

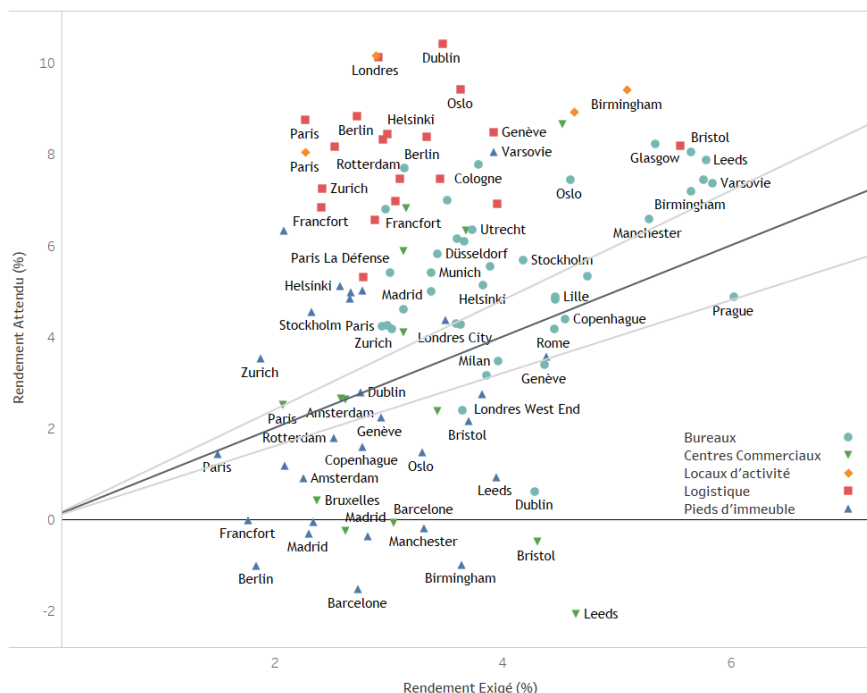


PERSPECTIVES SEMI-ANNUELLES 2021
LES ADAPTATIONS À LA COVID-19

SYNTHÈSE : S'ADAPTER AUX IMPACTS LONG TERME

- La Covid-19 a, à divers degrés, négativement impacté la croissance européenne en 2020. La reprise en 2021-2022 devrait être solide, quelle qu'en soit la vigueur exacte. Toutefois, cette robustesse de la reprise fait ressurgir les craintes d'inflation.
- Malgré une remontée récente de l'inflation, les marchés de swap anticipent toujours une politique des banques centrales impliquant des taux d'intérêts et des taux obligataires bas pour plus longtemps, compte tenu de la sous-utilisation des capacités de production toujours importantes. En conséquence, les taux de rendement immobilier prime devraient rester bas et les valeurs vénales rester stables sur les cinq prochaines années.
- Par rapport à nos perspectives annuelles de fin d'année dernière, nous avons revu à la baisse la croissance des loyers en bureaux et en commerces compte tenu des tendances long terme comme le télétravail et la pénétration du commerce en ligne qui perdureront après la crise de la Covid-19.
- Malgré l'incidence négative sur le rendement locatif, les prévisions sur les rendements globaux restent positives du fait de cette stabilité des valeurs vénales mentionnée plus haut pour la majorité des secteurs sur les cinq prochaines années.
- La mise à jour de notre approche des rendements ajustés du risque fait ressortir 80 marchés jugés attractifs ou neutres sur les 106 marchés couverts sur la base d'un scénario économique central (voir graphique ci-dessous). C'est une légère amélioration par rapport à nos prévisions de septembre 2020 où 77 marchés sur 103 étaient considérés attractifs ou neutres.
- Dans le scénario optimiste, 75 des 106 marchés couverts ressortent comme attractifs ou neutres. Paradoxalement, c'est moins que dans les scénarios pessimiste et neutre. Cela est dû au fait que le scénario optimiste anticipe une remontée des taux obligataires et des taux de rendement initiaux immobiliers, insuffisamment compensés par la croissance des loyers.
- Une fois la crise sanitaire de la Covid-19 surmontée, les marchés devront continuer à s'adapter aux évolutions à long terme de la demande et de l'offre notamment liées aux changements climatiques.

SCÉNARIO PRINCIPAL 2021-25 – RENDEMENTS GLOBAUX PRIME ATTENDUS CONTRE RENDEMENT EXIGÉS PAR MARCHÉS



Sources: AEW Recherche & Stratégie

SECTION 1: CONTEXTE ÉCONOMIQUE

FORTE REPRISE, MAIS LE RISQUE DE RECHUTE DEMEURE

- Compte tenu de la nature exceptionnelle et sanitaire de la crise actuelle, nous fondons nos prévisions de marché sur trois scénarios de PIB différents afin de refléter le degré d'incertitude plus élevé entourant la vigueur précise de la reprise - en rappelant notre scénario de base de Sep-20 pour comparaison.
- Dans notre scénario principal, en raison des confinements prolongés, la modeste croissance du PIB de 2,7 % pour 2021 est suivie de 3,5 % en 2022 dans les 20 pays européens. Sur l'ensemble de la période 2021-2025, la croissance du PIB devrait se normaliser à 2,4 % par an.
- Le scénario pessimiste envisage des confinements supplémentaires et des mesures prolongées entraînant une reprise plus faible de 2,0 % et 2,8 % en 2021 et 2022 respectivement.
- Enfin, le scénario optimiste tient compte d'une reprise plus forte due à un déploiement réussi des vaccins et à la levée des restrictions, avec une croissance du PIB de 3,5 % en 2021 et de 4,5 % en 2022 dans notre univers de 20 pays européens.

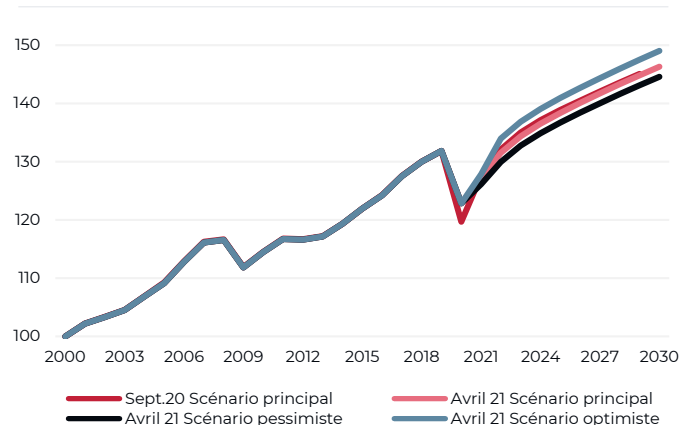
DE SOLIDES REBONDS POUR LA FRANCE, L'ESPAGNE ET LE ROYAUME-UNI

- Dans notre scénario principal, les pays les plus durement touchés en 2020 par les mesures de confinement, comme la France, l'Espagne et le Royaume-Uni, devraient enregistrer les plus forts rebonds de croissance une fois la pandémie enrayerée.
- Le Royaume-Uni devrait notamment rebondir grâce au déploiement précoce et efficace d'un programme de vaccination qui permet déjà au pays de commencer à lever de nombreuses restrictions.
- En revanche, l'Allemagne qui a enregistré une récession beaucoup plus faible en 2020 devrait par conséquent enregistrer une reprise plus faible que ses voisins européens. Le PIB de l'Allemagne en 2020 ne s'est contracté que de la moitié environ des baisses de -8 % à -11 % enregistrées par les autres grandes économies européennes.
- Les rebonds nationaux sont susceptibles d'être corrélés à des facteurs spécifiques à chaque pays, tels que l'exposition au tourisme, aux technologies et aux soins de santé.

ALORS QUE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE REPREND, LES CRAINTES D'INFLATION REFONT SURFACE

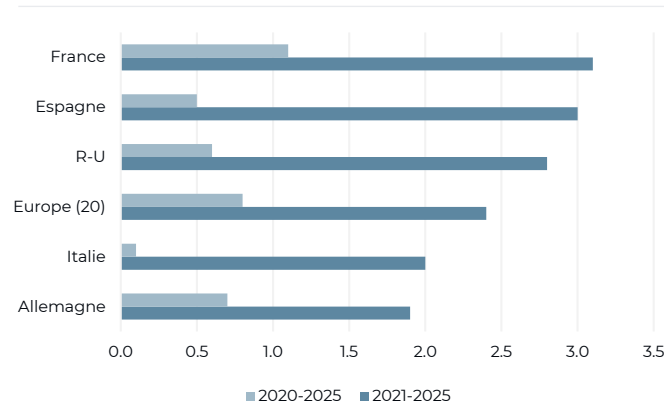
- L'inflation dans la zone euro reste très faible, mais les anticipations d'inflation aux États-Unis ont augmenté en raison des importants programmes de dépenses budgétaires annoncés par le nouveau président américain, de la levée des restrictions et d'un fort rebond de l'activité économique aux États-Unis et en Chine.
- Notre graphique illustre la relation historique entre l'inflation réelle de la zone euro et l'inflation anticipée des États-Unis, étant donné que nous ne disposons pas de données spécifiques sur les anticipations d'inflation dans la zone euro.
- Il existe un certain nombre de raisons de penser que la corrélation positive historique entre les anticipations d'inflation américaines et l'inflation de la zone euro pourrait ne pas se confirmer dans les 12 à 18 mois à venir.
- Premièrement, les taux de vaccination plus lents en Europe par rapport aux États-Unis devraient entraîner un retard dans la reprise économique et l'inflation réelle dans la zone euro.
- Deuxièmement, la réponse budgétaire en Europe a été beaucoup moins significative et n'a pas encore été validée par toutes les parties concernées dans l'UE.

Indice du PIB européen (% par an)



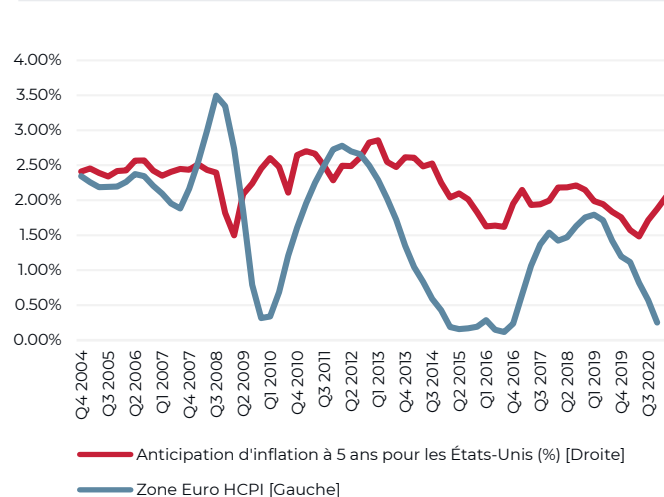
Sources: Oxford Economics, OCDE et AEW Recherche & Stratégie 2020 (Septembre - croissance moyenne simple sur 20 pays)

Croissance du PIB réel - scénario de base (2020-25 vs 2021-25)



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

Inflation réelle de la zone euro par rapport à l'inflation anticipée aux États-Unis - 2004-2020



Sources: FRED St Louis, AEW Recherche & Stratégie

LA MASSE MONÉTAIRE ET L'INFLATION RESTENT DISSOCIÉES

- Comme souligné précédemment, la masse monétaire a augmenté en raison de la poursuite de l'assouplissement quantitatif par les banques centrales en 2020.
- Théoriquement, une augmentation de la masse monétaire combinée à une capacité limitée d'accroître la production à court terme devrait conduire à l'inflation.
- La faible vélocité de la masse monétaire dans l'économie a conduit à un découplage entre la masse monétaire et l'inflation.
- Les raisons de cette moindre vélocité pourraient être liées au fait que les banques commerciales augmentent leurs réserves en prévision de futures pertes sur prêts et que les ménages augmentent leur épargne car les rendements des actifs de retraite sont plus faibles que prévu.
- Si nous supposons que ce découplage se poursuit, les banques centrales disposent d'une marge de manœuvre supplémentaire pour accroître davantage la masse monétaire sans augmenter l'inflation.
- Enfin, la BCE et la BoE pourraient mettre en œuvre une nouvelle approche similaire à celle de la FED, qui n'augmente ses taux directeurs que lorsque l'inflation est restée au-dessus de son objectif pendant un certain temps.
- Cela signifie qu'il est peu probable qu'une augmentation à court terme de l'inflation déclenche immédiatement une hausse des taux d'intérêt.

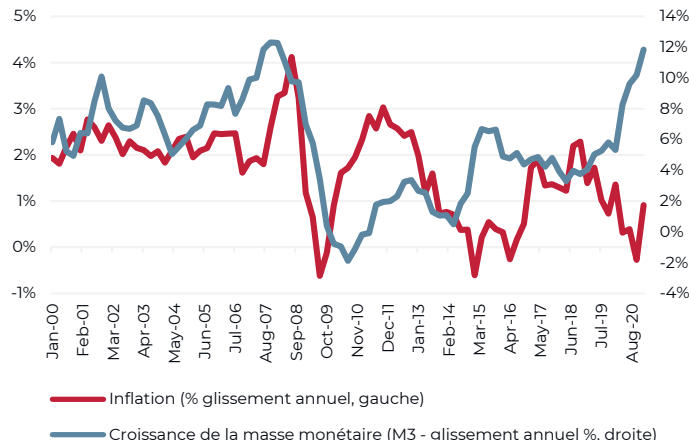
UN ÉCART DE PRODUCTION IMPORTANT POUR AMORTIR L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

- En raison de la crise de la Covid-19, nous avons assisté à une forte augmentation du décalage entre production et capacité productive dans la plupart des pays européens, à des niveaux bien supérieurs à leurs moyennes historiques sur 20 ans.
- Cet écart de production négatif peut être interprété comme la capacité inutilisée de l'économie et constitue une protection contre l'inflation.
- À mesure que les travailleurs sont mis au chômage partiel, qu'ils font moins d'heures, qu'ils sont inactifs ou même qu'ils sont licenciés, il en résulte une capacité de réserve qui peut être mobilisée lorsqu'une reprise économique se dessine, sans augmentation des salaires ou des coûts.
- Cela signifie que l'augmentation anticipée de la croissance économique réelle après la Covid-19 ou la croissance monétaire résultant de la poursuite de l'assouplissement monétaire peuvent être absorbées d'abord par la capacité de réserve disponible avant d'entraîner une augmentation de l'inflation.

LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES IMPLICITES DES SWAPS SIGNALENT DES TAUX BAS POUR PLUS LONGTEMPS

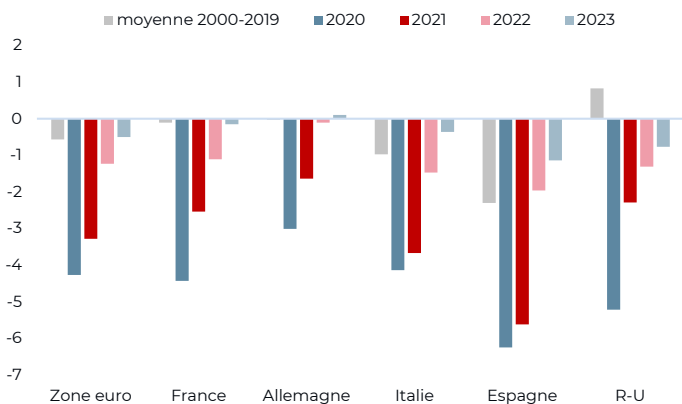
- En complément de l'analyse sur l'inflation ou les politiques monétaires, nous avons trouvé utile d'examiner les rendements obligataires implicites historique des swaps.
- Les investisseurs spécialisés fixent le prix de ces swaps en tenant compte de toutes les données disponibles sur les scénarios macroéconomiques et politiques possibles. Les rendements implicites des obligations d'État sur ce marché peuvent être utilisés comme une indication des rendements futurs.
- Étant donné que les prévisions macroéconomiques ont toujours mal anticipé la normalisation des rendements obligataires au cours des 10 à 12 dernières années, nous favorisons les prix réels.
- Par rapport à notre scénario principal de sept-20, nous constatons que le marché des swaps indique une légère réduction de la vitesse de remontée des rendements obligataires.
- Dans notre modélisation du marché immobilier, cette hypothèse d'un rendement des obligations d'État plus bas pour plus longtemps joue un rôle central dans la stabilité des taux de rendement et des valeurs en capital, indépendamment des évolutions des revenus locatifs.

Croissance du m3 et inflation dans la zone euro (% glissement annuel)



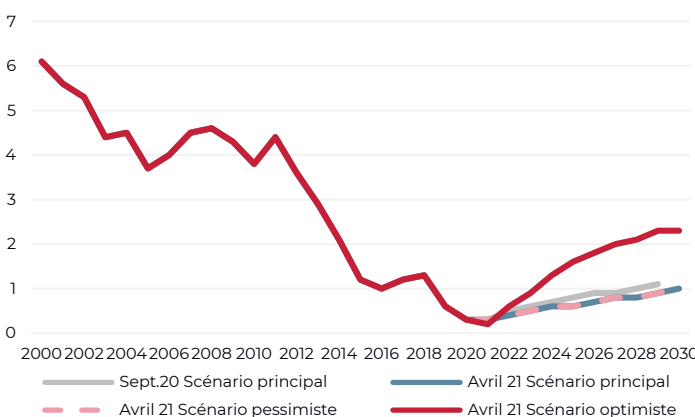
Sources: FRED St Louis, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

Écart de production (% du PIB)



Sources: Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie

Rendements des obligations d'État à 10 ans (% moyenne européenne sur 20 pays)



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

SECTION 2: MARCHÉS LOCATIF ET DE L'INVESTISSEMENT

LE TÉLÉTRAVAIL RÉDUIRAIT DE 1 % PAR AN LA DEMANDE DE BUREAUX EN EUROPE JUSQU'EN 2024

- Les pratiques de travail post-Covid-19 devraient entraîner une augmentation de près de 10 % du télétravail chez les employés de bureau entre 2018 et 2024.
- Mais nous supposons que les utilisateurs qui travaillent occasionnellement ou régulièrement à domicile seront au moins présents à mi-temps au bureau. Cela signifie que le besoin d'espace par rapport aux niveaux actuels ne diminuerait que de 5% sur la période.
- Il s'agit donc d'une réduction de 1 % par an de la demande de bureaux en Europe entre 2018 et 2024 en raison du télétravail qui serait compensée par la croissance anticipée de l'emploi de bureaux dans les 25 marchés européens considérés.
- Sur la base de la congestion routière et avant de prendre en compte d'autres facteurs, les marchés de bureaux les plus touchés par le télétravail devraient être Dublin et Londres puisque le trafic est une justification forte tant pour l'entreprise que pour l'employé pour favoriser le travail à domicile.
- Les marchés de bureaux les plus résilients au télétravail devraient être Copenhague, Berlin, Amsterdam et Varsovie qui devraient conserver des niveaux modérés de congestion du trafic.

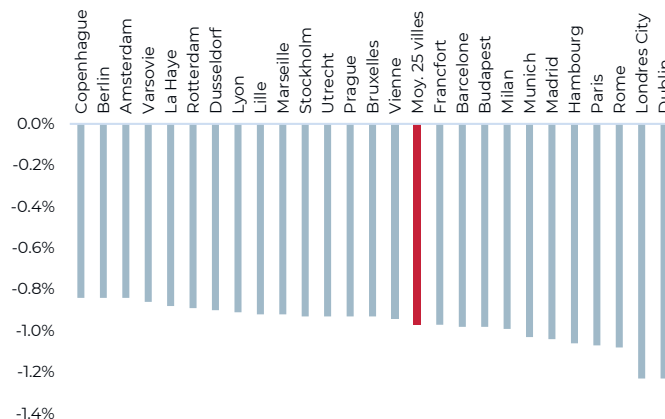
LE TAUX DE PÉNÉTRATION DU E-COMMERCE DEVAIT SE RÉAJUSTER POST-COVID

- La part des ventes en ligne dans le total des ventes de commerce de détail n'a cessé de progresser depuis la crise financière de 2008. Après avoir doublé entre 2012 et 2019 dans la plupart des pays européens, le taux de pénétration du e-commerce a connu une nette augmentation en 2020 en raison des mesures de confinement.
- Alors que les campagnes de vaccination permettront aux consommateurs de retourner dans les magasins physiques, la part des ventes en ligne devrait baisser en 2021. Dès 2022, le taux de pénétration du e-commerce devrait repartir à la hausse, à un rythme toutefois moins soutenu que lors de la période précédente.
- Avec une dette publique plus importante post-Covid, la plupart des gouvernements européens devraient enfin s'intéresser à la fiscalité appliquée aux plateformes de vente en ligne et ainsi rééquilibrer les rapports de force avec les ventes physiques.
- Par ailleurs, les retours de produits rognent les marges des détaillants qui opèrent 100% en ligne, tandis que les enseignes multicanaux ont davantage de moyens pour prendre en charge les articles retournés.
- Les enseignes traditionnelles devraient donc connaître une hausse des ventes en magasin en 2021-2022, ce qui leur permettra d'optimiser leurs réseaux physiques et de développer leurs stratégies multicanaux.

LE COMMERCE ET LES BUREAUX S'ADAPTENT AUX EFFETS À LONG TERME DE LA COVID-19

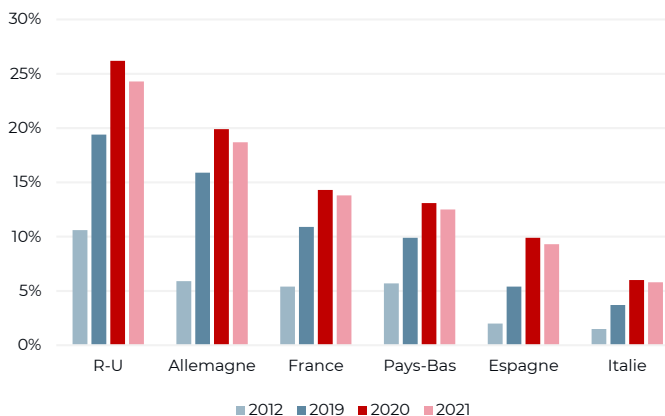
- Sur la base des scénarios macroéconomiques et des dernières données du marché, nos prévisions révisées de croissance des loyers font ressortir la logistique comme le secteur le plus résilient.
- Le boom des ventes e-commerce depuis les premiers confinements devant perdurer, nos prévisions de croissance des loyers en logistique pour avril-21 restent en ligne avec l'année dernière et atteignent plus de 1,5% pour les trois scénarios.
- Malgré l'impact immédiat de la Covid-19, la croissance des loyers reste positive en 2020 pour les bureaux. En raison du retard de la reprise économique et de nos perspectives du télétravail à long terme, la croissance des loyers de bureaux devrait être négative en 2021 avec un rebond plus faible en 2022. Cela justifie les prévisions de croissance des loyers plus faibles sur la période de 5 ans par rapport aux résultats de notre scénario principal de sep-20.
- Étant donné que le secteur du commerce a été touché plus durement que prévu en 2020 et que les mesures de distanciation sociale ne sont pas encore levées, nos prévisions de croissance des loyers sur 5 ans tiennent désormais compte d'une croissance négative des loyers en 2021/2022 pour le commerce de pieds d'immeuble et les centres commerciaux.
- Toutefois, une renégociation large des baux devrait déboucher sur des loyers plus soutenables et faciliter l'adaptation structurelle du secteur.

Réduction implicite due au télétravail du nombre d'employés travaillant au bureau de 2018 à 2024 par ville (en % pa)



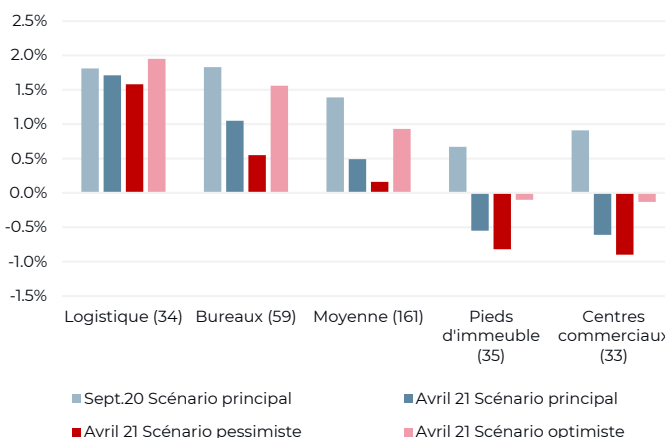
Sources: Eurofound, Eurostat & IRIX, AEW Recherche & Stratégie

Part des ventes en ligne dans le total des ventes – Prévisions post-Covid



Sources: eMarketer, AEW Recherche & Stratégie

Prévisions de croissance annualisée des loyers de prime (5 ans, % 2021-2025)



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

LES TAUX OBLIGATAIRES PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS DEVRAIENT LIMITER LA HAUSSE DES RENDEMENTS IMMOBILIER PRIME

- Les rendements des différentes typologies d'actifs ont divergé en 2020, les marchés utilisateurs et de l'investissement ayant été touchés à des degrés divers par la pandémie.
- En raison du fort appétit des investisseurs et de la demande des utilisateurs, les rendements prime logistiques se sont encore compressés de 30 points de base en moyenne en 2020 malgré la récession.
- Les taux de rendements prime des bureaux sont restés stables en 2020, à 3,90 % en moyenne.
- À terme, nous prévoyons une stabilisation des rendements de ces deux secteurs résilients, après que les taux de rendement logistique auront convergé vers ceux des bureaux prime.
- D'autre part, la Covid-19 a amplifié la remontée déjà en cours des rendements des commerces, respectivement de 50 et 75 points de base en moyenne pour les commerces de pieds d'immeuble et les centres commerciaux. Étant donné que l'on pouvait déjà observer une revalorisation significative des prix avant le Covid-19, nous prévoyons une compression des rendements des commerces après un pic en 2021.
- Toutes les typologies d'actifs immobiliers devraient bénéficier de l'environnement de rendements obligataires souverains plus bas pour plus longtemps qui ont limité l'impact de la Covid-19 en 2020, contrairement à 2008 et devraient maintenir les rendements immobiliers à des niveaux bas pour les années à venir.

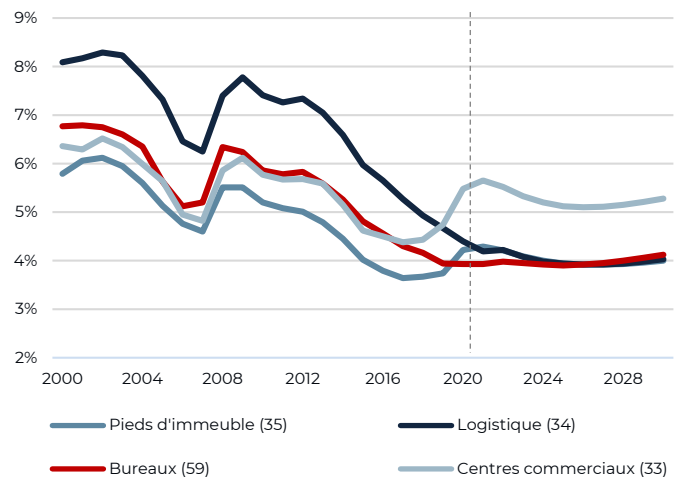
LE FORT REBOND S'ESTOMPE AVEC LA BAISSSE DES LOYERS ET LA STABILITÉ DES RENDEMENTS

- Comme pour les périodes précédentes, nos croissances en valeurs vénales prennent en compte les nouveaux loyers du marché qui s'intègrent dans les revenus à mesure du renouvellement des baux.
- Comme prévu précédemment, les croissances en valeurs vénales en 2020 ont été beaucoup moins affectées que pendant la crise financière mondiale et sont restées positives dans tous les secteurs prime.
- Toutefois, en raison du début d'année au ralenti et des retards dans le déploiement des vaccins en Europe, nos prévisions pour 2021 ont été revues à la baisse, passant de 9 % en septembre 2020 à 5 % dans tous les secteurs dans notre scénario principal actuel.
- Dans le scénario pessimiste, nos projections montrent un rebond moins fort en 2021 à 4,4% avant de suivre la tendance du scénario principal.
- Comme attendu, notre scénario économique optimiste montre des croissances de valeur vénale plus élevées en 2021. Cependant, il produit un résultat inattendu sur l'ensemble de la période des 5 ans en raison de l'impact de la normalisation (décompression) des rendements à long terme. Cela signifie que notre scénario économique optimiste génère des croissances en capital inférieures sur l'ensemble de la période de projection de 5 ans.

LE SCÉNARIO ÉCONOMIQUE OPTIMISTE DÉFAVORABLE POUR LES RENDEMENTS

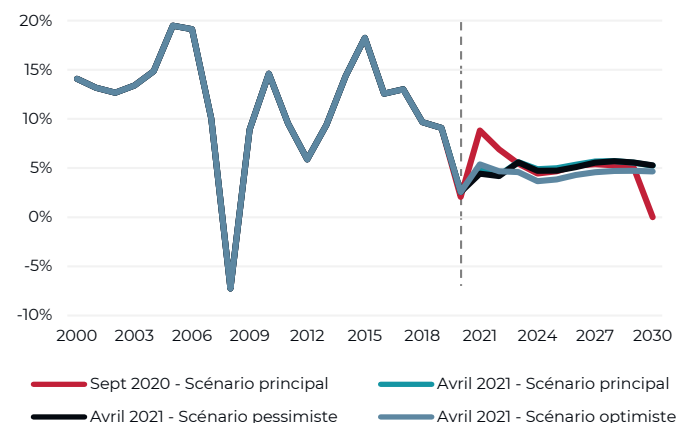
- Comme précédemment, les rendements globaux en logistique prime entre 8 et 9 % par an pour la période 2021-25 se sont montrés résilients à l'impact de la Covid-19 pour les trois scénarios, conformément aux projections de croissance des loyers et à la baisse des rendements.
- Les rendements des bureaux ont été revus à la baisse car l'impact à long terme du télétravail affecte la croissance des loyers. Même avec une stabilité relative des rendements, cela a entraîné une baisse des rendements globaux attendus, qui sont passés de 7 % par an dans notre scénario principal de septembre 2020 à 4-5 %.
- Les rendements du commerce se situent entre 2 et 3 % par an, les centres commerciaux de prime faisant légèrement mieux que les commerces de pieds d'immeuble sur tous les scénarios.
- Cette révision est cohérente avec nos prévisions plus négatives de croissance des loyers, car la pénétration du e-commerce s'est considérablement accélérée pendant la crise du Covid-19 et ne devrait pas s'inverser sur le long terme.
- Nous notons que notre scénario économique optimiste produit des rendements défavorables par rapport aux deux autres scénarios, en raison de la décompression associée des rendements.

Rendements prime moyens (%) - Avril-21 - Scénario principal



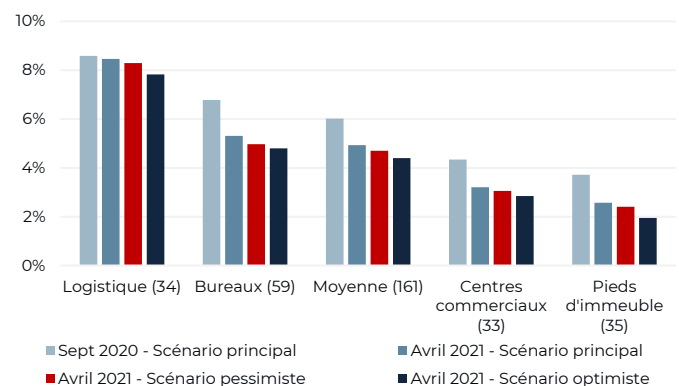
Sources: CBRE, OCDE, Oxford economics, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

Évolution moyenne des valeurs vénales prime (%)



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

Rendement global prime prévisionnel (5 ans, % 2021-2025)



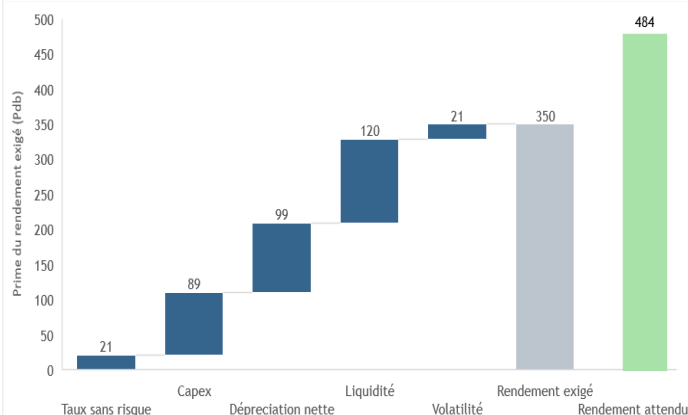
Sources: CBRE, OCDE, Bloomberg, AEW Recherche & Stratégie

SECTION 3 : L'APPROCHE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

MÉTHODOLOGIE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE

- Notre approche des rendements globaux ajustés du risque est basée sur une comparaison entre le taux de rendement exigé et le taux de rendement attendu sur les cinq prochaines années pour chaque marché.
- Le graphique montre que le rendement exigé, basé sur la moyenne de nos 106 marchés européens, est de 350 points de base, tandis que le rendement attendu est de 484 points de base. Cela signifie qu'en moyenne, le rendement attendu a une marge excédentaire positive de 134 points de base par rapport au rendement exigé.
- En outre, nous remarquons que la prime de liquidité est la composante la plus importante du taux de rendement exigé, tandis que le taux sans risque (flooré à zéro pour les taux négatifs) et les primes de volatilité ont la part la plus faible.
- En comparant le taux de rendement attendu avec le taux de rendement exigé, nous classons les marchés comme attractifs, neutres ou moins attractifs.
- Par conséquent, si le taux de rendement attendu est supérieur au taux de rendement exigé et ne se trouve pas dans la zone neutre, nous le classons comme marché attractif et vice versa.

Rendement exigé vs rendement attendu

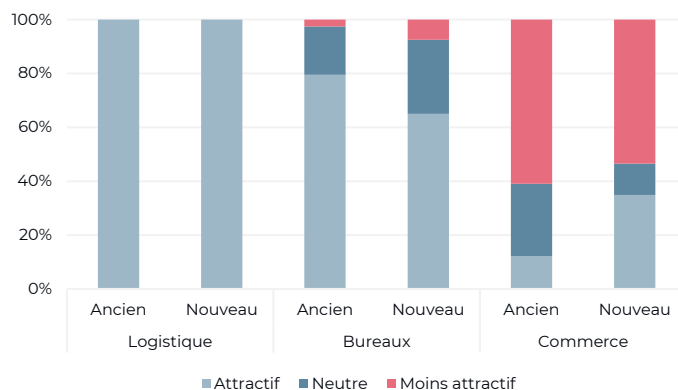


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

LE TÉLÉTRAVAIL IMPACTE LA VALEUR RELATIVE DU BUREAU

- Si nous considérons les résultats au niveau sectoriel à travers l'Europe dans notre scénario principal, nous remarquons tout d'abord que tous les marchés logistique restent attractifs, tant dans nos précédentes perspectives annuelles de 2021 que dans notre mise à jour actuelle de mi-année 2021.
- Ensuite, le secteur des bureaux est affecté par le fait que davantage de marchés sont classés comme neutres (de sept lors des perspectives annuelles à onze dans notre mise à jour de mi-année). Ceci est dû à l'impact du télétravail sur les prévisions de croissance des loyers sur plusieurs marchés. Néanmoins, la majorité des marchés de bureaux restent attractifs malgré cet impact négatif du télétravail.
- Enfin, le tableau dans le secteur du commerce de détail est mitigé, la majorité des marchés étant moins attrayants car les tendances du e-commerce entravent la croissance des revenus. Cependant, le nombre de marchés attractifs a augmenté du fait de la correction des prix au cours des trimestres précédents, ce qui offre de nouvelles opportunités sur certains marchés du commerce.

Répartition des marchés par degré d'attractivité (ancien vs nouveau scénario principal) par secteurs

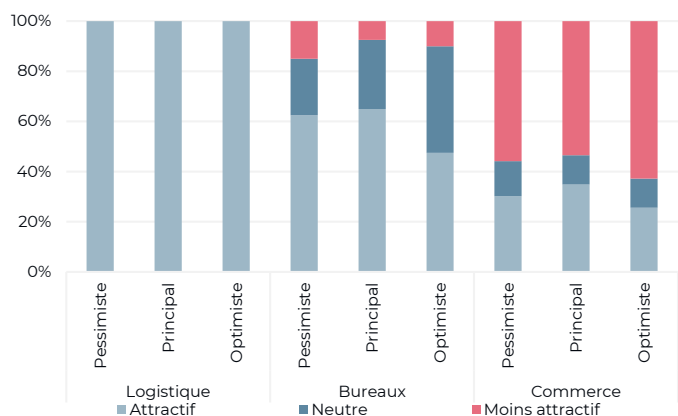


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

LE SCÉNARIO OPTIMISTE DÉFAVORABLE DANS UN CONTEXTE DE NORMALISATION DES RENDEMENTS

- Si nous considérons la différence entre notre scénario principal et notre scénario pessimiste et optimiste, nous constatons que les impacts sont répartis de manière inégale entre les secteurs.
- Tout d'abord, et conformément à nos résultats précédents, la logistique semble ne pas être affectée par les scénarios, car les rendements attendus sont robustes dans les trois scénarios.
- Toutefois, pour le secteur des bureaux, l'impact est plus net, car le scénario optimiste est moins favorable. Cela pourrait être contre-intuitif, mais notre scénario économique optimiste suppose, des rendements obligataires et immobiliers plus élevés, qui ne sont pas suffisamment compensés par une croissance économique et une inflation plus fortes.
- Pour le secteur du commerce, nous observons une tendance similaire, à savoir que notre scénario principal présente un plus grand nombre de marchés attractifs, suivis par le scénario pessimiste et optimiste. De nouveau, cela est logique car les mouvements de rendement, surtout dans l'environnement actuel de taux d'intérêt bas, ont des impacts plus importants sur les valeurs vénales et les rendements globaux.

Répartition des marchés par degré d'attractivité (scénario pessimiste vs scénario principal vs scénario optimiste) selon les secteurs

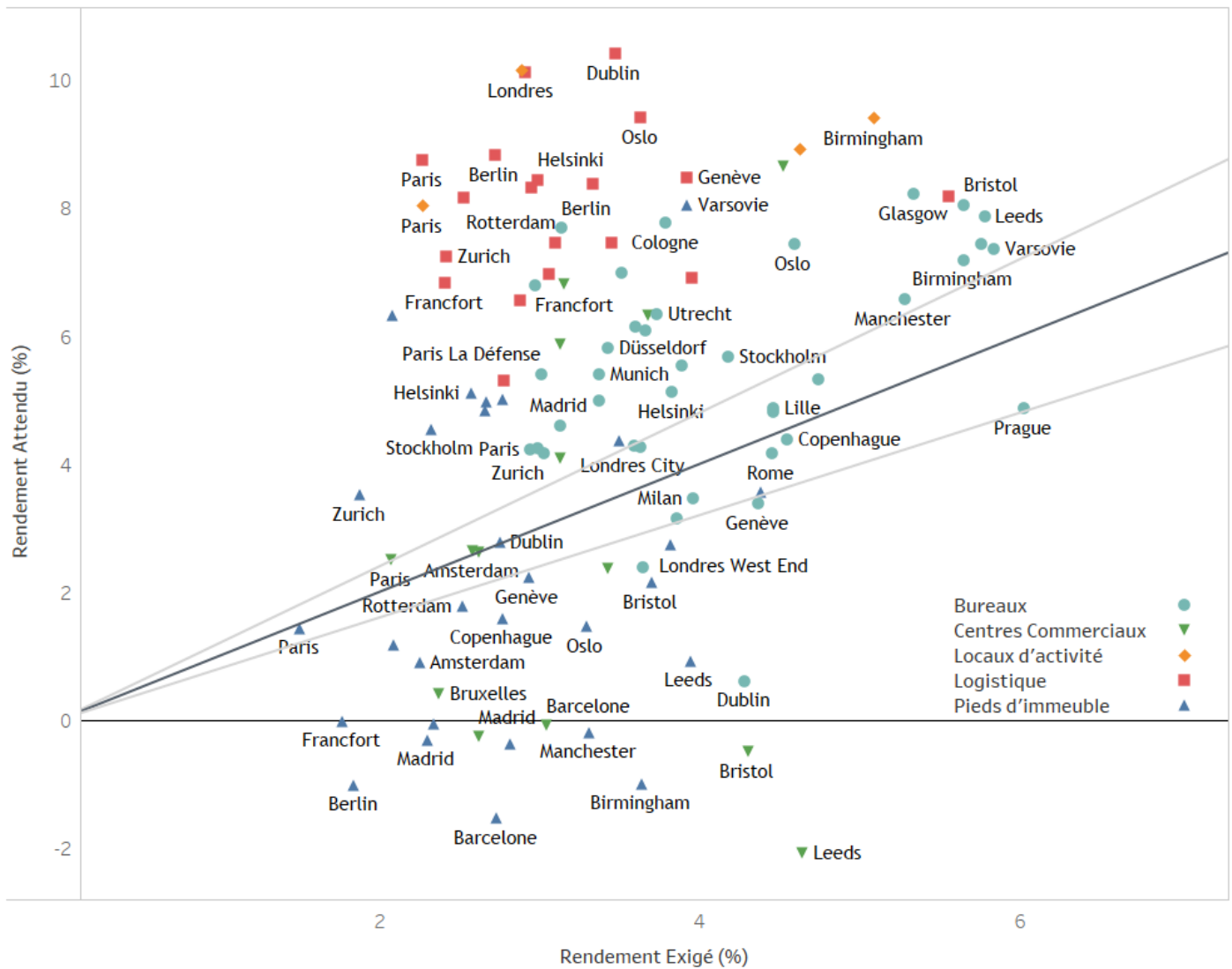


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OCDE, AEW Recherche & Stratégie

DES TRAJECTOIRES CLAIREMENT DIVERGENTES ENTRE TYPOLOGIES D'ACTIFS APRÈS LA PANDÉMIE DE LA COVID-19

- Dans l'univers analysé qui est passé de 103 à 106 marchés depuis nos dernières prévisions, nous constatons une légère amélioration des perspectives de rendements globaux ajustés du risque.
- Le graphique en nuages de point se lit ainsi : rendement global exigé en abscisse et rendement global attendu en ordonnée sur les cinq prochaines années. Les marchés situés entre les deux lignes grises ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- La performance de la logistique est confirmée, soutenue par la forte croissance du commerce en ligne et de l'intégration améliorée dans notre modélisation économique. Les grandes agglomérations urbaines comme Londres, Paris et Berlin devraient rester parmi les plus attractifs en termes de rendement ajusté du risque, tandis que Dublin pourrait bénéficier du Brexit.
- Sur les marchés de bureau, la performance est plus contrastée, avec des effets différents du télétravail: les marchés régionaux pourraient se révéler plus résilients que les grandes villes, comme analysé dans notre rapport de mars sur le télétravail.
- Enfin, sans surprise, la plupart des marchés de commerces de pied d'immeuble et de centres commerciaux ressortent comme moins attractifs, toujours avec le commerce en ligne en explication. Il y a des exceptions positives, comme Milan..

Scénario principal 2021-25 – rendements globaux prime attendus contre rendement exigés par marchés

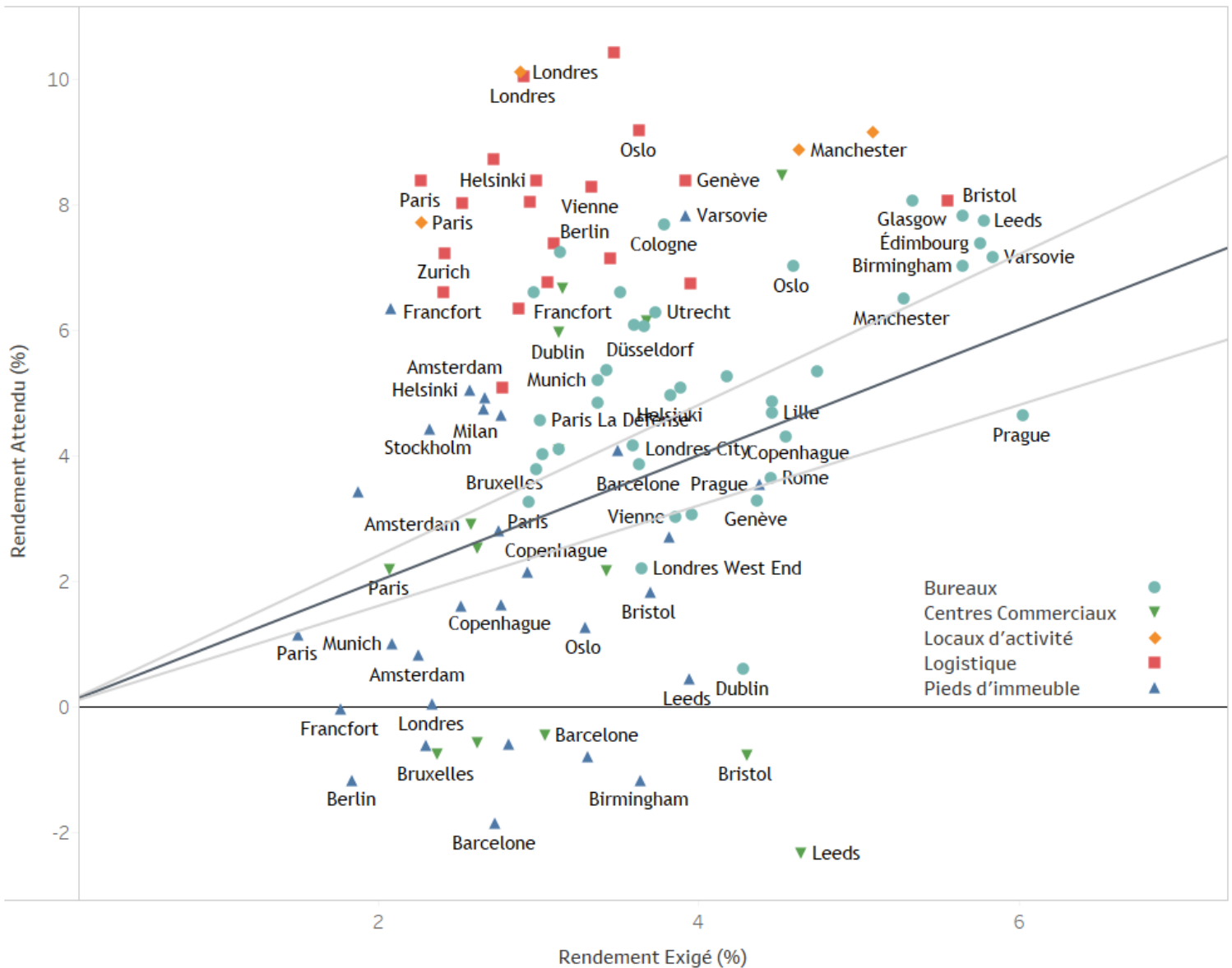


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, AEW Recherche & Stratégie

LE SCÉNARIO PESSIMISTE CONFIRME LA DIVERGENCE ENTRE TYPOLOGIES D'ACTIFS

- Le scénario pessimiste ne revoit que légèrement à la baisse les rendements globaux attendus par rapport au scénario de base.
- Le graphique en nuages de point se lit ainsi : rendement global exigé en abscisse et rendement global attendu en ordonnée sur les cinq prochaines années. Les marchés situés entre les deux lignes grises ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- Premièrement, le scénario pessimiste confirme la divergence entre les typologies d'actifs avec la logistique qui continue de surperformer les autres secteurs.
- Deuxièmement, le marché de bureau de Paris et les marchés de commerces de Rome passent en neutres, alors qu'ils étaient attractifs dans le scénario principal. C'est la conséquence d'une croissance des loyers plus faibles dans une reprise économique plus lente dans le scénario pessimiste.

Scénario pessimiste 2021-25 – rendements globaux prime attendus contre rendement exigés par marchés

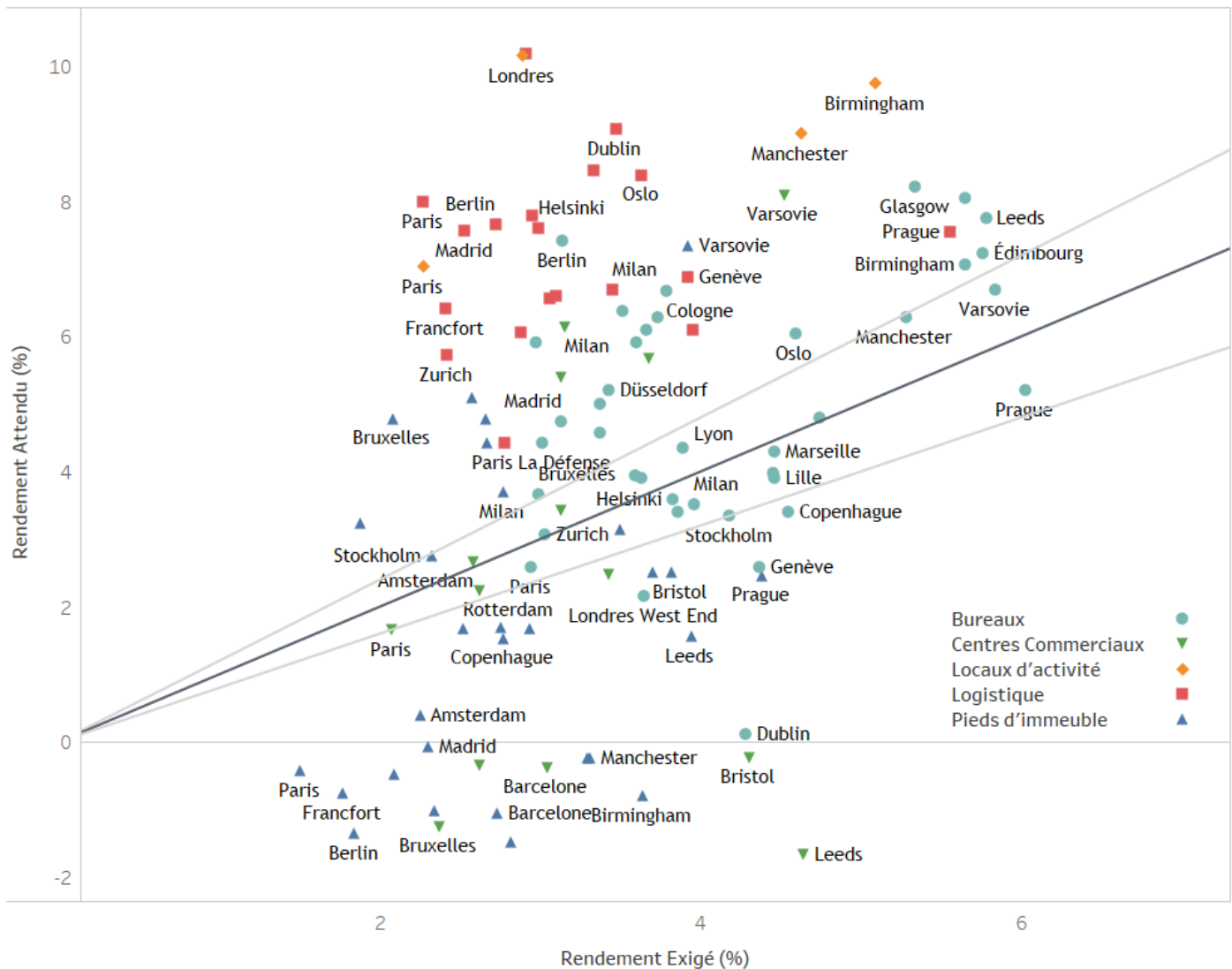


Sources: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD & AEW

LE SCENARIO OPTIMISTE MET EN EVIDENCE L'IMPACT DE LA NORMALISATION DES TAUX OBLIGATAIRES SUR DES RENDEMENTS ATTENDUS PLUS BAS

- Dans le scénario optimiste, les rendements attendus sont davantage corrigés à la baisse, par rapport au scénario de base, en particulier pour les marchés les plus volatils. Cependant cet ajustement à la baisse rapproche les marchés attractifs et moins attractifs.
- En examinant les résultats de notre scénario optimiste, nous soulignons que nos rendements attendus montrent un ajustement à la baisse par rapport à notre scénario de base, en particulier pour les marchés qui seront plus sensibles. Cependant, cet ajustement à la baisse se traduit par des déclassements vers des marchés moins attractifs.
- Le graphique en nuages de point se lit ainsi : rendement global exigé en abscisse et rendement global attendu en ordonnée sur les cinq prochaines années. Les marchés situés entre les deux lignes grises ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- Premièrement, les taux obligataires se normalisent dans un scénario économique plus optimiste ce qui se répercute à la baisse sur les valeurs vénales sans être entièrement compensé par la croissance locative. De fait, davantage de marchés passent en moins attractifs comparé aux scénarios principal ou pessimiste.
- Deuxièmement, les marchés de bureaux de Copenhague/Stockholm et de Zurich sont les plus impactés par la baisse des rendement due à la normalisation des taux obligataires. Ces marchés offrent des taux de rendement bas et les perspectives de croissance économique sont limitées.

Scénario optimiste 2021-25 – rendements globaux prime attendus contre rendement exigés par marchés



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

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 69.8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Décembre 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 31 Décembre 2020, AEW gère en Europe 34.6 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 21 Mrds€ en Europe.

RESEARCH & STRATEGY CONTACTS

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



Dr. Dennis Schoenmaker
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



Ismail Mejri
DATA ANALYST
Tel +33 (0) 1 78 40 39 81
Ismail.mejri@eu.aew.com

INVESTOR RELATIONS CONTACT

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.