



AEW RECHERCHE & STRATÉGIE | EUROPE

Perspectives à mi-année 2025

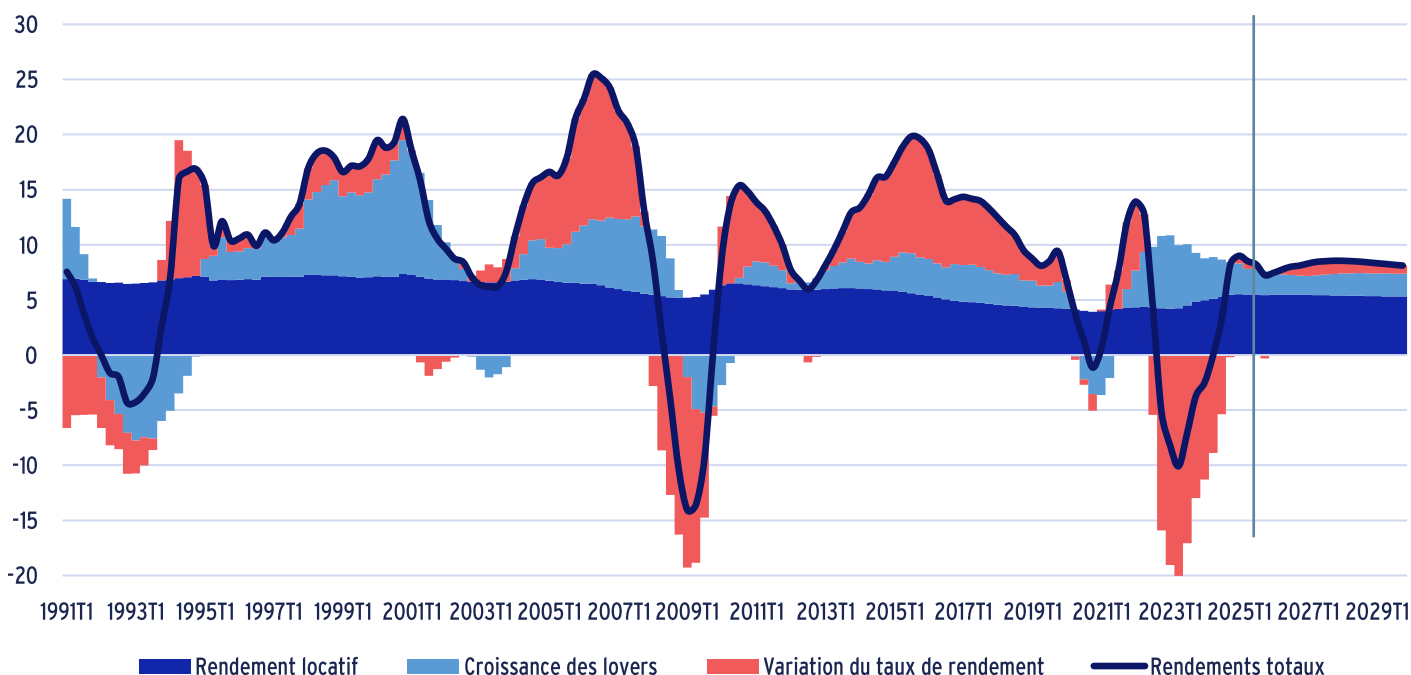
REPRISE EN BONNE VOIE MALGRÉ LES TARIFS DOUANIERS

AVRIL 2025

LE RENDEMENT LOCATIF ET LA CROISSANCE DES LOYERS TEMPÈRENT L'IMPACT DES TARIFS DOUANIERS

- La reprise du marché immobilier *prime* en Europe devrait rester sur la bonne voie. Malgré l'actualité fluctuante et l'incertitude sur les perspectives macroéconomiques, le rendement locatif et la croissance des loyers devraient modérer l'impact des tarifs douaniers sur les rendements totaux *prime* en immobilier en Europe.
- Les annonces récentes sur les tarifs douaniers américains ont poussé l'incertitude sur le commerce mondial à un niveau record. La pause de 90 jours a partiellement inversé la réallocation des investissements des actions vers les obligations. Une fois confirmé, l'impact à long terme de tarifs douaniers plus élevés sur les rendements obligataires est moins clair, car une inflation plus élevée fera monter les rendements obligataires, tandis qu'une croissance plus faible et une fuite vers les actifs sécurisés les pousseront à la baisse.
- Le scénario central suppose des droits de douane à 10 % et une légère dégradation de la croissance du PIB pour 2025-2029. Les dernières annonces concernant des tarifs potentiellement plus élevés rendent notre scénario pessimiste plus probable qu'auparavant, avec une croissance du PIB plus faible et une inflation et des rendements obligataires plus élevés. Même dans ce cas, par rapport à d'autres types d'actifs, l'immobilier devrait jouer son rôle de valeur refuge.
- Les taux de vacance bas dans la majorité des marchés européens continuent de soutenir la croissance des loyers *prime* pour 2025-29, en particulier dans le secteur résidentiel. La vacance devrait même se réduire en bureaux et pousser les loyers *prime* à la hausse.
- Compte tenu des perspectives de hausse des rendements obligataires d'état, la compression prévue des taux de rendement immobiliers *prime* devrait être plus modérée. Par conséquent, la hausse des valeurs en capital serait moindre par rapport à nos prévisions de septembre 2024. La croissance attendue des loyers *prime* continuera néanmoins de soutenir la croissance des valeurs en capital dans la plupart des secteurs, même sans évolution des taux de rendement.
- La croissance des valeurs en capital - induite par l'évolution des taux de rendement - est la composante historique la plus volatile des rendements totaux. En effet, la baisse des valeurs en capital induite par les taux de rendement en 2022-2024 a été plus marquée que la baisse de 2008-2010 pendant la crise financière mondiale, mais la correction des prix a été atténuée en partie par une hausse des valeurs induite par la croissance des loyers.
- Les projections de rendements totaux du scénario central pour 2025-2029 pour tous les secteurs sont de 8,1 % par an avec une hypothèse de tarifs douaniers à 10 %. Le scénario pessimiste confirme la résilience des rendements immobiliers avec un rendement total annuel estimé à 7,0 % en moyenne en Europe.
- Les marchés britanniques devraient offrir le rendement total le plus élevé pour 2025-2029, à 9,8 % par an dans le scénario central, suivis des marchés du Benelux et d'Europe centrale. Les marchés de bureaux *prime* devraient toujours atteindre les rendements totaux les plus élevés de tous les secteurs pour 2025-2029, à 9,5 % par an, suivis par les marchés logistiques *prime* avec des rendements totaux de 8,1 % par an.
- La dynamique reste positive selon la dernière enquête sur la confiance des sociétés de gestion de l'IPE - avec plus de 60 % des répondants prévoyant une croissance des valeurs en 2025. D'autre part, nous prévoyons également des volumes d'investissement en hausse en 2025 à 200 milliards d'euros, soit 9 % de plus qu'en 2024.

RENDEMENTS TOTAUX DÉCOMPOSÉS - MOYENNE EUROPÉENNE, % PAR AN, SCÉNARIO CENTRAL



CONTEXTE ÉCONOMIQUE – LES TARIFS DOUANIERS AU CENTRE DES PRÉOCCUPATIONS

LA HAUSSE DES DROITS DE DOUANE RENDENT LE SCÉNARIO PESSIMISTE PLUS PROBABLE

- Nos modèles immobiliers se basent sur les prévisions d'Oxford Economics (OE) qui ont révisé la croissance du PIB européen en 2025 à 1,2 %, contre 1,5 % prévu en septembre 2024.
- En 2024, l'économie allemande a continué de stagner tandis que le PIB ne croissait que modérément au Royaume-Uni et en France.
- En 2025, la croissance du PIB redeviendrait légèrement positive en Allemagne et passerait à 1,1 % au Royaume-Uni et 0,8 % en France, en-dessous de la moyenne des 20 pays en Europe. Ces prévisions modérées prenaient en compte le conflit en Ukraine et les autres incertitudes géopolitiques mais n'intégraient pas encore les annonces sur les tarifs.
- Dans un scénario optimiste, le PIB augmenterait plus vite et l'inflation descendrait sous les niveaux cibles des banques centrales. Étant donné l'évolution rapide des nouvelles concernant les tarifs douaniers aux États-Unis, notre scénario pessimiste est devenu plus probable qu'auparavant.
- Malgré l'effet à long terme incertain des tarifs plus élevés sur les rendements obligataires, le scénario pessimiste prend en compte une croissance du PIB plus faible ainsi qu'une inflation et des rendements obligataires plus élevés.

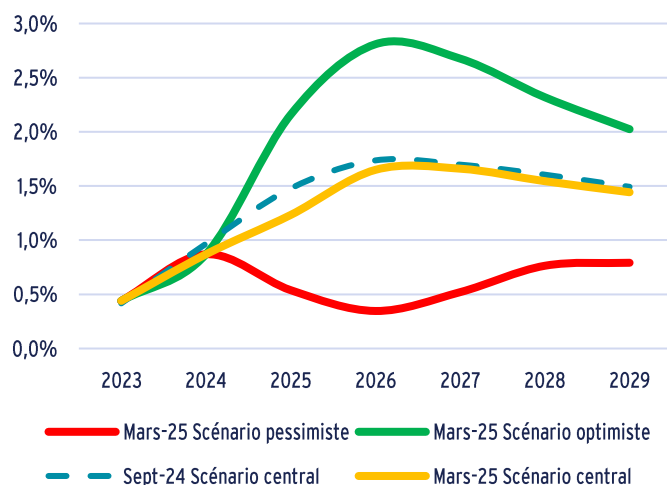
LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DEVRAIENT RESTER STABLES

- Le rendement annuel moyen des obligations d'état sur 10 ans dans 20 pays Européens s'établit à 3,2 % pour 2024 après avoir culminé à 3,5 % en 2023.
- Dans le scénario central, les rendements obligataires devraient rester à 3,2 % jusqu'en 2029, soit 20 ppb au-dessus des prévisions d'Oxford Economics de septembre 2024 (3,0 %).
- L'inflation reste au-dessus des attentes et des objectifs des banques centrales mais pourrait se stabiliser autour des 2 % par an, et par conséquent, les banques centrales devraient procéder à moins de baisses de taux.
- Les nouvelles les plus récentes concernant la pause de 90 jours ont partiellement inversé le mouvement initial des investisseurs des actions vers les obligations. Cependant, l'impact à long terme sur les rendements obligataires reste incertain.
- Une croissance plus faible du PIB pourrait mitiger l'impact à court terme des tarifs douaniers sur l'inflation au-delà des trois à cinq prochaines années. Ce qui correspond à notre scénario pessimiste où les taux des obligations d'état remonteraient à 4,8 % en 2026 avant de retomber à 3,4 % en 2029.

CONSÉQUENCES INCERTAINES DE LA GUERRE TARIFAIRE SUR LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À LONG TERME

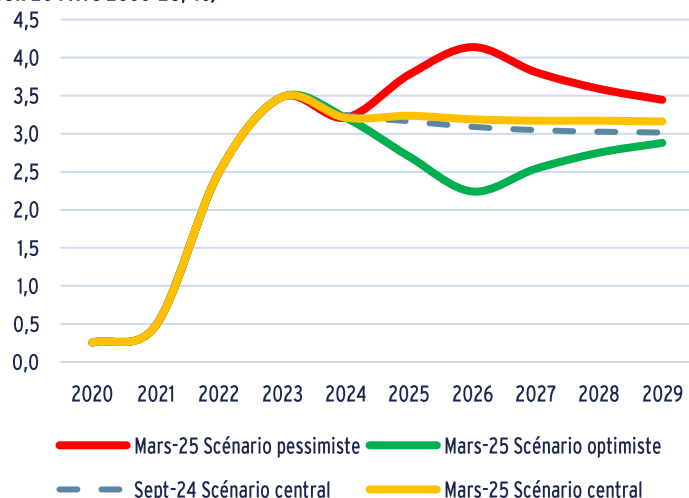
- L'escalade la guerre tarifaire a fait grimper l'indice d'incertitude de la politique commerciale (Trade Policy Uncertainty, TPU) à un niveau record.
- Malgré les préoccupations croissantes sur les perspectives macroéconomiques à long terme, à court terme, les investisseurs se sont reportés des marchés boursiers vers les marchés obligataires, faisant ainsi baisser les rendements.
- La récente annonce d'une pause de 90 jours sur les tarifs supérieurs à 10 % a partiellement inversé ce mouvement à court terme des investisseurs. Une fois que les tarifs plus élevés seront confirmés, l'impact à long terme sur les obligations reste incertain, car l'e TPU a historiquement montré peu ou pas de corrélation avec les rendements des obligations d'État ainsi qu'avec les taux de croissance du PIB (non montrés sur le graphique).
- Toutes choses égales par ailleurs, les tarifs devraient ralentir le commerce, la demande agrégée et, par conséquent, la production et les investissements dans les secteurs directement touchés et adjacents.
- De plus, les tarifs devraient accroître les risques de perturbations de la chaîne d'approvisionnement. En Europe, les secteurs les plus touchés devraient être les biens de haute technologie, la machinerie et le transport, y compris l'automobile.

Taux de croissance du PIB européen (% P.A.) MOYENNE EUROPÉENNE DES 20 PAYS



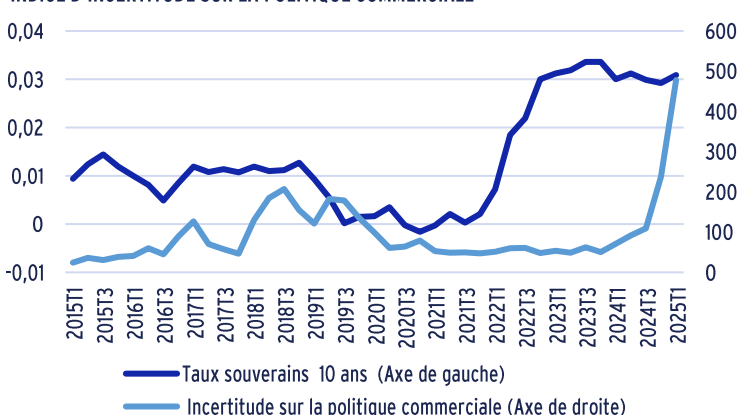
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

Taux de rendement des obligations d'état à 10 ans (MOYENNE EUROPÉENNE SUR 20 PAYS 2000-28, %)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

Taux de rendement des obligations d'état (MOYENNE DE LA ZONE EURO) ET INDICE D'INCERTITUDE SUR LA POLITIQUE COMMERCIALE*



L'indice d'incertitude de la politique commerciale (TPU) mesure la fréquence des mentions du TPU dans sept grands journaux spécialisés

Sources : Oxford Economics, Trade Policy Uncertainty Index, et AEW Research & Strategy au T1 2025

L'ÉCART DE RENDEMENT ENTRE OBLIGATIONS ET IMMOBILIER REVIENT À LA MOYENNE LONG TERME

VOLATILITÉ DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À COURT TERME

- Même si l'évolution à court terme des taux obligataires longs est une préoccupation légitime, l'impact direct sur l'immobilier resterait limité, contribuant à conforter les investisseurs en immobilier, dont la vision est long terme.
- Tout impact direct des taux d'intérêt plus élevés sur l'immobilier à travers les coûts d'emprunt est atténué, car ces coûts sont basés sur les taux de swap à 5 ans de la zone euro. A 3,75 %, les coûts d'emprunt restent relatifs, comparé au taux de rendement moyen prime en immobilier, tous secteurs, de 5,35 % à fin 2024, favorisant le recours à la dette.
- Au premier trimestre 2025, le taux de swap à 5 ans de la zone euro est remonté de 11 pnb, mais reste 94 pnb en dessous de son pic récent du troisième trimestre 2023.
- Historiquement, il existe une marge entre les rendements obligataires et les taux de swap. Si les taux swap restent en ligne avec cette marge à long terme, les coûts d'emprunt immobilier resteraient stables.
- Cela signifie que l'impact direct sur les investissements financés par de la dette devrait rester limité à court terme, consolidant potentiellement l'immobilier comme refuge par rapport à d'autres actifs.

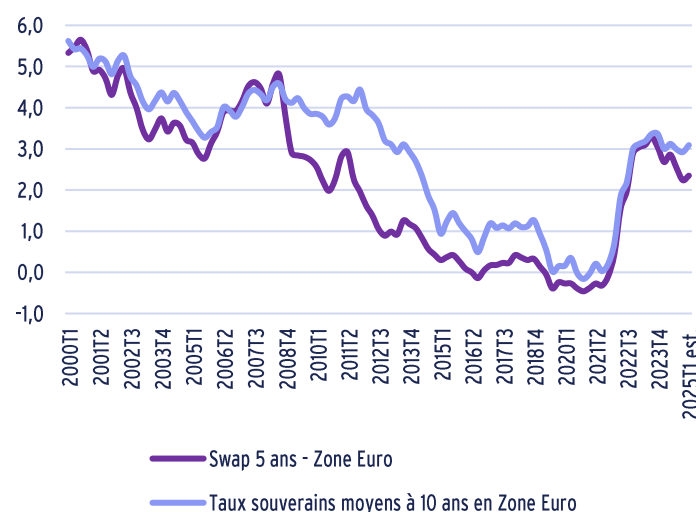
LES TAUX DE RENDEMENT FRANÇAIS ET ALLEMANDS PLUS SENSIBLES AUX MOUVEMENTS OBLIGATAIRES

- La corrélation long terme entre les taux de rendement immobiliers prime et les rendements des obligations d'État peut être illustrée par les coefficients de régression. Les données historiques et les coefficients de régression confirment qu'une variation de 100 pnb des taux obligataires d'État se traduit par une variation de 36 pnb des taux de rendement immobiliers.
- La France affiche la sensibilité la plus élevée avec un coefficient de 0,55 suivie par l'Allemagne avec un coefficient de 0,42.
- Cela pourrait expliquer pourquoi les investisseurs de ces marchés sont plus préoccupés par les mouvements obligataires à court terme.
- La plupart des pays ont également connu des périodes de découplage : lorsque les rendements des obligations d'État ont dépassé les taux de rendement immobiliers prime ou lorsqu'ils ont divergé.
- À noter que le décalage de corrélation de deux trimestres suppose que les investisseurs en immobilier peuvent prendre en compte le temps de retard que prend la répercussion des mouvements obligataires sur les taux de rendement immobilier.

L'ÉCART DE RENDEMENT ENTRE OBLIGATIONS ET IMMOBILIER SE RAPPROCHE DE LA MOYENNE LONG TERME

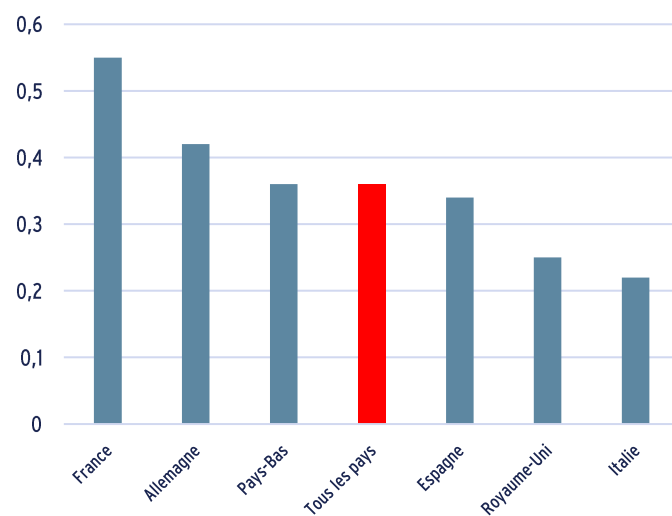
- Les investisseurs privilégiant le rendement locatif sont particulièrement attentifs à la relation entre taux obligataires d'État et taux de rendement immobiliers.
- Depuis fin 2020, les taux de rendement immobiliers ont augmenté de 160 pnb, tandis que les rendements obligataires ont augmenté de 310 pnb.
- L'écart positif de l'immobilier par rapport aux obligations d'État a presque diminué de moitié, passant de 400 pnb à 220 pnb au cours des quatre dernières années. Cet écart de 220 pnb devrait se stabiliser au cours des cinq prochaines années et reste proche de l'écart excédentaire moyen de 260 pnb pour la période 2014-24 et reste attractif, compte tenu du contexte actuel.
- La comparaison entre obligation et immobilier est à nuancer puisque l'immobilier prime bénéficie également d'une plus-value sous forme de croissance en capital qui vient compléter le rendement locatif.

TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS ET TAUX DE SWAP À 5 ANS - MOYENNE DE LA ZONE EURO, % P.A.



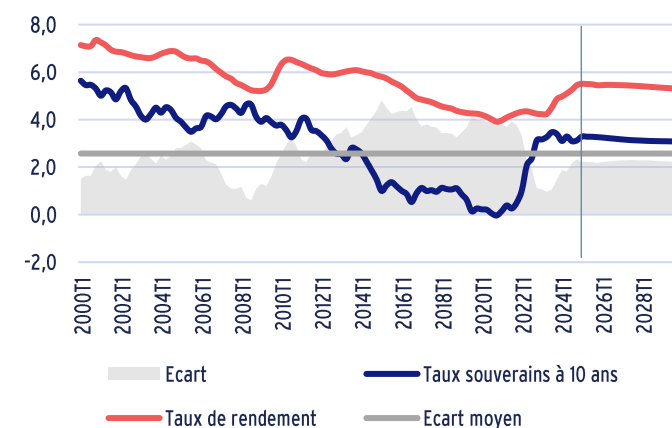
Sources : OE et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

COEFFICIENTS DE RÉGRESSION DES TAUX DE RENDEMENT TOUTS SECTEURS SUR LES TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT (DÉCALÉS DE 2 TRIMESTRES), 1990-2024



Sources : AEW Recherche et Stratégie, Oxford Economics, CBRE au T1 2025

TAUX DE RENDEMENT DE L'IMMOBILIER ET DES OBLIGATIONS D'ÉTAT, (MOYENNE DE 198 MARCHÉS EUROPÉENS ; % PAR AN)



Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

IMMOBILIER – LA VACANCE EN BUREAUX DEVRAIENT BAISSER

L'AUGMENTATION DE LA VACANCE EN BUREAUX CONTRASTE AVEC LES AUTRES SECTEURS

- Mis à part en bureaux, les taux de vacance des autres secteurs immobiliers ont tendance à baisser en Europe depuis la Covid-19.
- Les taux de vacance dans les différents secteurs immobiliers sont suivis par l'indice INREV Asset Level (ALI), qui montre la performance des portefeuilles immobiliers des investisseurs institutionnels depuis 2014.
- À 11 %, les bureaux affichent le taux de vacance le plus élevé (hors actifs en cours de (re)développement) et en augmentation persistante depuis la pandémie. Le taux de vacance en bureaux avant la Covid-19 s'établissait à 5 %, en baisse significative par rapport aux 12 % en 2014.
- La vacance en commerces apparaît peu élevée (3 %) mais reflète probablement la meilleure qualité des actifs dans les portefeuilles institutionnels. Le taux de vacance en résidentiel est également bas (3 %), mais a augmenté pendant les confinements sanitaires de Covid où davantage de logements sont restés vacants.
- Le taux de vacance logistique reste le plus bas de tous les secteurs, à 2,7 %, en légère augmentation depuis 2023.

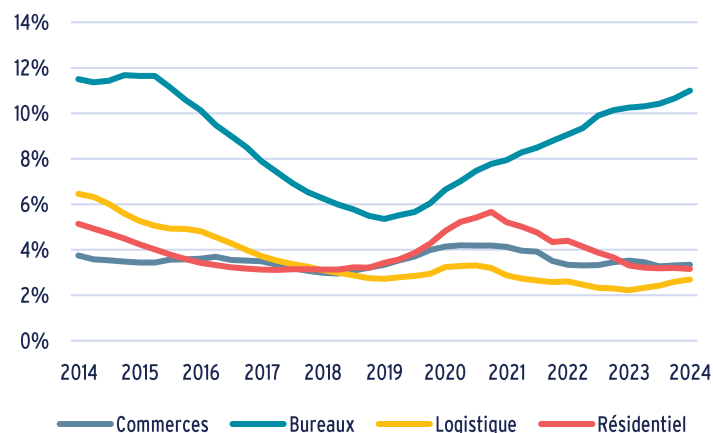
LES TAUX DE VACANCE EN BUREAUX DEVRAIENT BAISSER EN EUROPE

- Selon une méthodologie différente basée sur le parc de 40 marchés de bureaux en Europe, CBRE constate que la vacance atteignait 9 % à fin 2024, une hausse de 330 pdb comparé aux niveaux pré-Covid-19.
- D'ici fin 2029, les taux de vacance devraient baisser à 7,0 % avec une absorption nette supérieure à l'offre neuve amenée à baisser plus rapidement. L'offre neuve est impactée la plus faible rentabilité des projets de développement, avec une baisse des valeurs vénale des de 20 à 30 % alors que les coûts de construction et de financement ont augmenté.
- En parallèle, la demande en bureaux diminue avec l'avènement des modes de travail hybrides. Cependant, de nombreuses entreprises sont encore en phase de réévaluation de leurs besoins en surfaces de bureaux alors que les nouvelles tendances de travail se précisent.
- Jusqu'à présent, il ne semble pas y avoir d'approche homogène parmi les locataires. Au sein d'un même secteur, certaines entreprises insistent sur le retour au bureau à temps plein, tandis que d'autres offrent une flexibilité complète à leurs salariés et une majorité navigue entre les deux approches.

LE TAUX DE VACANCE EN LOGISTIQUE DEVRAIT BAISSER APRÈS UN POINT HAUT DE 5 % DE 2024

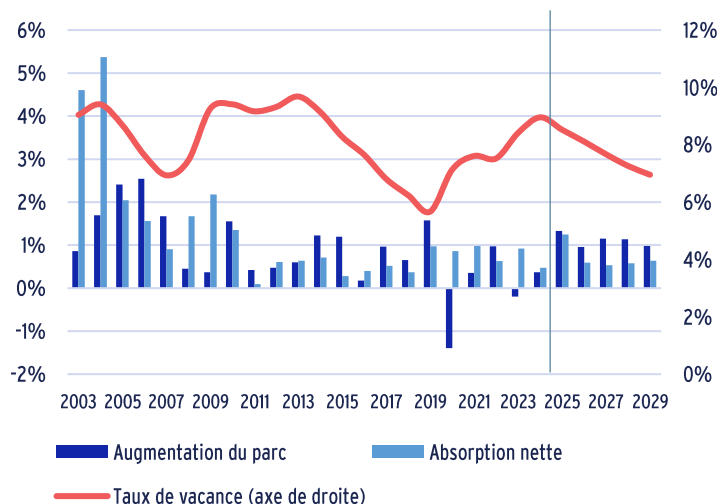
- Au cours des deux dernières années, les développeurs ont répondu au fort rebond de la demande en rattrapage postpandémie en 2021-22.
- Cette augmentation de l'offre logistique en 2023-24 s'est heurtée au ralentissement de la demande en entrepôts, poussant le taux de vacance européen à 5,1 %, alors qu'il était tombé à un plancher record de 2,5 % en 2022. Cependant, l'offre neuve devrait diminuer car la rentabilité des développeurs a subi le même déclin qu'en bureaux.
- À terme, l'équilibre devrait être retrouvé entre offre et demande, permettant à la vacance logistique de diminuer progressivement jusqu'à 3,7 % d'ici 2029.
- Cela devrait contribuer positivement à la croissance future des loyers prime sur les principaux marchés logistiques européens.
- En dépit de l'actualité moins favorable sur les tarifs douaniers, les moteurs fondamentaux de la demande logistique tels que l'essor du commerce en ligne et le rapatriement de l'activité manufacturière restent porteurs.
- De nouveaux facteurs favorables émergent d'un besoin accru d'investissements en matière de défense et de centres de données en Europe.

TAUX DE VACANCE PAR SECTEUR BASÉ SUR L'INDICE INREV ASSET LEVEL (% MOYENNE MOBILE SUR 4 TRIMESTRES) - ACTIFS STABILISÉS UNIQUEMENT



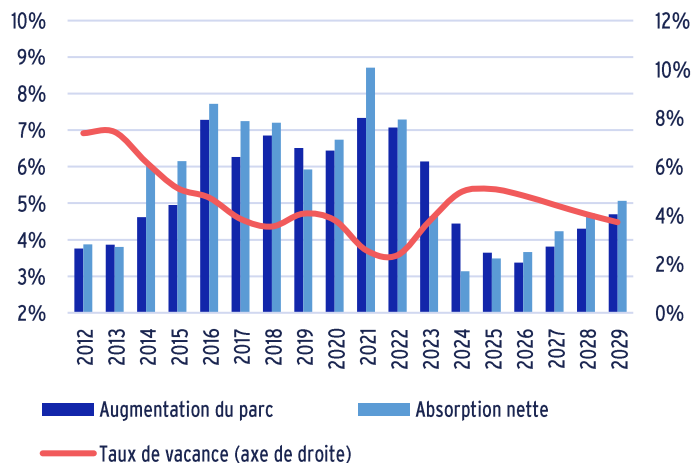
Sources : INREV, AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

TAUX DE VACANCE DES BUREAUX – EUROPE



Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE**, CROISSANCE DU PARC ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE*.



- Allemagne, France, Royaume-Uni, Pologne, Pays-Bas, République Tchèque, Italie, Espagne, Belgique
- ** Absorption nette = variation du parc occupé

Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie au T1 2025

IMMOBILIER – PLUS FORTE CROISSANCE DES LOYERS EN RÉSIDENTIEL ET EN BUREAUX

LES COMMERCES BÉNÉFICIERAIENT D'UNE STABILISATION DES VENTES EN MAGASINS

- Les ventes en commerce de détail (en réel, ajusté de l'inflation) devraient progresser de 1,7 % par an entre 2025 et 2029. L'essentiel provenant de la croissance des ventes en ligne mais les ventes en magasins devraient également s'améliorer.
- Par rapport aux niveaux pré-Covid-19, les ventes en magasins devraient se redresser après avoir diminué de 6 % au Royaume-Uni et augmenté de 3 % en Europe d'ici 2025.
- La croissance cumulée prévue des ventes en magasins au cours des cinq prochaines années est de 0,6 % par an - une croissance stable bien que modérée. Les ventes en ligne devraient représenter 66 % de la croissance prévue des ventes en détail au Royaume-Uni entre 2025 et 2029, tandis que les ventes en ligne en Europe continentale devraient en représenter 68 %.
- En d'autres termes, bien que le commerce en ligne capte la plus grande part de la croissance des ventes, les ventes en magasins devraient continuer à croître dans une moindre mesure, ce qui reste positif pour les enseignes locataires.

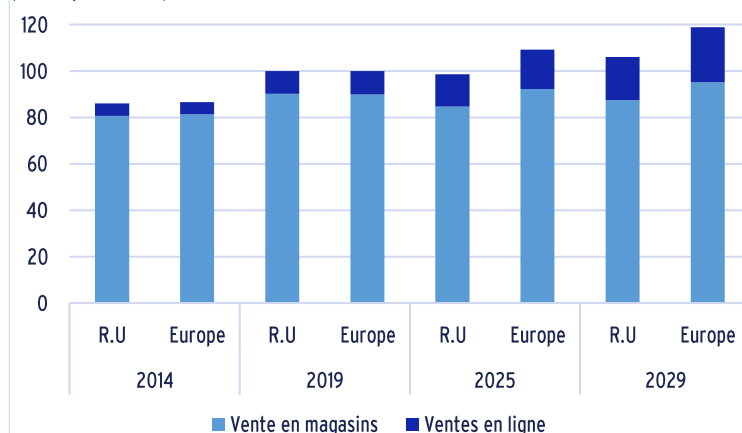
LE RÉSIDENTIEL PRIME MOINS SENSIBLE AUX PLAFONNEMENTS DE LOYERS

- Les investisseurs sont attentifs à la régulation du résidentiel privé en Europe, devenue plus restrictive pour réagir à la pénurie croissante de logements.
- Ces réglementations ne sont pas nouvelles et ont évolué. Elles varient également à travers l'Europe et peuvent être suivies par l'indice développé par DIW Berlin. Sur la base de cet indice de contrôle des loyers, le Royaume-Uni semble être le marché le plus favorable aux propriétaires. Les Pays-Bas sont traditionnellement le marché le plus favorable aux locataires.
- Toutefois, le projet de loi sur la réforme des loyers pourrait changer la donne, car il vise à renforcer la protection des locataires britanniques.
- En Espagne, de nouvelles règles nationales et locales en Catalogne ont été mises en place.
- Il est important de rappeler que ces réglementations plus strictes n'affectent pas directement le segment prime du marché, plus libre. Cependant, davantage de régulation sur le marché pourrait en réalité accentuer la pénurie d'offre et pousser à la hausse les loyers prime.

LES LOYERS SOUTENUS PAR L'OFFRE LIMITÉE ET LA CROISSANCE MODÉRÉE

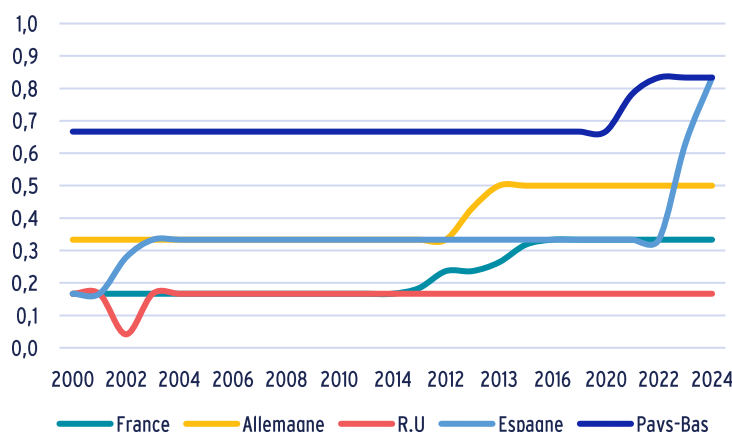
- Dans notre scénario central actualisé, la croissance des loyers prime attendue s'établit à 2,0 % par an, soit une légère baisse par rapport aux 2,1 % de notre scénario central de septembre 2024 (moyenne tous secteurs).
- Le secteur résidentiel occupe la première place dans nos dernières perspectives de croissance des loyers prime, avec une moyenne européenne de 3,1 % par an.
- Cela s'explique par une révision à la baisse de l'offre neuve amplifiant la tension sur les marchés locatifs. La croissance des loyers dans tous les secteurs se situe entre 1,7 % par an dans le scénario baissier, ce qui reste remarquable, et 2,2 % par an dans le scénario haussier.
- Les centres commerciaux et les commerces de pieds d'immeuble devraient connaître une croissance des loyers de 0,9 % et 1,0 % par an, respectivement, entre 2025 et 2029.
- Les loyers des bureaux prime devraient connaître une croissance de plus de 2,6 % par an, ce qui les place en deuxième position dans tous les secteurs.
- Comme précédemment, les loyers secondaires restent sous pression car de nombreux locataires favorisent les surfaces de bureaux prime.
- La sensibilité des scénarios est relativement élevée pour les commerces, tandis que l'impact inversé des scénarios sur la logistique s'explique par la relation historique entre la croissance des loyers et l'inflation, plutôt que par le PIB.

VENTES AU DÉTAIL RÉELLES PAR CANAL, ROYAUME-UNI VS. EUROPE CONTINENTALE (INDICE, 2019=100)



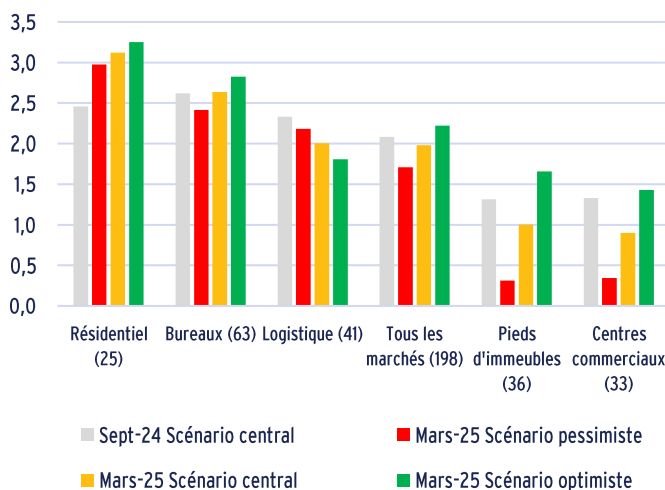
Sources : AEW Recherche et Stratégie, CBRE & Oxford Economics au T1 2025

INDICE DE CONTRÔLE DES LOYERS SELON LA CAPACITÉ DES PROPRIÉTAIRES À FIXER LES LOYERS EN VERTU DES LOIS EN VIGUEUR (1,0 EST PLUS STRICT)



Sources : K. Kholodilin pour le DIW Berlin (Institut Allemand pour la Recherche Économique), et AEW Recherche et Stratégie, à compter de Déc 2024

CROISSANCE DES LOYERS PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (2024-28, % PA)



Sources : CBRE, AEW Recherche et Stratégie, CBRE, et Oxford Economics au T1 2025

PERSPECTIVES – UNE DYNAMIQUE QUI RESTE POSITIVE EN INVESTISSEMENT

LA CONFIANCE REVIENT EN COMMERCES ET EN BUREAUX

- L'indice de confiance des sociétés de gestion a continué à s'améliorer selon la dernière enquête IPE Real Assets Expectations Indicator de mars/avril 2025. Le pourcentage net (%) est la différence entre la part des gestionnaires immobiliers qui pensent que les valeurs augmenteront ou diminueront au cours des 12 prochains mois.
- Dans les quatre secteurs immobiliers, plus de 60 % des personnes interrogées s'attendent à une augmentation des valeurs au cours des 12 prochains mois, une majorité remarquable mais pas encore aussi forte qu'en 2015-2016.
- Les secteurs des commerces et des bureaux ont bénéficié d'un rebond de l'indice de confiance, à la suite de celui du résidentiel et de la logistique. Les différences entre les secteurs s'est réduite, principalement en raison de l'amélioration des perspectives de croissance des valeurs des actifs de commerces.
- Historiquement, les évolutions de l'indice ont précédé les mouvements des flux d'investissement. L'amélioration de la confiance des sociétés de gestion pourrait donc augurer un rebond des investissements en 2025.

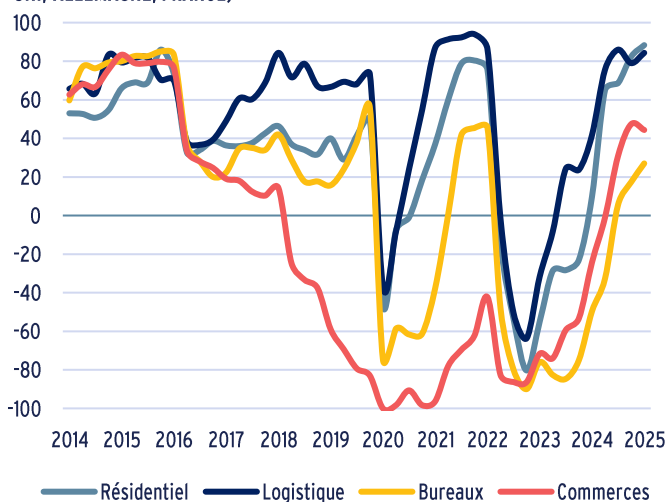
LES VOLUMES INVESTIS DEVRAIENT ATTEINDRE 200 MILLIARDS D'EUROS EN 2025 EN EUROPE

- Les volumes investis en immobilier direct se sont élevés à 183 milliards d'euros en 2024, soit une hausse de 22 % par rapport aux 150 milliards d'euros enregistrés en 2023, ce qui reste inférieur de moitié aux volumes records de 2021.
- Compte tenu de l'ajustement des valeurs et de l'amélioration de la confiance des investisseurs, nous estimons que les volumes d'investissement atteindront 200 milliards d'euros en 2025.
- Même si la dynamique semble s'être inversée, MSCI estime que les ventes contraintes ont représenté près de 5 milliards d'euros en 2024 en Europe, causées par des refinancements ou des demandes de rachat de parts.
- Compte tenu de la part réduite des bureaux dans les investissements, les écarts entre les prix offerts et les prix demandés dans les négociations restent élevés, même après l'ajustement des prix entre 2022 et 2024.
- La réévaluation des prix de l'immobilier en 2022-2024 a réduit la part relative de l'immobilier dans les portefeuilles institutionnels, ce qui pourrait entraîner des allocations supplémentaires pour atteindre les objectifs à long terme.

LA COMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS DEVRAIT ÊTRE MODÉRÉE

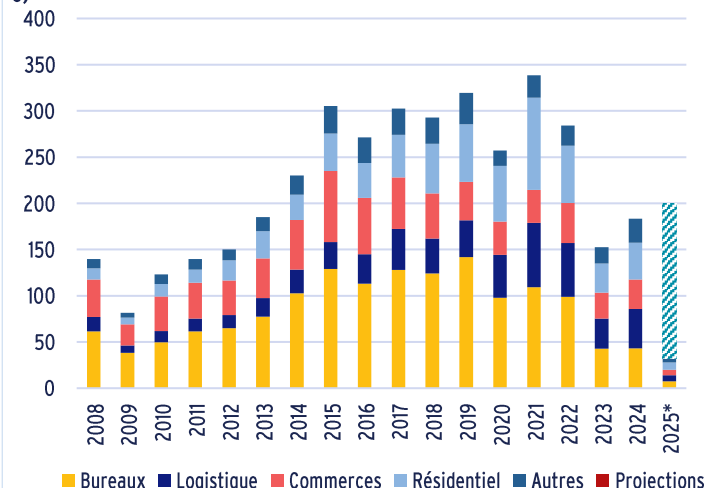
- La hausse des taux d'intérêt a entraîné une augmentation de 135 pdb des taux de rendement immobiliers prime en moyenne en Europe entre 2022 et 2024. Les taux de rendement des bureaux prime ont connu l'augmentation la plus importante, soit 190 pdb en moyenne, suivis par la logistique et le résidentiel avec 150 pdb et 120 pdb, respectivement.
- Après ces réévaluations en 2022-2024 et un moindre resserrement des rendements des obligations d'État dans notre scénario central, les taux de rendement prime tous secteurs confondus devraient se compresser de 20 pdb d'ici à 2029. Les taux de rendement des bureaux prime devraient se resserrer de 40 pdb au cours des cinq prochaines années à partir de fin 2024, suivis par la logistique et le résidentiel à 20 pdb et 15 pdb, respectivement.
- Il est peu probable que le resserrement des taux de rendement des bureaux prime entraîne à court terme une baisse des taux de rendement des bureaux non prime. Cependant, l'amélioration de la confiance des investisseurs dans les bureaux et la croissance des loyers prime pourraient changer la donne à moyen terme.
- Les taux de rendement prime pour les pieds d'immeubles devraient rester stables, tandis que ceux des centres commerciaux devraient se resserrer de 10 pdb.

INDICE DES CONFIANCE DES SOCIÉTÉS DE GESTION SUR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE DES VALEURS VÉNALES À 12 MOIS PAR TYPOLOGIE, (NET %, ROYAUME-UNI, ALLEMAGNE, FRANCE)



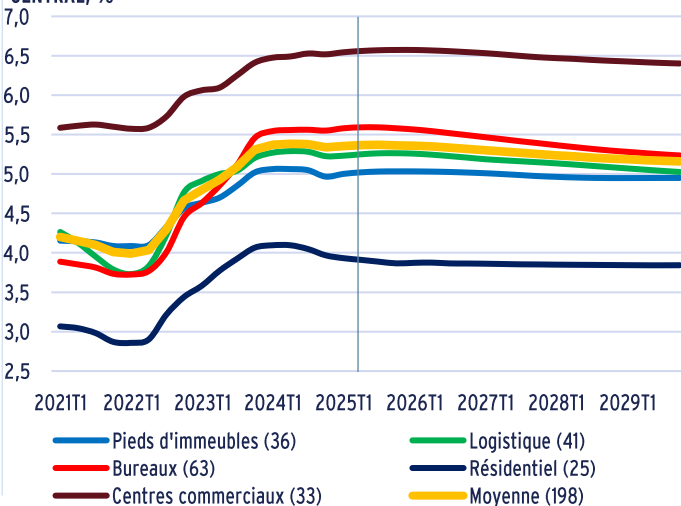
Sources : IPE, et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

VOLUMES ANNUELS D'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER PAR SECTEUR - EUROPE (MILLIARDS €)



Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

TAUX DE RENDEMENT PRIME PAR SECTEUR IMMOBILIER, EUROPE - SCÉNARIO CENTRAL, %



Sources : CBRE, et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

PERSPECTIVES – LES BUREAUX PRIME ET LE ROYAUME-UNI EN TÊTE

LE ROYAUME-UNI DEVRAIT SURPERFORMER

- Le rendement total attendu pour 2025-29 dans l'ensemble des marchés européens est projeté à 8,1 % par an dans notre scénario central.
- Les marchés britanniques devraient offrir le rendement total le plus élevé à 9,8 % par an en raison de taux de rendement plus élevés et d’une plus forte compression des taux de rendement attendue.
- Les marchés du Benelux se classent en deuxième position avec un rendement attendu à 8,9 % par an, grâce à une solide croissance anticipée des loyers.
- Les marchés d'Europe centrale et orientale se classent en troisième position dans nos projections de rendement total. Cela s’explique par un nombre plus important de marchés logistiques dans la moyenne et également par une croissance des loyers attendue plus élevée que dans les autres pays.
- Les marchés français et d'Europe du Sud se situent en dessous de la moyenne européenne en termes de rentabilité attendue.
- Les rendements totaux des marchés nordiques et allemands devraient atteindre 7,4 % et 7,3 % par an, respectivement.

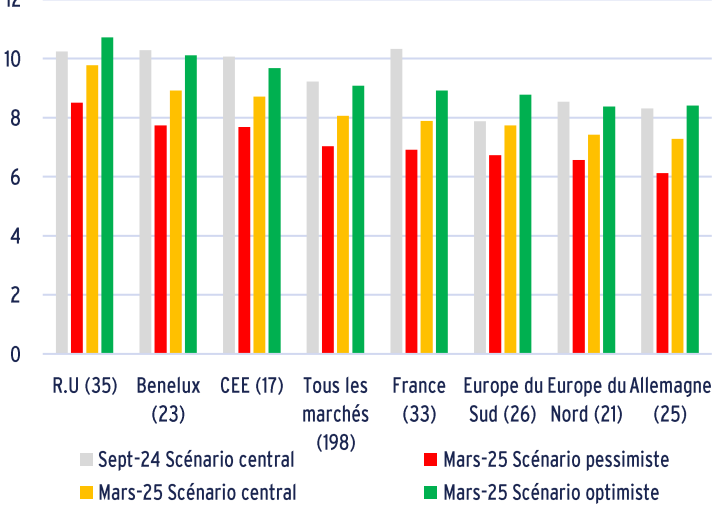
LE SECTEUR DES BUREAUX RESTE LE MIEUX CLASSÉ DANS NOS PRÉVISIONS DE RENDEMENT

- Les marchés de bureaux prime devraient toujours bénéficier des rendements les plus élevés de tous les secteurs, à 9,5 % par an au cours des cinq prochaines années, en raison de leur réévaluation en 2023 et 2024 et de la croissance attendue des loyers.
- Les marchés logistiques prime arrivent en deuxième position avec des rendements attendus à 8,1 % par an, en raison de taux de rendement plus faibles et d’une moindre croissance attendue des loyers.
- Le scénario pessimiste fait ressortir un rendement moyen de 7,0 % par an en moyenne pour tous les secteurs et tous les marchés en Europe, et de 9,1 % dans le scénario optimiste.
- Nos dernières prévisions de rendements sont principalement tirées d’une part par des revenus locatifs plus élevés, les taux de rendement ayant augmenté depuis la hausse des taux d’intérêt et d’autre part par l’appréciation des valeurs vénale issue de la croissance des loyers.
- Enfin, le resserrement des taux de rendement anticipé d’ici la fin de l’année 2029 a été modéré étant donné les dernières prévisions de rendements obligatoire qui limitent la croissance en capital.

DES SCÉNARIOS DE PRÉVISIONS PLUS DIFFÉRENCIÉS

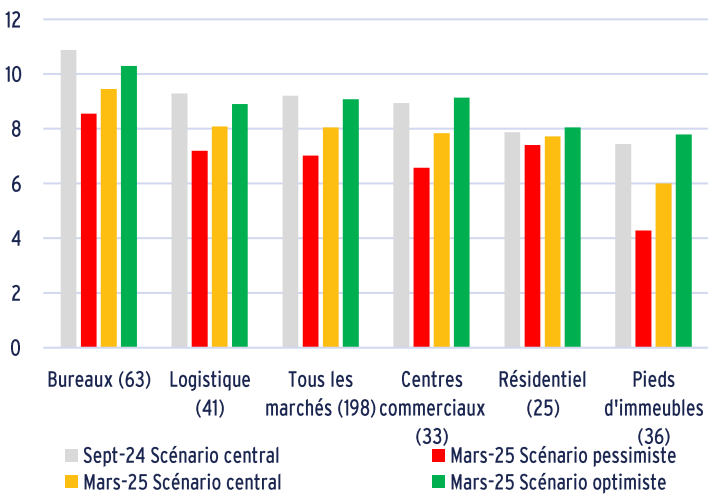
- Afin d’obtenir des scénarios de prévisions plus différenciés entre scénario optimiste et pessimiste, nous présentons les prévisions de rendements indexés dans un intervalle de confiance fondé sur les erreurs de prévisions historiques.
- En base annuelle, la partie inférieure de l'intervalle de confiance 2025-29 pour le rendement total se situe à 5 % par an, et à 11 % pour la partie supérieure.
- Étant donné que notre scénario central pour la même période anticipe un rendement de 8,1 %, cela donne une fourchette de plus ou moins 3 % par an. Cette fourchette est plus large que la fourchette de plus ou moins 1 % par an entre notre scénario central et notre scénario pessimiste (7,0 % par an) et optimiste (9,1 % par an).
- Notre intervalle de confiance plus large est fondé sur 18 prévisions historiques différentes remontant au T4 2017 sur 147 marchés européens.
- À l’avenir, nous prévoyons d'utiliser ces résultats de backtesting des prévisions pour améliorer encore nos résultats de projection et limiter les biais des modèles de prévisions.

RENDEMENTS TOTAUX PRIME, TOUTES TYPOLOGIES, PAR PAYS (2025-2029, % PAR AN)



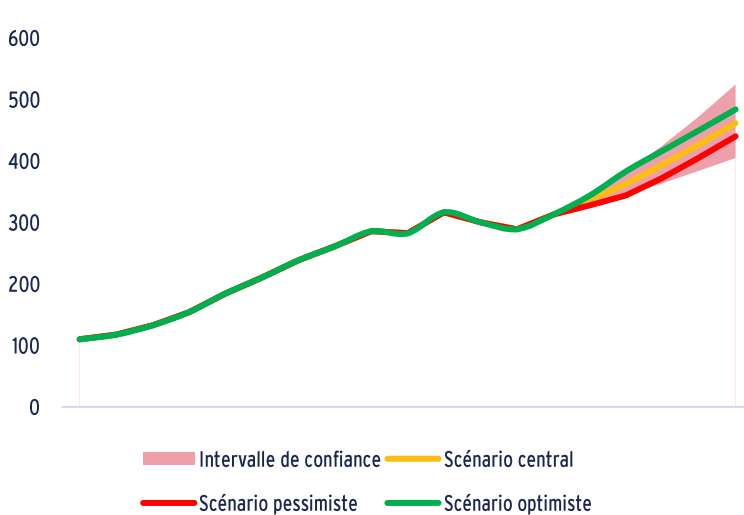
Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

RENDEMENTS TOTAUX PRIME, PAR SECTEUR, MOYENNE EUROPÉENNE (2025-2029, % PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

RENDEMENTS TOTAUX INDEXÉS – TOUTES TYPOLOGIES, EUROPE (% PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie, au T2 2024

PERSPECTIVES – LES RENDEMENTS FUTURS PORTÉS PAR LES REVENUS LOCATIFS ET LA CROISSANCE DES LOYERS

LES RENDEMENTS PROJÉTÉS SONT MOINS DÉPENDANTS DES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE RENDEMENT

- Suite aux révisions de prévisions de croissance locative et de taux de rendement, le principal moteur des rendements totaux n'est plus la croissance en capital issue de l'évolution des taux de rendement.
- C'est moins le cas pour les bureaux, dont les rendements dépendent encore de la compression des taux de rendement (plus de 1 %).
- L'appréciation de la croissance en capital provenant de la croissance des loyers de marché joue est un contributeur important des rendements totaux, en particulier pour le résidentiel et les bureaux, à hauteur de respectivement 3,1 % et 2,6 % par an au cours des cinq prochaines années.
- Les rendements des centres commerciaux prime se démarquent avec très peu d'appréciation attendue des valeurs vénale, mais des rendements locatifs les plus élevés de tous les secteurs, à 6,6 %, suite à leur réévaluation. De même, les commerces de pieds d'immeubles prime devraient connaître peu de croissance des valeurs vénale, sans être compensé par des taux de rendement élevés ce qui explique leur sous-performance.
- Dans l'ensemble des secteurs, les rendements sont moins dépendants de l'évolution à venir des taux de rendement immobiliers, qui, dans l'environnement macroéconomique actuel, sont difficiles à projeter.

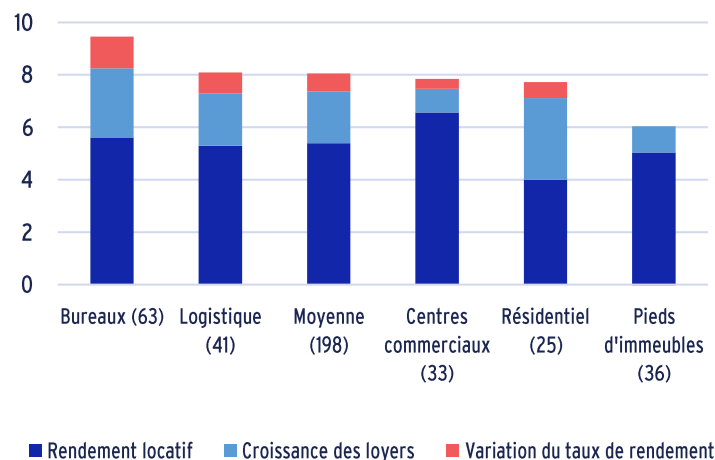
LE REVENU LOCATIF ET LA CROISSANCE DES LOYERS DEVRAIENT AVOIR LA PLUS FORTE CONTRIBUTION À L'AVENIR

- Compte tenu des perspectives révisées selon lesquelles les taux de rendement des obligations d'État et les taux immobiliers devraient moins se resserrer à l'avenir, l'appréciation de la valeur du capital projetée serait inférieure à nos projections de septembre 2024. Cependant, nous prévoyons toujours une croissance des valeurs en raison de la croissance des loyers de marché. Même avec un taux de rendement inchangé, les valeurs vénale s'améliorent lorsque les revenus locatifs augmentent.
- Avec des taux de rendement révisés à la hausse, nos projections de rendement total sont moins dépendantes du resserrement des taux immobiliers et donc moins incertaines.
- Historiquement, la croissance en capital issue des évolutions des taux de rendement a été le composant le plus volatile des rendements totaux.
- La baisse des valeurs liée à la hausse des taux de rendement entre 2022 et 2024 a été plus sévère que celle liée à la crise financière mondiale de 2008-2010. En revanche, la baisse des rendements totaux en 2022-2024 a été limitée par la croissance en capital issue de la croissance des loyers de marché, qui avaient connu une baisse lors de la crise financière.

LES RENDEMENTS PRIME ET LES RENDEMENTS DES FONDS DEVRAIENT DIVERGER DE NOUVEAU

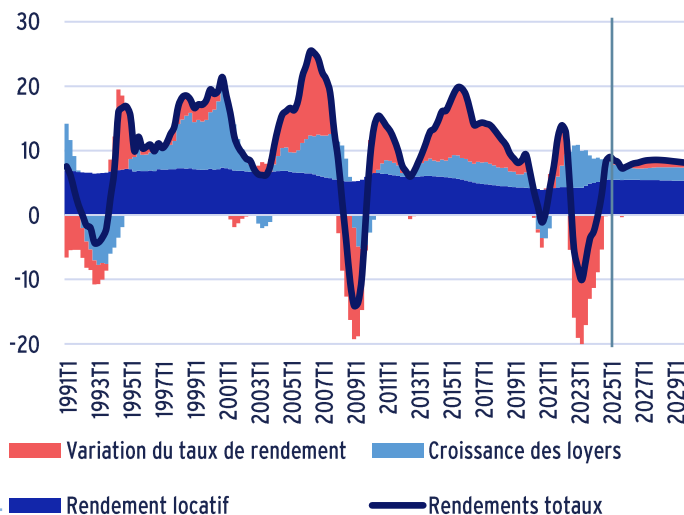
- Les rendements prime ne reflètent pas véritablement ce à quoi les investisseurs peuvent s'attendre en termes de distributions réelles des fonds immobiliers, comme l'illustre cette comparaison entre l'indice des fonds et l'indice des actifs de l'INREV.
- Depuis 2020, il y a eu un alignement des performances entre rendements des actifs et rentabilité des fonds, ce qui peut s'expliquer en partie par la volatilité des valeurs vénale.
- Malgré ce rapprochement entre performances, il convient de noter que les rendements des indices prime et indice des actifs sont hors honoraires et sans effet de levier, tandis que les rendements au niveau des fonds incluent les honoraires et l'effet de levier.
- De plus, les secteurs et pays inclus dans l'indice des rendements prime non pondérés ne correspondent pas exactement à la composition des indices INREV.
- Il est encore un peu tôt pour affirmer que les rendements prime sont un bon indicateur des rendements des fonds (et des actifs), la période 2015-2019 offrant des résultats plus contrastés mais plus logiques.
- Les rendements prime de 2015-2019 (pour les meilleurs actifs dans les meilleures localisations) étaient de 13,1 % par an, suivis de 9,5 % par an pour les rendements des actifs (actifs de portefeuilles institutionnels) et de 7,8 % pour les rendements des fonds après honoraires et effet de levier.

RENDEMENTS TOTAUX PRIME DÉCOMPOSÉS PAR TYPOLOGIE D'ACTIFS - EUROPE (2025-2029, % PAR AN)



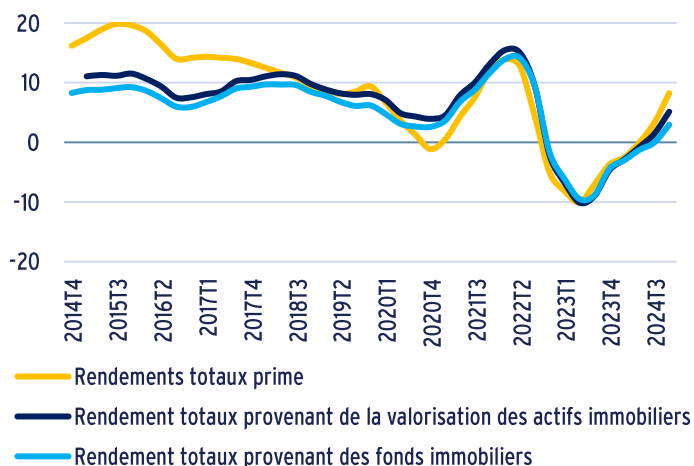
Sources : AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

RENDEMENTS TOTAUX DÉCOMPOSÉS – MOYENNE EUROPÉENNE, % PAR AN, SCÉNARIO CENTRAL



Sources : CBRE et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

RENDEMENTS TOTAUX HISTORIQUES PRIME, DES ACTIFS ET DES FONDS, % PAR AN



Sources : CBRE, INREV et AEW Recherche et Stratégie, au T1 2025

A PROPOS D'AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 79,1 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 2024. Le groupe AEW compte plus de 860 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'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 décembre 2024, AEW gère en Europe² 36,8 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant plus de 9 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiaire en France. AEW en Europe compte 515 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 15 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA^{®2}, 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^{®2}
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



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
75013 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 et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe 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 31/12/2024 selon la capitalisation totale SCPI + OPCI 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 et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe 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).