

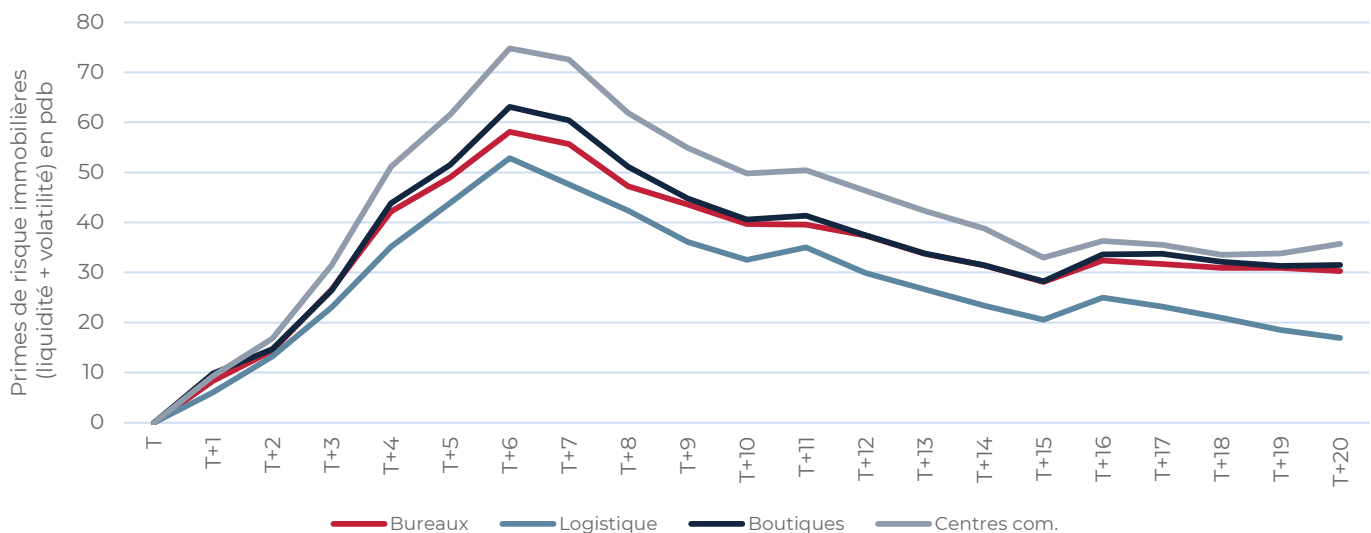
AEW Research Flash Report

EUROPE | 30 AVRIL 2020

DES TAUX PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS MAIS PAS SANS DIVERGENCE

- Les prévisions récentes du FMI pour les taux souverains mettent en évidence les effets des politiques d'assouplissement monétaire des banques centrales induites par le Covid-19 et confirment que notre hypothèse des taux souverains plus bas pour plus longtemps reste d'actualité.
- Toutefois, les taux plus bas pour plus longtemps n'évoluent pas tous de manière identique, comme le montre l'écart important entre les taux souverains allemands et ceux de pays européens périphériques. Cela témoigne du soin accru dont font désormais preuve les investisseurs pour évaluer le risque.
- Comme les investisseurs se montrent plus prudents, l'écart entre les taux immobiliers et ceux des obligations d'entreprise à haut rendement est maintenant négatif. L'écart reste toutefois de bien moindre ampleur que lors de la crise financière de 2008 et lors de la crise de la Zone euro. Il pourrait se normaliser si la BCE intègre les obligations à haut rendement dans son programme d'achat, à l'image de la Fed.
- En ce qui concerne l'immobilier direct, contrairement au lendemain de la crise financière, les investisseurs évaluent de manière cohérente les actifs secondaires de bureau et de commerce : en effet, les écarts de taux exigés avec les actifs prime n'ont pas retrouvé leur point bas historique de 2007 et ne devraient pas le faire dans les prochaines années.
- Le souhait des investisseurs d'obtenir des primes de risque plus élevées en raison du manque de liquidité et de la volatilité plus importante en période d'après-crise aura des répercussions sur les taux immobiliers.
- Après la crise financière de 2008, les primes de risque ont évolué différemment selon les secteurs. Celles des centres commerciaux ont connu la remontée la plus forte et sont restées au-dessus des autres secteurs, alors que pour la logistique elles ne sont remontées que de 50 points de base (pdb) avant de redescendre à 20 pdb au-dessus du niveau d'avant crise.

LES PRIMES DE RISQUE IMMOBILIÈRES DE LIQUIDITÉ ET DE VOLATILITÉ DEPUIS 2008



T+N = nombre de trimestres depuis le point haut du marché en janvier 2008

Sources : RCA, CBRE, AEW

DES TAUX OBLIGATAIRES ASSURÉMENT PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS

- La BCE a réagi à la crise du Covid-19 bien plus vite qu'en 2008, en annonçant des programmes d'achat d'urgence d'obligations successivement de 120Md€ et de 750Md€ pour garantir la stabilité monétaire, maintenant ainsi les taux d'intérêt bas dans la Zone euro depuis mi-mars. La BCE va également octroyer des prêts aux banques aux taux les plus bas jamais atteints (-0.75%).
- Ces nouvelles mesures d'assouplissement monétaire entérinent notre sentiment que les taux souverains resteront plus bas plus longtemps, malgré une légère remontée pour certains pays périphériques.
- Par ailleurs, maintenant que les programmes incluent l'achat d'obligations d'entreprises ne figurant plus dans la catégorie « investissement » des agences de notation, les taux des entreprises devraient baisser également.
- Une étude récente du FMI sur les économies des pays avancés confirme cette hypothèse des taux bas plus longtemps. L'étude mentionne qu'à la fin de l'année 2019 40% des obligations souveraines qui ne sont pas encore arrivées à échéance présentaient un taux d'intérêt inférieur à 1% ou négatif. Cette part devrait atteindre plus de 85% au T1 2020, avant de redescendre à 77% fin 2022.

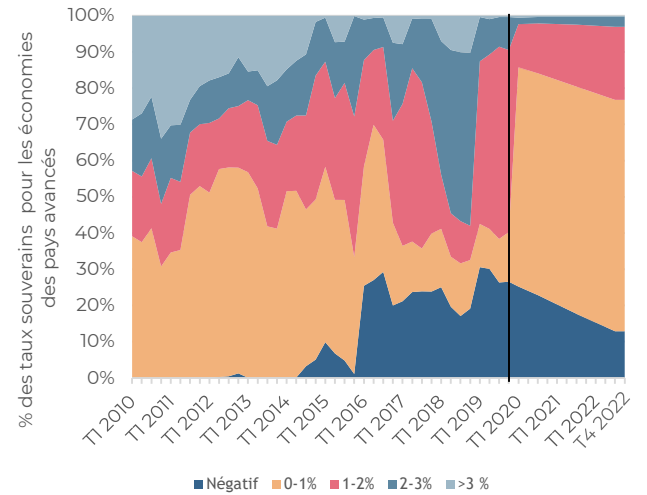
DES TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS MAIS PAS TOUS ÉGAUX

- Comme les investisseurs en produits à revenu fixe évaluent les conséquences à la fois du Covid-19 et des programmes d'achat d'urgence d'obligations annoncés récemment par la BCE à hauteur de 850Md€, les taux souverains de certains pays périphériques, comme l'Espagne, l'Italie, le Portugal ou la Grèce, remontent. Toutefois, n'ayant repris que ces 3 à 4 dernières semaines, le résultat final de ces programmes sur les taux de chaque pays est encore incertain.
- Les valorisations actuelles indiquent que les investisseurs évaluent à près de 250 pdb l'écart entre les taux obligataires allemands et ceux de la Grèce ou de l'Italie, soit un niveau inférieur à l'année dernière.
- De la même façon, l'écart entre les taux allemands et ceux de la Pologne et de la République tchèque est d'environ 175 pdb, là encore un écart inférieur à l'année dernière, en particulier pour la Pologne.
- A contrario, l'écart entre les taux allemands et ceux de l'Espagne et du Portugal est proche de 150 pdb, au-dessus de celui d'il y a un an. L'écart avec la France est aussi supérieur mais reste relativement bas à 50 pdb.
- Cela confirme que les investisseurs sont plus prudents face au risque en ce moment, et que tous les taux plus bas pour plus longtemps ne sont pas égaux dans leur évolution.

DES ÉCARTS NÉGATIFS AVEC LES TAUX DES ENTREPRISES À HAUT RENDEMENT

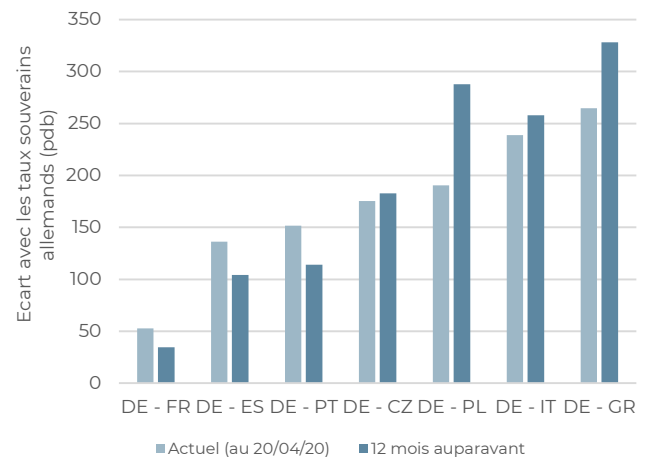
- Comme expliqué dans notre Flash report du 18 mars 2020, les taux des obligations des entreprises européennes à haut rendement sont remontés avec l'arrivée de l'épidémie car les investisseurs craignent une augmentation des défaillances et des pertes.
- Toutefois, le niveau actuel de ces taux ne reflète pas encore l'extension décidée cette semaine du programme de refinancement de la BCE, qui autorise désormais les banques à utiliser des actifs dégradés en catégorie spéculative comme collatéral. Si, comme la Fed, la BCE décide d'acheter elle-même des obligations à haut rendement, nous pouvons nous attendre à une contraction de ces taux l'avenir.
- Mais avant même que les taux des obligations des entreprises européennes à haut rendement ne soient influencés par les mesures monétaires, l'écart est maintenant négatif à -300 pdb pour les investisseurs en immobilier. Cela représente un revirement par rapport aux 8 dernières années. A noter toutefois que cet indicateur de valorisations relatives est toujours en-dessous des niveaux atteints lors de la crise financière de 2008 et même de la crise de la Zone euro en 2011.

Taux souverains des économies des pays avancés



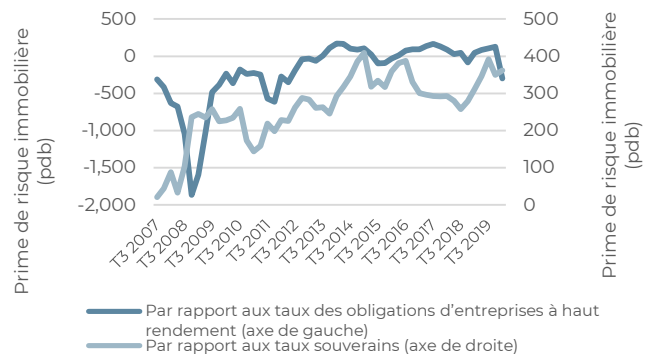
Sources : IMF, AEW

Écarts entre les taux souverains



Sources : Bloomberg, AEW

Écarts entre les taux immobiliers et ceux des obligations d'Etat et des entreprises



Sources : Federal Reserve Economic Data, Bloomberg, CBRE, AEW

DES ÉCARTS ENTRE LES TAUX PRIME ET SECONDAIRES DIFFÉRENTS POUR LES BUREAUX ET LE COMMERCE

- L'analyse des taux pour l'immobilier secondaire révèle que, depuis la crise financière, les investisseurs ont valorisé différemment et de manière plus cohérente les actifs secondaires de bureau et de commerce par rapport aux actifs prime. En effet, le graphique ci-contre montre que l'écart entre les taux prime et secondaires n'a pas retrouvé son niveau de 2007.
- Plus précisément, pour les 8 pays couverts par les données de CBRE, il n'y a eu une normalisation des écarts de taux que pour les bureaux.
- A noter également que les centres commerciaux ont connu une forte réévaluation entre 2013 et 2015, avant que l'écart entre les actifs prime et secondaires ne s'envoient depuis lors, pour rattraper celui des commerces de pied d'immeuble. Cette tendance s'explique principalement par l'impact du e-commerce sur les centres commerciaux non prime, dans lesquels il est difficile d'attirer des locataires des secteurs de la restauration ou autres services.

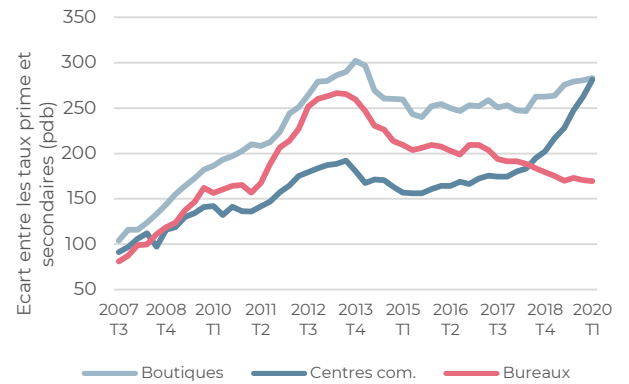
UNE NORMALISATION DES PRIMES DE RISQUE APRÈS 18 MOIS

- En étudiant attentivement l'historique de la valorisation des actifs prime par les investisseurs, nous avons pu estimer les primes de liquidité et de volatilité depuis l'éclatement de la crise financière en 2008. Le graphique ci-contre, qui reprend notre approche des rendements ajustés au risque, montre que les investisseurs ont exigé une augmentation des taux de 60 pdb, en raison de la plus faible liquidité sur le marché et de la plus forte volatilité des rendements globaux après la crise financière.
- Comme expliqué dans nos précédentes études, nous estimons la prime de liquidité à partir de l'historique des volumes investis sur le marché des bureaux à Londres et la prime de volatilité à partir de l'historique de la volatilité des rendements globaux pour l'ensemble des pays européens que nous étudions.
- Après que les effets de la crise se sont atténués et que des solutions pour les actifs soumis à des effets de levier excessifs ont été trouvées, les primes de risque exigées sont redescendues sous les 30 pdb après 15 trimestres. A noter le bref sursaut au 16ème trimestre qui correspond à la crise de la Zone euro.
- Etant donné que la plupart des investisseurs institutionnels en immobilier ont des stratégies de long terme, ils ne devraient pas être impactés par une volatilité des taux sur le court terme. Si les taux souverains restent bas plus longtemps sur les 5 prochaines années, une remontée des taux immobiliers de 30 pdb comme lors de la crise financière ne devrait pas bouleverser nos prévisions de rendements globaux sur 5 ans.

LES PRIMES DE RISQUE DEVRAIENT DAVANTAGE DIVERGER SELON LES SECTEURS

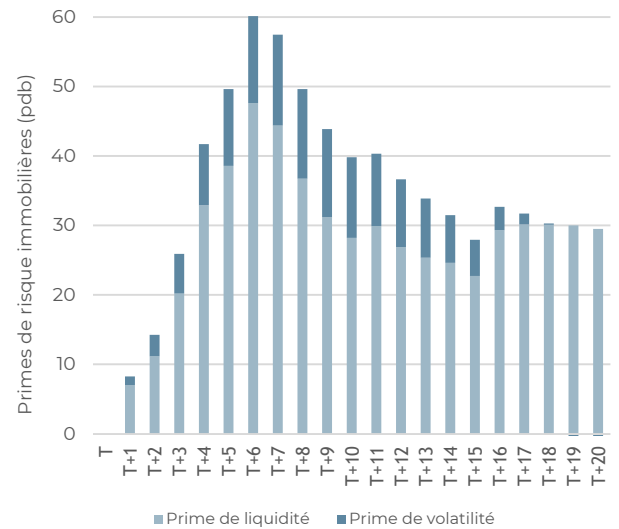
- L'analyse de la prime de risque par secteur révèle que la valorisation du risque pour les actifs de bureaux, la logistique et le commerce est plutôt restée cohérente depuis la crise financière.
- Le graphique ci-contre donne à voir que les primes de risque estimées pour les centres commerciaux sont celles qui ont le plus remonté et qu'elles restent bien au-dessus des autres secteurs, ce qui traduit une liquidité plus faible par rapport à avant 2008.
- Le secteur de la logistique est celui qui a connu la normalisation la plus rapide de ses primes de risque, de 50 pdb au pic à moins de 20 pdb après 5 ans. Cela illustre le changement historique qu'a connu la logistique sur la période en devenant une classe d'actifs mature pour les investisseurs et qui est maintenant portée par des fondamentaux de marché utilisateur plus forts.

Ecart entre les taux immobiliers prime et secondaires



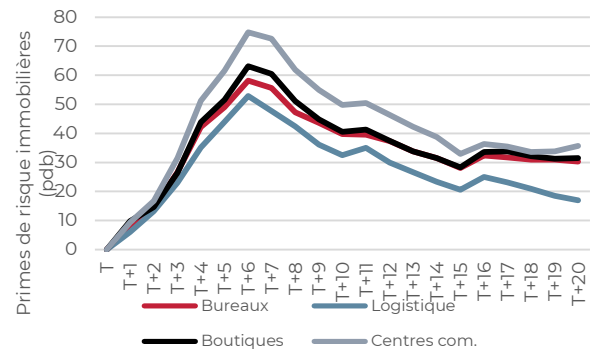
Sources : CBRE, AEW

Moyenne des primes de liquidité et de volatilité depuis 2008



Sources : RCA, CBRE, AEW

Les primes de liquidité et de volatilité par secteur depuis 2008



Sources : RCA, CBRE, AEW

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 69,5 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Décembre 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 31 Décembre 2019, AEW gérait en Europe 33,0 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.

CONTACT 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

CONTACT 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.