nos données sur les niveaux de LTV pour financer de nouvelles acquisitions montrent que les investisseurs continuent à avoir un accès facile au financement par la dette dans tous les marchés européens.
- Le montant total de la dette sur les volumes d'investissement (le ratio *loan to value*) devrait rester à des niveaux modérés en-dessous de 50% en 2019.
- Cela est en partie dû à la prudence des gestionnaires, les départements risque de la plupart des investisseurs institutionnels exigeant un LTV de 30-40%. L'appréhension encore parfois difficile par les banques de nouvelles réglementations limite de fait leur capacité à augmenter le volume des financements au secteur immobilier.
- Les niveaux de LTV reportés par EPRA et INREV sont orientés à la baisse, ce qui confirme que le risque de surendettement systémique est limité.



Sources : AEW, CBRE & RCA

### UNE RELATION PLUS COHÉRENTE APRÈS-CRISE ENTRE LES RATIOS LTV ET LES MARGES DES CRÉDITS

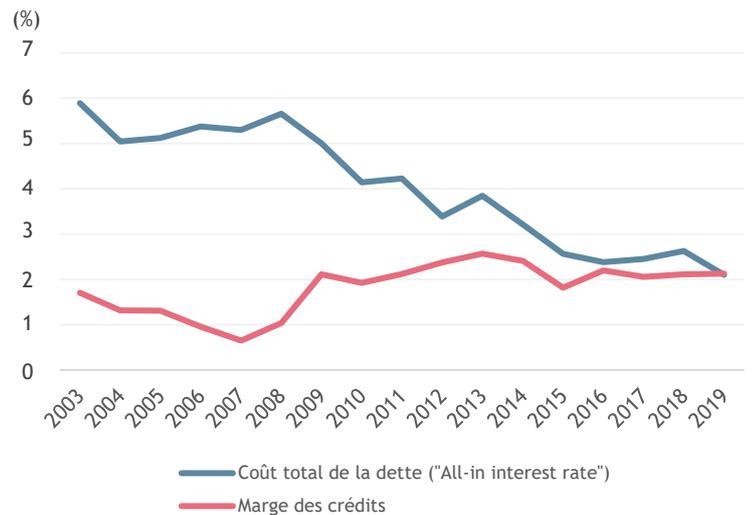
- Lors de l'analyse de nos données historiques sur les crédits, nous nous attendions logiquement à ce que le coût de la dette soit plus élevé pour les prêts qui présentent un ratio LTV (loan to value) plus important, afin de refléter un niveau de risque plus élevé pour les prêteurs.
- Nous n'observons pas cette tendance avant la crise de 2008, période pendant laquelle les marges et le coût total de la dette étaient presque identiques quel que soit le ratio LTV, en raison de la forte compétition entre les prêteurs.
- Nos données montrent toutefois un retournement après la crise : le pricing est beaucoup plus cohérent, bien qu'avec des marges plus élevées.



Sources : AEW, RCA & REC

### LE COÛT TOTAL DE LA DETTE A BAISSÉ TANDIS QUE LES TAUX SWAP 5 ANS RESTENT HISTORIQUEMENT BAS

- Les taux d'intérêt « all-in » des prêts immobiliers se situent à 2,1% au 2T 2019.
- Les prêts hypothécaires immobiliers en Europe sont généralement à taux variable, à la différence des prêts aux États-Unis à taux fixes.
- Aujourd'hui, les taux se situent à environ 200pb au-dessus de l'Euribor ou du LIBOR 3 mois.
- La plupart des banques exigent que ces taux variables à 3 mois fassent l'objet d'un swap ou soient cappés pour être fixes pendant toute la période de maturité du prêt.
- En conséquence, la différence entre le taux « all-in » et la marge est le taux swap 5 ans, qui est à un niveau historiquement bas proche de zéro.
- Les marges des prêts restent élevées comparativement à la période antérieure à 2008, malgré une diminution par rapport au pic de 240pbs enregistré en 2012.

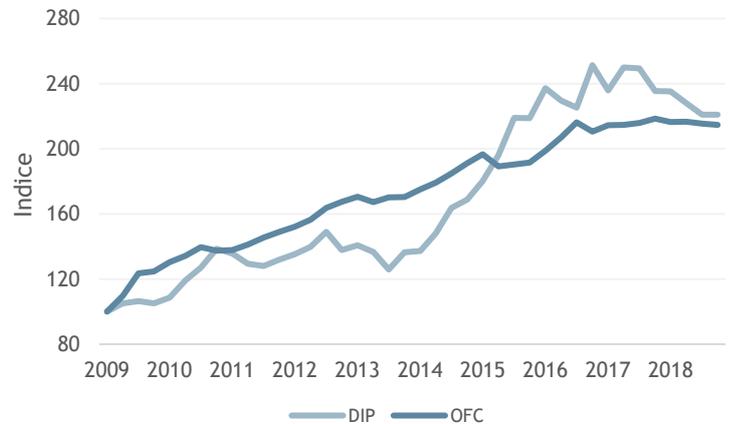


Sources : AEW, RCA & REC

## SECTION 4: NOS TROIS MEILLEURES IDÉES D'INVESTISSEMENT POUR 2020

### LA DETTE IMMOBILIÈRE PRIVÉE SURPERFORME LES OBLIGATIONS IMMOBILIÈRES COTÉES

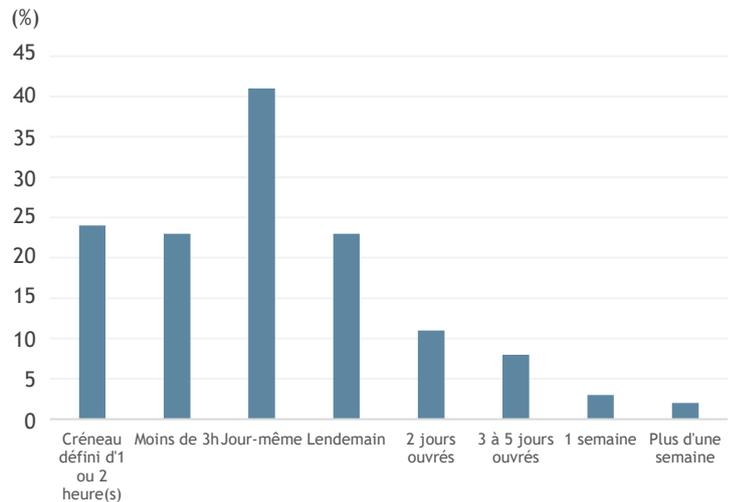
- Une comparaison de notre indice de dette immobilière privée (DIP) et notre indice composite d'obligations foncières cotées (OFC) fait apparaître une performance similaire en tendance sur les dix dernières années.
- La dette immobilière privée surperforme depuis le T3 2015 avec les banques et autres prêteurs faisant mieux en termes de rendement que les investisseurs en obligations foncières cotées et en CMBS.
- Cette surperformance est portée par une normalisation continue des banques ainsi que par l'accroissement des parts de marché des nouveaux prêteurs non bancaires.



Sources : BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

### LA LOGISTIQUE URBAINE PORTÉE PAR LA LIVRAISON DANS LA JOURNÉE

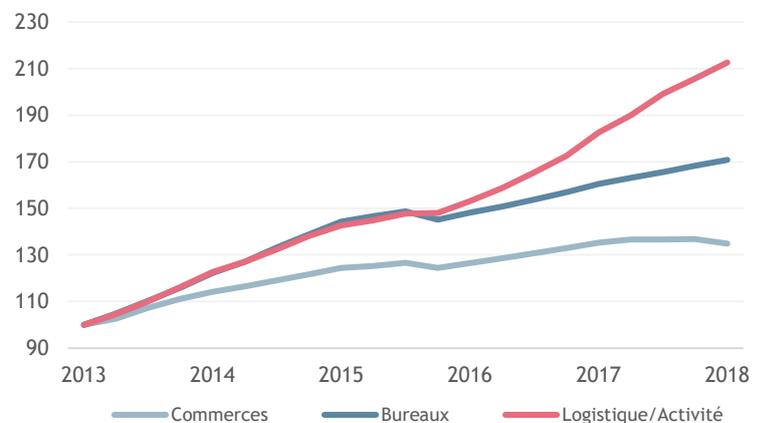
- La demande pour la logistique urbaine est stimulée par le souhait des consommateurs d'être livré toujours plus vite. Ces derniers sont prêts à payer pour une livraison plus rapide.
- Cela se répercute sur la demande des sociétés de livraison et des prestataires logistiques à plusieurs niveaux : (1) des parcs logistiques plus grands à proximité des principales autoroutes, (2) des bâtiments de messagerie plus importants près des nœuds multimodaux et (3) des points de redistribution dans les centres urbains, pour la logistique du dernier kilomètre.



Sources : Pwc Consumer survey & AEW

### LA MUTATION DU COMMERCE AU ROYAUME-UNI CRÉE DES OPPORTUNITÉS POUR UNE STRATÉGIE VALUE-ADD

- Au Royaume-Uni, les volumes investis en immobilier de commerce sont en retrait depuis le référendum sur le Brexit. L'attention des investisseurs s'est tournée sur les secteurs de la logistique, de l'activité et d'autres produits alternatifs.
- Le secteur du commerce est toujours en difficulté alors que la croissance du e-commerce entraîne des fermetures de magasins après des procédures d'endettement et de liquidation.
- De fait, les rendements totaux en commerce au Royaume-Uni sont inférieurs aux autres types d'actifs depuis 2013.
- Toutefois, correctement priced, de nombreux actifs de commerce pourraient être restructurés ou repensés en projets mixtes à fort potentiel de valeur ajoutée.



Sources : AEW & MSCI

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 70,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 2019. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 septembre 2019, AEW gère en Europe 32,3 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 400 collaborateurs répartis dans 9 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 20 Mds€ en Europe.

## CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



**Hans Vrensen MRE, CFA**  
 HEAD OF RESEARCH & STRATEGY  
 Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
 DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)



**Irène Fossé MSc**  
 ASSOCIATE DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
 ASSOCIATE DIRECTOR  
 Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@eu.aew.com)



**Tina Diagne**  
 ASSOCIATE  
 Tel +33 (0)1 78 40 93 81  
[tina.diagne@eu.aew.com](mailto:tina.diagne@eu.aew.com)



**Alex Griffiths MSc**  
 HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE  
 Tel +44 (0)20 7016 4840  
[alex.griffiths@eu.aew.com](mailto:alex.griffiths@eu.aew.com)

## CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS

### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANCE

### DÜSSELDORF

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

La présente publication a pour but de fournir des informations aidant les investisseurs à prendre leurs propres décisions d'investissement, et non de fournir des conseils en investissements à un quelconque investisseur en particulier. Les investissements discutés et les recommandations incluses dans les présentes peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs : les lecteurs doivent juger par eux-mêmes de manière indépendante de l'adéquation desdits investissements et recommandations, à la lumière de leur, propres objectifs, expérience, jugement, situation fiscale et financière en matière d'investissements. La présente publication est constituée à partir de sources choisies que nous jugeons fiables, mais nous n'apportons aucune garantie d'exactitude et d'exhaustivité relativement aux, ou en rapport avec les informations présentées ici. Les opinions exprimées dans les présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur ; elles ne reflètent pas forcément les opinions d'AEW ou d'une quelconque société filiale ou affiliée d'AEW et peuvent changer sans préavis. Bien qu'AEW fasse tous les efforts raisonnables pour inclure des informations à jour et exactes dans la présente publication, des erreurs ou des omissions se produisent parfois. AEW décline expressément toute responsabilité, contractuelle, civile, responsabilité sans faute ou autre, pour tout dommage direct, indirect, incident, consécutif, punitif ou particulier résultant de, ou lié d'une quelconque manière à l'usage qui est fait de la présente publication. Le présent rapport ne peut être copié, transmis, ou distribué à une quelconque autre partie sans l'accord express écrit d'AEW. AEW comprend AEW Capital Management L. P. en Amérique du nord et ses filiales détenues à 100 %, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. et AEW Asia Pte. Ltd, ainsi que la société affiliée AEW Ciloger SA et ses filiales.