



PERSPECTIVES ANNUELLES 2021 - EUROPE
APRÈS LA TEMPÊTE

PERSPECTIVES ANNUELLES 2021

EUROPE | NOVEMBRE 2020

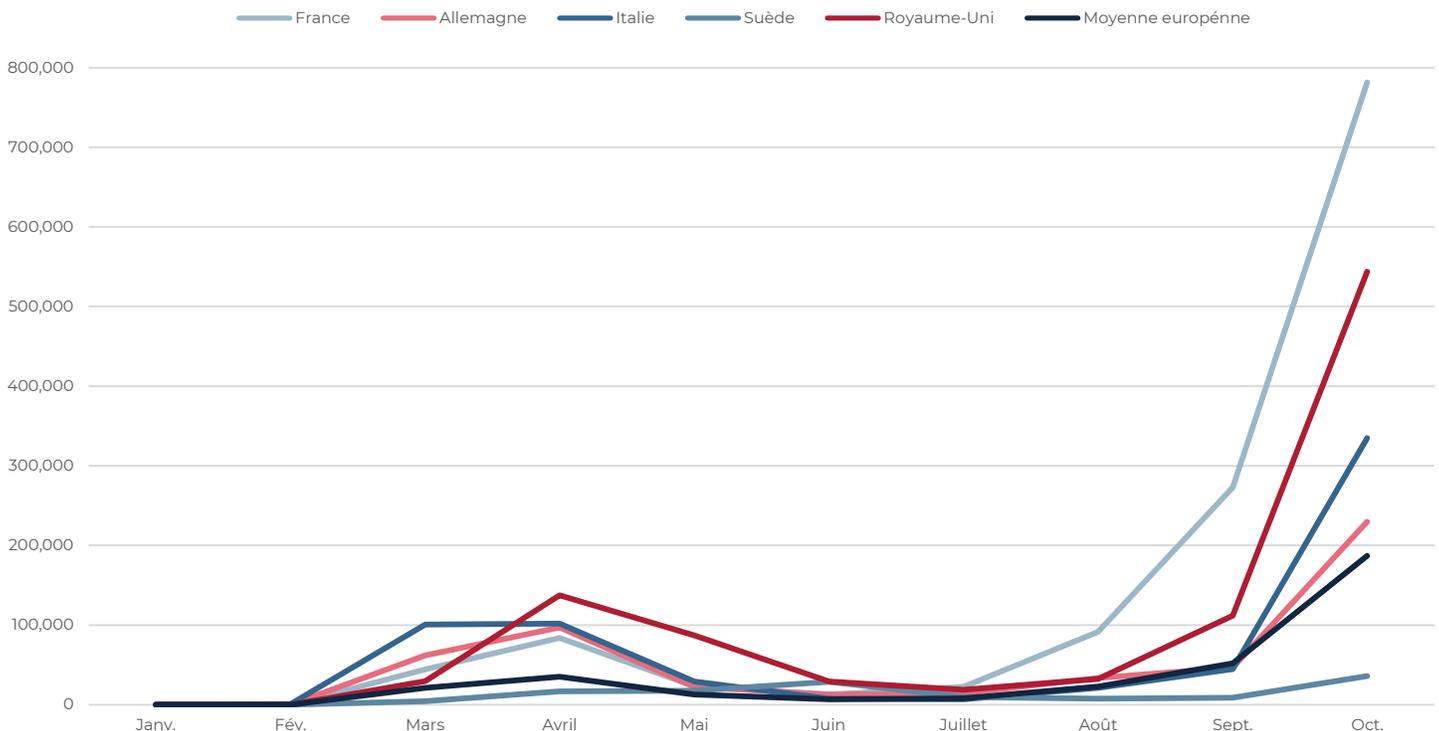
SOMMAIRE

RÉSUMÉ	3
SECTION 1 : CONTEXTE ÉCONOMIQUE	4
SECTION 2 : POINT MARCHÉ UTILISATEUR ET INVESTISSEMENT	7
SECTION 3 : L'APPROCHE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE	10
SECTION 4 : MENACES ET OPPORTUNITÉS	13

COMMENT NAVIGUER HORS DE LA TEMPÊTE ?

Il y a un an, nous n'imaginions pas que le thème de nos Perspectives 2020 « Le calme avant la tempête » prendrait à tel point tout son sens et de cette manière. Depuis début 2020, le coronavirus Covid-19 a provoqué une tempête qui inonde l'actualité et fait se déchaîner les marchés. Face à la recrudescence de la pandémie après l'été et la remontée du nombre de cas, plusieurs Etats européens ont récemment et sans surprise annoncé de nouveaux confinements de leur économie. Les conséquences de la Covid-19 sur l'économie sont déjà majeures et l'Europe entre en récession. Par ailleurs, les conflits commerciaux qui restent irrésolus et les incertitudes politiques devraient retarder et ralentir la reprise. Alors que les Etats et les banques centrales tentent d'atténuer le choc économique et qu'un vaccin est pressenti pour être disponible au premier semestre 2021, la question suivante se pose : « Comment les investisseurs en immobilier peuvent-ils au mieux naviguer hors de la tempête ? ».

NOMBRE DE CAS DE COVID-19 EN EUROPE ENTRE JANVIER ET OCTOBRE 2020

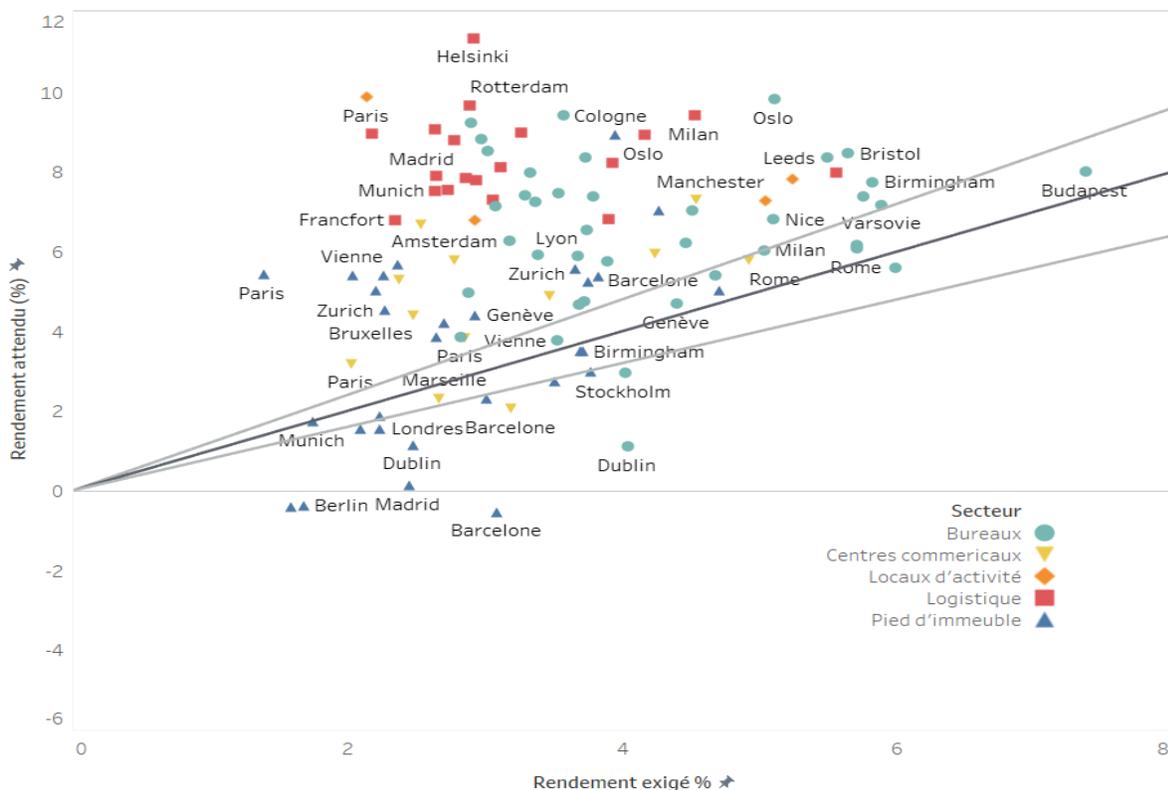


Sources : ECDC & AEW Recherche & Stratégie

RÉSUMÉ : LA PÊCHE DEVRAIT ÊTRE FRUCTUEUSE APRÈS LA TEMPÊTE

- La pandémie de Covid-19 s'est avérée être la tempête que nous attendions fin 2019. Pire que la Crise Financière Mondiale de 2008, son impact à court terme sur la croissance économique a été amorti par des mesures fortes prises par les gouvernements.
- La pandémie a également conduit les banques centrales à sécuriser des taux d'intérêts et des taux souverains plus bas qu'initialement anticipés et pour plus longtemps. Ce retournement dans leurs politiques, contraire à ce nous avons anticipé l'année dernière, devrait se traduire par des taux immobiliers prime bas et des valeurs vénales stables pour les cinq prochaines années.
- Indépendamment de la rapidité de la reprise économique, la croissance locative et les taux de recouvrement des loyers seront plus faibles. En effet, beaucoup d'utilisateurs vont se montrer attentistes avant de prendre à bail de nouvelles surfaces et certains risquent de louer moins grand ou d'avoir recours à la sous-location.
- Malgré les conséquences négatives sur le marché utilisateurs, nos prévisions demeurent positives car l'offre future a également été revue à la baisse. Par ailleurs, notre analyse des déficits de financement confirme que les problèmes de refinancement seront moindres suite à la crise de la Covid-19 qu'après la Crise Financière Mondiale.
- Le timing est un élément clé à prendre en compte, alors que 2020 devrait être une année d'ajustement, tant des valeurs locatives que des taux de rendement, notamment pour les commerces. Dans notre scénario principal, l'analyse des rendements ajustés du risque fait ressortir 90 des 103 segments de marché couverts comme attractifs ou neutres pour la période 2021-25, bien plus que les 77 marchés jugés attractifs pour la période 2020-24. La pêche devrait donc vraiment être fructueuse.
- Dans la dernière section de cette étude, nous identifions trois opportunités d'investissement particulièrement attractives : pour les investisseurs value-add, des actifs non-core de qualité vendus avec décote ; les locaux d'activités ; et le résidentiel locatif.
- Malgré les inquiétudes de court terme induites par la pandémie, l'adaptation aux risques liés au changement climatique et la réduction de ces risques continuent de prendre de l'importance et à se développer grâce à de nouveaux outils d'analyse.

SCÉNARIO PRINCIPAL 2021-25 – RENDEMENTS DE MARCHÉ ATTENDUS ET RENDEMENTS EXIGÉS PRIME



Sources : AEW Recherche & Stratégie

SECTION 1 : CONTEXTE ÉCONOMIQUE

UNE REPRISE MODÉRÉE DANS LE SCÉNARIO PRINCIPAL AVEC UN RISQUE DE DÉTÉRIORATION QUI DEMEURE

- Le déclenchement de la crise actuelle étant d'ordre sanitaire et non pas économique comme c'est traditionnellement le cas, l'incertitude est plus grande quant à la façon dont la reprise aura lieu. C'est pourquoi nous utilisons deux scénarios de croissance du PIB différents pour les années à venir, tout en gardant le scénario principal de janvier 2020 à titre de comparaison.
- Dans notre scénario principal à l'image de celui de l'OCDE, nous prévoyons pour 2020 une croissance du PIB de -8,3%, suivie d'une reprise de 5,6% en 2021. Pour l'ensemble de la période de cinq ans allant de 2020 à 2024, une croissance modeste du PIB de 0,9% par an est attendue en moyenne pour les 20 pays européens que nous étudions.
- Le scénario pessimiste de l'OCDE suppose une nouvelle série de confinements généralisés et sévères. Il en résulte une croissance du PIB de -0,1% par an sur la période 2020-24, en raison d'une baisse de 10,4% en 2020 et d'un rebond de 2,6% en 2021.
- Quelle que soit la rapidité de la reprise économique, il est clair que la croissance sera modeste dans le scénario principal et que le risque d'un scénario pessimiste avec une reprise plus lente subsiste.

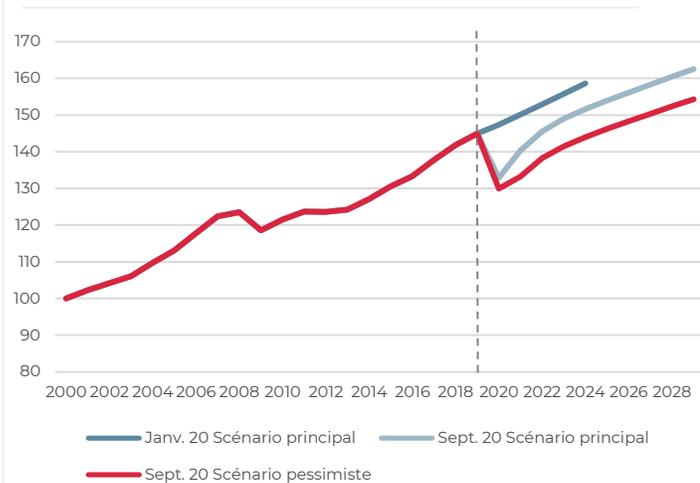
UNE CROISSANCE PLUS FAIBLE PLUS LONGTEMPS ATTENDUE POUR L'ITALIE ET LE ROYAUME-UNI

- Parmi les cinq plus grandes économies européennes, l'Italie et le Royaume-Uni devraient subir les plus fortes baisses de PIB, à la fois selon le scénario principal et le scénario pessimiste.
- Pour le Royaume-Uni, l'impact d'un éventuel Brexit sans accord n'est pas inclus dans ces projections de PIB. Les effets d'un Brexit sans accord sont susceptibles de s'étaler sur une plus longue période, et pas uniquement en 2021. La croissance du PIB attendue en Espagne est plus forte que pour les autres principales économies mais uniquement dans le scénario principal. Malgré tout, une forte reprise paraît vraisemblable une fois les mesures de confinements qui pèsent sur cette économie axée autour du tourisme levées.
- Veillez noter que nous utilisons les scénarios de PIB de l'OCDE pour 2020-21, mais que nous revenons aux prévisions d'Oxford Economics après 2021 pour notre modélisation du marché immobilier.

DES RÉPONSES POLITIQUES IMMÉDIATES ET SANS PRÉCÉDENT

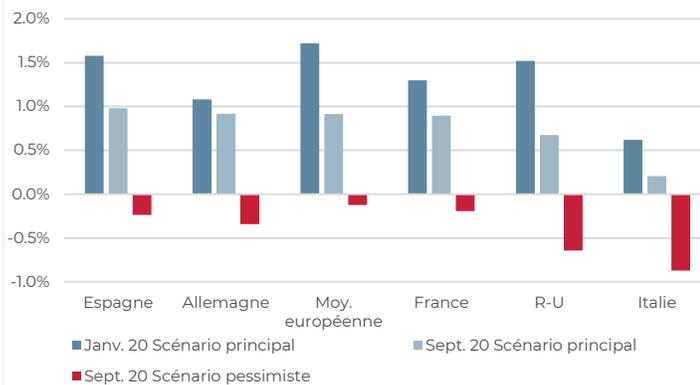
- En réponse à la crise de la Covid-19, la plupart des gouvernements ont annoncé des mesures immédiates et souvent sans précédent pour limiter son impact sur leur système de santé, leur population et leur économie.
- Dans la plupart des cas, la coordination internationale et la cohérence des réponses politiques ont été insuffisantes. Dans toute l'Europe, les gouvernements nationaux ont annoncé davantage de mesures impliquant la prise en charge de passifs éventuels, comme des prêts ou des garanties.
- Il était urgent de limiter l'impact social du virus, mais l'impact économique de la première et de la deuxième séries de mesures de confinement sera important, non seulement sur la croissance potentielle, mais aussi sur le niveau d'endettement.
- Afin d'éviter tout impact budgétaire direct, le nouveau mécanisme de relance et de résilience de l'UE face à la Covid-19 sera financé séparément sur les marchés des capitaux dans le cadre d'un plan sans précédent de 750 milliards d'euros intitulé "Next Generation EU" (NGEU).

Variation annuelle du PIB en Europe (Indice 100 = 2000)



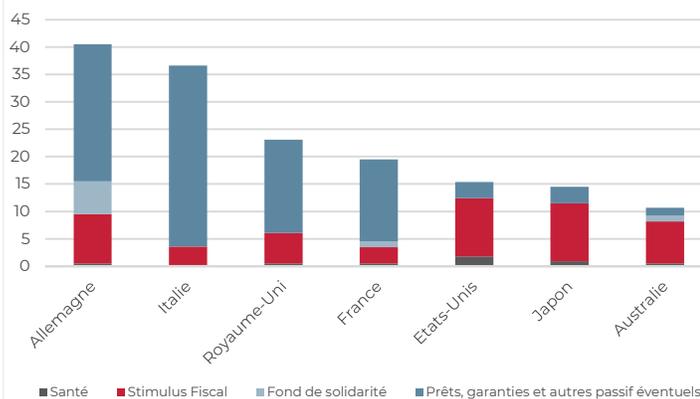
Sources : Oxford Economics, OCDE & AEW Recherche & Stratégie 2020 (septembre - moyenne simple de 20 pays)

Prévisions de croissance du PIB 2020-24 (var. annuelle) par pays



Sources : Oxford Economics, OCDE & AEW Recherche & Stratégie 2020 (septembre)

Mesures de soutien à l'économie en réponse à la Covid-19 (en % du PIB)



Sources : BIS, IMF, AEW Recherche & Stratégie

LES BILANS DES BANQUES CENTRALES ATTEIGNENT DES NIVEAUX RECORD

- En réponse à la crise sanitaire, la Banque Centrale Européenne a annoncé cet été un plan d'urgence d'achat d'actifs (PEPP), une mesure à la fois rapide et décisive dans la lutte contre la crise économique. De son côté, la Banque d'Angleterre a augmenté son programme initial APF de 645 Mds £, et à nouveau de 150 Mds £ début novembre.
- Suite à ces programmes d'assouplissement monétaire, les bilans combinés des banques centrales devraient atteindre des niveaux record de 7 trillions d'euros en 2022.
- Par ailleurs, la BCE devrait continuer à offrir des prêts bancaires au taux historiquement bas de 0,75%. La Banque d'Angleterre envisage quant à elle d'abaisser son taux directeur actuellement à +0,1% à un taux négatif.
- Les banques centrales vont devoir maintenir ces politiques monétaires accommodantes et non-conventionnelles pour les années à venir en raison du niveau d'endettement et de son augmentation, du risque d'un ralentissement économique et du faible niveau de l'inflation.

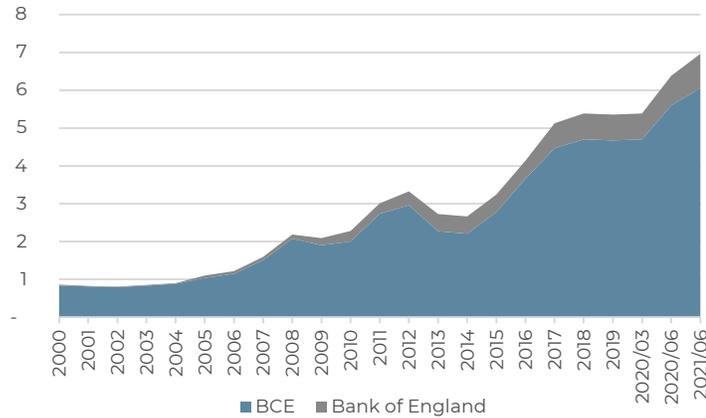
DISSOCIATION ENTRE L'OFFRE MONÉTAIRE ET L'INFLATION

- En parallèle des mesures d'assouplissement des banques centrales, l'offre monétaire continue également d'augmenter. L'offre monétaire est traditionnellement positivement corrélée à l'inflation. En effet, l'augmentation de l'argent à dépenser et les disponibilités limitées sur le court terme tirent les prix vers le haut.
- Cependant, les banques commerciales ont augmenté leurs réserves par anticipation de pertes éventuelles sur leurs crédits et en raison des nouvelles réglementations en matière de fonds propres. Par conséquent, les nouvelles liquidités ne circulent pas au sein de l'économie comme elles le devraient.
- La faible vitesse de circulation de la monnaie a engendré une dissociation du couple offre monétaire/inflation. Si cette dissociation continue, les banques centrales pourront mettre en place de nouvelles mesures monétaires sans toutefois pousser l'inflation au-dessus de sa limite de 2%.
- La BCE et la Banque d'Angleterre pourraient suivre l'exemple de la Fed, qui a changé sa stratégie monétaire. Au lieu de contenir l'inflation à 2% par des augmentations graduelles des taux d'intérêt, la Fed adopte désormais une nouvelle approche qui permet de maintenir une politique monétaire expansionniste beaucoup plus longtemps avant une hausse des taux d'intérêt, jusqu'à ce que l'inflation soit durablement supérieure à l'objectif.

LE CHÔMAGE DEVRAIT AUGMENTER MALGRÉ LES MESURES D'ACTIVITÉ PARTIELLE

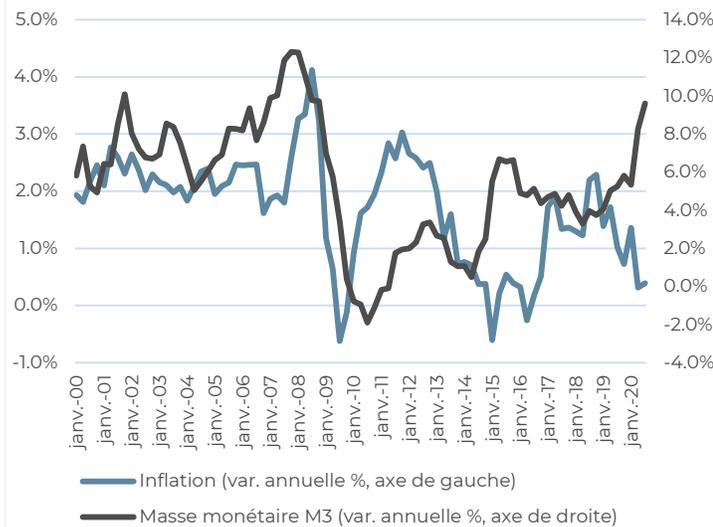
- La plupart des gouvernements ont annoncé des mesures temporaires d'urgence visant à contenir et à limiter l'impact du confinement sur l'emploi, à travers des dispositifs de chômage partiel et des indemnités en cas de réduction ou d'interruption temporaire d'activité.
- En dépit de la prolongation de ces mesures pour les seconds épisodes de confinement, les taux de chômage devraient augmenter par rapport à leur niveau de fin d'année 2019.
- Avec la reprise économique attendue en 2021, les taux de chômage devraient diminuer. Toutefois, pour certains pays, il pourrait ne pas retrouver un niveau pré-Covid avant cinq ans.
- Par conséquent, les banques centrales se trouvent dans une situation dans laquelle davantage d'Etats, d'entreprises et de particuliers sont endettés, et sont plus sensibles aux augmentations des taux d'intérêts qui pourraient donc mettre en péril la reprise économique.

Actifs des banques centrales en euros (Trillion)



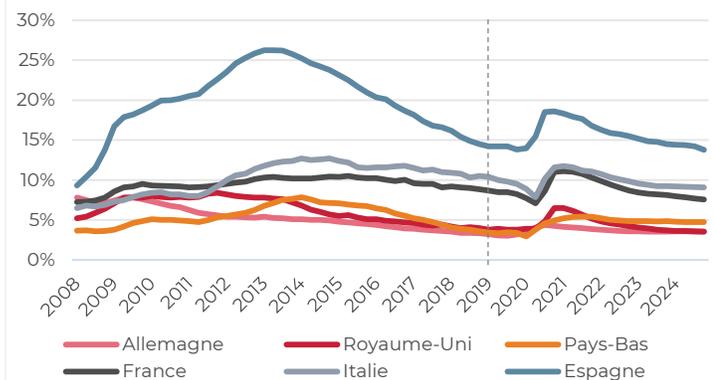
Sources : BCE, Banque d'Angleterre, FRED, AEW Recherche & Stratégie

Masse monétaire M3 et inflation en zone euro (variation annuelle, %)



Sources : BCE, AEW Recherche & Stratégie

Taux de chômage (%)

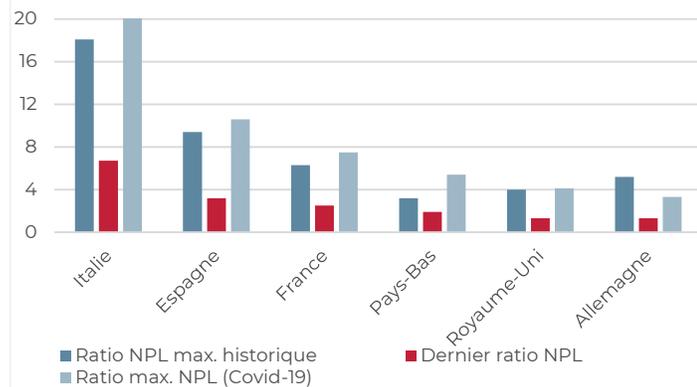


Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

LA PROCHAINE SÉRIE DE PRÊTS BANCAIRES NON PERFORMANTS DEVRAIT ATTEINDRE DE NOUVEAUX RECORDS

- Suite à la crise financière mondiale de 2007-2008, la plupart des banques européennes détenaient un volume conséquent de crédits non performants (NPL) dans leurs bilans, qui ont été, soit cédés avec décote, soit dépréciés, comme requis par les réglementations locales.
- Ces solutions trouvées dans le passé ont permis de faire baisser les ratios de NPL. Le graphique ci-contre compare l'ampleur du problème suite à la crise financière et la situation actuelle.
- Compte tenu du développement de la situation économique liée à la Covid-19, on peut s'attendre à ce que la qualité de crédit des entreprises et des ménages se détériore à nouveau. De fait, les ratios NPL devraient à nouveau augmenter et tendre vers de nouveaux records en Italie, Espagne, France et aux Pays-Bas.
- L'augmentation des ratios NPL devrait exposer les banques à de futures augmentations de taux presque partout en Europe.

Crédits non performants (en % des actifs totaux)

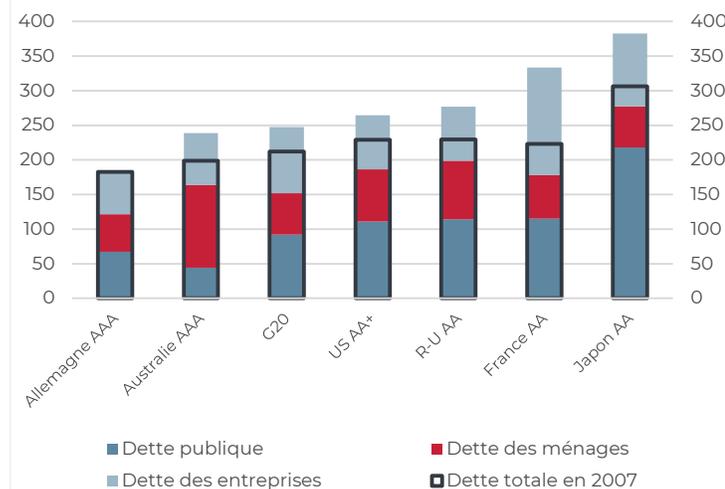


Sources : NPL Market, AEW Recherche & Stratégie

LES TAUX BAS DEVRAIENT RENDRE L'ENDETTEMENT RECORD SUPPORTABLE

- Comme souligné précédemment, l'endettement des ménages, des entreprises et des Etats a augmenté en 2019 par rapport à 2007 en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis qu'il a baissé en Allemagne.
- Avec les mesures d'aide, l'endettement des entreprises et des Etats en particulier devrait augmenter en 2020-2021, ce qui rend les économies vulnérables à une normalisation des taux d'intérêts à long terme.
- La Banque des Règlements Internationaux (BRI) souligne que le niveau d'endettement élevé des entreprises non financières les rend plus vulnérables à une normalisation des taux d'intérêts, mais les banques commerciales sont également concernées car leur portefeuille de prêts devrait se détériorer avec la récession.
- Cependant, avec des taux d'intérêts demeurant à des niveaux bas historiques, la viabilité des paiements périodiques ne représente pas un risque immédiat. C'est le refinancement qui, à terme, pourrait être problématique, y compris en immobilier.
- Cela concerne particulièrement les PME, où le nombre d'entreprises avec un taux de couverture des intérêts inférieurs à 1,0 atteint des records, même dans un contexte actuel de taux bas.

Ratio dette sur PIB à fin 2019 par secteur (en % du PIB)

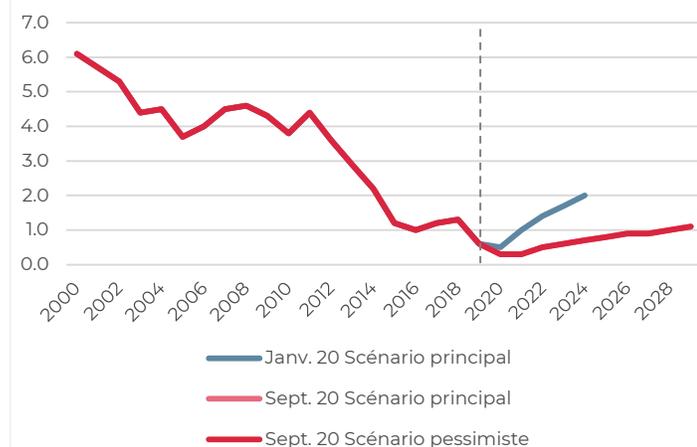


Sources : BIS, AEW Recherche & Stratégie

LES TAUX OBLIGATAIRES PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS

- À l'heure actuelle, les banques centrales doivent non seulement faire face à une récession mais également à la vulnérabilité aux hausses d'intérêts des organisations publiques, des entreprises et des ménages davantage endettés.
- Avec un risque d'inflation moindre à court terme, la marge de manœuvre des banques centrales se cantonne à garder une politique de taux bas plus longtemps. L'assouplissement quantitatif contribue également à maintenir les taux obligataires plus bas pour plus longtemps.
- Ce contexte de politique monétaire est un élément essentiel dans nos hypothèses de taux de rendements immobiliers et nos prévisions de rendement total en Europe.
- Nos hypothèses sur l'évolution des taux obligataires sont confirmées par le pricing des options sur le marché.

Taux obligataires d'Etat à 10 ans (% , moyenne de 20 pays)



Sources : Oxford Economics, OCDE, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

SECTION 2 : MARCHÉS LOCATIF ET DE L'INVESTISSEMENT

UNE COLLECTE DES LOYERS RÉDUITE AU-DELÀ DE 2020

- Les taux de recouvrement des loyers en pourcentage des loyers facturés pour l'année 2020 complète sont estimés à 82% pour le commerce, 94% pour le bureau et 96% pour la logistique, en moyenne en Europe. Ces hypothèses sont fondées sur nos échanges avec des conseils en immobilier, gestionnaires de fonds et des comparables de marché.
- Pour faire des hypothèses de collecte des loyers à l'échelle nationale, nous avons appliqué comme proxy les prévisions de croissance du PIB en 2020 de chaque pays.
- Les commerces devraient avoir le taux de recouvrement le plus faible à 82%, avec une fourchette allant de 76% à 88% en fonction du marché. Les taux de recouvrement devraient être plus élevés en bureau (avec une fourchette allant de 90% à 98%) et en logistique (de 92,5% à 99,5%).
- Depuis que des mesures de reconfinement ont été réintroduites cet automne nous faisons l'hypothèse que le manque à gagner locatif en 2021 devrait atteindre 50% de son niveau de 2020 dans le scénario principal et 75% dans le scénario pessimiste.

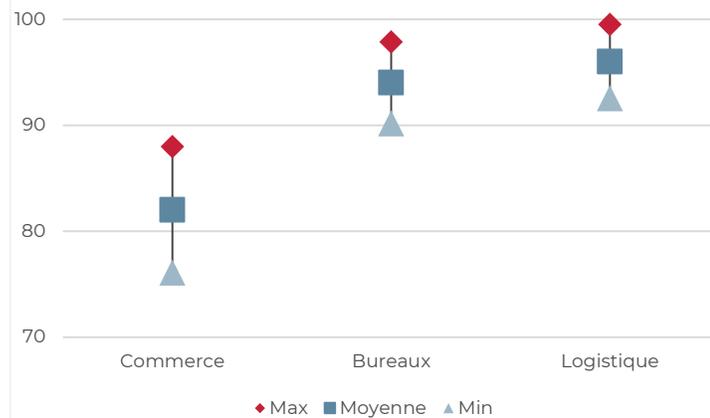
UN RALENTISSEMENT QUI DEVRAIT LIMITER LA DEMANDE LOCATIVE

- Alors que des mesures de confinement ont été annoncées, assouplies et réintroduites, les implications pour les marchés locatifs varient grandement d'un secteur immobilier à un autre.
- La plupart des enseignes ont dû fermer, les utilisateurs bureaux ont temporairement eu recours au télétravail, tandis que les logisticiens font face à une croissance forte des ventes en ligne.
- En conséquence du ralentissement de la croissance économique et des incertitudes sur le recours au télétravail sur le long terme, la demande placée annuelle en bureau a connu une baisse de 34% au troisième trimestre 2020 par rapport à l'année dernière, dans les 24 marchés européens couverts.
- La demande placée en logistique a connu une légère baisse. Mais cela est dû au manque d'offre adaptée dans les localisations urbaines les plus recherchées.
- Il n'existe pas de données agrégées sur la demande placée en commerce, mais les dernières annonces confirment un déclin de la demande alors que de nombreuses enseignes sont en processus de sauvegarde, en faillite ou ont recours aux CVA (*company voluntary arrangement*) quand elles ne peuvent s'acquitter de leur loyer (au Royaume-Uni notamment).

L'OFFRE FUTURE REVUE À LA BAISSE ALORS QUE LA DEMANDE FAIBLIT

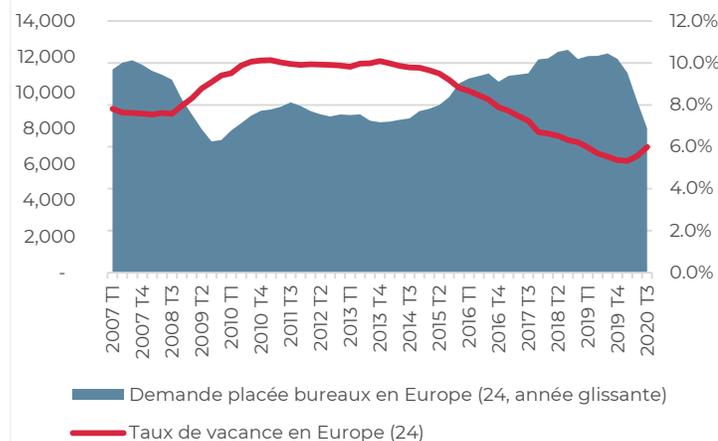
- Bien qu'il soit fondamental d'analyser l'impact de la crise sur la demande, l'offre doit également être suivie de près, d'autant plus qu'un excès d'offre neuve avait aggravé les retournements de marché dans les cycles précédents.
- Comme indiqué sur le graphique ci-contre, JLL a revu son estimation de l'offre future attendue en Europe (15 marchés) en 2020-22 de près de 9% depuis le début de l'année 2020. Initialement, les raisons mentionnées étaient les retards des chantiers dus à la période de confinement mais nous pensons que les promoteurs répondent aussi à la baisse de la demande en repoussant les lancements de développements.
- De plus, les acquisitions de terrains à bâtir et d'opportunités de redéveloppement représentent une part toujours plus faible des volumes d'investissement en bureaux, une tendance de long terme.

Hypothèses de taux de recouvrement des loyers par typologie pour l'année 2020 (en % des loyers en place)



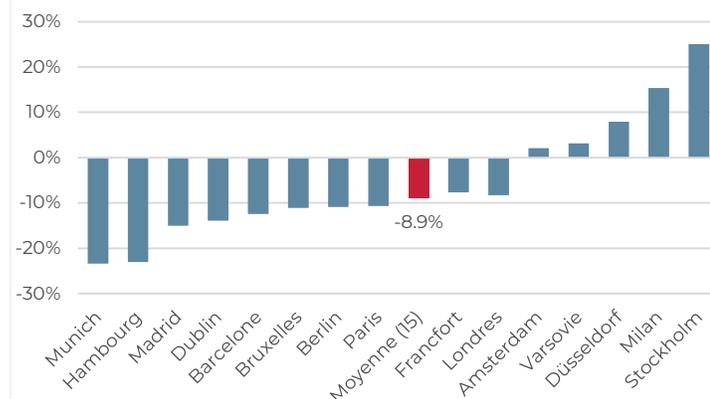
Sources : CBRE, RCA, AEW Recherche & Stratégie

Demande placée annuelle en bureau – 24 marchés européens (000 m²) & taux de vacance (%)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Evolution de l'offre future bureau attendue en 2020-22 entre décembre 2019 et juin 2020

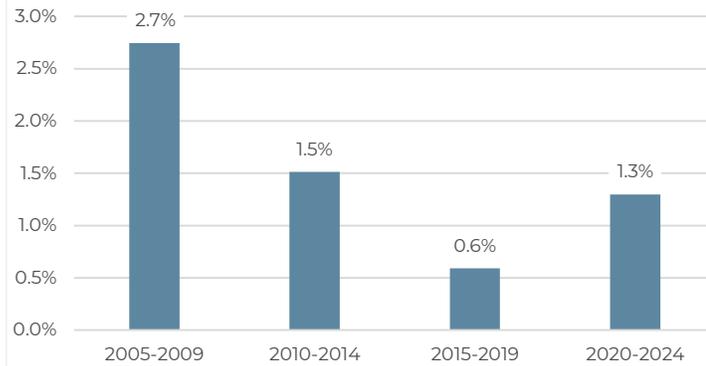


Sources : JLL, AEW Recherche & Stratégie

UNE CROISSANCE ATTENDUE DU PARC DE BUREAUX DEUX FOIS MOINS IMPORTANTE QU'EN 2005-09

- D'après les données de CBRE, l'offre neuve de bureaux attendue est deux fois moins importante que lors des années précédant la crise de 2008. Comme le montre le graphique ci-contre, le parc de bureaux en Europe devrait augmenter de 1,3% par an entre 2020 et 2024, contre 2,5% avant la crise.
- Ce niveau élevé de l'offre au début de la récession précédente a aggravé l'impact négatif de la crise financière mondiale sur la demande de bureaux, entraînant de fortes corrections du marché en termes de vacance et de loyers après 2009.
- La croissance du parc de bureaux attendue pour la période 2020-2024 devrait s'accélérer par rapport aux cinq années précédentes (2015-2019). Le niveau de livraisons devrait néanmoins rester relativement modéré comparé à la période 2005-2009.
- Nos prévisions de loyers prennent en compte cette offre à venir à l'échelle de chaque marché.

Croissance du parc de bureaux en Europe (% par an - 24 marchés)

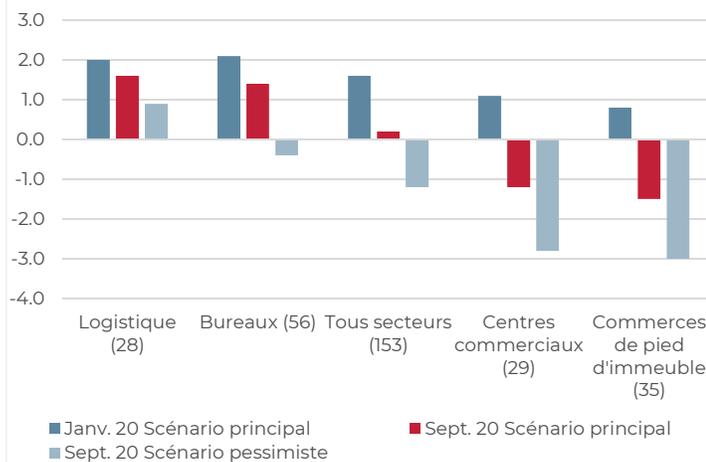


Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

DES LOYERS RÉSILIENTS POUR LES BUREAUX ET LA LOGISTIQUE

- La croissance locative attendue dans les secteurs de la logistique et des bureaux pour la période 2020-2024 est plus résiliente à la crise de la Covid-19 que pour les commerces de pied d'immeuble et les centres commerciaux. Le secteur des commerces a en effet été beaucoup plus pénalisé par les mesures de confinement.
- De nombreux prestataires logistiques, grossistes et vendeurs au détail ont enregistré une forte hausse des ventes en lignes depuis les premières mesures de confinement, intensifiant la dynamique observée sur le long terme.
- Malgré les questionnements concernant l'avenir du télétravail à long terme, nous prévoyons une reprise de la demande placée de bureaux avec le retour de la croissance économique, qui sera permise par la mise à disposition d'un vaccin l'année prochaine.
- Les valeurs locatives en commerces sont confrontées à l'augmentation de la part des ventes en ligne. Les conséquences économiques de la Covid pour de nombreuses enseignes et leur capacité à payer les loyers devraient conduire à une augmentation de la part des loyers indexée sur les ventes. Cette adaptation structurelle des baux devrait favoriser une situation plus soutenable pour les locataires et les propriétaires à l'avenir.

Prévisions de variation annuelle de loyers (% , 2020-2024)

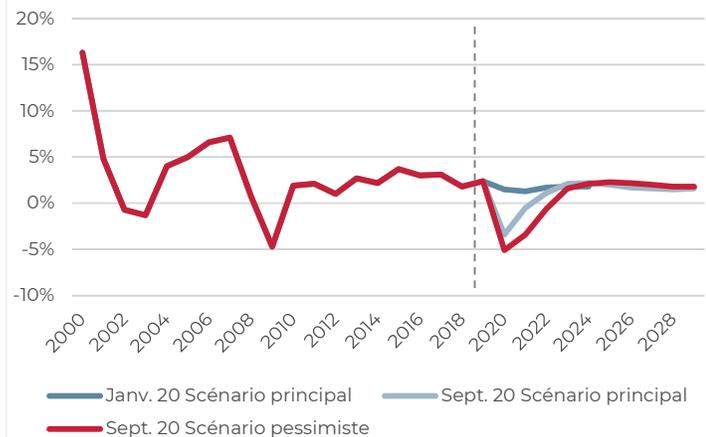


Sources : CBRE, OCDE, Oxford Economics, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

UNE BAISSÉ DES LOYERS MOINS IMPORTANTE QUE SUITE À LA CRISE FINANCIÈRE DANS NOTRE SCÉNARIO PRINCIPAL

- Si nous comparons comment la Covid-19 a affecté les valeurs locatives tous secteurs confondus par rapport aux crises précédentes, nous pouvons noter que dans notre scénario principal la baisse des loyers serait seulement de 3,4%, contre 4,7% en 2008, au plus fort de la crise financière mondiale (soit un peu plus de 70% du niveau de 2008).
- Le retour à la moyenne long terme des taux de croissance en trois ans est toutefois beaucoup plus lente après la crise de 2008, preuve que nous restons relativement prudents, même dans notre scénario principal.
- Dans notre scénario pessimiste, la baisse des valeurs locatives s'élève à 5,1% tous secteurs confondus, soit une baisse similaire à celle observée après la crise de 2008.
- Le fait que ces prévisions soient cohérentes avec les mouvements observés dans le passé montre qu'elles sont vraisemblables.

Variation des loyers prime – moyenne tous secteurs confondus (%)



Sources : CBRE, OCDE, Oxford Economics, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

LES RENDEMENTS IMMOBILIERS PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS

- Selon les dernières données de CBRE, les taux de rendement prime en commerces ont augmenté de 70 à 80 pdb ces 3-4 dernières années, tandis que les taux de rendement en bureaux et logistique se sont compressés de 60 à 70 pdb sur la même période.
- Avec des taux souverains qui devraient rester bas pour plus longtemps, cette divergence entre augmentation des taux en commerces et compression en bureaux et logistique devrait cesser après 2020 car la correction des prix est déjà significative.
- À noter que ces anticipations sont des moyennes de marchés très hétérogènes et concernent le segment de marché « prime » seulement.
- Au final, ce sont les prévisions de taux souverains plus bas pour plus longtemps qui déterminent l'évolution des taux de rendement immobiliers prime.

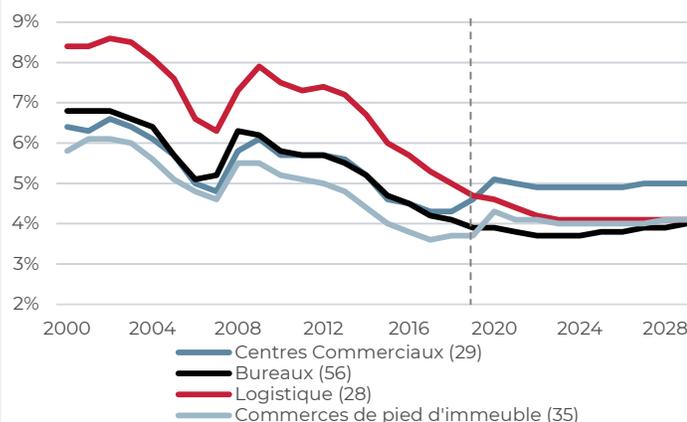
UNE BAISSÉ DES VALEURS VÉNALES DE L'ORDRE DE 25% DE LA BAISSÉ CONSTATÉE APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- Prenant en compte les prévisions de taux et de valeurs locatives de marché pour les deux scénarios, nous avons fait une projection de la croissance des valeurs vénales pour chacun des segments de marché en intégrant les nouvelles valeurs locatives de marché à mesure qu'elles se répercutent sur les baux et le revenu locatif.
- La baisse des valeurs vénales suite à la crise de la Covid-19 serait de -2,8% en 2020, tous secteurs confondus, dans le scénario principal. Placée dans un contexte historique, cette baisse ne représenterait que 25% de la baisse constatée suite à la crise financière mondiale, avec -12,5% de baisse enregistrée en 2008.
- Dans le scénario pessimiste, nos prévisions tablent sur une baisse de -5,3% des valeurs vénales, tous secteurs confondus, soit toujours moins que la moitié de la correction post crise financière mondiale.
- Les premières indications sur le marché de l'investissement font état d'une baisse limitée des prix des actifs core, ce qui conforte les résultats de nos modèles, cohérents avec les mouvements historiques de valeurs vénales prime.

MEILLEURS RENDEMENTS TOTAUX EN LOGISTIQUE ET BUREAUX MAIS LE COMMERCE RESTE POSITIF

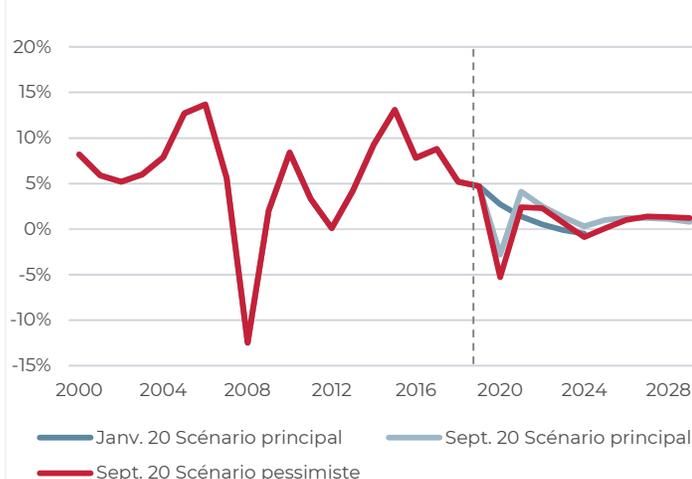
- Les rendements totaux pour la logistique et les bureaux pour 2020-2024 devraient encore une fois se montrer plus résilients face à la pandémie, comparés à ceux du commerce de pied d'immeuble et des centres commerciaux, ce qui est cohérent avec les prévisions de taux et de loyers.
- Les marchés prime en logistique devraient bénéficier d'un rendement total de 8 à 9% par an sur la période 2020-2024 grâce à une croissance soutenue des loyers et une compression des taux de rendements en 2021-2022.
- Les rendements totaux en bureaux s'établiraient entre 5,3% et 6,7% par an pour les scénarios pessimiste et principal respectivement. La croissance des loyers serait plus limitée mais les taux de rendement continueraient de baisser avant de se stabiliser en 2023.
- Les rendements totaux en commerce pointeraient entre 0 et 2%, avec les centres commerciaux surperformant les pieds d'immeuble dans les deux scénarios. Par rapport à nos estimations de juin 2020, c'est un résultat en amélioration malgré les hypothèses dégradées de taux de recouvrement de loyers.

Moyenne des taux de rendement (%) – Scénario principal Sept. 20



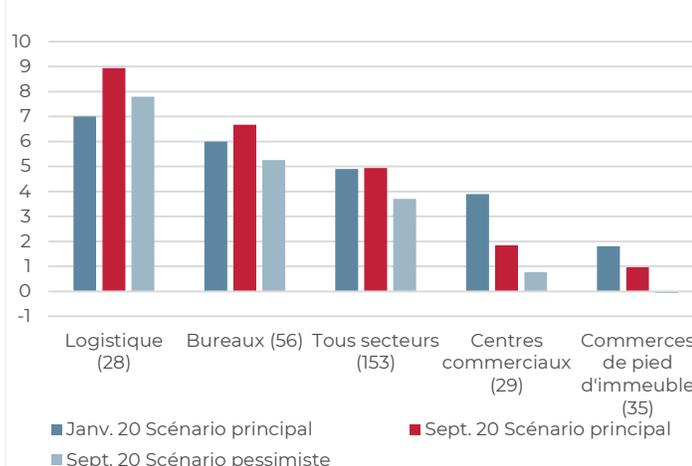
Sources : CBRE, OCDE, Oxford Economics, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

Évolution moyenne des valeurs vénales prime (%)



Sources : CBRE, OCDE, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

Prévisions de rendements totaux prime (% , 2020-2024)



Sources : CBRE, OCDE, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

SECTION 3 : L'APPROCHE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

PERFECTIONNEMENT DE LA MÉTHODOLOGIE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

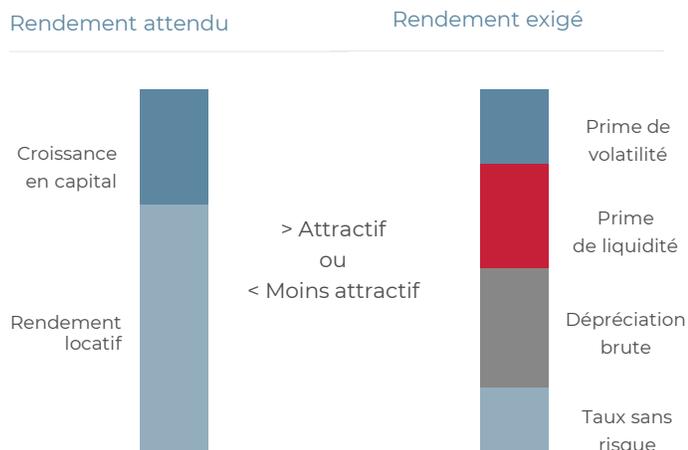
- Notre approche des rendements ajustés du risque reste inchangée par rapport aux années passées et repose sur une comparaison entre le taux de rendement exigé et le taux de rendement attendu sur les cinq prochaines années pour chaque segment de marché prime.
- Les quelques améliorations méthodologiques ont été axées sur la mise à jour de chacune des primes de risque (dépréciation, liquidité et volatilité) avec les données les plus récentes. À partir de cette année, nous utiliserons également les données de l'INREV pour les dépenses d'investissement (capex). De plus, nous avons normalisé les primes de liquidité par rapport à un univers mondial de marchés et plafonné le taux sans risque à zéro.
- En comparant le rendement attendu avec le rendement exigé, nous classons les marchés en trois catégories: attractifs, neutres ou moins attractifs.
- Si le rendement attendu est supérieur au rendement exigé et ne se situe pas dans la zone neutre, nous considérons le marché comme attractif.

LA VALEUR RELATIVE S'AMÉLIORE APRÈS 2020, MÊME POUR LES COMMERCES

- Si l'on considère d'abord les résultats par secteur en Europe dans notre scénario principal, on constate que tous les marchés de la logistique sont attractifs tant pour la période 2020-24 que pour la période 2021-25.
- Le facteur temps est important selon que l'on commence la période d'investissement en 2020 ou 2021. Cela est manifeste pour les bureaux, qui passent de 22 marchés attractifs dans l'ancien scénario 2020-24 à 30 dans le nouveau scénario principal, ce qui est peu ou prou équivalent pour la période 2021-25.
- Les implications en termes de timing sont plus prononcées pour les commerces dans le nouveau scénario principal, avec 23 marchés attractifs si l'on considère la période 2021-25, contre seulement 5 pour la période 2020-24. Cela est principalement dû à la hausse des taux de rendement attendue en commerce en 2020, qui bénéficiera aux nouveaux investissements à partir de 2021.
- Nos hypothèses de taux de recouvrement des loyers et de décompression des taux de rendement ont un impact négatif sur le nombre de marchés commerce jugés attractifs qui passe de 11 marchés dans notre ancien scénario à seulement 5 dans notre nouveau scénario principal.

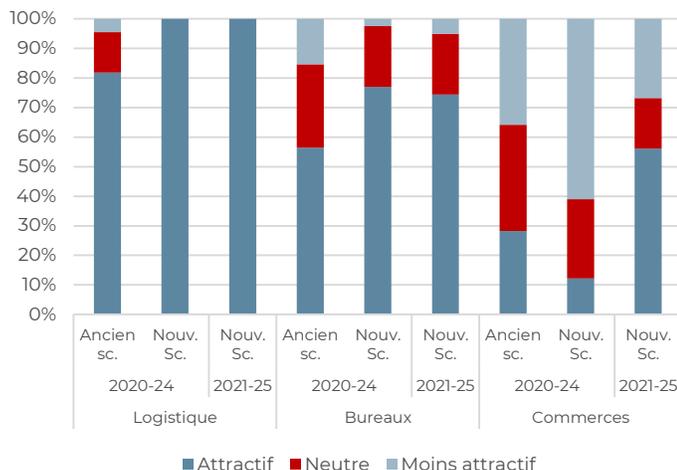
L'ALLEMAGNE INCHANGÉE, LA FRANCE FAIT MIEUX, MAIS LE RESTE DE L'EUROPE S'AMÉLIORE AUSSI

- Nous examinons ensuite les résultats par pays de notre scénario principal. Nous constatons que 11 des 14 marchés allemands restent attractifs tant pour la période 2020-24 que pour la période 2021-25.
- Là encore, nous supposons une période de détention de cinq ans, avec des impacts différenciés selon la période d'investissement. Le nombre de marchés français jugés attractifs augmente ainsi de 7 (sur un total de 11 marchés) en 2020-24 à 9 si l'on considère la période 2021-25. Les marchés français arrivent en deuxième position en termes de part de marchés attractifs par rapport à l'ensemble des marchés.
- Toutefois, l'impact de la période d'investissement est plus important pour les autres marchés européens, puisque nous considérons qu'une majorité des 55 marchés sont attractifs si l'on considère la période 2021-25, contre un peu plus de la moitié pour la période 2020-24.
- Les diagrammes de dispersion pour tous les marchés sont présentés dans les pages suivantes. Des résultats plus détaillés sont disponibles à la demande.



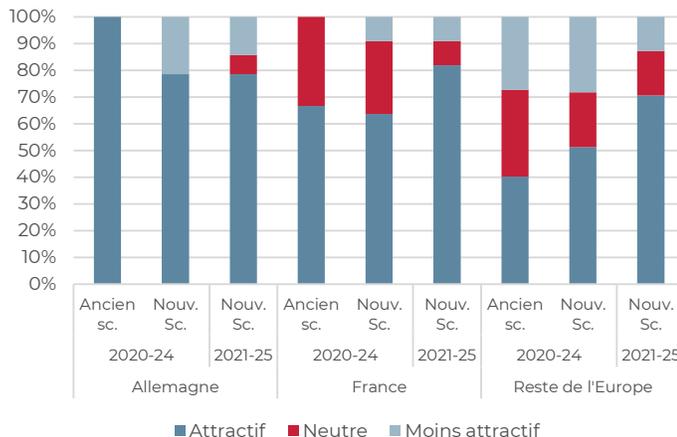
Sources : AEW Recherche & Stratégie

Répartition des marchés par degré d'attractivité (ancien vs nouveaux scénarios) selon les secteurs



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

Répartition des marchés par degré d'attractivité (ancien vs nouveaux scénarios) selon les pays

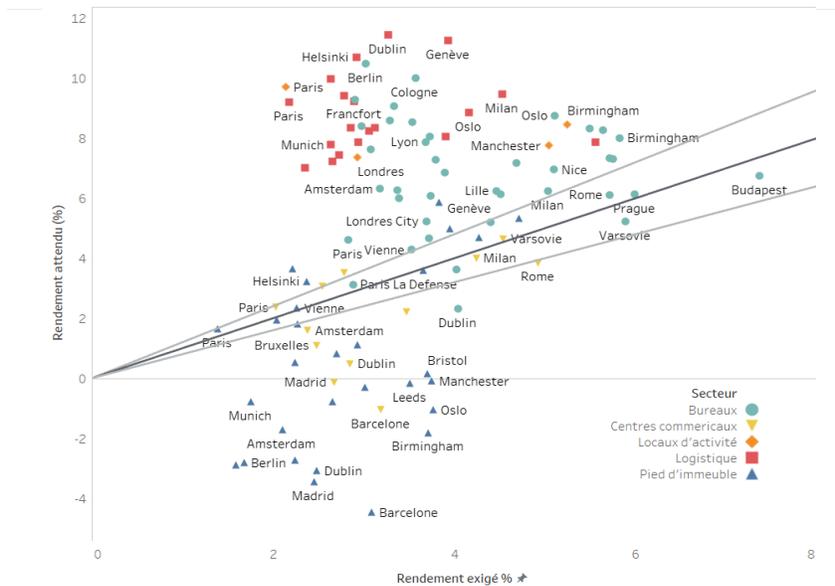


Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

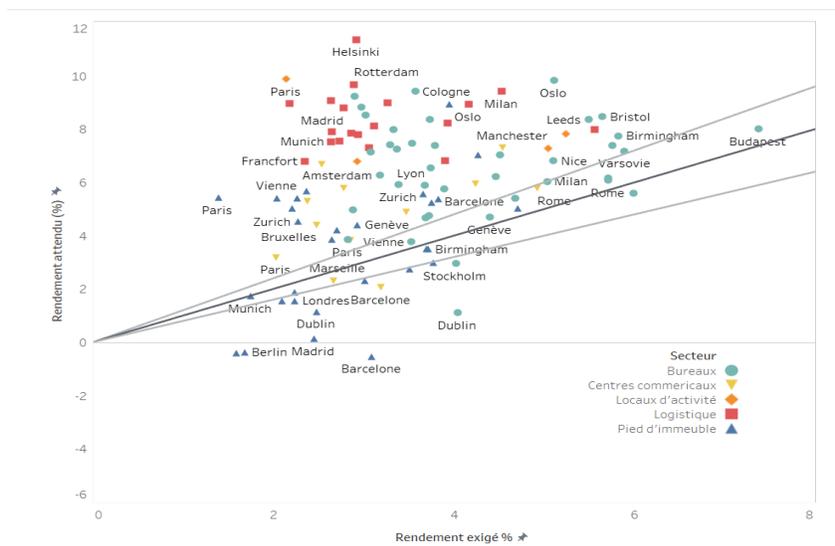
UNE NETTE AMÉLIORATION DE LA SITUATION APRÈS 2020 DANS NOTRE SCÉNARIO PRINCIPAL

- Nous présentons sur ce graphique les résultats du scénario principal pour l'ensemble des 103 segments de marchés à la fois pour les périodes 2020-2024 et 2021-2025 afin de souligner l'importance de la période d'investissement choisie, comme mentionnée précédemment. L'axe des abscisses représente le rendement exigé, tandis que l'axe des ordonnées représenté le rendement attendu 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.
- Tout d'abord, nous pouvons noter la surperformance du secteur de la logistique qui s'appuie sur la croissance du commerce en ligne. Cette surperformance est valable pour les deux périodes d'investissement considérées 2020-24 et 2021-25. Cependant, le facteur temps est bien plus important pour le secteur du commerce. Paris, à titre d'exemple, est considéré comme attractif sur la période 2021-2025 uniquement.
- Nous pouvons également mentionner d'autres marchés qui deviennent plus attractifs si l'on considère la période 2021-2025, à l'instar des marchés de bureaux dans les pays d'Europe centrale et orientale ainsi que les marchés nordiques qui semblent bénéficier d'ajustement de prix.
- Enfin, tous les marchés de bureaux en Allemagne sont jugés attractifs avec des rendements attendus supérieurs aux rendements exigés. Ces marchés bénéficient de fondamentaux robustes, avec de faibles taux de vacance.

Scénario principal 2020-24 – Rendements attendus & exigés – Marchés prime



Scénario principal 2021-25 – Rendements attendus & exigés – Marchés prime

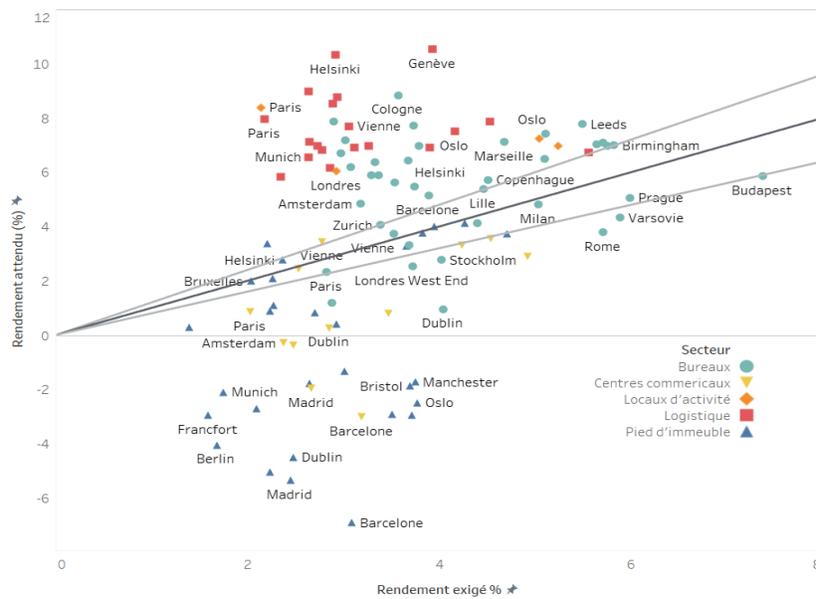


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

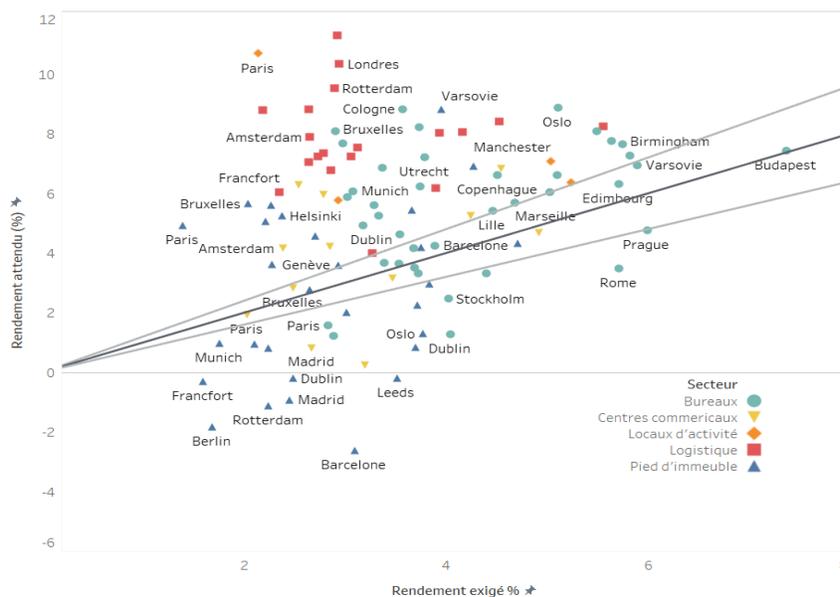
LE SCÉNARIO PESSIMISTE 2021-25 FAIT ÉGALEMENT RESSORTIR UNE MAJORITÉ DE MARCHÉS COMME ATTRACTIFS

- Intéressons-nous maintenant aux résultats de notre analyse dans notre scénario pessimiste. Ce scénario reprend celui d'un deuxième confinement sévère et généralisé développé par l'OCDE qui suppose une période de reprise plus longue en raison de nouvelles mesures de restriction et de confinement imposées ayant des implications directes sur les marchés immobiliers.
- En utilisant une approche similaire que dans le scénario principal, nous notons des évolutions significatives pour les secteurs des bureaux et des commerces dans le scénario pessimiste. Le nombre de marchés jugés moins attractifs augmente ainsi de 26 à 38 pour la période 2020-2024 et de 13 à 24 pour la période 2021-2025.
- Tous les marchés logistiques restent néanmoins attractifs dans notre scénario pessimiste du fait de la résilience des fondamentaux de marché et de taux de rendement initiaux qui restent relativement hauts. Toutefois, le marché de Dublin est plus à la peine dans le scénario pessimiste: si le marché reste dans la catégorie « attractif », il se situe à la limite de la zone neutre.
- Certains marchés régionaux de bureaux pourraient surperformer dans le scénario pessimiste grâce à des fondamentaux du marché locatif (offre disponible et niveaux d'endettement) solides avant la pandémie.

Scénario pessimiste 2020-24 – Rendements attendus & exigés – Marchés prime



Scénario pessimiste 2021-25 – Rendements attendus & exigés – Marchés prime



Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE & AEW

SECTION 4 : OPPORTUNITÉS & MENACES

MESURER LE RISQUE DE REFINANCEMENT

- Pour quantifier l'impact sur le marché immobilier d'un niveau d'endettement élevé et d'une baisse des valeurs vénales, nous définissons le déficit de financement (cf. notre étude de sept. 2020) comme dans l'exemple suivant:
 - Acquisition d'un actif de commerce à 200 millions € en 2016 avec un emprunt avec LTV de 75%
 - Dépréciation de la valeur de l'actif de commerce de 37,5% en 2020 suite à la crise de la Covid-19
 - Refinancement de l'actif déprécié avec un prêt à 60% de LTV
 - Le déficit de financement est estimé 75M€, soit la différence entre les 150M€ de la dette initiale et le nouveau refinancement de 75M€
- Investisseurs et prêteurs doivent combler ce déficit pour rééquilibrer leurs positions. Le prêteur peut déprécier sa créance ou vendre sa position. De son côté, l'investisseur peut injecter de nouveaux fonds propres pour protéger l'investissement initial d'une saisie bancaire.

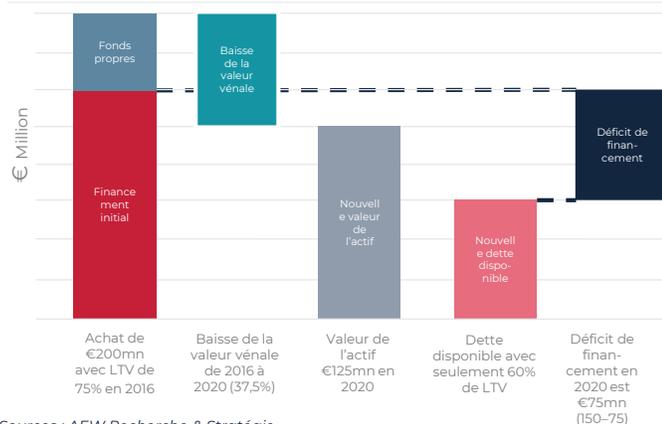
L'ALLEMAGNE DEVRAIT ÊTRE PLUS RÉILIENTE QUE LE ROYAUME-UNI

- En valeurs absolues, le déficit de financement allemand est estimé à 54 milliards d'euros, comparé à 33 milliards d'euros pour le Royaume-Uni. Toutefois, en valeur relative, le déficit de financement allemand atteint 10,5% de l'encours total des prêts, un niveau bien inférieur à celui du Royaume-Uni (16,6%), puisque le marché du financement allemand est plus important que le marché britannique.
- Le marché allemand devrait également être plus résilient à la crise de la Covid-19, ce qui se traduirait par des baisses de valeurs vénales moins importantes que celles attendues au Royaume-Uni.
- Le déficit de financement britannique est concentré dans le secteur des commerces qui représentant environ 45% du déficit total. La logistique et le résidentiel ne devraient pas rencontrer de problème de refinancement.
- Au cours des quatre prochaines années, le déficit de financement britannique devrait atteindre son point haut en 2022.

DES PROBLÉMATIQUES DE REFINANCEMENT MOINS IMPORTANTES QUE SUITE À LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE DE 2008

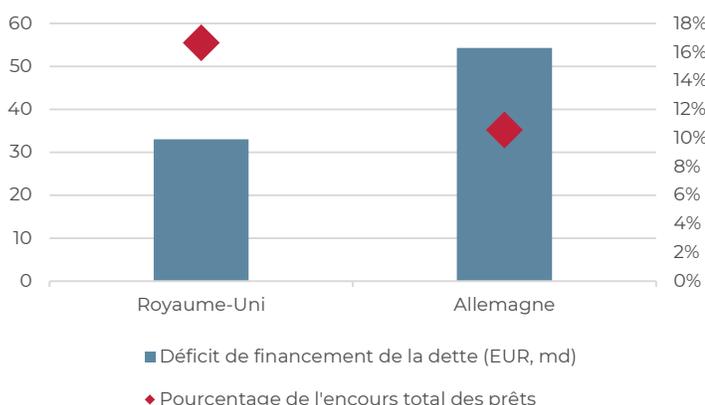
- Le déficit de financement attendu au cours de la période 2020-23 au Royaume-Uni représente 17% de l'encours total des prêts, soit environ la moitié du déficit observé suite à la crise financière mondiale.
- Cette différence s'explique par des réglementations bancaires plus strictes et des LTV à l'acquisition plus conservatrices. Les baisses de valeurs vénales devraient également être moins importantes que celles enregistrées après la crise financière mondiale.
- Pendant les huit années qui ont suivi la crise financière de 2008, le déficit de financement au Royaume-Uni a été couvert par une combinaison de pertes actées sur les cessions avec décote de prêts non performants, de dépréciation des créances ainsi que d'injections de fonds propres par les investisseurs.
- Une approche comparable négociée entre prêteurs et investisseurs pour compenser le déficit de financement post Covid-19 induirait une injection de 39 Mds € de la part des investisseurs au Royaume-Uni et en Allemagne au cours des huit prochaines années (2020-27).
- Les banques allemandes et britanniques disposent des ratios de fonds propres les plus élevés en Europe et sont mieux positionnées pour assumer des pertes, ce qui pourrait bénéficier aux investisseurs. Enfin, les ratios de crédits non performants des banques allemandes ne semblent pas dépasser leur maximum historique, ce qui pourrait conforter les positions des investisseurs.

Calcul du déficit de financement d'un actif commerce type



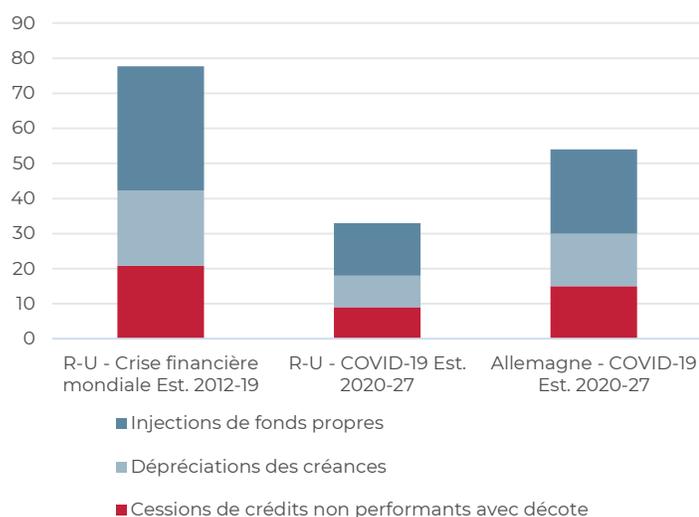
Sources : AEW Recherche & Stratégie

Déficit de financement (Mds d'€) en valeur absolue et en % de l'encours total des prêts



Sources : IREBS, Cass Business School, CBRE & AEW

Déficits de financement estimés après la crise de 2008 et post-Covid (R.-U. et Allemagne) en Mds d'€



Sources : Cass, IPF and IREBS AEW Recherche & Stratégie

LES SINISTRES LIÉS À DES CATASTROPHES NATURELLES AUGMENTENT

- Les risques liés au changement climatique ont augmenté comme le montre la hausse ces 40 dernières années du montant des sinistres dus aux catastrophes naturelles.
- Soutenus par la société civile et les initiatives politiques, des accords internationaux, directives européennes et législations nationales vont exiger que les investisseurs s'adaptent aux risques climatiques.
- L'immobilier, qui génère près de 40% des émissions de gaz à effet de serre (GES), est de plus en plus observé. La filière devra s'adapter à la fois aux risques physiques directs liés aux catastrophes naturelles mais aussi aux risques de transition, liés aux nouvelles réglementations en matière de réduction de consommation d'énergie et des émissions de GES.
- Les certifications environnementales des bâtiments et des fonds immobiliers n'ont pas été pensées pour prendre en compte ces risques, mais il existe de nouveaux outils innovants pour améliorer la gestion des risques climatiques.
- Pour plus d'informations, nous vous invitons à consulter notre étude intitulée "Gérer les risques climatiques et mesurer leur impact sur la valeur des actifs" publiée en février 2020.

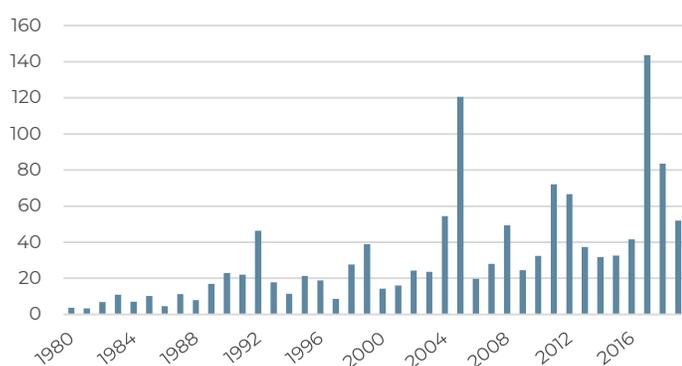
DE L'INTENSITÉ ÉNERGÉTIQUE À L'INTENSITÉ EN ÉMISSIONS EN GES

- L'étape suivante pour la réglementation est de se concentrer sur le changement climatique, soit de ne plus seulement considérer l'intensité de la consommation d'énergie comme seule variable mais comme facteur d'émission de GES.
- Pour illustrer la différence, nous avons représenté pour le Royaume-Uni la trajectoire de réduction de la consommation d'énergie et celle de l'intensité en GES, en nous référant aux données de CRREM.
- La tendance est similaire pour les deux courbes mais la corrélation n'est pas parfaite car la trajectoire de réduction des émissions de GES (le processus de décarbonisation) est plus raide en début de période.
- La décarbonisation du mix énergétique existant peut fortement influencer la trajectoire de réduction des émissions de GES, sans qu'il n'y ait de réduction de consommation d'énergie.

LES OBJECTIFS DE RÉDUCTION DE L'INTENSITÉ EN GAZ À EFFET DE SERRE D'ICI À 2050 VARIENT ÉNORMÉMENT SELON LES PAYS DE L'UE

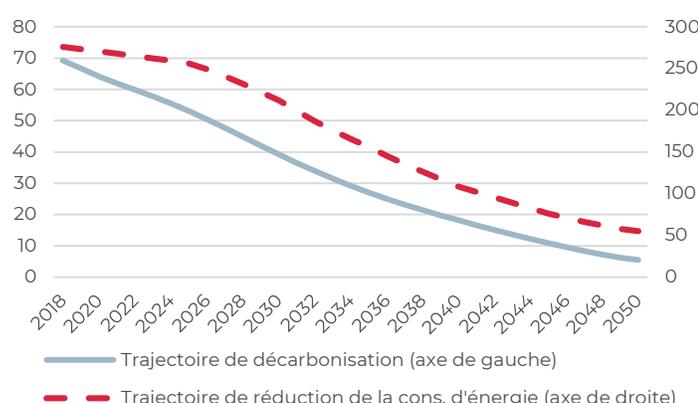
- L'Accord de Paris sur le climat définit un budget carbone mondial qui correspond à la somme totale de GES (784 gigatonnes) qui peuvent être émis d'ici 2050 pour contenir le réchauffement climatique à moins de 2°C à la fin du siècle.
- Un budget carbone calculé spécifiquement pour l'immobilier sert de base pour définir les objectifs de réduction des émissions de GES pour chaque pays de l'UE. Le graphique ci-contre illustre la grande dispersion des objectifs de réduction d'intensité en GES selon les pays d'ici 2050, autour d'une moyenne de 60 kg CO₂/m²/an.
- La structure du mix énergétique de chaque pays explique ces différences d'objectifs de réduction de l'intensité en GES du secteur immobilier. Pour la France et la Suède, cela s'explique par la part élevée du nucléaire, tandis que le Danemark et l'Autriche ont fortement recours aux énergies renouvelables. L'Allemagne et les pays d'Europe centrale et orientale sont soumis à des objectifs plus importants.
- Toutefois, la loi ne précise pas toujours à qui revient la responsabilité de réduire l'intensité en GES parmi les acteurs de l'immobilier : propriétaires, locataires, les législateurs nationaux et/ou les gouvernements locaux.

Montants des sinistres assurés dus aux catastrophes naturelles (en Mds \$ constants, 2019)



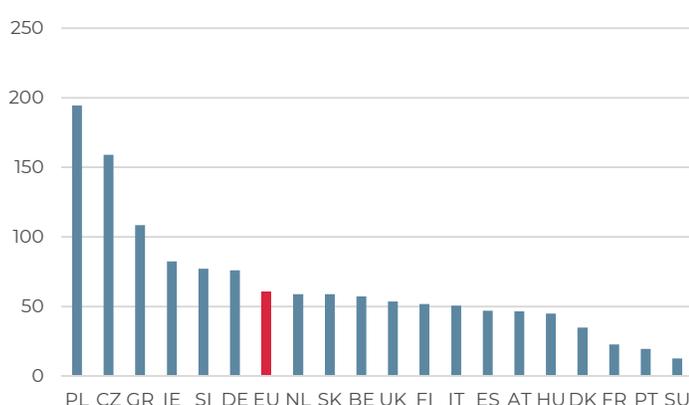
Sources : MunichRE, AEW Recherche & Stratégie

Trajectoires de décarbonisation (kgCO₂e/m²) et de réduction de la consommation d'énergie (KWh/m²)



Sources : CRREM, AEW Recherche & Stratégie

Objectifs de réduction de l'intensité en GES de l'industrie immobilière par pays (KgCO₂e/m²)



Sources : CRREM, AEW Recherche & Stratégie

OPPORTUNITÉ VALUE-ADD : ACTIFS SECONDAIRES MAL VALORISÉS

- L'écart entre les taux immobiliers prime et secondaires au T3 2020 s'élevait à près de 270 pdb en moyenne en Europe, soit son plus haut niveau depuis 2007.
- Alors que la plupart des investisseurs traditionnels se concentrent sur les risques de retournement de marché potentiels induits par la crise de la Covid-19, l'appétit pour de nouvelles acquisitions devrait se limiter à court terme aux actifs core qui présentent moins de risque.
- Les investisseurs avec une tolérance au risque plus élevée pourraient quant à eux se concentrer sur les portefeuilles de prêts non performants vendus par les banques et le repositionnement des actifs sous-jacents à ces prêts, la demande pour ce type d'actifs à risque étant moins importante.
- D'après nos prévisions sur les taux immobiliers prime plus bas pour plus longtemps, cet écart entre taux prime et taux secondaires devrait s'élargir davantage dans les prochaines années.

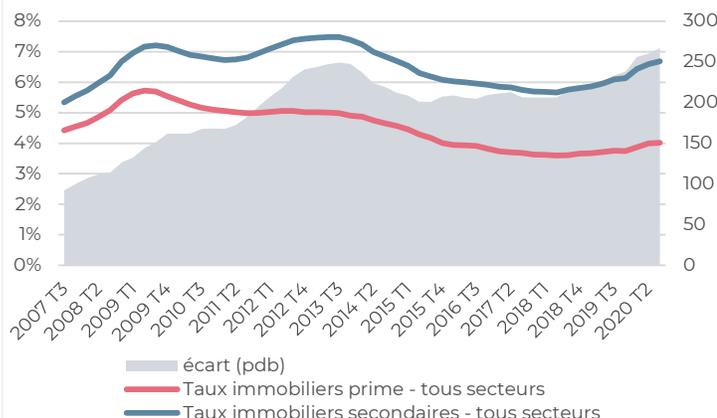
OPPORTUNITÉ: LES LOCAUX D'ACTIVITÉS, AUX TAUX DE RENDEMENT PLUS ÉLEVÉS QUE LA LOGISTIQUE

- Certains investisseurs ont rencontré des difficultés à acquérir des actifs logistique en raison de la compression des taux de rendement prime depuis 2009. Les taux prime logistique sont maintenant inférieurs à ceux des centres commerciaux et devraient atteindre ceux des commerces de pied d'immeuble prime d'ici 2023.
- Toutefois, les locaux d'activités - à la fois traditionnels et ceux dédiés à la logistique urbaine - représentent une alternative aux actifs logistiques prime avec une exposition similaire en termes de locataires (industrie, transporteurs et logisticiens).
- Généralement, les locaux d'activités comprennent un plus grand nombre de petits locataires par rapport à la logistique. Avec une qualité de crédit plus faible en moyenne, les locaux d'activité nécessitent une gestion proactive.
- Par conséquent, les taux de rendement prime des locaux d'activités sont restés supérieurs à ceux de la logistique en France et en Allemagne. L'écart se situait entre 125 et 160 pdb fin 2019.

OPPORTUNITÉ: RÉSIDENTIEL LOCATIF PRIVÉ, SECTEUR DÉFENSIF

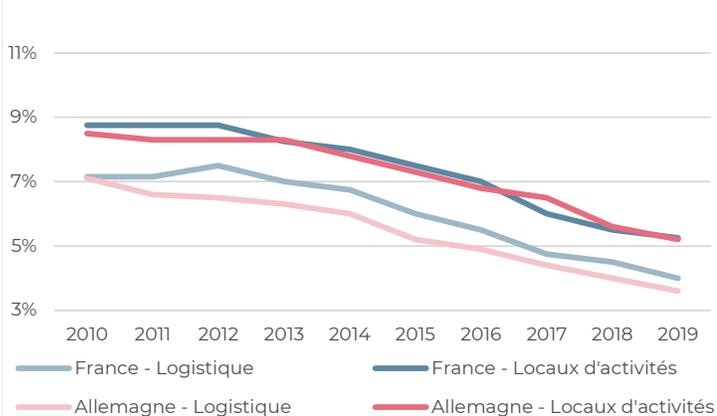
- La demande devrait continuer à dépasser l'offre dans les principaux marchés résidentiels locatifs privés en Europe. Les taux d'occupation très élevés, les périodes de vacance entre locataires limitées et la forte croissance des loyers qui en résultent se traduisent par des revenus locatifs stables et au risque faible pour les investisseurs.
- Les volumes investis en résidentiel ont été multipliés par cinq depuis 2008 et le secteur représente maintenant 25% du total des volumes investis. Les taux d'intérêt bas vont continuer à stimuler la hausse des prix, synonyme de plus-value en capital pour les investisseurs.
- Le secteur résidentiel fait preuve de résilience dans le contexte de la Covid-19 malgré les perspectives de hausse du chômage. Les taux de recouvrement des loyers est proche des 100% d'après des données récentes des foncières cotées européennes.
- Les taux de rendement prime résidentiels s'élèvent à 3,25% en moyenne en Europe. Avec une prime de risque par rapport aux taux souverains de 250 pdb actuellement et qui devraient rester au-dessus des 200 pdb au cours des cinq prochaines années, le secteur résidentiel offre des perspectives de rendements attractifs pour les investisseurs.

Ecart entre les taux immobiliers prime et secondaires en Europe



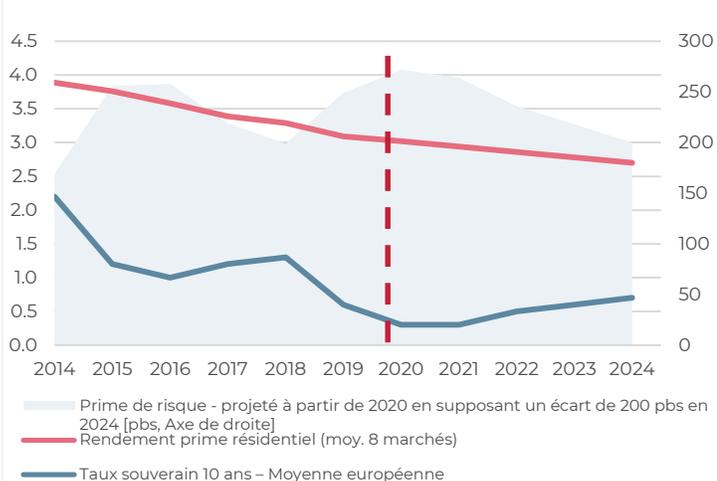
Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement de la logistique et des locaux d'activité prime en France et en Allemagne (%)



Sources : CBRE, BNP PRE, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement prime en résidentiel (%) et prime de risque par rapport aux taux souverains (pdb)



Sources : CBRE, Bloomberg, Green Street, AEW Recherche & Stratégie

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 juin 2020. 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 juin 2020, AEW gère en Europe 33,6 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 Mrds€ 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



Dennis Schoenmaker PhD
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +44 (0)20 7016 4860
dennis.schoenmaker@eu.aew.com



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

CONTACTS RELATIONS INVESTISSEURS



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

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.