

AEW RECHERCHE | EUROPE

# Perspectives Européennes 2025

## METTEZ LE MOTEUR EN MARCHÉ

NOVEMBRE 2024



# Perspectives européennes 2025

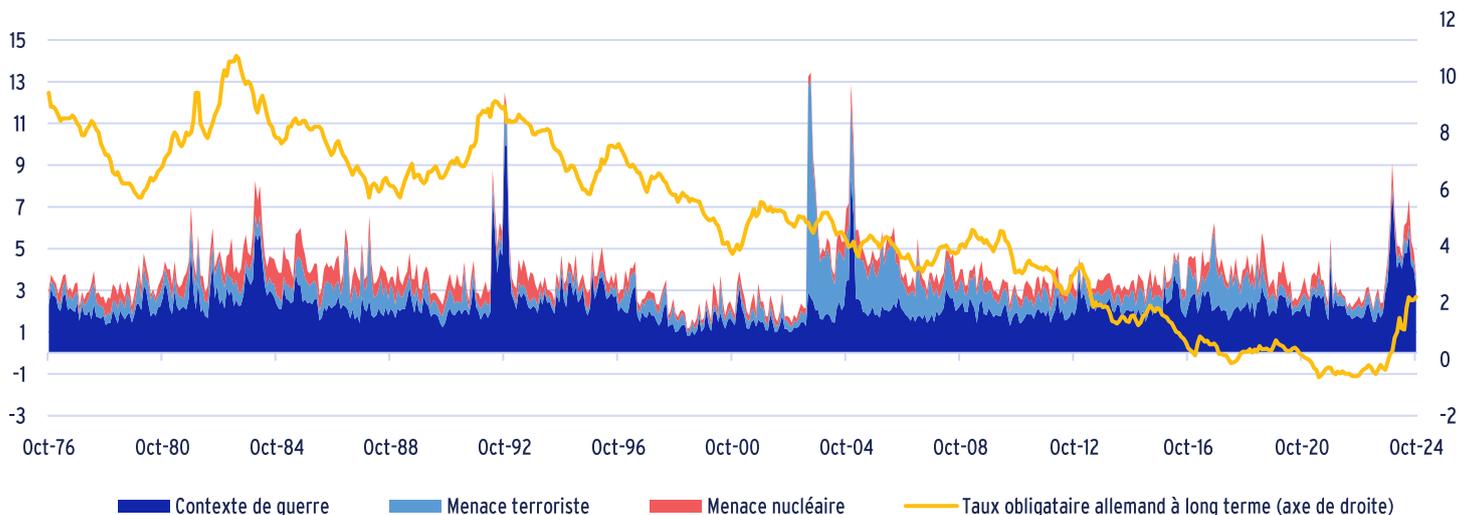
NOVEMBRE 2024

## TABLE DES MATIÈRES

MESSAGES CLÉS	3
Section 1 : Contexte économique	4
Section 2 : Marchés immobiliers et perspectives	6
Section 3 : Point sur le marché de la dette et du déficit de financement	10
Section 4 : Analyse des rendements ajustés aux risques	11
<b>ÊTES-VOUS PRÊTS POUR LA REPRISE ?</b>	

À l'heure du bilan de l'année 2024, l'incertitude géopolitique reste au cœur des préoccupations de nombreux investisseurs. Les conflits armés en Ukraine et au Moyen-Orient se sont aggravés sans résolution immédiate à l'horizon. Malgré ces incertitudes, les banques centrales ont commencé leur cycle de baisse des taux directeurs depuis que l'inflation a été ramenée en-dessous de son niveau cible. L'inflation pourrait redevenir une préoccupation si les gouvernements récemment élus entérinent les mesures politiques envisagées en matière d'immigration et de barrières commerciales. Entre-temps, l'Allemagne reste enlisée dans une récession, même si celle-ci demeure modérée et qu'une contagion au reste de l'Europe a été évitée. Les marchés obligataires et boursiers ont rebondi à la faveur des baisses de taux d'intérêt entrées en vigueur. La question clé pour nos perspectives européennes 2025 est la suivante : « Alors que les perspectives économiques restent incertaines et que les investisseurs intègrent encore les baisses de valeurs, est-il temps de se préparer pour profiter du rebond cyclique ? »

INCERTITUDE POLITIQUE PAR CATÉGORIE DE MENACE SUR LA BASE DE LEURS MENTIONS DANS LES MÉDIAS DU ROYAUME-UNI ET DES ÉTATS-UNIS



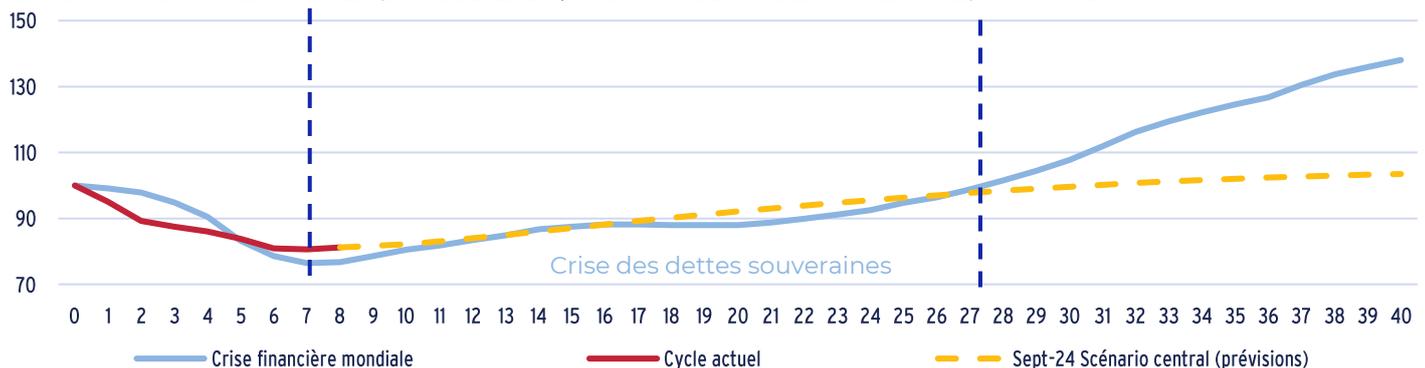
Sources : AEW Recherche & Stratégie avec Matteo Iocoviello, au T3 2024

Veillez noter qu'il n'y a aucune garantie que les prédictions, projections ou prévisions contenues dans ce rapport se réalisent.

## SIGNAL POSITIF POUR L'IMMOBILIER EUROPÉEN, NOTAMMENT POUR LES BUREAUX PRIME

- Les banques centrales ont commencé leur cycle tant attendu de baisse des taux d'intérêt au début du second semestre 2024, l'inflation étant descendue sous la cible des 2 %. Bien que l'Allemagne s'enlise dans la récession, nos prévisions de croissance modérée du PIB pour les 20 pays couverts restent inchangées. Le taux de rendement moyen des obligations d'État devrait baisser à 3,0 % d'ici 2029, contre 3,2 % au troisième trimestre 2024.
- Les coûts d'emprunt en zone euro devraient légèrement baisser à 3,6 % d'ici le quatrième trimestre 2025, contre 3,8 % au troisième trimestre 2024. Les taux de rendement immobiliers s'élèvent à 5,2 % en moyenne, toutes typologies confondues en zone euro, rendant la dette à nouveau relative pour les investisseurs. C'est également le cas au Royaume-Uni, mais dans une moindre mesure, car les taux swap et les marges britanniques restent plus élevés que dans la zone euro.
- Notre scénario central prévoit une croissance inchangée des loyers prime à 2,1% par an pour 2025-29 par rapport à nos prévisions de mars 2024. Les loyers des bureaux prime affichent une croissance de 2,6 % par an, devançant le résidentiel et la logistique. La polarisation entre les meilleurs actifs de bureaux et ceux de moins bonne qualité ou moins bien localisés s'exacerbe toutefois, avec un taux de vacance qui continue d'augmenter.
- Reflétant des fondamentaux plus favorables, l'enquête « IPE Real Assets Expectations Indicator » du T2 2024 a enregistré la plus forte amélioration de la confiance des sociétés de gestion en termes de perspectives de croissance des valeurs vénales depuis 2013, notamment pour le résidentiel et l'industriel. Alors que les bureaux et le commerce étaient à la traîne, la confiance envers ces deux secteurs s'est également sensiblement améliorée.
- Les volumes investis en immobilier en Europe pourraient atteindre 170 milliards d'euros en 2024 et 200 milliards d'euros en 2025, en hausse par rapport aux 150 milliards d'euros investis en 2023, à mesure que les attentes en termes de prix entre vendeurs et acquéreurs se rejoignent. La reprise reste toutefois modérée du fait de la baisse des valeurs en capital en bureaux et sur les autres typologies traditionnelles. Les secteurs alternatifs ont, en revanche, progressé et représentent un pourcentage record de 18 % des volumes investis sur les quatre derniers trimestres.
- Avec la baisse anticipée des taux obligataires, les taux de rendement des bureaux prime devraient se compresser de 70 points de base au cours des cinq prochaines années, suivis par la logistique et des centres commerciaux avec une compression de 40 points de base chacun. Au cours de la même période, les taux de rendement prime en résidentiel et en commerces de pied d'immeuble devraient baisser respectivement de 30 et 20 points de base.
- Les niveaux de loyers et de taux de rendement attendus dans notre scénario central conduisent à un rendement global moyen de 9,2 % par an tous secteurs confondus sur la période 2025-2029. Cependant, si les récentes préoccupations sur un retour d'une inflation plus élevée et une baisse des taux directeurs moins rapide se matérialisent, le rendement attendu pourrait être ramené à 8,6% dans ce scénario pessimiste.
- Les bureaux « prime » affichent le rendement global attendu le plus élevé, à 10,9 % par an au cours des cinq prochaines années, grâce au rebond des valeurs, à l'amélioration des perspectives de croissance des loyers et à la compression des taux de rendement. En termes de marché, la France surperformerait avec un rendement moyen de 10,3 % par an.
- Pour la première fois, AEW fait également des prévisions sur les loyers et les taux de rendement des actifs dits « secondaires » (en termes de qualité ou de localisation) couvrant 39 marchés en Europe. Les rendements globaux attendus sont de 9,1 % par an pour ces marchés « secondaires » contre 9,7 % par an pour les marchés « prime » à périmètre équivalent. Les rendements globaux pour les actifs « secondaires » reflètent un meilleur rendement locatif, de 6,7 % par an, tandis que les actifs « prime » bénéficient d'une croissance en capital plus élevée grâce à la compression attendue des taux de rendement.
- Ces perspectives de rendement peuvent sembler optimistes mais sont cohérentes avec le rebond des valeurs en capital constaté après la crise financière mondiale. Après une baisse similaire des valeurs pendant deux ans, il a fallu sept ans pour retrouver les niveaux d'avant la crise financière mondiale de 2008. Le scénario central d'AEW prévoit que les valeurs en capital reviendront à leur niveau du deuxième trimestre 2022 après sept ans et demi, soit au quatrième trimestre 2029.
- D'autres signaux positifs sont constatés du côté du déficit de financement en immobilier en Europe dont l'estimation est ramenée à 86 milliards d'euros pour 2025-27 contre 99 milliards d'euros pour 2024-26 projetés précédemment. En pourcentage des prêts octroyés, le déficit de financement passe de 17 % à 13 % pour les trois prochaines années. Comme auparavant, les prêts garantis par des collatéraux situés en Allemagne et par des bureaux constituent la plus grande partie du déficit.
- Enfin, notre analyse des rendements ajustés aux risques constitue un autre signal positif avec 92 % des 168 marchés européens couverts classés comme neutres ou attractifs. En comparant le rendement global moyen attendu de 9,0 % par an en Europe et un rendement exigé en progression à 7,3 % par an, les investisseurs peuvent s'attendre à une différence de 170 points de base en moyenne sur les 168 marchés couverts.

INDICE MOYEN EUROPÉEN DES VALEURS VÉNALES (2007T3 & 2022T2=0, CRISE FINANCIÈRE MONDIALE VS. CYCLE ACTUEL) - 154 MARCHÉS



Sources : AEW Recherche & Stratégie et CBRE au T3 2024

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE - LES BAISSES DES TAUX DIRECTEURS EN SOUTIEN

### REPRISE MODÉRÉE DE LA CROISSANCE ET À PLUSIEURS VITESSES

- Dans sa dernière mise à jour, Oxford Economics prévoit que le PIB de la zone euro augmentera de 0,8 % en 2024 et de 1,1 % en 2025, une légère révision à la baisse en raison notamment de la croissance décevante en Allemagne. La plus grande économie européenne est enlisée en récession avec un premier semestre de croissance du PIB négative.
- Une reprise économique modérée et à plusieurs vitesses est attendue pour 2025, avec une croissance du PIB allemand de 0,5 % pour 2025, suivie par la France à 1,0 % et le Royaume-Uni à 1,5 %.
- Ces différences peuvent s'expliquer par différents niveaux de vulnérabilités aux conflits armés en Ukraine et au Moyen-Orient, ainsi que par des politiques monétaires engagées encore récemment pour contenir l'inflation.
- Notre scénario pessimiste considère une croissance plus faible du PIB résultant d'une augmentation inattendue de l'inflation forçant les banques centrales à revenir sur les récentes réductions de taux.
- En revanche, notre scénario optimiste suppose que la croissance du PIB s'accélère et que l'inflation reste en deçà des niveaux cibles des banques centrales.
- La probabilité du scénario central est dégradée par les niveaux plus élevés d'incertitude géopolitique.

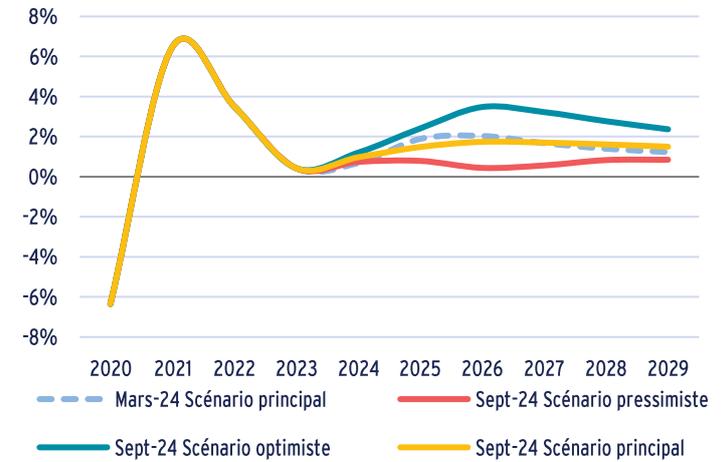
### DES TAUX EN BAISSÉ AVEC LA NORMALISATION DE L'INFLATION

- L'inflation de la zone euro est descendue sous la cible, à 1,8 % en glissement annuel en septembre 2024 et le Royaume-Uni devait suivre. Cependant, l'IPC britannique a baissé encore plus à 1,7 % ce mois-ci, contre 2,2 % en août.
- Selon les prévisions d'Oxford Economics (OE), l'inflation dans la zone euro devrait diminuer d'ici la fin de 2025 pour atteindre 1,6 %, ce qui est bien inférieur au taux d'inflation cible de la BCE de 2,0 %.
- En raison de la baisse de l'inflation et de la faiblesse de la croissance, la BCE a réduit son principal taux directeur de 4,00 % à 3,25 % depuis juin. De nouvelles réductions devraient ramener le taux directeur à 2,00 % d'ici fin 2025.
- L'inflation britannique devait rester plus élevée en 2025 que celle de la zone euro, à 2,4 %, mais comme elle a baissé plus que prévu en août, il est probable qu'elle soit révisée.
- Après avoir réduit les taux d'intérêt en août et novembre, la BoE devrait procéder à des nouvelles baisses entre 2025 et 2027.
- Les transactions sur les obligations d'État à 10 ans tiennent généralement compte de ces baisses anticipées des taux directeurs des banques centrales.

### LES TAUX DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DEVRAIENT CONTINUER À SE RESSERRER

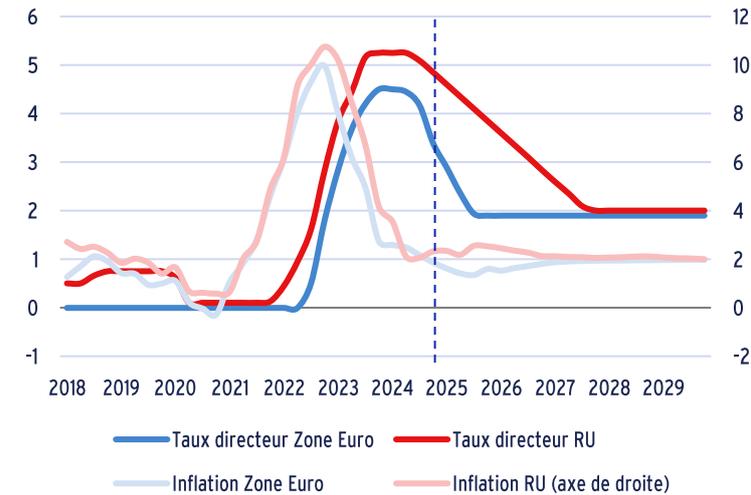
- En raison de la baisse de l'inflation et des réductions attendues des taux directeurs des banques centrales, les taux des obligations d'État devraient également refluer.
- Le taux moyen des obligations d'État à 10 ans dans les 20 pays européens devrait se resserrer progressivement de 50 points de base pour atteindre 3,0 % au cours des cinq prochaines années, par rapport au point haut de 3,5 % atteint à la fin de l'année 2023.
- C'est un peu plus que les 2,9 % attendus en mars-24, mais proche des 3,4 % de la moyenne sur vingt ans avant la pandémie.
- Dans notre scénario pessimiste, les taux des obligations d'État devraient culminer à 4,0 % en 2026. Dans le scénario optimiste, un niveau plancher de 2,1 % est prévu pour 2026, pour revenir à 2,7 % en 2029.
- Étant donné la forte corrélation historique entre les taux des obligations d'État et les taux swap à 5 ans, la baisse des taux obligataires se répercute favorablement sur les coûts d'emprunt des investisseurs immobiliers.
- Les coûts d'emprunt « all-in » de la zone euro devraient ainsi baisser à 3,6 % d'ici le quatrième trimestre 2025, tandis que les coûts d'emprunt au Royaume-Uni devraient être ramenés à 5,4 % au quatrième trimestre 2025.

TAUX DE CROISSANCE DU PIB EUROPÉEN (MOYENNE EUROPÉENNE SUR 20 PAYS, % PA)



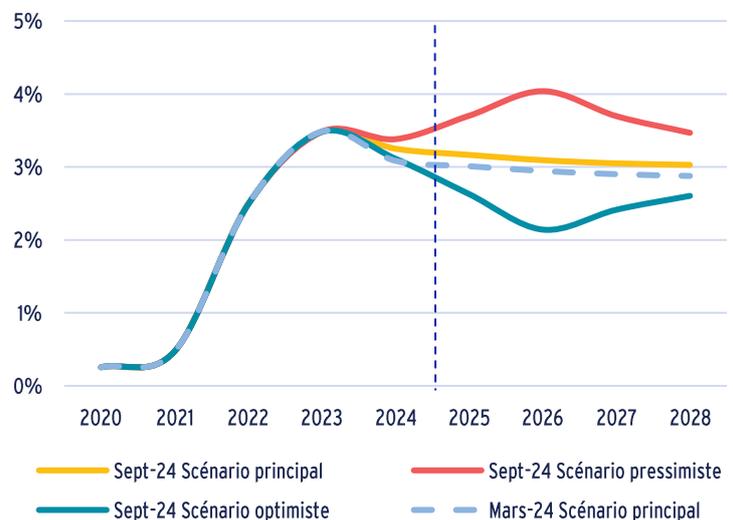
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

INFLATION DE LA ZONE EURO ET DU ROYAUME-UNI, TAUX DIRECTEURS DE LA BCE ET DE LA BOE (% PA)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

TAUX SOUVERAINS 10 ANS (% MOYENNE EUROPÉENNE DE 20 PAYS)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE – SIGNAUX MITIGÉS DES MARCHÉS COTÉS ET NON-COTÉS

### REBOND DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE ET DES VENTES AU DÉTAIL

- Malgré une révision à la baisse des prévisions de croissance du PIB de la zone euro pour 2025, ramenées à 1,1 %, Oxford Economics prévoit toujours une amélioration de l'activité économique.
- Les indicateurs avancés suggèrent que le point d'inflexion est proche. En conséquence, la croissance de la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro devrait reprendre de la vigueur en 2025-2026.
- Les projections des ventes au détail indiquent que les dépenses de consommation se redresseront progressivement en 2025-2026, grâce à l'accélération de la croissance des revenus réels et à la maîtrise de l'inflation.
- À environ 2 % par an, la croissance de la production industrielle et des ventes au détail prévue pour 2027-2029 est revenue aux niveaux d'avant la pandémie.
- Ces moteurs intermédiaires soutiendront les facteurs structurels de la demande en logistique et des actifs de commerce.

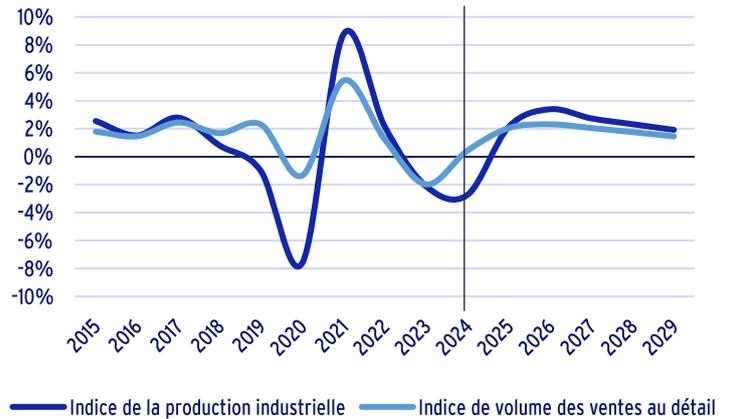
### LE REBOND DES FONCIÈRES EUROPÉENNES ANTICIPE LA REPRISE DES MARCHÉS PRIVÉS

- La forte baisse de valeur des foncières européennes à partir de fin 2021, au moment où l'inflation accélérerait et où les hausses de taux étaient attendues, s'est répercutée sur les indices de valeur de l'immobilier privé.
- Sur une période de deux ans, les valeurs des foncières cotées ont baissé de 40 %, pénalisées par le sentiment de marché négatif sur les niveaux et les coûts d'endettement ainsi sur l'exposition aux actifs de bureaux.
- Avec un retard de trois trimestres, les indices du marché non-cotés tels que l'indice de CBRE des valeurs vénales prime et de l'INREV Asset Level Index fondé sur les valeurs d'expertise sont également passés d'un point haut à des baisses de 20 % et 17 % respectivement.
- Depuis mi-2023, les foncières ont rebondi de 22 % alors que les deux indices privés de valeurs immobilières se sont stabilisés (INREV) ou ont connu des améliorations marginales (CBRE).
- Ce rebond des foncières devrait être un indicateur positif pour les fonds non cotés puisque les deux typologies d'investisseurs ciblent les mêmes actifs à l'acquisition.
- Les émissions d'obligations et d'actions par les foncières cotées européennes ont augmenté en 2024 après un point bas, leur fournissant davantage de liquidités.

### LA COLLECTE NETTE RESTE NÉGATIVE POUR LES FONDS IMMOBILIERS GRAND PUBLIC

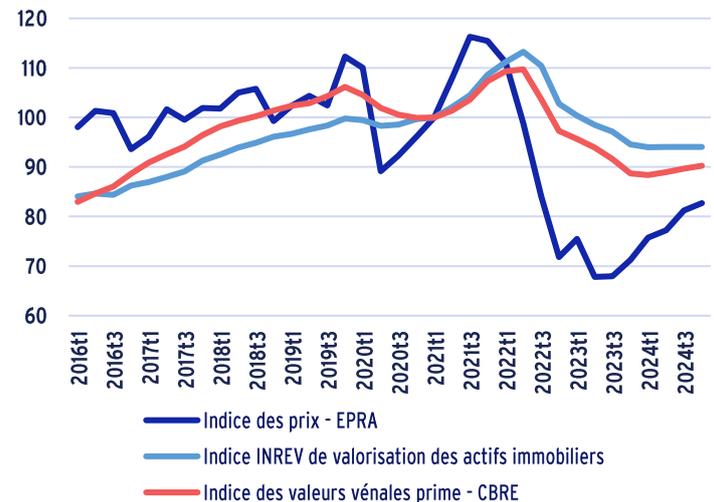
- Malgré les signaux positifs émis par les marchés cotés, la liquidité des fonds immobiliers privés reste problématique, alors qu'elle reste essentielle pour orienter à la hausse les valeurs immobilières.
- Les demandes de retrait se sont multipliées sur les fonds immobiliers ouverts depuis la hausse des taux d'intérêt en 2022.
- Les données sur les fonds institutionnels n'étant pas disponibles, nous nous concentrons sur les données publiques concernant les fonds ouverts grand public.
- Les fonds ouverts britanniques se distinguent, car la collecte nette est négative depuis 2020, contrairement à la France et à l'Allemagne où la collecte était encore très soutenue post-Covid avant la hausse des taux d'intérêt.
- Les comparaisons entre pays restent toutefois difficiles en raison de différences important notamment en termes d'incitations fiscales et de structures d'honoraires.
- Dans toute l'Europe, la collecte nette a diminué de manière significative en 2023 et est devenue négative en raison de la détérioration des performances, ce qui a contraint certains fonds à capital variable à restreindre ou retarder les rachats de part.
- Ces fonds destinés au grand public représentent environ 30 % des volumes investis en France et 20 % en Allemagne.

### INDICE DE PRODUCTION INDUSTRIELLE ET CROISSANCE DES VENTES AU DÉTAIL



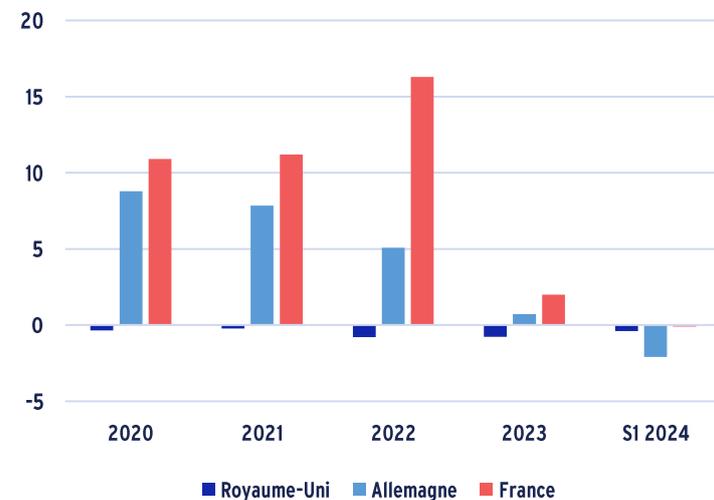
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### COMPARAISON DES INDICES DE PRIX ET DE VALORISATION DES MARCHÉS COTÉS ET NON-COTÉS (Q1 2021 = 100)



Sources : CBRE, INREV, EPRA et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### COLLECTE NETTE DES FONDS IMMOBILIERS OUVERTS GRAND PUBLIC (EN MILLIARDS D'EUROS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, The Investment Association, Destatis et ASPIM au T3 2024

## MARCHÉ DES UTILISATEURS - DES TAUX DE VACANCE MODÉRÉS SOUTIENNENT LA CROISSANCE DES LOYERS

### LE TAUX DE VACANCE EN BUREAUX EN HAUSSE

- Les taux de vacance en immobilier en Europe ont tendance à baisser depuis la pandémie de Covid, à l'exception des bureaux, comme le montre l'INREV Asset Level Index (ALI), qui suit la performance des portefeuilles immobiliers des investisseurs institutionnels depuis 2014.
- Les bureaux affichent le taux de vacance le plus élevé, à 9 % (hors développements et restructurations), soit l'augmentation la plus forte depuis la crise sanitaire.
- Le taux de vacance en bureaux était de 5 % pré-Covid fin 2019, même si un taux de vacance de 12 % avait été enregistré en 2014.
- Le taux de vacance de 3 % en commerces semble peu élevé, mais reflète probablement la qualité élevée des actifs détenus par les investisseurs institutionnels.
- Le taux de vacance en résidentiel est également faible (3 %), mais il a augmenté pendant les confinements avec des départs de locataires.
- Le taux de vacance en logistique est le plus bas de tous les secteurs, à 2 %, et est globalement en baisse depuis le début de l'indice en 2014.

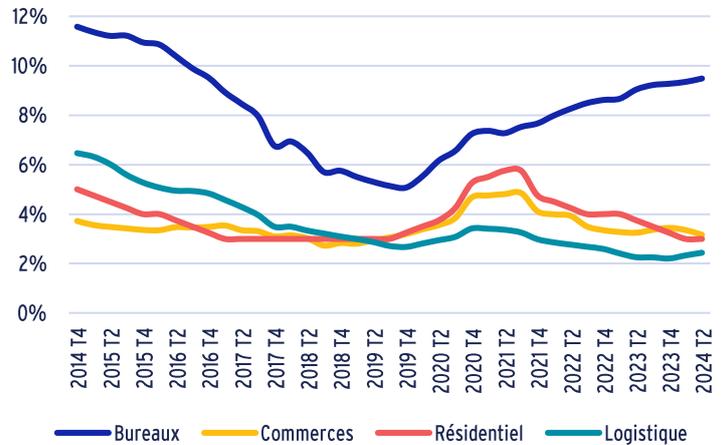
### LA VACANCE EN LOGISTIQUE DEVRAIT DIMINUER APRÈS UN PIC À 5 %

- L'absorption nette sur le marché de la logistique en Europe s'est établie à environ 18 millions de m<sup>2</sup>, soit près de la moitié du niveau record de 25 millions de m<sup>2</sup> atteint en 2021.
- Les niveaux d'absorption nette élevés de 2021-22 étaient dus à l'augmentation des ventes réalisées en ligne post-pandémie, qui s'est normalisée.
- Les promoteurs ont répondu à cette demande accrue pour 2021-22 par une augmentation de l'offre, qui s'atténue maintenant que la rentabilité est mise à mal par des valeurs en capital plus faibles et des coûts de construction, de main-d'œuvre et de financement plus élevés.
- L'augmentation de l'offre et la baisse de la demande a poussé le taux de vacance de marché de la logistique en Europe, tel qu'estimé par CBRE, à 5 % à la fin de l'année 2024, alors qu'il n'était que de 2,5 % en 2022, son niveau le plus bas jamais atteint.
- À l'avenir, l'offre et la demande devraient être plus équilibrées, ce qui signifie que le taux de vacance devrait diminuer progressivement pour atteindre 3,6 % d'ici à 2029.
- Cela devrait s'avérer être un facteur positif pour la croissance future des loyers sur les principaux marchés logistiques européens.

### LE TAUX DE VACANCE DES BUREAUX EN BAISSÉ

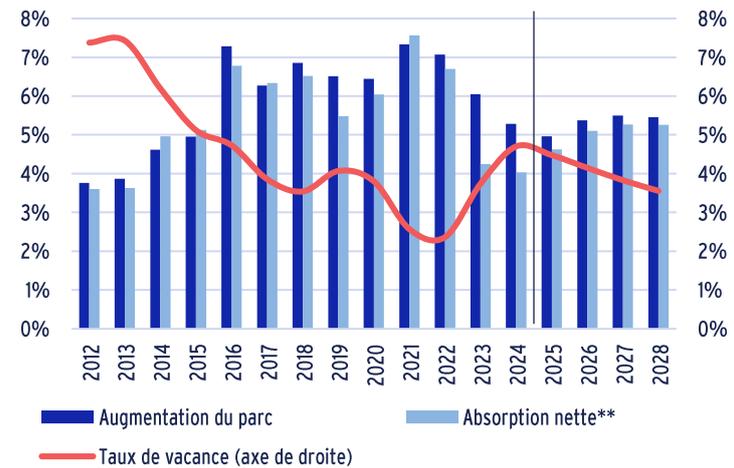
- Avec la généralisation du travail hybride, la demande de bureaux a diminué après la fin de la crise de la Covid. De plus en plus d'entreprises ont opté pour des surfaces plus réduites mais de meilleure qualité et mieux localisées.
- Les taux de vacance ont augmenté de 285 points de base par rapport aux niveaux pré-Covid de 2019 pour atteindre 8,7 %, juste au-dessus de la moyenne depuis 2000 de 8 % en Europe.
- Toutefois, à terme, le taux de vacance devrait diminuer de 190 points de base par rapport à ce point haut, à 6,8 % d'ici fin 2029.
- L'amélioration attendue est due à l'absorption nette positive, combinée à une croissance plus faible de l'offre à partir de 2025 et à la transformation d'immeubles obsolètes.
- La divergence selon les marchés s'est accentuée post-Covid, avec des taux de vacance plus élevés, hors quartiers centraux, comme dans les Docklands de Londres ou la zone Péri-Défense en région parisienne.
- Le télétravail demeure une considération pour les investisseurs, même si un nombre croissant d'entreprise demandent davantage de jours en présentiel.

TAUX DE VACANCE SECTORIELLE SELON L'INDICE INREV DE VALORISATION DES ACTIFS (%), MOYENNE MOBILE SUR 4 TRIMESTRES - ACTIFS STABILISÉS UNIQUEMENT



Sources : INREV et AEW Recherche & Stratégie au T2 2024

LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE\*\*, CROISSANCE DU PARC EN M<sup>2</sup> ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE\* (PAR AN %)

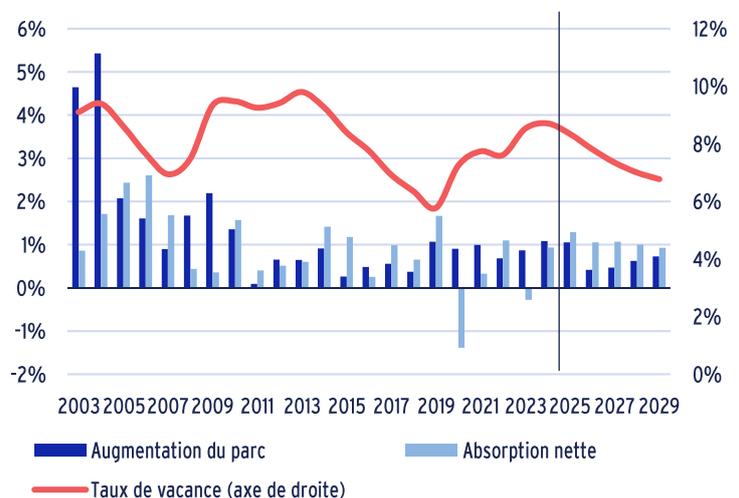


Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

\* Allemagne, France, RU, Pologne, Pays-Bas, Rep. Tchèque, Italie, Espagne, Belgique

\*\* Absorption nette = variation du parc occupé

ABSORPTION NETTE ET TAUX DE VACANCE (DROITE) EN % DU STOCK (%) ET DE LA CROISSANCE DU PARC (%) - MOYENNE DE 41 MARCHÉS EUROPÉENS DE BUREAUX



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## MARCHÉ DES UTILISATEURS- LES PLUS FORTES CROISSANCES DE LOYERS ATTENDUES EN BUREAUX ET RÉSIDENTIEL PRIME

### PEU DE VACANCE COMMERCIALE DANS LES BONS ACTIFS

- Au cours des dix dernières années, le commerce a souffert de la baisse de la demande de surfaces des enseignes, impactée par l'essor du commerce en ligne et plus récemment par la hausse de l'inflation pénalisant le pouvoir d'achat des ménages.
- Malgré tout, les données de l'INREV Asset Level Index (ALI) montrent que les taux de vacance par format de commerce se situent actuellement entre 3% et 6% - à l'exception des supermarchés dont le taux de vacance est pratiquement nul.
- Depuis 2014, les taux de vacance rapportés par l'ALI sont restés relativement bas, avec des augmentations limitées en 2020-2021 lors des confinements. Il est peu probable que cela reflète l'ensemble du marché, l'ALI recensant un peu plus de 1 000 actifs institutionnels de bonne qualité, principalement aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.
- Le taux de vacance des centres commerciaux a augmenté depuis 2023, passant de 4 % à 6 %, avec des réseaux d'enseignes qui ont concentré leur présence sur les sites les plus profitables.
- D'après les données de l'ALI, le bond du taux de vacance en commerces de pied d'immeuble, à 6 % pendant la pandémie de Covid, n'a été que temporaire.
- Le taux de vacance des retail parks est plus volatil en raison de la taille réduite de l'échantillon.

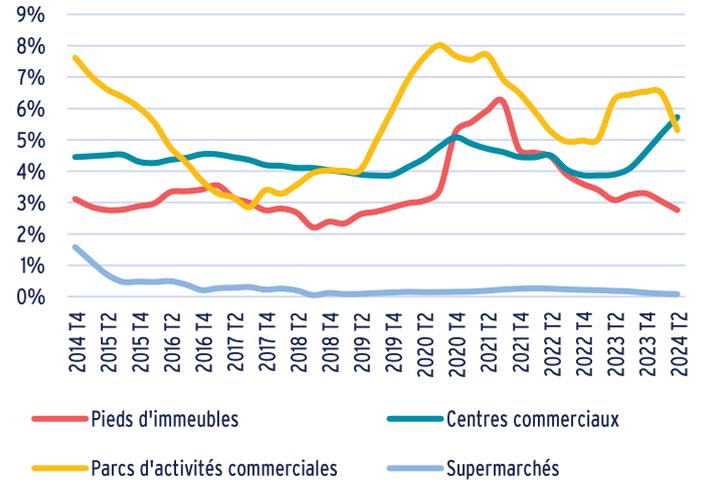
### RÉSIDENTIEL - UN MARCHÉ LOCATIF TENDU DU FAIT DE LA HAUSSE DES TAUX DE CRÉDIT

- Malgré une faible croissance démographique, la croissance du nombre de ménages a stimulé la demande de logements, en particulier dans les zones urbaines.
- En conséquence, la pénurie structurelle de logements s'est intensifiée, car l'accèsion à la propriété est devenue moins abordable en raison de la hausse des taux d'emprunt et de la baisse des prêts accordés. Cette situation a entraîné une augmentation de la demande de logements locatifs.
- Cette tendance est illustrée par la répartition des nouveaux ménages entre propriétaires et locataires, qui penche fortement en faveur de la location en 2022 et 2023, lorsque les taux des crédits en Europe ont plus que doublé.
- Depuis ce choc où les taux sont passés de 1,5 % en 2021 à 3,6 % en 2023, les taux hypothécaires devraient se stabiliser autour de 3,4 % dans les cinq pays couverts en zone euro et au Royaume-Uni.
- La baisse des taux devrait entraîner un rebond progressif de l'accèsion à la propriété en Europe à partir de 2025. Toutefois, le taux d'accèsion à la propriété devrait rester inférieur à sa moyenne historique, en-dessous de 65 %.
- En conséquence, une demande accrue de logements locatifs continuera de soutenir la croissance des loyers dans la plupart des marchés européens.

### LA CROISSANCE DES LOYERS EN BUREAUX DÉPASSE CELLE DU RÉSIDENTIEL ET DE LA LOGISTIQUE

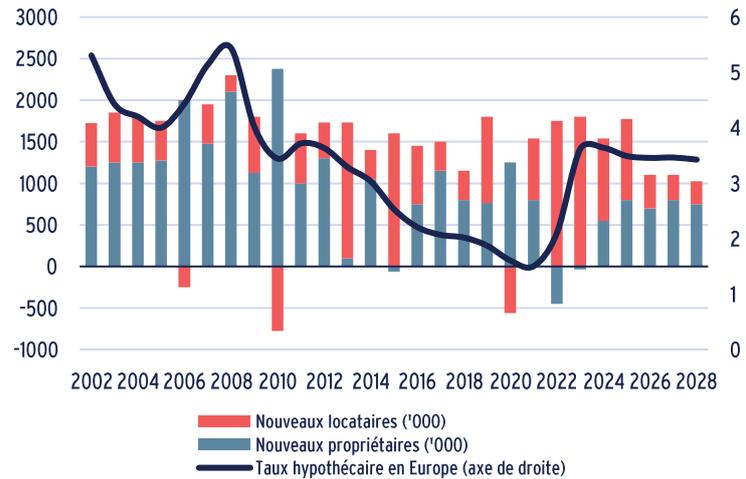
- En moyenne, la croissance des loyers prime est projetée à 2,1 % par an pour 2025-28 dans notre scénario central, inchangé par rapport à nos prévisions de mars 2024.
- Dans notre scénario pessimiste, la croissance des loyers tous secteurs confondus s'établit à 1,8 % par an, tandis que le scénario optimiste prévoit une croissance de 2,6 % par an pour la même période 2025-29. Malgré la projection moyenne inchangée du scénario central, la hiérarchie des secteurs change quelque peu.
- Avec 2,6 % par an, les loyers prime en bureaux prime devraient augmenter le plus entre 2025 et 2029, devant le résidentiel (2,5 %) et la logistique (2,3 %).
- Les loyers en centres commerciaux et en pied d'immeuble augmenteraient moins rapidement, de 1,3% par an.
- En particulier pour les bureaux, il est important de noter que nos prévisions de loyer se basent sur les valeurs prime. Les loyers des départements de moins bonne qualité ou moins bien situés restent orientés à la baisse avec peu de perspectives de croissance.
- Les investisseurs sont de plus en plus conscients de la difficulté de commercialiser et de gérer opérationnellement des actifs non-prime.

### TAUX DE VACANCE DANS LE COMMERCE SELON L'INDICE INREV DE VALORISATION DES ACTIFS (% , MOYENNE MOBILE SUR 4 TRIMESTRES) - ACTIFS STABILISÉS UNIQUEMENT



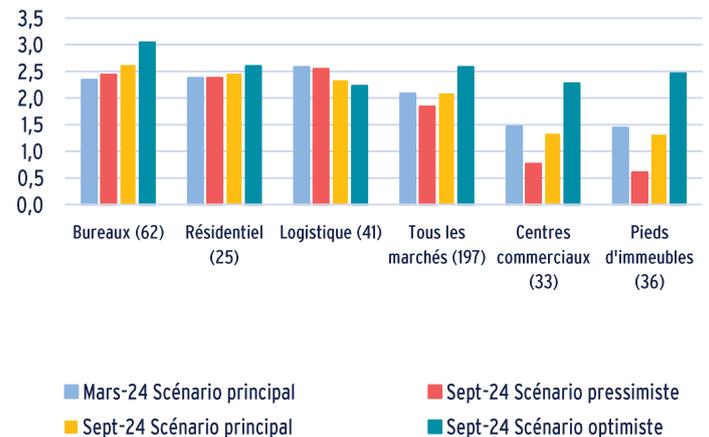
Sources : INREV et AEW Recherche & Stratégie au T2 2024

### CROISSANCE DU NOMBRE DE MÉNAGES (EN MILLIERS) AVEC RÉPARTITION ENTRE PROPRIÉTAIRES ET LOCATAIRES & TAUX DE CRÉDIT MOYEN EN EUROPE (% , DROITE)



Sources : Oxford Economics, Green Street et AEW Recherche & Stratégie au T2 2024

### CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE DES LOYERS PRIME PAR TYPOLOGIE EN EUROPE SUR LES CINQ PROCHAINES ANNÉES (2025-2029, % PA)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## MARCHÉ DE LA DETTE EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE

### LA DETTE DE NOUVEAU RELATIVE

- Les coûts d'emprunt en immobilier devraient diminuer sans toutefois revenir au point bas d'avant 2022.
- Les coûts d'emprunt « all-in » en immobilier d'entreprise en zone euro devraient baisser modérément à 3,6 % d'ici le quatrième trimestre 2025, contre 3,8 % au troisième trimestre 2024.
- Les taux swap britanniques restent plus élevés, et les coûts d'emprunt « all-in » britanniques devraient baisser de 5,7 % au T3 2024 à 5,4 % au T4 2025.
- Les coûts d'emprunt « all-in » au Royaume-Uni sont supérieurs de 170 points de base à ceux de la zone euro, avec des marges bancaires supérieures de 40 points de base et des taux swap de 130 points de base de plus qu'en zone euro.
- Les taux de rendement immobiliers en zone euro et au Royaume-Uni devraient s'établir respectivement à 5,1 % et 6,1 % d'ici à la fin de l'année 2025, rendant la dette immobilière à nouveau relative pour les investisseurs.
- L'écart de 150 points de base prévu pour la fin de l'année 2025 entre les taux de rendement de la zone euro et les coûts d'emprunt est plus attractif que l'écart de 70 points de base au Royaume-Uni.
- Il est logique de s'attendre à ce que cet environnement de crédit plus favorable stimule le marché de l'investissement.

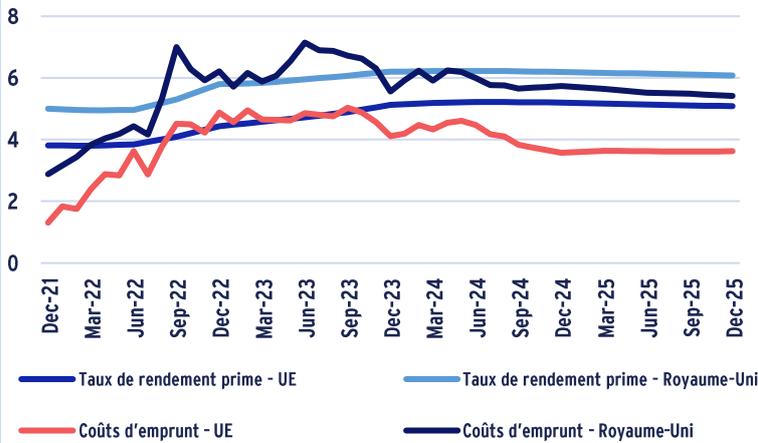
### DES MARGES PLUS ÉLEVÉES POUR LES BUREAUX

- Après le T4 2022, l'évolution des marges de prêt a divergé selon les secteurs. Les marges en résidentiel et en logistique ont baissé, tandis que les marges en bureaux continuaient d'augmenter.
- Au T2 2024, les marges de prêts en Europe du Nord (France, Allemagne et Pays-Bas) s'élèvent à 212 pdb en bureaux, 162 pdb en logistique et 140 pdb en résidentiel.
- La base de données de Chatham Financial se fonde sur les prêts liés à son activité de conseil en financement et en couverture, et filtre les prêts seniors avec des ratios de LTV d'environ 50 %.
- Après le choc initial de la pandémie au T1 2020, les marges sont revenues à leurs niveaux pré-Covid du T4 2019 au cours des deux années suivantes.
- Cependant, les hausses des taux directeurs des banques centrales ont fait remonter les marges en immobilier d'entreprise au-dessus du point haut de la pandémie tout au long de 2023.
- Ce n'est qu'avec la normalisation progressive de l'inflation en 2024 que les marges de prêts en logistique et en résidentiel ont rebaisé, tandis que la hausse des marges en bureaux témoigne des multiples défis que doit relever le secteur.
- Malgré la normalisation des marges, de nombreux investisseurs et prêteurs doivent faire face au refinancement des prêts existants, comme le mesure notre analyse du déficit de financement.

### LA PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'OCTROI ALLONGE LA PÉRIODE DE DÉFICIT

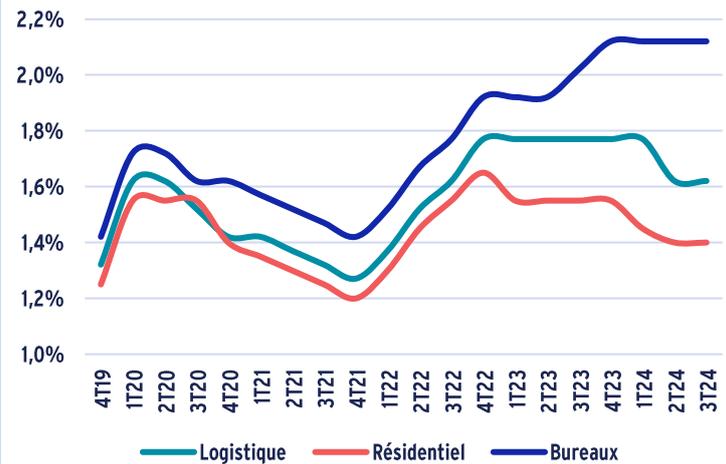
- Notre analyse du déficit de financement s'est affinée. À titre d'exemple, la méthodologie actualisée se traduit ainsi pour les investissements en bureaux en France en 2022 :
  - ✓ 18 milliards d'euros ont été investis en bureaux en France en 2022.
  - ✓ Ces transactions ont été financées par des prêts à diverses échéances. 30 % des prêts ont une durée de 3 ans, 50 % à échéance 5 ans et les 20 % restants à 7 ans (illustré par la barre cumulée sur le graphique à ci-contre).
  - ✓ Un ratio de LTV de 65 % est pris en hypothèse pour toutes les échéances.
  - ✓ Le graphique détaille l'évolution pour les prêts d'une durée de 5 ans (totalisant 6 milliards d'euros) et la dépréciation des collatéraux de bureaux de 9 % (800 millions d'euros) à échéance 2027.
  - ✓ La nouvelle dette est estimée à 4,6 milliards d'euros soit 55 % de LTV de la nouvelle valorisation des sous-jacents à 8,4 milliards d'euros.
  - ✓ Le DF pour les échéances de prêts à 5 ans est estimé à 1,4 milliard d'euros en 2027 en rouge (6 Mds€ initiaux - 4,6 Mds€).
  - ✓ Un déficit de 1,1 milliard d'euros en 2025 pour les prêts à 3 ans et de 0,4 milliard d'euros en 2029 pour les prêts à 7 ans est calculé de la même manière et représenté en traits rouges hachurés.
  - ✓ Le déficit de financement cumulé pour les prêts octroyés en 2022 pour des actifs de bureaux en France s'élève ainsi à 2,9 milliards d'euros à échéances 2025, 2027 et 2029.

TAUX DE RENDEMENT PRIME AU ROYAUME-UNI ET EN EUROPE HORS R.U. COMPARÉS AUX COÛTS D'EMPRUNT « ALL-IN » EN EUR ET GBP (PAR AN, EN %)



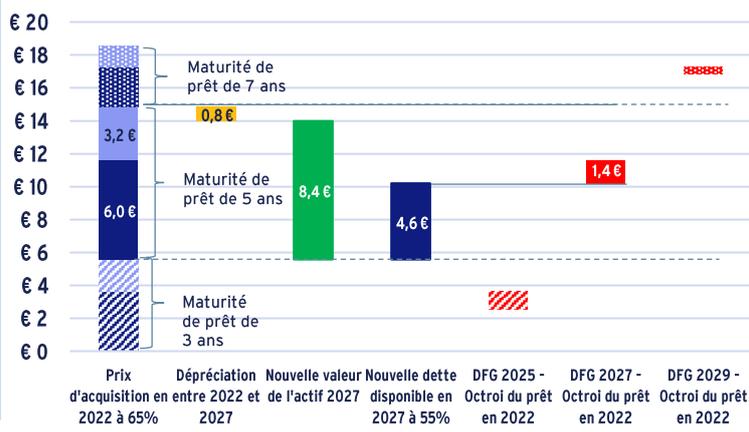
Sources : AEW Recherche & Stratégie, OE, CBRE & Chatham Financial as of T3 2024

MARGES DES PRÊTS ÉMIS EN EUROPE PAR SECTEUR ((FRANCE, ALLEMAGNE ET PAYS-BAS))



Sources : AEW Research & Strategy & Chatham Financial as of Q3 2024

ILLUSTRATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DE L'UTILISATION DE LA DETTE SUR LA DETTE POUR COMBLER LE DF POUR LES PRÊTS DE 2022 D'UNE MATURITÉ DE 5 ANS, GARANTIS PAR DES TRANSACTIONS DE BUREAUX EN FRANCE EN MILLIARDS D'EUROS (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = FONDS PROPRES, ORANGE = DÉCLIN DE LA VALEUR, VERT = VALEUR DES ACTIFS, ROUGE = DF)



Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## MISE À JOUR DU DÉFICIT DE FINANCEMENT ET DES PERTES POTENTIELLES

### LE DÉFICIT DE FINANCEMENT EN EUROPE ATTEINT 86 MDS EUR SUR 2025-27

- Avec la méthodologie actualisée, nous estimons un déficit de financement (DF) à 86 Md€ pour les trois prochaines années (2025-2027). Il s'agit d'une réduction par rapport aux 99 Md€ de DF estimé en avril 2023 pour la période 2024-2026.
- Cette baisse est principalement attribuable au décalage de la période avec 2024 qui présentait un déficit important.
- Suite aux retours des experts du marché, nous avons fait l'hypothèse que 25 % des prêts venant à échéance en 2023 et 2024 seraient prolongés de deux ans, augmentant le DF en 2025 et 2026.
- Ces prolongations permettent de bénéficier du rebond prévu des valeurs vénales pris en compte dans l'estimation du DF.
- Sur la période 2025-2027, les échéances de prêts à 5 ans représentent plus de la moitié du DF des trois prochaines années soit 44 Md€.
- Par ailleurs, les échéances de prêts à 3 ans et à 7 ans représentent respectivement 20 Md€ et 22 Md€.
- Après 2027, le DF se compose exclusivement de prêts de 7 ans contractés entre 2021 et 2023. Celui-ci pourrait augmenter en raison des prêts à plus court terme émis après 2023, si les valeurs vénales augmentent moins vite que prévu.

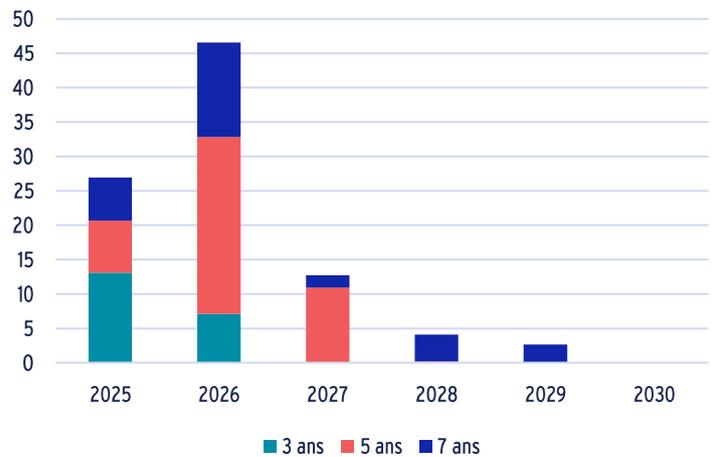
### LE DF RELATIF DIMINUE DE 17 % À 13 %, L'ALLEMAGNE RESTE EN TÊTE

- On peut aussi exprimer la valeur absolue du DF en pourcentage des encours de dette par pays, ce qui permettrait d'identifier les pays les plus à risque.
- Avec la méthodologie affinée, le DF en termes relatifs passe à 13 % du total des octrois de prêts pour les trois prochaines années (2025-2027), contre 17 % pour la période 2024-2026 estimé en avril.
- L'Allemagne affiche le DF relatif le plus élevé, parmi les 20 pays couverts, à 31 Md€, représentant 19 % des octrois de prêts entre 2016 à 2023 dans le pays. Le DF en France suit de près à 17 Md€, soit 18 % des prêts contractés. L'Italie et l'Espagne se situent juste en dessous de la moyenne, à 12 %. Le Royaume-Uni est dans la fourchette basse avec un DF relativement modéré de 10 Md€, soit 6 % des volumes de prêts émis.
- Sur tous les pays; les bureaux constituent la plus grande part du DF du fait de la prépondérance historique des investissements en bureaux et des baisses de valeurs plus importantes.
- Le DF en résidentiel est plus important en Allemagne qu'ailleurs, reflétant la part du secteur dans les volumes d'investissement.

### LES PERTES ESTIMÉES SUR LES COLLATÉRAUX EN ALLEMAGNE PLUS IMPORTANTES

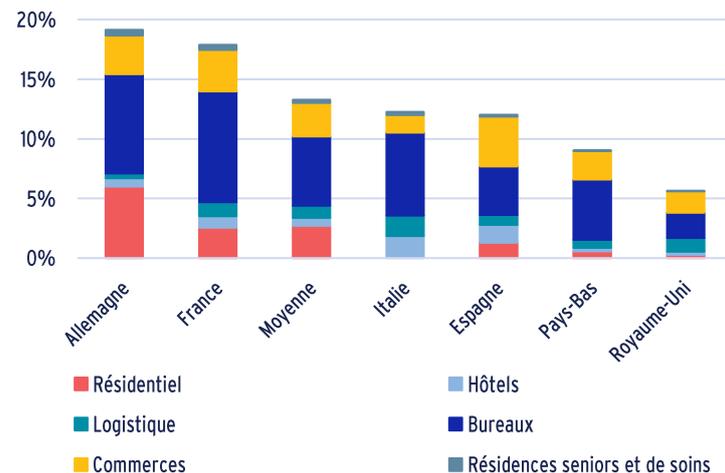
- Selon notre analyse, 7,1 % des prêts en immobilier d'entreprise sont estimés en défaut de paiement à échéance et les pertes pour les millésimes 2016-23 s'élèvent à 1,8 %.
- Les prêts d'une période spécifique sont supposés ne pas être refinancés si le ratio de LTV au moment du refinancement dépasse 75 %. Dans ce cas, le prêt fait défaut.
- De plus, nous supposons des coûts d'exécution de 25 % de la valeur estimée du collatéral à la revente, laissant 75 % à recouvrer par le prêteur pour couvrir sa position.
- Les pertes sur créances sont majoritairement concentrées sur des collatéraux de bureaux et de commerces qui ont subi les plus fortes baisses de valeurs depuis 2016.
- La dernière estimation de perte de 1,8 % est inférieure aux estimations précédentes de 2,5 % et au 2,3 % de pertes sur prêts en CMBS en Europe pendant la crise financière de 2008.
- La ventilation géographique fait apparaître des pertes estimées à 3,1 % pour les prêts adossés à des collatéraux en Allemagne entre 2016 à 2023 - au-dessus de la moyenne globale de 1,8 %.
- D'après les dernières données disponibles sur les réserves des banques européennes, celles-ci semblent suffisantes pour absorber les pertes projetées en immobilier d'entreprise.

### DÉFICIT DE FINANCEMENT EN EUROPE ESTIMÉ PAR MATURITÉ DE PRÊT EN MILLIARDS D'EUROS



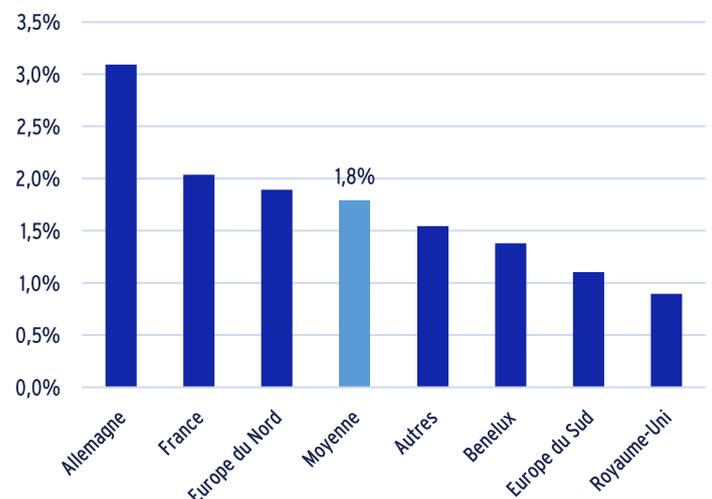
Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### ÉCART DE FINANCEMENT DE LA DETTE POUR LA PÉRIODE 2025-2027 PAR PAYS ET PAR SECTEUR (EN % DES PRÊTS OCTROYÉS)



Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### PERTES ESTIMÉES PAR PAYS ET SOUS-RÉGION, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS DE 2016 À 2023 POUR CHAQUE PAYS OU RÉGION



Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT – LA CONFIANCE COMMENCE À S'AMÉLIORER

### AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE DES VALEURS POUR LE RÉSIDENTIEL ET L'INDUSTRIEL

- Le deuxième trimestre 2024 a connu la plus forte amélioration généralisée de la confiance des sociétés de gestion depuis 2013, selon la dernière enquête IPE Real Assets Expectations.
- Cette amélioration dans les quatre secteurs a gagné en ampleur depuis le quatrième trimestre 2022, avec une augmentation marquée pour le résidentiel et l'industriel.
- La confiance des gestionnaires d'actifs de bureaux et de commerce reste globalement inférieure, mais s'améliore également de manière significative.
- Le graphique indique le pourcentage net (%) calculé comme la différence entre la proportion des gestionnaires qui estiment que les valeurs augmenteraient au cours des 12 prochains mois et ceux qui penchent pour une baisse.
- Sur cette base, une valeur de 0 indiquerait un sentiment neutre sur la performance du secteur au cours des 12 prochains mois.
- L'évolution de la confiance des gestionnaires est historiquement corrélée à la reprise du marché de l'investissement en Europe, laissant présager une hausse des volumes d'investissement en 2025, compte tenu de la tendance.

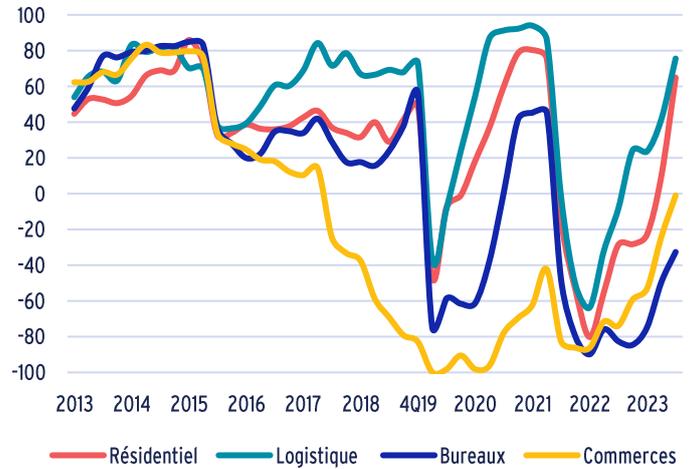
### L'AMÉLIORATION DE LA CONFIANCE SE TRADUIT PAR UN REBOND DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT

- Compte tenu des 114 milliards d'euros déjà investis sur les neuf premiers mois de 2024, nous prévoyons un total pour l'année aux alentours de 170 milliards d'euros et 200 milliards d'euros en 2025, des montants légèrement supérieurs aux 150 milliards d'euros investis en 2023, toutes typologies confondues.
- Cela confirme que l'amélioration de la confiance rapproche les attentes des acquéreurs et des vendeurs en termes de prix, même si elles ne se rejoignent pas encore complètement, notamment en bureaux, malgré l'ajustement plus important des prix.
- De nombreuses négociations se sont conclues en dessous des prix attendus, sous la pression des prêteurs ou les attentes des investisseurs voulant récupérer leurs fonds via des demandes de rachat.
- Étant donné que 2024 a été une meilleure année pour les actions et les obligations par rapport à l'immobilier, nous nous attendons à un inversement de l'effet dénominateur.
- Cela pourrait inciter les investisseurs à augmenter leurs investissements et à relancer leurs acquisitions pour atteindre les allocations cibles en immobilier qui sont redescendus.

### LES TAUX DE RENDEMENT PRIME ONT ATTEINT UN POINT HAUT EN 2024 ET DEVRAIENT SE RESSERRER

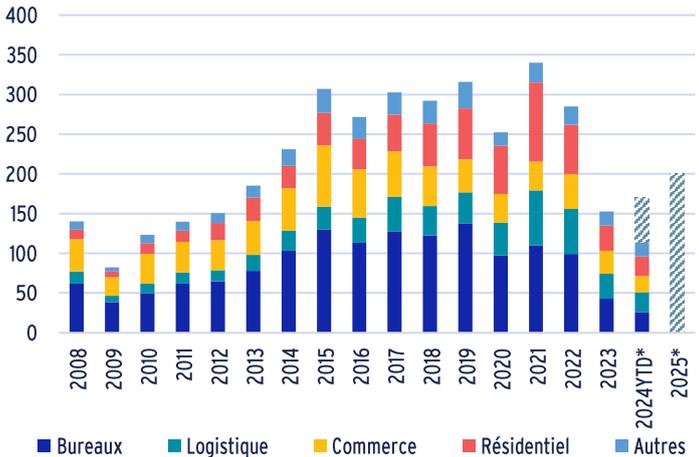
- Les taux de rendement prime se sont stabilisés dans les cinq principaux secteurs depuis le premier trimestre 2024, et nos prévisions sont restées essentiellement inchangées depuis celles de mars 2024.
- Le réajustement des valeurs post 2022 semble donc toucher à sa fin et la stabilisation des taux d'intérêt et des taux swap ne pousse plus les taux de rendement immobilier à la hausse.
- Avec des taux obligataires attendus à la baisse, les taux de rendement prime des bureaux devraient se resserrer en moyenne de 70 points de base au cours des cinq prochaines années, suivis par la logistique et les centres commerciaux, qui devraient chacun se resserrer de 40 points de base.
- Sur la même période, les taux prime en résidentiel et en commerce de pied d'immeuble devraient se resserrer de 30 points de base et 20 points de base respectivement.
- Cela compense en partie la hausse significative des taux de rendement depuis 2021, en particulier pour les bureaux prime à 180 points de base et la logistique à 150 points de base.
- Il convient de noter que le resserrment des rendements pour les bureaux prime reflète la préférence des investisseurs pour les actifs de meilleure qualité. Les perspectives sur les taux et les rendements pour les bureaux non-prime sont abordés en page 12.

INDICES DE CONFIANCE SUR LES ÉVOLUTIONS DE VALEURS EN CAPITAL PAR TYPOLOGIE (NET %, R-U, ALL, FR)



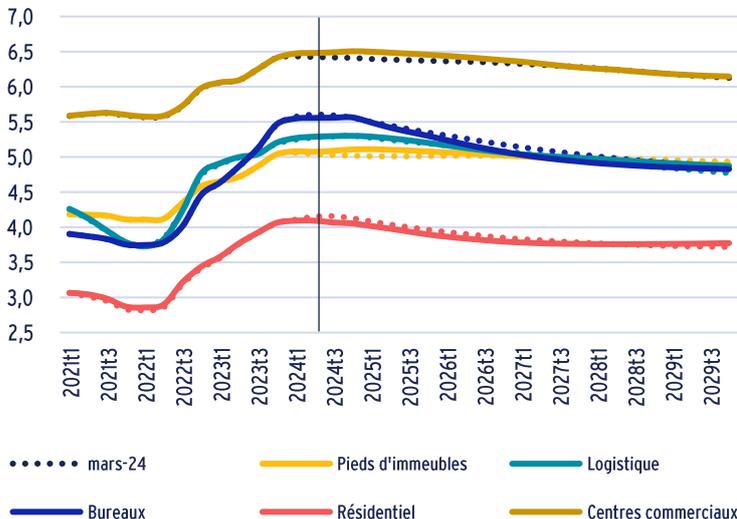
Sources : IPE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

VOLUMES D'INVESTISSEMENT ANNUEL PAR TYPOLOGIE (MILLIARDS D'EUROS) - ACTUELS ET PRÉVISIONS(\*)



Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

TAUX DE RENDEMENT PRIME PAR TYPOLOGIE – SCÉNARIO CENTRAL DE SEPT-24 (PAR AN %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## PERSPECTIVES DU MARCHÉ - LES BUREAUX PRIME SE HISSENT EN TÊTE

### LA FRANCE EN TÊTE POUR LES RENDEMENTS ATTENDUS

- Le rendement global moyen sur l'ensemble des marchés dans le scénario central est attendu à 9,2 % par an pour la période 2025-2029, inchangé par rapport à nos prévisions de mars 2024 pour la même période.
- Les marchés français devraient offrir le rendement global le plus élevé (10,3 % par an), du fait d'un plus grand nombre de marchés de bureaux en France par rapport aux autres pays.
- Malgré la hausse récente de l'OAT, nos prévisions tablent toujours sur un resserrement des taux de rendement en France d'ici 2029.
- Les marchés du Benelux se classent juste derrière, avec un rendement global attendu de 10,3 % par an, grâce à la compression prévue des taux de rendement.
- Avec 10,2 % et 10,1 % de rendements annuels prévus, les marchés du Royaume-Uni et d'Europe centrale se classent en troisième et quatrième position dans nos prévisions, en partie du fait d'un plus grand nombre de marchés logistiques et à une plus forte croissance des loyers.
- Les marchés nordiques et allemands se situent en-dessous de la moyenne européenne. Malgré des croissances attendues de loyers relativement soutenues, les marchés d'Europe du Sud ont des prévisions de compression des taux de rendement modérées.
- L'amélioration récente de la confiance des investisseurs semble indiquer qu'ils ne s'attendent plus à de nouvelles corrections de valeurs significatives, rendant nos prévisions de rendement autour de 8-10% réalistes.

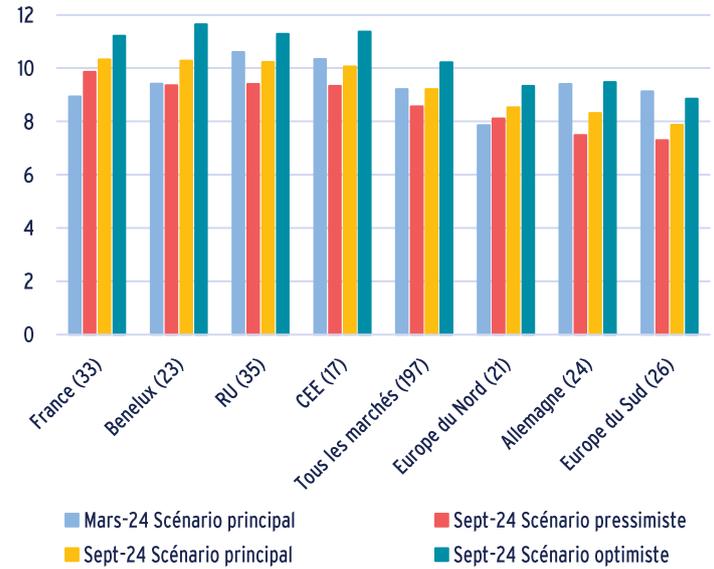
### LES BUREAUX PRIME EN TÊTE

- Les marchés de bureaux prime devraient afficher les rendements les plus élevés de tous les secteurs, à 10,9 % par an, au cours des cinq prochaines années. Cela fait suite à la récente correction de valeur, à la solide croissance attendue des loyers et au resserrement attendu des taux de rendement.
- La logistique prime arrive en deuxième position avec des rendements de 9,3 % par an, avec des perspectives de croissance des loyers et de compression des taux de rendement plus modérées.
- Comme l'incertitude géopolitique reste une préoccupation majeure pour de nombreux investisseurs, nous modélisons un scénario pessimiste avec des rendements moyens de 8,6 % par an, tandis que le scénario optimiste anticipe 10,2 % de rendement par an.
- Nos prévisions intègrent deux facteurs :
- Premièrement, le réajustement des prix en 2023-2024 a poussé les taux de rendement vers un point haut.
- Deuxièmement, le resserrement prévu des taux de rendement immobiliers d'ici à la fin de l'année 2029 est resté inchangé malgré les dernières prévisions tablant sur des taux obligataires d'État un peu plus hauts qu'attendus.

### UN REBOND ATTENDU D'UNE AMPLIEUR COMPARABLE À L'APRÈS 2008

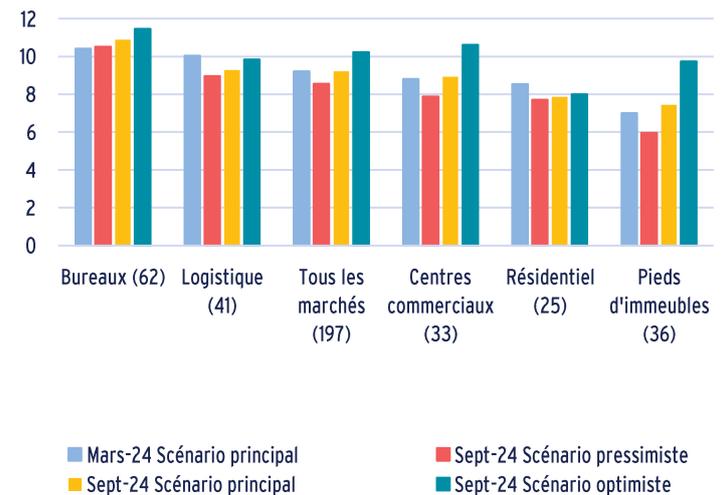
- Nos prévisions de rendement dans le scénario central peuvent sembler optimistes mais nous les remettons en perspective avec cet indice sur l'évolution des valeurs en capital après la crise financière mondiale.
- Les valeurs en capital prime ont baissé en moyenne de 25 % en immobilier en Europe. Le réajustement lors du cycle actuel représenterait une baisse de 20 %. Dans les deux cas, la baisse a duré huit trimestres.
- Dans notre scénario central, nous prévoyons que les valeurs en capital reviendront à leur niveau du deuxième trimestre 2022 au bout de sept ans et demi, d'ici le quatrième trimestre 2029.
- C'est le temps qu'ont pris les valeurs pour se redresser après la crise financière mondiale débutée au troisième trimestre 2007.
- Le rebond après la crise financière mondiale a été permis par la baisse des taux d'intérêt qui ont terminé à des niveaux historiquement bas après la crise des dettes souveraines en zone euro.
- En fait, le rythme de reprise après la crise financière mondiale a fortement accéléré lorsque les taux d'intérêt ont atteint des taux planchers proche de zéro. Compte tenu des perspectives à long terme de croissance, d'inflation et d'évolution des taux obligataires, un phénomène comparable n'est pas attendu pour ce cycle.

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR PAYS (2024-28, % PAR AN)



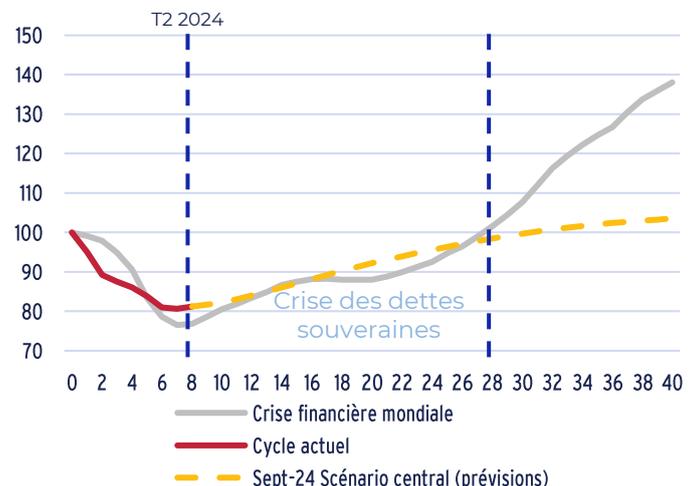
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE D'ACTIF (2025-29, % PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

INDICE MOYEN EUROPÉEN DES VALEURS VÉNALES (2007T3 & 2022T2=0, CRISE FINANCIÈRE MONDIALE VS. CYCLE ACTUEL)



Sources : CBRE, Oxford Economics & AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## LES MARCHÉS PRIME SURPERFORMENT LES MARCHÉS SECONDAIRES

### LA CROISSANCE DES LOYERS SECONDAIRES PROCHE DES LOYERS PRIME, À L'EXCEPTION DES COMMERCES

- Les données de BPCE Solutions Immobilières sur les loyers et les taux de rendement d'actifs secondaires en Europe, qui remontent à 16 trimestres, permettent de nouvelles comparaisons avec le prime.
- Des données sont disponibles pour 39 marchés dans sept pays, pour les marchés des bureaux, de la logistique et des boutiques de pied d'immeubles.
- Sans surprise, la croissance des loyers effectifs au cours des trois dernières années et demie a été la plus élevée en logistique, avec respectivement 9 % pour le prime et 5,5 % pour les actifs secondaires.
- Les commerces ont enregistré des baisses de loyers de -0,6 % et -5,1 % sur la même période.
- Contrairement aux attentes, les loyers des bureaux secondaires ont enregistré une croissance de près de 3 % et devraient croître de 1,9 % par an au cours des cinq prochaines années, non loin derrière les bureaux prime à 2,2 % au cours de la même période.
- Les loyers secondaires en commerce de pied d'immeuble devraient augmenter de 2,6 % par an, soit plus du double des prévisions de 1,2 % par an pour les loyers prime.

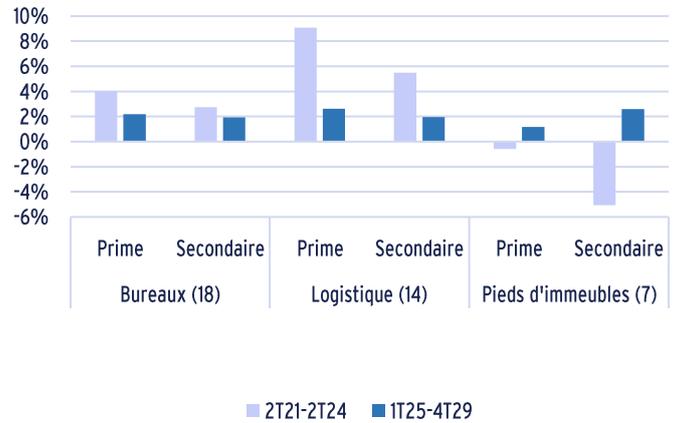
### LES TAUX DE RENDEMENT POUR LES ACTIFS SECONDAIRES NE SE RESSERRERAIENT QUE PEU

- En ce qui concerne les taux de rendement, les tendances historiques suivantes se dégagent :
  - ✓ Sur les 39 marchés européens couverts, les taux de rendement prime de CBRE (rouge) et BPCE (jaune) sont fortement corrélés.
  - ✓ Les taux de rendement prime de BPCE (jaune) et secondaires (noir) sont fortement corrélés, mais l'écart (en gris) est variable.
- En fait, il semble contre-intuitif que les taux de rendement secondaires n'aient pas autant augmenté que les taux prime après les hausses de taux d'intérêt à partir de 2022.
- Nos modèles aboutissent à un resserrement de 10 points de base des taux de rendement secondaires à 6,5 % d'ici la fin de l'année 2029, alors que le scénario central prévoit un resserrement des taux prime 70 points de base à la même échéance.
- Cela signifie que l'écart excédentaire entre les taux secondaires et les taux prime devrait atteindre près de 200 points de base, la plus différence la plus importante constatée historiquement.
- Une reprise généralisée dans les trois à cinq ans à venir supposerait que l'écart entre taux prime et secondaires se réduise.
- Nos prévisions actuelles pour les taux secondaires sont peut-être trop conservatrices, surtout si le rebond sur le marché des actifs prime provoque une pénurie d'offres et que les investisseurs doivent se reporter sur des actifs moins prime.

### DES TAUX DE RENDEMENT SECONDAIRES INFÉRIEURS AUX TAUX PRIME

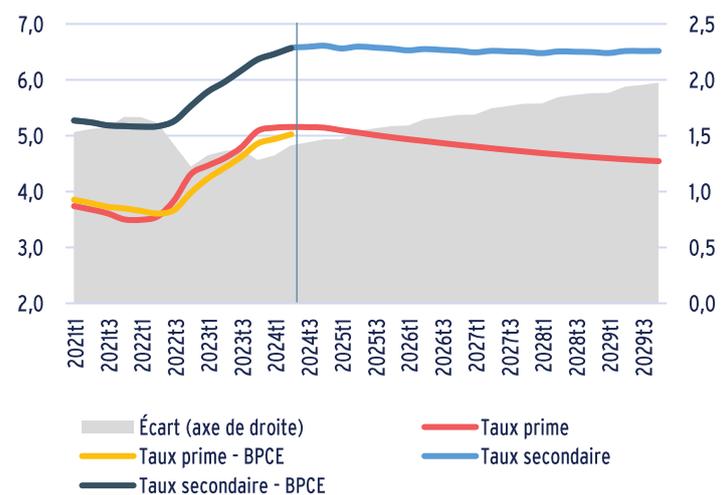
- Sur la base des prévisions de croissance de loyers et de taux de rendement nous comparons les rendements globaux par secteurs.
- Pour l'ensemble des 39 marchés couverts, les rendements prime sont attendus à 9,7 % par an, contre 9,1 % par an pour les rendements secondaires. Cependant, le rendement locatif de 6,7 % pour les actifs secondaires offre plus de stabilité aux investisseurs que le rendement locatif prime de 5,0 %.
- En d'autres termes, les rendements prime dépendent davantage du resserrement des taux de rendement qui favoriserait la croissance en capital.
- Les taux de rendement des actifs secondaires ne se resserreraient qu'à la marge ce qui conduirait à moins de croissance en capital. Cela serait notamment le cas pour les bureaux, où les rendements secondaires sont attendus à 9,7 % par an, dont 7,2 % composés par le rendement locatif.
- En commerce de pied d'immeuble, la croissance en capital est similaire entre les actifs prime et secondaires mais le rendement locatif annuel est supérieur de 140 points de base pour le secondaire.
- Les investisseurs qui sont plus sceptiques quant au resserrement à terme des taux de rendement et prêts à se positionner plus haut sur la courbe de risques ont l'opportunité de cibler des actifs « secondaires » de moins bonne qualité ou moins bien localisés mais offrant des rendements plus attractifs.

CROISSANCE MOYENNE ANNUELLE DES LOYERS PRIME ET SECONDAIRES (%), NOMBRE DE MARCHÉS (XX) PAR SECTEUR



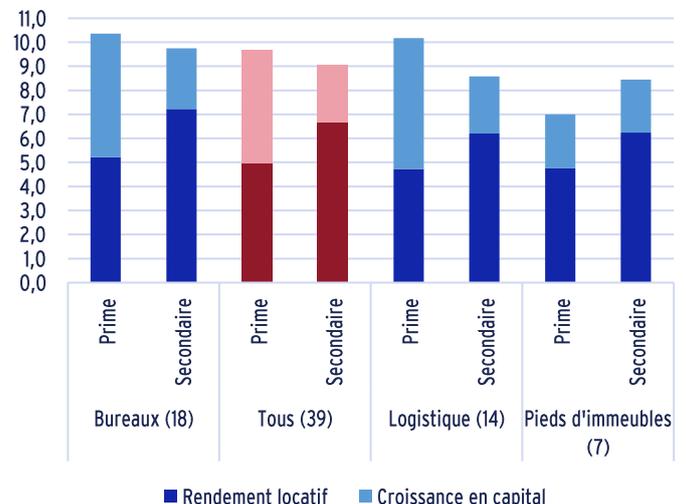
Sources : CBRE, BPCE solutions immobilières et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

TAUX DE RENDEMENT PRIME ET SECONDAIRES PAR SECTEUR (%), MOYENNE DE 39 MARCHÉS EUROPÉENS



Sources : CBRE, BPCE solutions immobilières et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

RENDEMENTS PRÉVISIONNELS PRIME ET SECONDAIRES, 2025-2029 (%), MOYENNE EUROPÉENNE



Sources : CBRE, BPCE solutions immobilières et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## PERSPECTIVES IMMOBILIÈRES : L'AVÈNEMENT DES ACTIFS ALTERNATIFS

### LA PART DE MARCHÉ DES SECTEURS ALTERNATIFS ATTEINT UN NOUVEAU RECORD

- Avec 18 % des volumes totaux investis en immobilier en Europe, les secteurs alternatifs ont atteint un nouveau record après une tendance à la hausse, tant post-Covid (8 % en 2021) qu'à long terme (7 % en 2008).
- Les hôtels restent le plus grand secteur alternatif, représentant 11 % des volumes totaux en 2024, tandis que les data centres semblent bien positionnés pour bénéficier d'une forte croissance à l'avenir.
- D'autres types de biens alternatifs incluent les actifs de santé (cliniques, EHPAD), le self-stockage et d'autres secteurs de niche (coliving/logement intergénérationnel).
- Les investisseurs et les gestionnaires d'actifs envisagent des modèles d'affaires alternatifs au bail commercial traditionnel, allant des contrats de gestion au partenariat avec des exploitants spécialisés.
- Les investisseurs cherchent de plus en plus à diversifier leurs portefeuilles en se tournant vers des types de biens alternatifs aux fondamentaux solides. Cela leur permet également de repositionner des actifs obsolètes pour d'autres usages.

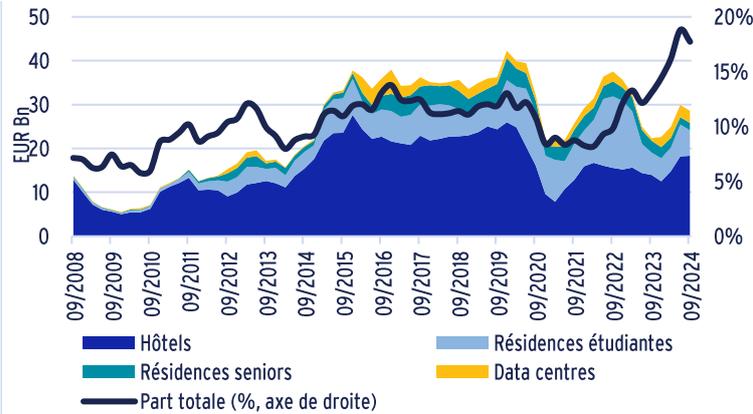
### LES TAUX DE RENDEMENT DES ACTIFS ALTERNATIFS SE RAPPROCHENT DES SECTEURS TRADITIONNELS

- En raison d'un fort intérêt des investisseurs, les taux de rendement des secteurs alternatifs (rouge) sont désormais inférieurs ou équivalents à ceux des secteurs traditionnels - résidentiel (jaune), commerce de détail (bleu clair), bureaux (bleu turquoise) et logistique (bleu marine).
- Le graphique montre les taux de rendement d'octobre 2024. Le nombre entre parenthèses indique combien de marchés européens sont inclus dans chaque moyenne.
- Ces taux confirment que les actifs alternatifs sont désormais pleinement intégrés dans l'univers d'investissement des institutionnels.
- Cette tendance s'est accélérée post-Covid avec des préoccupations croissantes concernant les fondamentaux du marché des bureaux, traditionnellement le plus grand secteur immobilier en termes de volumes investis.
- L'accent mis par les investisseurs sur le risque et le besoin associé de diversifier leurs portefeuilles existants a encore augmenté l'attrait des secteurs alternatifs.
- Cela se reflète également dans la répartition de l'INREV Fund Level Index par secteurs. La part des secteurs alternatifs est passée de 10 % en moyenne en 2010 à 16 % en 2024.
- Parallèlement, la part des secteurs traditionnels principaux a diminué, avec les bureaux passant de 28 % à 22 % en 2024, occupant la troisième position derrière la logistique (26 %) et le résidentiel (23 %).

### LES TAUX DE RENDEMENT DES SECTEURS RÉSIDENTIELS ALTERNATIFS OFFRENT ENCORE UN ÉCART DE TAUX PAR RAPPORT AUX SECTEURS TRADITIONNELS

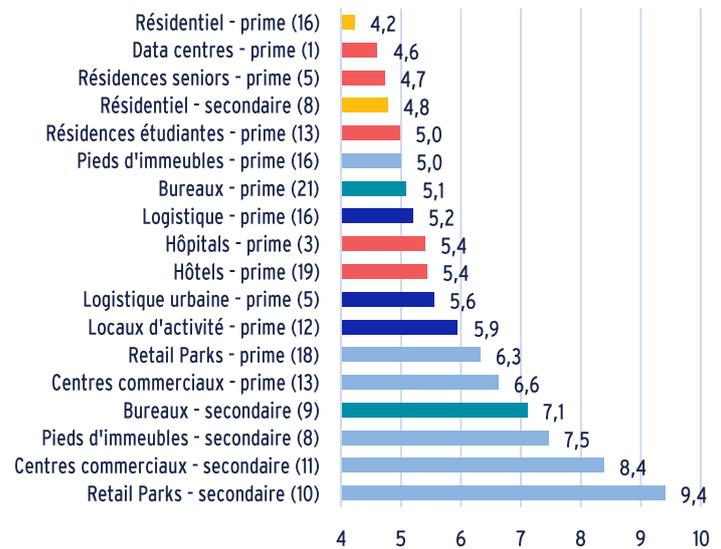
- Les résidences étudiantes constituent l'un des secteurs alternatifs qui a connu une forte croissance au cours des dernières années, soutenue par des fondamentaux solides.
- La résilience des résidences étudiantes face aux chocs économiques et le développement d'exploitants pan-européens établis ont également contribué à cette dynamique.
- Une comparaison des taux de rendement en résidences étudiantes avec ceux du résidentiel non-géré dans dix marchés européens montre que l'écart de rendement entre les deux secteurs a diminué, passant en moyenne de 130 à 70 points de base.
- Cet écart de rendement reflète les risques opérationnels associés aux résidences étudiantes.
- Les taux de rendement en résidentiel prime devraient baisser de 30 points de base en moyenne au cours des cinq prochaines années, passant de 4,2 % à 3,9 %.
- Une tendance similaire de resserrement des taux de rendement peut être attendue pour les résidences étudiantes prime, en supposant un écart stable.
- Les investisseurs sont intéressés par les rendements plus élevés en résidences étudiantes par rapport au résidentiel classique et le partenariat avec un opérateur spécialisé plutôt que de gérer un actif résidentiel classique multilocataires.

VOLUMES D'INVESTISSEMENT EUROPÉENS PAR SECTEUR ALTERNATIFS (EN MILLIARDS D'EUROS, MOYENNE MOBILE ANNUELLE) - PART DES SECTEURS ALTERNATIFS DANS LES VOLUMES TOTAUX (%)



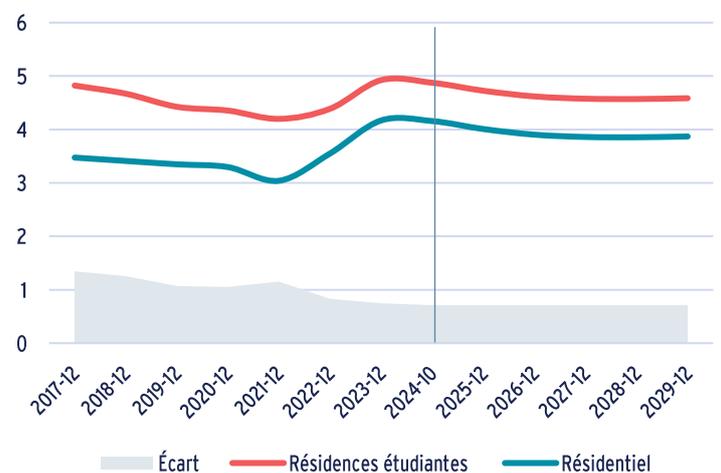
Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS EN EUROPE - OCTOBRE 2024 (%)



Sources : CBRE, INREV et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### TAUX DE RENDEMENT RÉSIDENTIELS PRIME ET DES LOGEMENTS POUR ÉTUDIANTS (%) & ÉCART - 10 MARCHÉS



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : LA MAJORITÉ DES MARCHÉS EUROPÉENS SONT ATTRACTIFS

### 166 PDB D'ECART ENTRE RENDEMENTS ATTENDUS ET CEUX EXIGÉS POUR 2025-29

- Notre approche du rendement ajusté au risque est fondée sur une comparaison entre le rendement global exigé et le rendement attendu sur les cinq prochaines années.
- Pour refléter les récentes baisses des volumes d'investissement, nous avons mis à jour notre estimation de la prime de liquidité afin qu'elle soit plus représentative des tendances à court terme.
- Pour les 168 marchés européens inclus dans cette analyse du rendement ajusté au risque, le rendement exigé moyen pour la période 2025-2029 est prévu à 7,3 % par an, tandis que le rendement attendu est estimé à 9,0 % par an (avec une répartition de 5,2 % pour le rendement locatif et 4,8 % pour la croissance en capital).
- Le taux sans risque de 3,3 % reste la composante la plus importante du rendement exigé malgré l'augmentation de la prime de liquidité.
- L'écart entre le rendement attendu et le rendement exigé est positif et atteint 166 points de base. Cela implique que les investisseurs en immobilier seraient suffisamment rémunérés des risques sur les marchés immobiliers européens au cours des cinq prochaines années.
- En détail, notre analyse classe chaque de marché comme attractif, neutre ou moins attractif selon la différence entre rendements attendu et exigé.

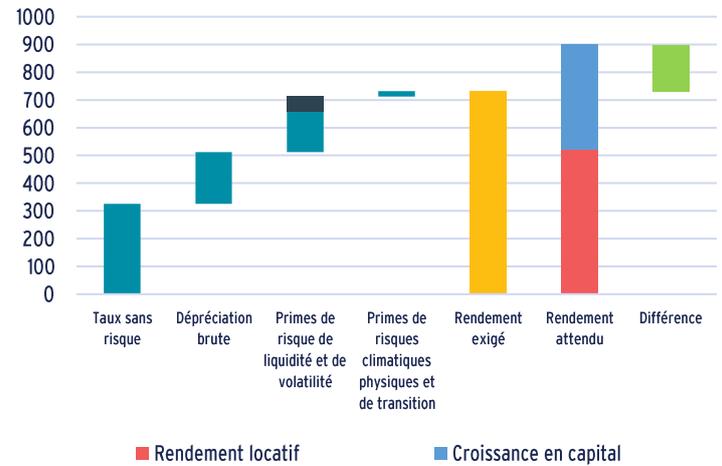
### RÉSILIENCE DANS LE SCÉNARIO PESSIMISTE

- L'actualisation de l'analyse confirme les résultats positifs relevés en mars dernier pour la période 2025-2029 dans le scénario central.
- Le rendement attendu pour 2025-2029 est prévu à 9,0 % par an, en légère amélioration par rapport aux 8,7% par an prévus en mars 2024, en partie lié au fait que 2024 est sortie de la période de prévisions.
- Cependant, les incertitudes politiques justifient la prise en compte de scénarios différents du scénario central.
- Si l'augmentation des barrières commerciales et d'autres restrictions liées au contexte géopolitique se matérialisent, une inflation plus élevée et une croissance du PIB plus faible rendraient un scénario pessimiste plus probable.
- Cependant, même dans ce scénario l'écart reste positif de 100 points de base entre rendements attendus et exigés..
- D'un autre côté, si le nouveau gouvernement américain se concentre davantage sur le règlement des conflits armés, cela pourrait favoriser une croissance du PIB plus élevée et une inflation plus faible.
- Dans ce scénario optimiste, l'écart excédentaire passe à 270 points de base contre 170 points de base dans le scénario central.

### LE SECTEUR DES BUREAUX A LE PLUS DE MARCHÉS ATTRACTIFS

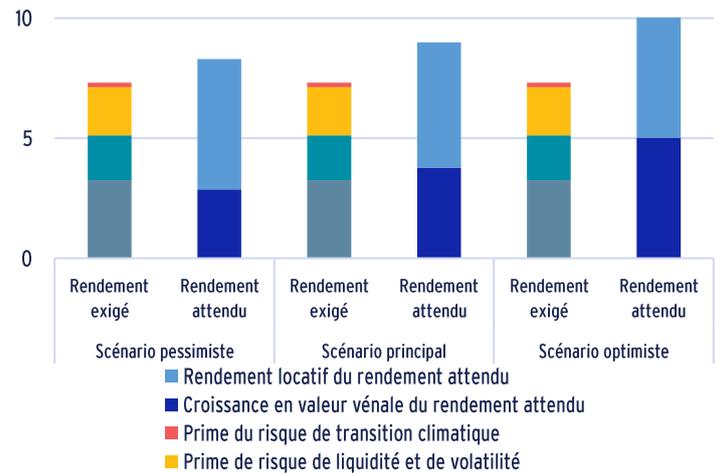
- Dans notre scénario central, les rendements attendus devraient atteindre ou dépasser les rendements exigés dans 92 % des 168 marchés couverts, en légère baisse par rapport à 93 % en mars 2024.
- Sur les 168 marchés couverts, 99 sont classés comme attractifs (contre 101), 55 marchés comme neutres (inchangé), et seulement 14 comme moins attractifs (contre 12 auparavant).
- Les bureaux se classent en tête avec 30 marchés considérés comme attractifs, 12 neutres et 1 dans la catégorie moins attractive.
- La logistique se classe au deuxième rang de l'analyse des rendements ajustés au risque, avec 19 marchés classés comme attractifs contre 17 neutres, et un marché dans la catégorie moins attractive.
- Seulement 8 % des marchés couverts restent classés comme moins attractifs, élargissant les champs d'investissements pour le capital à déployer en immobilier.
- Le commerce connaît une légère augmentation du nombre de marchés classés comme moins attractifs, passant de 9 à 11 depuis nos perspectives à mi-année.

### RENDEMENT GLOBAL EXIGÉ VS RENDEMENT GLOBAL ATTENDU EN PDB - MOYENNE EUROPÉENNE TOUTES TYPOLOGIES (2025-29)



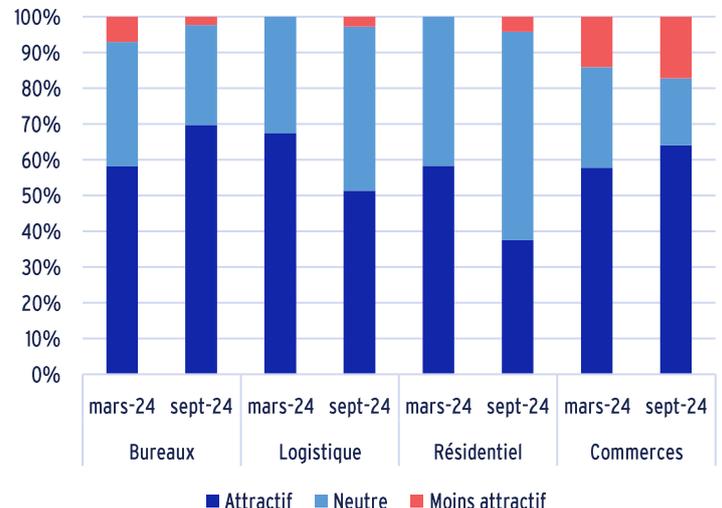
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### VARIATION DU RENDEMENT GLOBAL EXIGÉ VS RENDEMENT ATTENDU EN PDB EN EUROPE - TOUS TYPOLOGIES - SCÉNARIO CENTRAL (2025-29) (%)



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

### % DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR PAYS - SCÉNARIO CENTRAL 2025-29



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM et AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

## RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : UNE ATTRACTIVITÉ TOUJOURS SOLIDE

### LE BENELUX, RÉGION LA PLUS ATTRACTIVE

- Sur l'ensemble des 20 pays couverts, nos prévisions de septembre 24 indiquent que les rendements attendus devraient atteindre ou dépasser le rendement exigé dans plus de 92 % des marchés, contre 93 % en mars 24.
- Au Benelux, 18 marchés sur 20 sont considérés comme attractifs, les deux marchés restants étant neutres.
- Le Benelux se situe juste devant la France, où l'analyse ajustée au risque ressortit 18 marchés attractifs et trois marchés neutres.
- Le Royaume-Uni recule de la seconde à la troisième position avec un seul marché moins attractif sur 30. Les pays nordiques ont 1 marché moins attractif sur 21 marchés.
- L'Allemagne continue d'afficher davantage de marchés attractifs que la moyenne européenne, tandis que l'Europe du Sud et l'Europe centrale restent à la traîne. Les taux des obligations d'État de ces deux régions sont plus élevés et présentent donc des écarts plus faibles entre le rendement attendu et le rendement exigé.
- Seuls 14 des 168 marchés couverts (soit 8 %) sont classés comme moins attractifs. Ce chiffre est en hausse par rapport aux 7 % estimés en mars 2024.

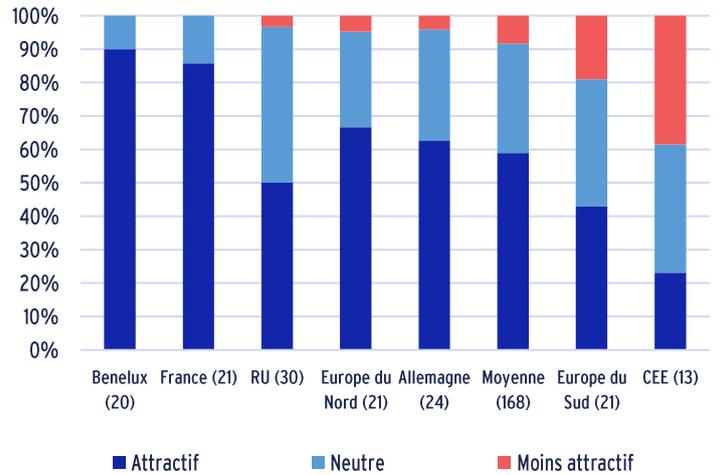
### LA SÉLECTIVITÉ RESTE DE MISE

- Dans le détail, les résultats sont plus hétérogènes en combinant villes et secteurs.
- La sélectivité reste de mise puisque l'écart entre rendements attendus et exigés peut varier de -600 points de base à + 800 points de base selon le marché.
- Parmi les marchés les plus attractifs, on peut citer les commerces de pied d'immeuble à Paris et les bureaux à Dublin et Amsterdam. En revanche, le rendement attendu est inférieur au rendement exigé en logistique et en bureaux à Budapest.
- Étant donné que l'écart moyen est de près de 170 points de base, cela signifie que certains segments affichent des écarts positifs cinq fois supérieurs, tandis que d'autres affichent des écarts de près de trois fois inférieurs à la moyenne européenne.
- Cette large distribution rappelle aux sociétés de gestion la pertinence de la sélectivité en termes de marché et aussi des actifs.
- Pour terminer l'analyse, nous regroupons les 168 marchés par pays et secteurs sur les principaux pays en Europe.

### 4 MARCHÉS DE BUREAUX DANS LE TOP 10

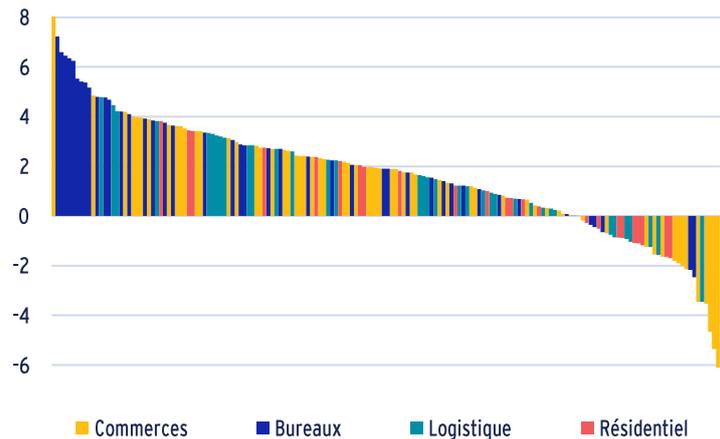
- Les bureaux se distinguent dans notre classement des marchés suivant l'écart entre rendement attendu et rendement exigé avec 4 marchés parmi les 10 plus attractifs, toutes typologies confondues.
- Les bureaux néerlandais arrivent en tête, suivis des bureaux belges, de la logistique française, du commerce de pied d'immeuble français et des bureaux français, qui clôturent le top 5.
- Les centres commerciaux allemands, néerlandais et français occupent les 6ème, 7ème et 8ème places, suivis par les immeubles résidentiels néerlandais et les bureaux britanniques pour compléter le classement des dix premiers.
- Les marchés de bureaux néerlandais les mieux classés affichent un écart positif de près de 570 points de base, soit plus du triple de la moyenne européenne de 167 points de base.
- La France est le pays le plus représenté dans le classement des marchés les plus attractifs avec quatre segments, suivie des Pays-Bas avec trois segments et de la Belgique, de l'Allemagne et du Royaume-Uni avec un segment chacun.
- Avec seulement deux segments dans notre classement des dix premiers, le résidentiel et la logistique semblent reculer en termes d'attractivité relative. Cela s'explique par la récente baisse des taux de rendement, laissant moins de perspectives de compression à terme.
- Le récent resserrement des taux de rendement dans ces deux segments recherchés pourrait avoir fait baisser le rendement attendu, réduisant l'écart avec le rendement exigé.

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR PAYS - SCÉNARIO CENTRAL 2025 - 2029



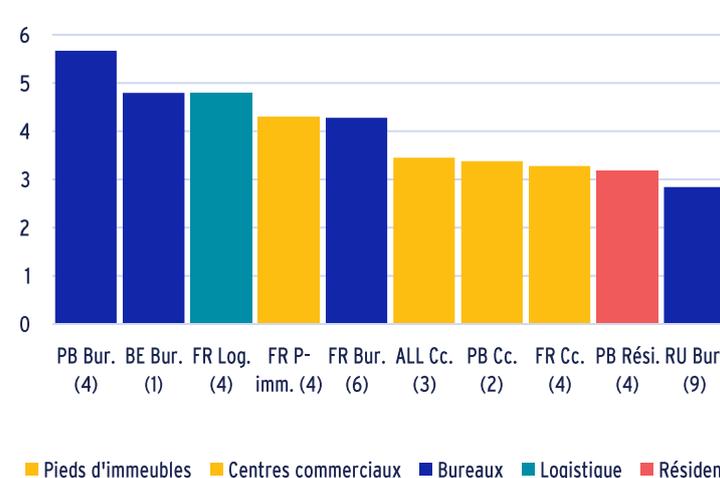
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

DIFFÉRENCE ENTRE RENDEMENT ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ PAR MARCHÉ ET SECTEUR, % 2025-2029



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

TOP 10 DES SEGMENTS DE MARCHÉS EUROPÉEN DIFFÉRENCE ENTRE RENDEMENT ATTENDU ET RENDEMENT EXIGÉ, % 2025-2029 - SCÉNARIO PRINCIPAL



Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

**A PROPOS D'AEW**

Le groupe AEW<sup>1</sup> est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 77,4 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 2024. Le groupe AEW compte plus de 870 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investissement management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 septembre 2024, AEW gérait en Europe<sup>2</sup> 37,1 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI et 2 OPC grand public en France représentant plus de 9 Mds€, qui classent AEW<sup>3</sup> parmi les cinq plus grands acteurs<sup>4</sup> de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte 510 collaborateurs répartis dans 11 bureaux et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, le groupe AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de près de 17,5 Mds€ en Europe.

**CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE**



**HANS VRENSEN CFA<sup>®2</sup>, CRE**  
Head of Research & Strategy  
Tel. +44 (0)20 7016 4753  
hans.vrensen@eu.aew.com



**IRÈNE FOSSÉ MSC**  
Director  
Tel. +33 (0)1 78 40 95 07  
irene.fosse@eu.aew.com



**ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA<sup>®2</sup>**  
Associate Director  
Tel. +44 (0)78 8783 3872  
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



**KEN BACCAM MSC**  
Director  
Tel. +33 (0)1 78 40 92 66  
ken.baccam@eu.aew.com



**RUSLANA GOLEMDJIEVA**  
Analyst  
Tel. +44 (0)20 7016 4832  
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



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

**CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS**



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



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



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



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

**LONDRES**

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

**PARIS**

AEW  
43 Avenue Pierre-Mendès France  
750 13 Paris  
FRANCE

**DÜSSELDORF**

AEW  
Steinstraße, 1-3  
D-40212 Düsseldorf  
ALLEMAGNE

1 Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

2 Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l.

3 AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

4 Classement ASPIM au 30/09/2024 selon la capitalisation totale SCPI + OPC grand public.

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

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