

RECHERCHE AEW | EUROPE

# PERSPECTIVES 2023 À MI-ANNÉE

## LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL

AVRIL 2023



# PERSPECTIVES EUROPÉENNES 2023 À MI-ANNÉE

AVRIL 2023

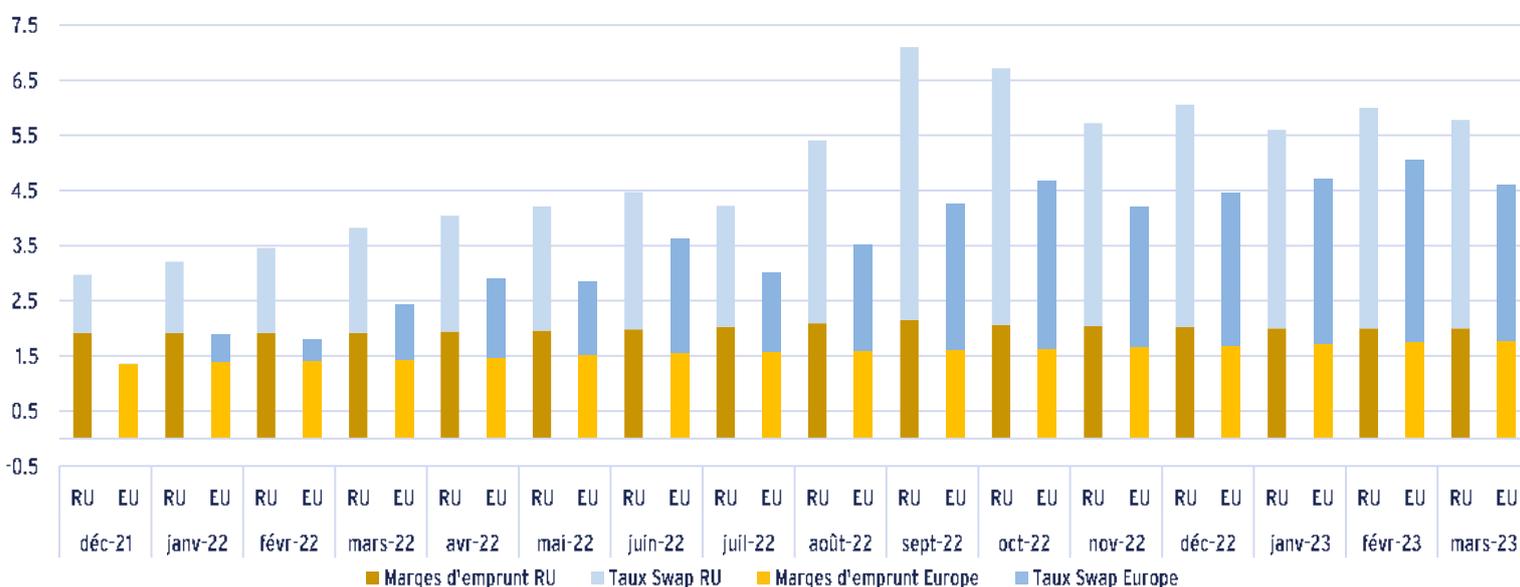
## TABLE DES MATIÈRES

Messages clés	3
Section 1 : Contexte économique	4
Section 2 : Marchés immobiliers et perspectives 2023	6
Section 3 : Analyse des rendements ajustés au risque	10

## JUSQU'À QUAND LE RÉAJUSTEMENT VA-T-IL CONTINUER ?

Au printemps 2023, alors que les marchés européens font face aux hausses consécutives des taux directeurs des banques centrales, l'attention se porte sur les banques, les récentes faillites des banques américaines et suisses suscitant l'inquiétude des investisseurs. En même temps, le conflit en Ukraine s'enlise, même si l'impact sur les prix de l'énergie et sur l'inflation commence à s'atténuer. Le déconfinement post-Covid en Chine a débloqué les chaînes d'approvisionnement mondiales, contribuant à calmer les tensions inflationnistes. En conséquence, la récession attendue en fin d'année semble écartée et les perspectives macroéconomiques s'améliorent. Les marchés obligataires et boursiers ont intégré des hausses de taux directeurs supplémentaires de la part de la BCE et les craintes d'une contagion des faillites bancaires, comme lors de la crise financière de 2007-08, se sont dissipées. En réaction, le coût total de la dette « all-in » en immobilier s'est stabilisé. Dans le cycle actuel de hausse des taux de rendement immobiliers et de dépréciation des valeurs, la question cruciale posée dans cette étude est : « Jusqu'où le réajustement en cours du marché va-t-il aller ? ».

### COÛT TOTAL DE LA DETTE "ALL-IN" AVEC DÉCOMPOSITION ENTRE LES MARGES & LES TAUX SWAP 5 ANS (PAR AN %)

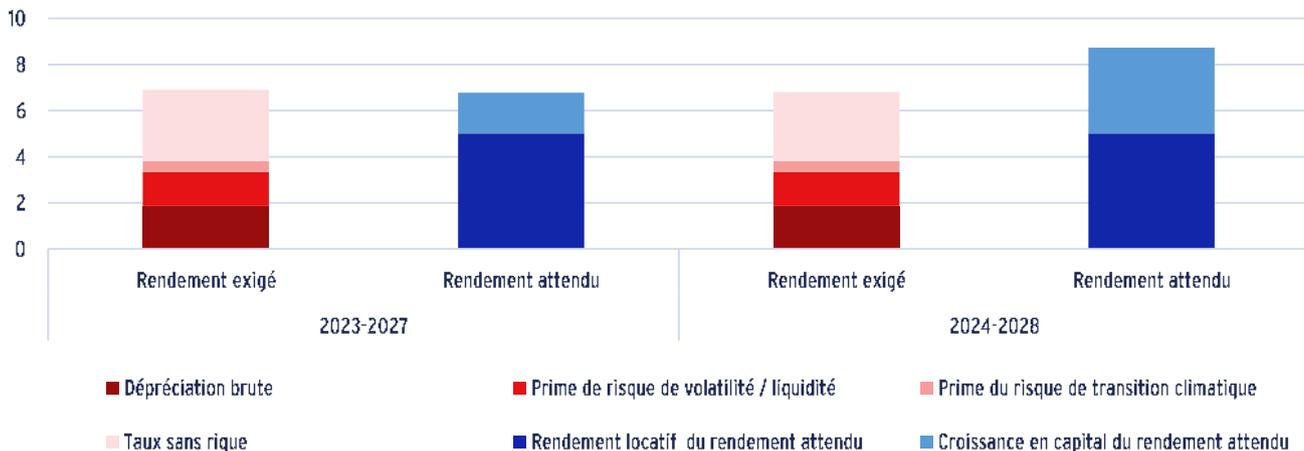


Sources : CBRE, Chatham Financial, AEW Recherche &amp; Stratégie

# LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL

- Les perspectives macroéconomiques en Europe se sont améliorées, le risque de récession en 2023 étant écarté. Les marchés financiers anticipent les prochaines hausses des taux des banques centrales et la fin du cycle de resserrement monétaire. L'inflation et les taux souverains ont ainsi commencé leur décrue. Sur les vingt pays couverts, le Royaume-Uni devrait connaître la croissance économique la plus faible.
- Le scénario central envisage une normalisation de l'inflation en 2023-24, avec une reprise économique lente et progressive. La probabilité du scénario pessimiste qui fait l'hypothèse d'une récession économique et d'une inflation élevée persistante se réduit.
- Tous secteurs immobiliers confondus, les rendements globaux « prime » attendus entre 2023 et 2027 s'établissent désormais à 6,8 % par an, en hausse significative par rapport aux 4,0 % anticipés il y a six mois. Toutes les typologies immobilières bénéficient de l'amélioration des perspectives de croissance locative et de la compression des taux de rendement attendue dès 2024.
- La logistique devrait enregistrer les rendements globaux les plus élevés à 8,5 % par an au cours des cinq prochaines années.
- Les centres commerciaux « prime » arrivent en deuxième position avec 7,9 % par an grâce à des taux de rendements élevés et à l'amélioration des perspectives de croissance des loyers.
- La logistique et le résidentiel devraient bénéficier de la croissance des loyers la plus attractive, de respectivement 3,1 % et 2,9 % par an au cours des cinq prochaines années, grâce à l'amélioration des perspectives macroéconomiques. La baisse de la rentabilité des programmes de développement devrait limiter l'offre neuve et la vacance.
- En Europe, les actifs de bureaux « prime » devraient être plus résilients que les actifs secondaires, en dépit du sentiment négatif prévalant sur les bureaux du fait notamment de l'évolution des marchés de bureaux américains.
- Les volumes d'investissement ont diminué de 19 % en 2022 par rapport à l'année record de 2021. Les investisseurs ayant recouru à la dette ont en effet été pénalisés par la hausse des taux. Les montants investis au T1 2023 sont estimés à 37 Mrds d'euros, soit moins de la moitié des 83 Mrds € investis au T1 2022, mais malgré tout supérieurs au point bas du T1 2009 de 13 Mrds d'euros.
- Nos dernières prévisions de rendement global anticipent une dépréciation des valeurs en capital en 2023 – mais moins importante que la correction déjà opérée en 2022. La croissance en capital devrait ensuite rebondir après 2024. En Allemagne et au Benelux, la correction des valeurs attendue en 2022-2023 pourrait dépasser celle enregistrée au moment de la crise financière mondiale de 2007-08.
- Les coûts d'emprunt se sont stabilisés, mais des problématiques de refinancement subsistent pour les prêts arrivant à échéance, du fait de la baisse des valeurs et du refinancement à des LTV (Loan-to-Value) plus réduites. Notre estimation du déficit de financement attendu en 2023-2025 reste inchangée à 51 milliards d'euros, soit 22 % du total des prêts émis entre 2018 et 2020 et un niveau équivalent à 60 % du déficit de financement estimé après la crise financière de 2007-08.
- Dans notre analyse des rendements ajustés au risque, l'écart entre le rendement global attendu et le rendement exigé s'est significativement amélioré de 268 pdb par rapport à l'estimation de novembre 2022. Sur les 168 marchés couverts, le rendement attendu de 6,8 % n'est inférieur que de 13 pdb au rendement exigé de 6,9 %.
- L'amélioration des perspectives de croissance des valeurs locatives « prime » et les baisses attendues à la fois des taux souverains et des taux de rendement immobiliers au cours des cinq prochaines années a amélioré le rendement attendu qui se rapproche du rendement exigé. Avec la compression attendue des taux de rendement immobilier en 2024, l'équilibre redevient encore plus favorable au rendement attendu.
- Grâce à cette correction plus forte qu'attendue, plus de 70 %, ou 122 des 168 marchés européens couverts, sont classés comme neutres (77) ou attractifs (45), c'est-à-dire où les investisseurs peuvent atteindre leur rendement exigé. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont les mieux classés, tandis que la logistique est le secteur le plus attractif.

## SCÉNARIO CENTRAL 2023-27 - RENDEMENT ATTENDU VS. EXIGÉ - TOUS SECTEURS EN EUROPE



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

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE - LES MARCHÉS ONT INTÉGRÉ L'ABSENCE DE RÉCESSION ET LES HAUSSES DE TAUX

### L'INFLATION RALENTIT MAIS À UN RYTHME INCERTAIN

- La crise énergétique s'est atténuée à mesure que les gouvernements et les entreprises ont trouvé des alternatives viables au gaz et au pétrole russe.
- L'inflation globale a baissé à 6,9 % en glissement annuel en mars contre 8,5 % en février, avec la baisse des coûts de l'énergie.
- Cependant, l'inflation sous-jacente et celle des produits alimentaires augmentent à des niveaux records à respectivement 5,7 % et 15,4 %.
- L'inflation sous-jacente est persistante du fait que l'inflation dans les services est plus fortement corrélée à la croissance des salaires.
- Selon Oxford Economics, l'inflation moyenne en zone euro devrait baisser d'ici fin 2023 à 5 % et retomber sous le seuil des 2 % fin 2024.
- La trajectoire précise de baisse de l'inflation reste incertaine, avec notamment les récentes baisses de production annoncées par l'OPEP et les pressions sur les salaires.
- Compte tenu de la réaction tardive à l'augmentation de l'inflation en 2022 de la part des banques centrales, nous conservons un scénario pessimiste avec une croissance atone et une inflation élevée.
- En revanche, notre scénario optimiste envisage une croissance économique plus forte et une inflation plus faible.

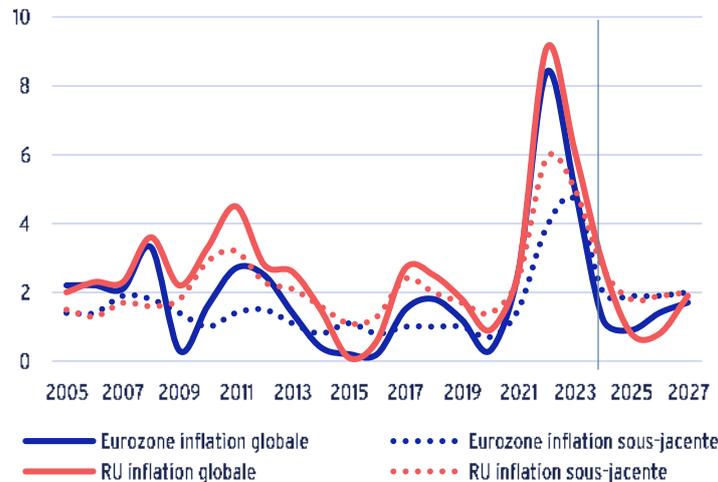
### LES MARCHÉS REGARDENT AU-DELÀ DES RÉCENTES HAUSSES DE TAUX

- Dans leur objectif de maîtrise de l'inflation, les banques centrales ont augmenté leurs taux directeurs. La BCE, qui a réagi après la Bank of England, devrait procéder à de nouvelles augmentations en juin et juillet 2023.
- Les taux d'intérêt sur les marchés financiers, comme le taux swap 5 ans, suivent la même hausse mais ont récemment baissé.
- Les taux swap adossés à la livre sterling avaient bondi suite aux inquiétudes liées au mini-budget présenté en octobre 2022. Le nouveau gouvernement étant revenu sur certaines des mesures budgétaires, les taux swap ont depuis baissé.
- Plus récemment, certains taux swap s'échangeaient en dessous des niveaux des taux directeurs, indiquant une anticipation de baisse des taux à moyen terme avec la baisse attendue de l'inflation.
- Cela rejoint les récentes annonces du FMI qui s'attend à ce que la hausse des taux d'intérêt réels soit temporaire à mesure que les facteurs long terme modèrent l'inflation.
- De même, le FMI souligne qu'avec la baisse attendue de l'inflation, les banques centrales devraient revenir vers des politiques monétaires plus accommodantes et les taux directeurs pourraient retrouver leurs niveaux pré-Covid.

### LES BANQUES EUROPÉENNES ÉPARGNÉES

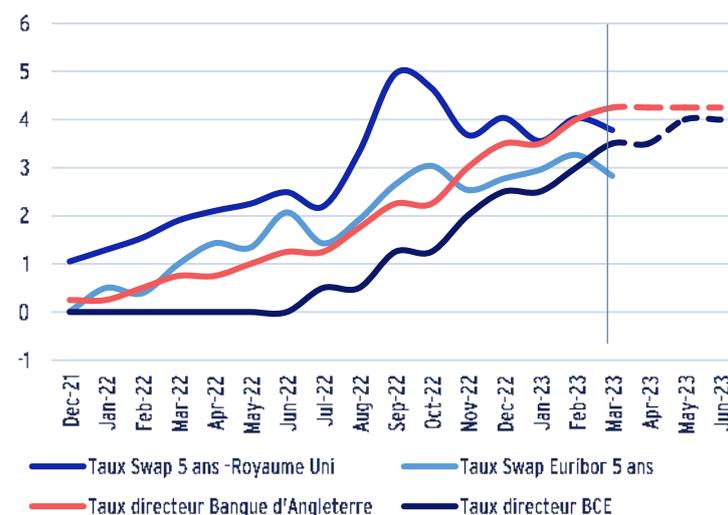
- Avec la hausse des taux, le risque de crédit bancaire ainsi que le risque sur la qualité des actifs détenus augmente. Cependant les ratios de solvabilité et de liquidité restent solides comme illustré par le CET1.
- En moyenne les ratios CET1 étaient à 15,3 % au 4T 2022, bien au-delà du minimum recommandé pour 2022 à 10,5 %.
- Sur cette base, l'Europe devrait éviter une crise bancaire systémique d'après le scénario central d'Oxford Economics. Selon l'ABE au 4T 2022, les banques européennes ont amélioré leur rentabilité et maintiennent des ratios de solvabilité et de liquidité solides.
- L'immobilier et la construction représentent seulement 5 % des actifs détenus par les banques européennes. Même si les marchés immobiliers américains et européens sont exposés à la hausse des taux, les banques européennes ne sont pas confrontées au même risque de liquidité selon J.P. Morgan.
- Leur capacité à continuer à financer le secteur de l'immobilier est en effet fondamental pour maintenir une trajectoire positive.
- La contagion provenant des secteurs bancaire et immobilier américains en Europe est ainsi peu probable.

### VARIATION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION 2005-2027 (INFLATION GLOBALE VS. SOUS-JACENTE) PAR AN



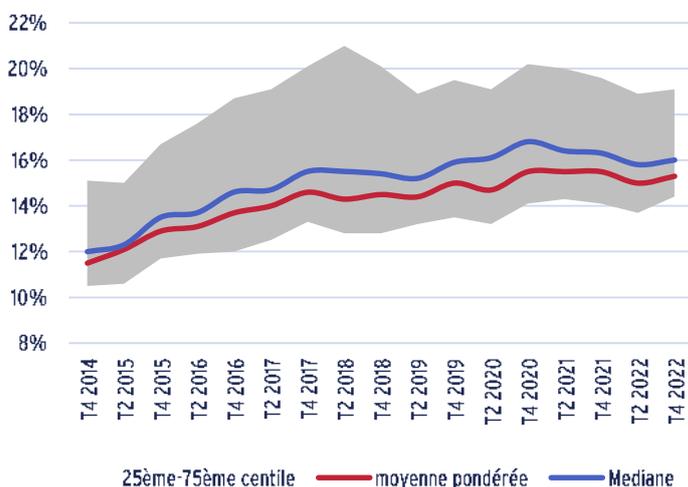
Sources : Oxford Economics & AEW Recherche & Stratégie

### TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES ET TAUX SWAP 5 ANS



Sources : Chatham Financial, ECB, BoE & Oxford Economics

### RATIO DE SOLVABILITÉ CET1 - EXIGENCES DE FONDS PROPRES AU TITRE DU PILIER 1 - MOYENNE ET MÉDIANE DES BANQUES EUROPÉENNES



Sources : Oxford Economics & AEW Recherche & Stratégie

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE - INQUIÉTUDES SUR LES BANQUES

### LE RISQUE DE CRÉDIT DEMEURE POUR LES BANQUES EUROPÉENNES

- Malgré des ratios de fonds propres CET1 solides, les banques européennes doivent provisionner davantage certains de leurs prêts.
- Le ratio moyen de prêts non performants (NPL) des banques européennes reste faible à 1,8 % au T4 2022, au plus bas depuis 8 ans.
- Toutefois, le ratio de prêts en sous-performance (stage 2) s'est détérioré au T4 2022 à 9,5 %, légèrement en baisse par rapport au 3T mais plus élevé que pendant la pandémie.
- Cette hausse n'a pas été suivie d'une augmentation des provisions ce qui pourrait signaler davantage de pertes à venir.
- Dans une récente note, UBS ne s'attend pas à une répétition de la crise financière de 2007-08, compte tenu des fondamentaux actuels. Les banques couvertes sont exposées aux actifs immobiliers à hauteur de seulement 6,5 %. Même si l'exposition actuelle déclençait des radiations similaires à 2008, les pertes seraient limitées entre 9 % et 12 %, à la hauteur des réserves.
- À noter toutefois que dans le contexte actuel, la confiance des investisseurs semblent être fragilisée, dans un environnement encore plus interconnecté, complexe et globalisé, et avec des risques potentiellement non identifiés.
- Dans un contexte d'information qui circule plus vite et avec les nouveaux moyens de communication permettant de retirer des fonds en un swipe de smartphone, la perte de confiance pourrait se traduire différemment que dans le passé.

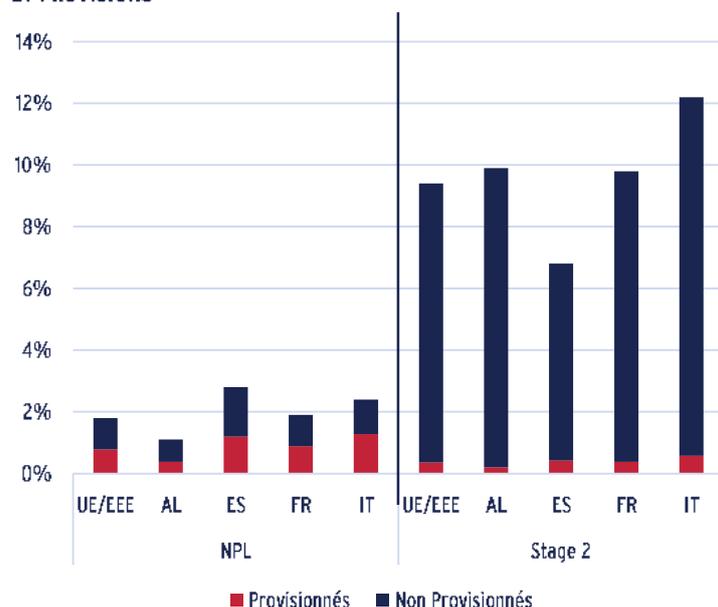
### LES TAUX SOUVERAINS RETROUVENT LEUR MOYENNE HISTORIQUE

- En 2022, les taux souverains européens ont augmenté de 2,7 points de pourcentage pour atteindre 3,4 % en moyenne dans les vingt pays couverts, poussés par l'inflation et la hausse des taux directeurs.
- Le revirement de la courbe semble être acté par rapport à la période de taux bas observés avant et pendant la pandémie.
- La moyenne historique sur les vingt dernières années précédant la pandémie, entre 2000 et 2019, est de 3,4 %, soit leur niveau actuel.
- Les taux souverains devraient culminer au cours des 3T et 4T 2023 et baisser progressivement pour atteindre 2,5 % en 2027.
- Nos scénarios optimiste et pessimiste sont fondés sur les volatilités historiques de nos prévisions passées. Les taux souverains moyens devaient atteindre leur valeur maximale dans les deux scénarios à respectivement 4,0 % et 3,4 %.

### LA RÉCESSION EST ÉVITÉE DANS LE SCÉNARIO PRINCIPAL

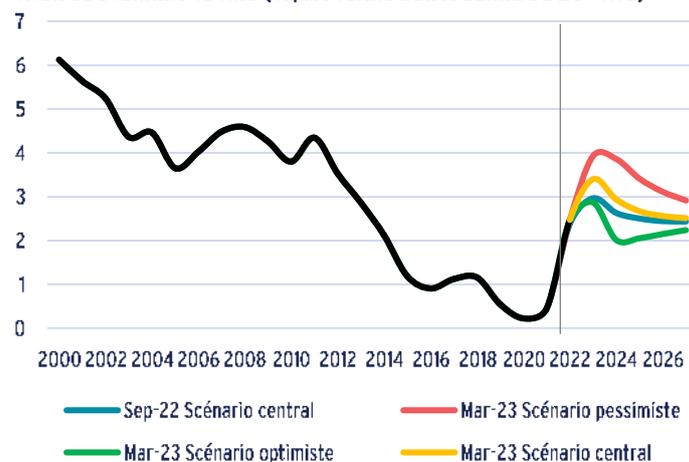
- Notre scénario central actuel basé sur les prévisions d'Oxford Economics anticipe qu'une récession sera évitée en 2023 avec une croissance européenne annuelle attendue à 0,3 %. C'est une amélioration par rapport à nos prévisions de septembre 2022.
- Le Royaume-Uni devrait connaître la croissance économique la plus faible des vingt pays couverts avec une croissance du PIB de -0,6 % attendue en 2023, le faisant rentrer techniquement en récession.
- La crise bancaire aux Etats-Unis ainsi que l'efficacité des politiques monétaires pour réduire l'inflation et ralentir l'économie sont intégrées dans notre scénario pessimiste.
- Le scénario optimiste fait l'hypothèse d'une fin de la guerre en Ukraine, et suppose la résilience du système bancaire et une normalisation de l'inflation en fin d'année.

### PART DES NPLs AU SEIN DES BANQUES DE L'UE AU T4 2022 & RATIO STAGE 2 ET PROVISIONS



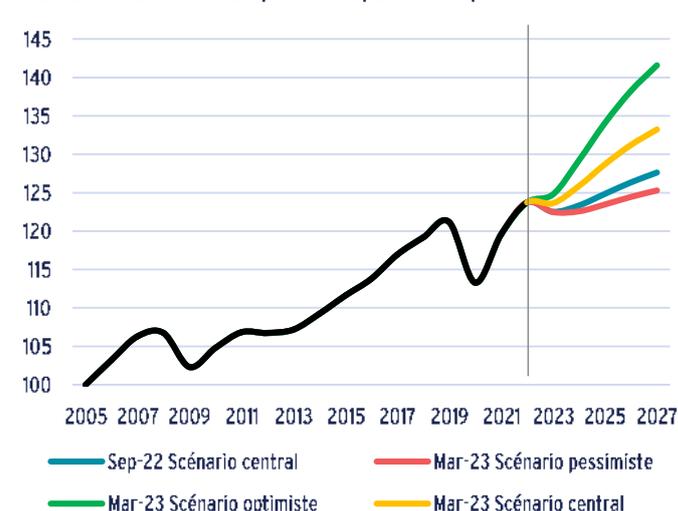
Sources : ECB, Eurostat & AEW Recherche & Stratégie

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



Sources : Oxford Economics & AEW Recherche & Stratégie

### INDICE DU PIB EUROPÉEN (% PAR AN, 2005=100)



Sources : Oxford Economics & AEW Recherche & Stratégie

## MARCHÉS IMMOBILIERS - LOGISTIQUE ET BUREAUX : DES PERSPECTIVES PLUS POSITIVES QUE LE RESSENTI

### LA VACANCE EN LOGISTIQUE DEVRAIT PLAFONNER À 3 %

- La reconstitution des chaînes d'approvisionnement mondiales conforte à nouveau les fondamentaux soutenant la demande en logistique.
- Les développements avaient accéléré avant la pandémie mais un rééquilibrage s'est depuis établi entre l'offre et la demande.
- L'offre future pourrait davantage se réduire du fait de l'augmentation des coûts salariaux, de financement et de construction, même si la pénurie de foncier devrait s'atténuer.
- Dans l'Union européenne, l'objectif de zéro artificialisation nette d'ici 2050 a également des répercussions à court terme sur l'offre neuve.
- Avec moins de nouveaux développements ou de foncier disponible, l'attention se porte sur les bâtiments existants à réhabiliter et sur les friches.
- À moyen terme, l'électrification des poids lourds devrait conduire à un réaménagement des sites logistiques existants ainsi que des autoroutes pour permettre le rechargement des batteries.

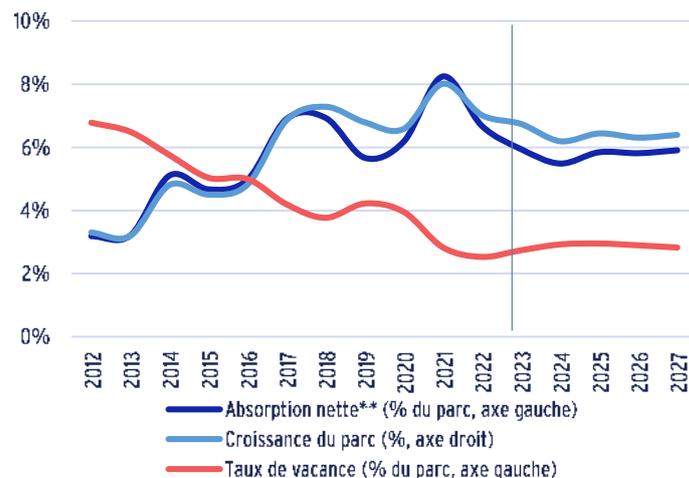
## LES MARCHÉS DE BUREAUX EN EUROPE PLUS RÉSILIENTS QUE LE RESSENTI

- Les inquiétudes sur les marchés de bureaux résultent principalement des difficultés rencontrées par les marchés américains largement relayées par les médias, alors que les marchés européens restent résilients.
- Les répercussions du travail hybride sur les marchés des bureaux prime, ainsi que d'une vague de licenciement dans le secteur de la tech, sont compensées en partie par la demande des opérateurs de coworking soutenue par des utilisateurs préférant ne pas s'engager sur des baux longs.
- La majorité des utilisateurs recherchent les localisations centrales, des immeubles verts et efficaces, ce qui réduit la vacance dans les QCA au détriment des quartiers périphériques.
- L'offre neuve en bureaux est également en forte baisse du fait :
  - Des taux d'intérêt et des coûts de construction plus élevés dégradant la rentabilité de nombreux programmes.
  - Le resserrement des conditions de financement de nouveaux développements dans un contexte de réduction de l'exposition des banques au secteur de l'immobilier.
  - Les exigences de décarbonation qui vont conduire à privilégier la rénovation des bâtiments existants au détriment de la construction neuve.
- L'absorption nette dans les 30 marchés de bureaux couverts devrait ainsi dépasser la croissance du parc au cours des cinq prochaines années. Le taux de vacance devrait ainsi culminer à 7,4 % en 2023 avant de baisser à 6 % d'ici 2027, en moyenne en Europe.

## LES FAILLITES D'ENSEIGNES AUGMENTENT

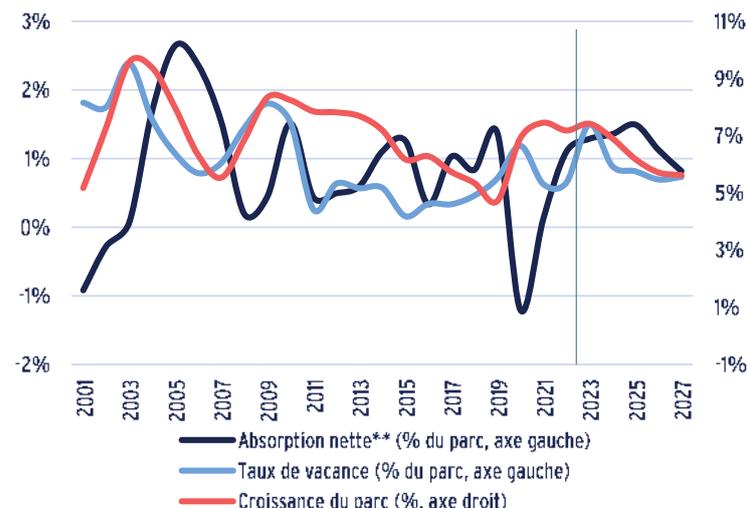
- Le secteur du commerce qui avait bénéficié de mesures de soutien pendant les confinements voit les défaillances d'enseignes se multiplier.
- Les données d'Eurostat montrent une augmentation de 55 % des faillites d'enseignes en 2022. Elles ont même doublé pour le secteur de la restauration et de l'hôtellerie.
- Ces défaillances sont probablement liées à la fin des mesures de soutien déployées pendant la pandémie et au remboursement des prêts garantis par l'Etat, et ce alors que les chiffres d'affaires et les marges sont pénalisés par l'inflation élevée.
- Les enseignes d'équipement de la personne mass-market sont les plus touchées tandis que le secteur du luxe bénéficie toujours d'une forte croissance, à l'instar des groupes LVMH et Kering.
- Au Royaume-Uni, les faillites ont provoqué la fermeture de 2 300 boutiques, soit une augmentation de 23 % par rapport à la moyenne 10 ans.

### LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE\*\*, CROISSANCE DU PARC EN M<sup>2</sup> ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE\*



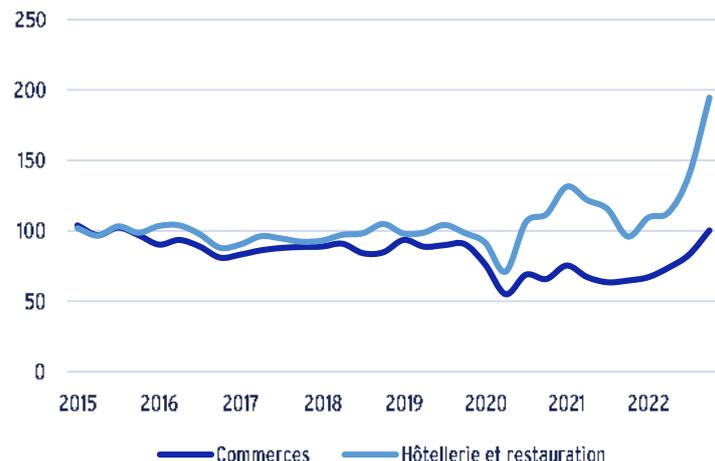
Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie  
 \*Allemagne, France, UK, Pologne, Pays Bas, Rep. Tchèque, Italie, Espagne, Belgique  
 \*\* Absorption nette = Variation du parc occupé

### BUREAUX : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M<sup>2</sup> ET TAUX DE VACANCE EN EUROPE\*



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie  
 \*30 marchés couverts (sans les marchés régionaux britanniques et Stockholm pour les taux de vacance et l'absorption nette)

### FAILLITES PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ DANS L'UE (INDEX, 2015=100)



Sources : Eurostat & AEW Recherche & Stratégie  
 BOSTON DÜSSELDORF FRANKFURT HONG KONG LONDON LOS ANGELES LUXEMBOURG MADRID MILAN PARIS PRAGUE SEOUL SINGAPORE SYDNEY TOKYO WARSAW AMSTERDAM | AEW.COM

## MARCHÉS IMMOBILIERS - LA LOGISTIQUE ET LE RÉSIDENTIEL BÉNÉFICIENT DES MEILLEURES PERSPECTIVES DE CROISSANCE LOCATIVE

### LES LOYERS EN COMMERCE SE REDRESSENT POST-COVID

- Les loyers des centres commerciaux au Royaume-Uni devraient rebondir après les baisses actées pendant la pandémie, et croître de 8,6 % en 2023 puis plus modérément par la suite.
- En Europe continentale, les valeurs locatives en centres commerciaux devraient peu, voire ne pas progresser, avant une lente reprise à partir de 2025.
- Pour les pieds d'immeuble, les loyers devraient peu évoluer en 2023 avant une reprise graduelle à partir de 2024, au Royaume-Uni et en Europe.
- À moyen terme, les valeurs locatives faciales en commerce resteraient bien en dessous des points hauts historiques de 2017-2019.
- La récession évitée, le faible taux de chômage et l'amélioration de la confiance des consommateurs contribuent au rebond des loyers en commerce dans notre scénario central.

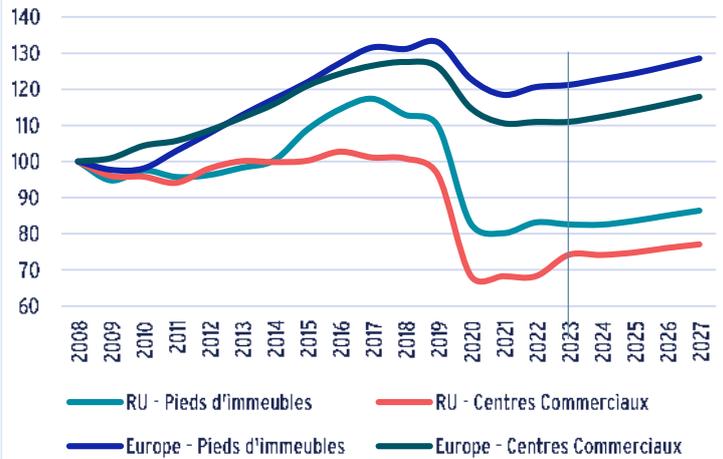
### LA BAISSÉ DES PERMIS DÉLIVRÉS LIMITE L'OFFRE NEUVE

- Les mises en chantier en résidentiel en Allemagne ont ralenti en 2022 du fait des conditions de financement plus strictes et des coûts de construction plus élevés.
- L'offre résidentielle neuve ne devrait pas rebondir à court terme, conduisant à une tension accrue dans les métropoles déjà en sous-offre et favorisant la hausse des loyers.
- De même, le nombre des permis résidentiels délivrés dans l'UE27 - un indicateur avancé des mises en chantier - a diminué, notamment en France, comme illustré, mais également au Danemark, en Irlande, en Finlande et en Suède.
- La rentabilité des promoteurs étant dégradée par l'augmentation des coûts, ce nombre plus bas de permis pourrait même ne pas entièrement se traduire par des mises en chantier.

### LES MEILLEURES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES SOUTIENNENT LES LOYERS

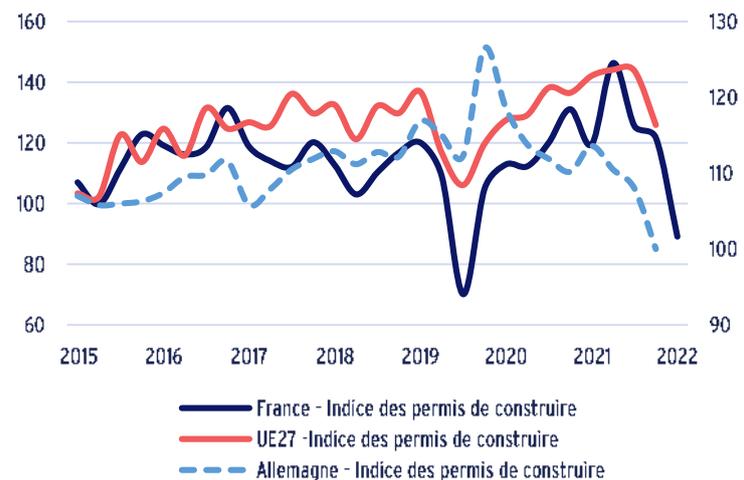
- L'amélioration du contexte macro-économique, en particulier une croissance plus forte du PIB, se répercute sur une croissance des loyers revue à la hausse. Tous secteurs confondus, la croissance moyenne atteindrait 2,1 % par an sur les cinq prochaines années (contre 1,3 % attendue précédemment).
- La progression serait la plus forte en logistique et en résidentiel, avec 3,1 % et 2,9 % de croissance annuelle respectivement.
- Pour l'analyse du résidentiel, nous avons amélioré notre méthodologie et élargi notre couverture à de nouveaux marchés, ce qui ne permet pas de faire une comparaison à périmètre constant avec les résultats de septembre 2022.
- Les croissances locatives attendues varient entre 1,5 % et 2,6 % entre nos trois scénarios actualisés.
- Les bureaux, les centres commerciaux et les pieds d'immeubles sous-performent avec respectivement 2,0 %, 1,4 % et 1,2 % de croissance annuelle des loyers prime attendue entre 2023 et 2027.

CROISSANCE DES LOYERS PRIME EN PIEDS D'IMMEUBLE ET CENTRES COMMERCIAUX



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

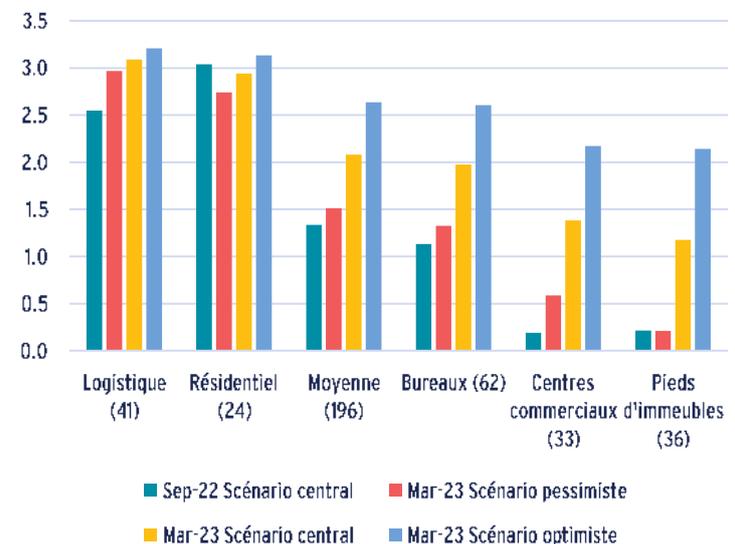
PERMIS DE CONSTRUIRE RÉSIDENTIELS ET INDICE DE PRODUCTION DE CONSTRUCTION (AXE DE DROITE) - 2015 = 100



Sources : Eurostat & AEW Recherche & Stratégie

L'indice de production de construction représente le volume de la valeur ajoutée mensuelle dans le secteur de la construction. (Production brute réelle ou coûts de la main d'œuvre et des matières premières)

CROISSANCE DES LOYERS PRIME ATTENDUE EN EUROPE PAR SECTEUR SUR LES 5 PROCHAINES ANNÉES (2023-27, % PAR AN)



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ - BAISSSE DES INVESTISSEMENTS MAIS LES ATTENTES DE PRIX S'ALIGNENT

LES ATTENTES DIVERGENTES EN TERME DE PRIX ONT FAIT CHUTER LES INVESTISSEMENTS

- En 2022, les volumes d'investissement immobilier en Europe ont finalement atteint 282 Mrds d'euros, soit davantage que notre prévision de 260 Mrds d'euros mais 19 % de moins que le record de 350 Mrds d'euros de 2021.
- Les montants investis au T1 2023 atteignent 37 Mrds d'euros, soit moins de la moitié des 83 Mrds d'euros investis au T1 2022, mais sont supérieurs au point bas du T1 2009, de 13 Mrds d'euros.
- Malgré la divergence des attentes en terme de prix entre vendeurs et acquéreurs, la correction des valeurs a été plus rapide et plus importante que prévue, alors même que de nombreux actifs ont été retirés de la vente.
- De nombreux investisseurs ont mis en pause leurs investissements pour réévaluer leur allocation immobilière compte tenu de l'effet dénominateur.
- En conséquence, les volumes de 2023 devraient être en baisse avec de nombreuses négociations n'aboutissant à aucune signature.
- Les ventes forcées pourraient augmenter face à la pression des banques et des fonds arrivant à maturité ou à cause de problématiques de refinancement.

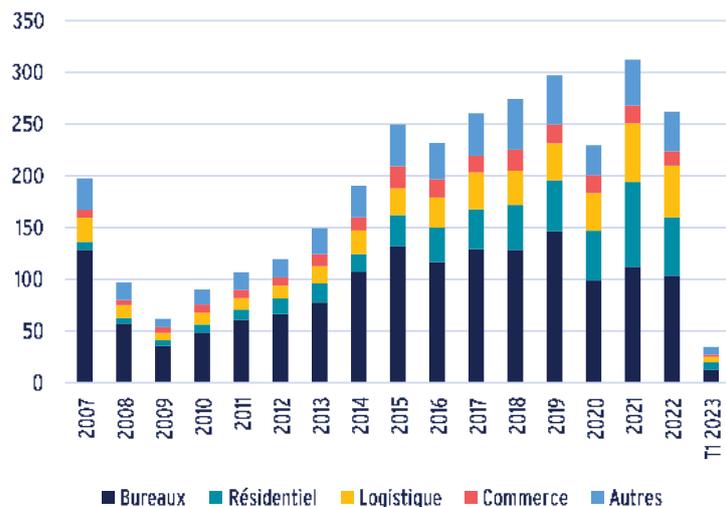
### LES TAUX DE RENDEMENT PRIME DEVRAIENT ATTEINDRE UN POINT HAUT EN 2024 AVANT DE SE COMPRESSER À NOUVEAU

- Les taux de rendement prime ont augmenté davantage qu'anticipé, en raison de la hausse des coûts d'emprunt.
- C'est en logistique, où les valeurs en capital avaient le plus augmenté ces dernières années, que la hausse des taux de rendement a été la plus importante (+90 pdb en moyenne en 2022). Les taux de rendement prime pour les autres secteurs ont augmenté de 50 à 80 pdb en moyenne en Europe en 2022.
- En cumulé, la décompression des taux de rendement prime depuis 2018 atteint 180 pdb pour les centres commerciaux et 120 pdb pour les pieds d'immeuble. Du fait de cette correction significative déjà opérée en commerce, nous prévoyons une compression des taux de rendement en commerce jusqu'à 20 pdb au cours de cinq prochaines années.
- Compte tenu de la baisse anticipée des taux souverains, les taux de rendement prime devraient baisser de 20-30 pdb entre 2023 et 2027.

### LES RENDEMENTS GLOBAUX PRIME ATTENDUS EN HAUSSE

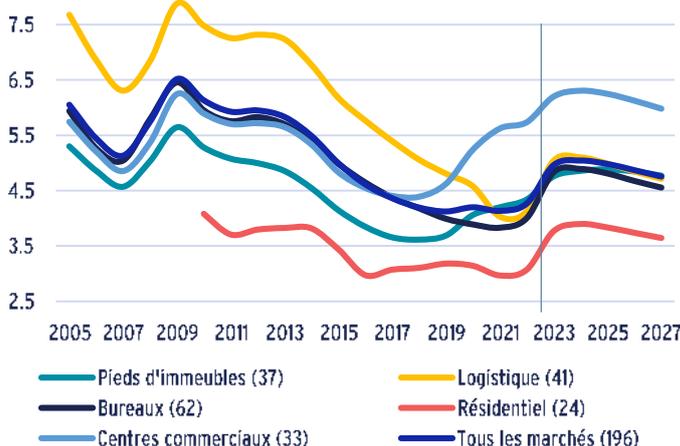
- Les perspectives de hausse des loyers et de compression des taux de rendement améliorent les prévisions de rendements globaux à 6,8 % par an en moyenne, tous secteurs confondus, entre 2023 et 2027 contre 4,0 % anticipés en septembre 2022.
- La logistique devrait bénéficier des rendements globaux les plus élevés, à 8,5 % par an au cours des cinq prochaines années, en raison de la correction en grande partie opérée en 2022 et de la poursuite de la hausse soutenue des loyers.
- Les centres commerciaux prime se maintiennent en deuxième position avec des rendements globaux attendus de 7,9 % par an du fait du niveau élevé des taux de rendement et de perspectives d'amélioration des valeurs locatives.
- À noter que les prévisions de rendements globaux en résidentiel ont évolué depuis septembre en terme de marchés couverts, méthodologie et de sources de données.
- Comme précédemment, les calculs de rendements globaux sont basés sur les valeurs de marché prime et ne tiennent pas en compte de l'indexation ou d'un potentiel de réversion.
- Même dans le scénario pessimiste, les rendements globaux atteindraient 5,3 % par an en moyenne tous secteurs confondus, soit davantage que les 4,0 % attendus dans notre scénario central précédent.

VOLUMES D'INVESTISSEMENT ANNUELS EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (MILLIARDS D'EUROS)



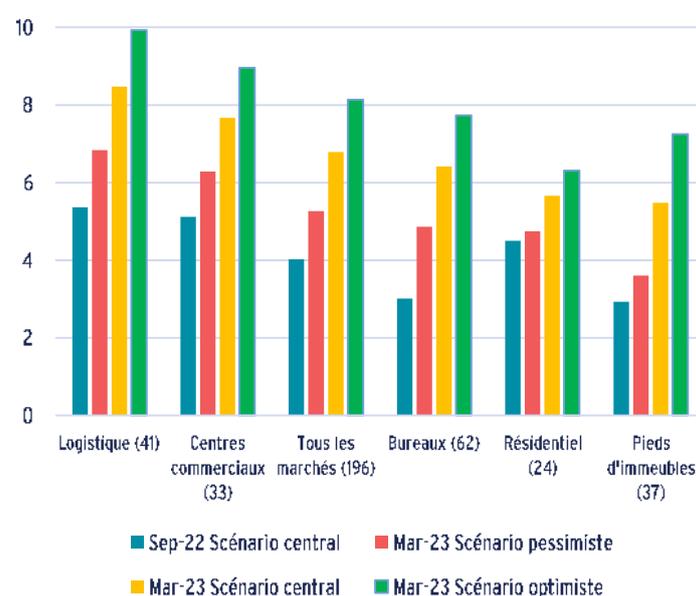
Sources : RCA & AEW Recherche & Stratégie

TAUX DE RENDEMENT PRIME PAR TYPOLOGIE - SCÉNARIO CENTRAL DE MARS 23 (%)



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (2023-27, % PAR AN)



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

## PERSPECTIVES 2023 - LES DÉFIS POSÉS PAR LE REFINANCEMENT

### LES CORRECTIONS DE VALEUR PROPORTIONNELLES AUX AUGMENTATIONS ANTÉRIEURES

- Nous anticipons un rebond des valeurs en capital après 2024 dans nos prévisions de rendements globaux, leur correction étant encore en cours en 2023.
- Les baisses de valeur cumulées anticipées au cours du cycle actuel de 2022-2023 sont comparées aux baisses enregistrées pendant la crise financière mondiale de 2007-08.
- En Allemagne et au Benelux, la correction des valeurs en capital sur 2022-2023 devrait être plus importante qu'en 2008-09. En Allemagne notamment, les dépréciations cumulées pourraient être deux fois plus importantes en pourcentage.
- Les baisses de valeur projetées pour 2023 seraient moins importantes au réajustement déjà opéré en 2022.
- Comme en 2008-09, les marchés avec les plus fortes appréciations de valeur en capital avant la crise connaîtraient les baisses les plus importantes.
- Les dépréciations en capital constituent la base du calcul du déficit de financement que nous présenteront plus loin.

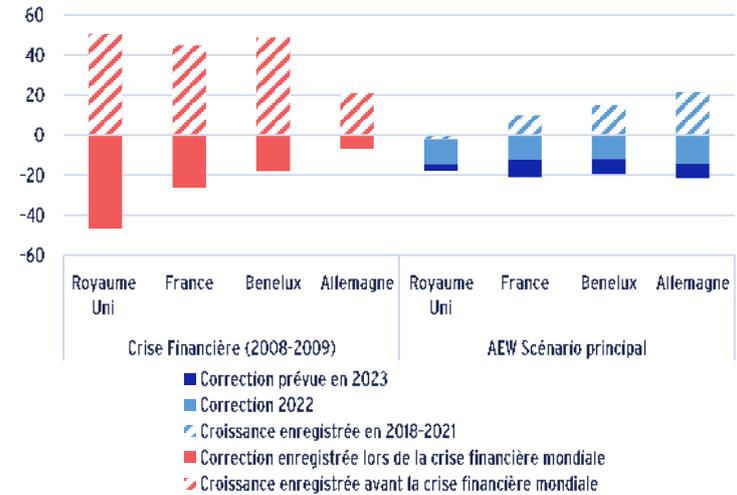
### REBOND ATTENDU EN 2024

- Le graphique suivant compare plus en détail l'évolution des rendements globaux entre 2007 et 2011 et sur la période 2022-2025.
- Les baisses de valeur en capital, bien qu'inférieures à celles de 2008-09, suivent une tendance similaire.
- Pour les deux périodes, on observe une forte correction sur l'année d'origine de la crise, suivie d'une correction moins sévère l'année suivante.
- En 2010-11, les marchés avaient connu un rebond de la croissance en capital après deux années de croissance négative.
- Dans nos projections actuelles, un rebond similaire est attendu à partir de 2024 et qui se poursuivrait en 2025.
- Entre temps, les rendements locatifs devraient rester stables en 2022-2025, bien qu'ils devraient être plus faibles qu'en 2007-2011.

### DÉPRÉCIATION PLUS RAPIDE AU ROYAUME-UNI QU'EN EUROPE CONTINENTALE

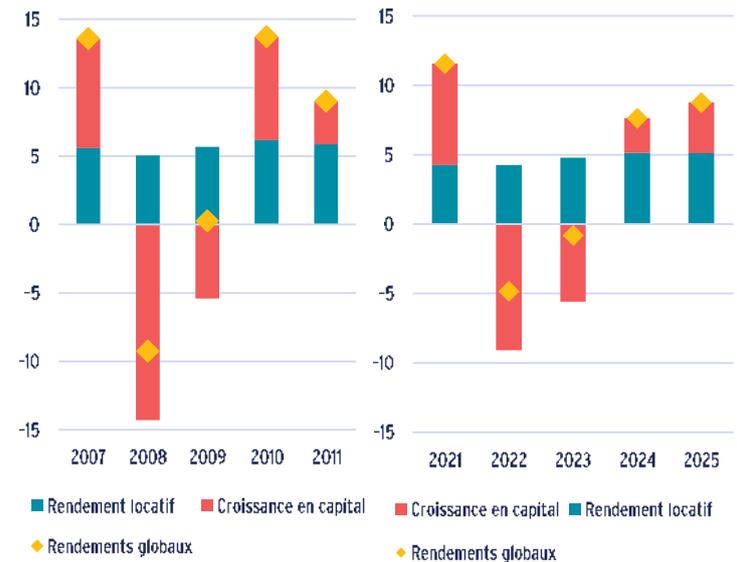
- Pour mesurer les dépréciations totales intervenues au cours des trois derniers trimestres de 2022, nous comparons les données CBRE basées sur les valeurs en capital prime et celles de l'indice INREV core « Asset Level ».
- Les différences sont notables en terme de méthodologie: l'INREV rapporte les valeurs d'expertises des actifs de fonds « core », tandis que les données de CBRE sont estimées à partir des loyers et taux de rendement prime de marché.
- En ce qui concerne la baisse des valeurs prime, la dépréciation se situe dans une fourchette de 12 à 14 %, suivant les pays.
- Pour ce qui est des données de l'INREV, la baisse est plus importante au Royaume-Uni, à 17 %, contre 7 à 9 % en Europe continentale.
- Cela peut s'expliquer par des méthodes d'expertise plus conservatrices en Europe continentale mais aussi par les différentes pondérations sectorielles par pays.

### BAISSE CUMULATIVE DES VALEURS EN CAPITAL PAR PAYS - (% , CRISE FINANCIÈRE & PRÉVISIONS ENTRE T1-23 & T4-23



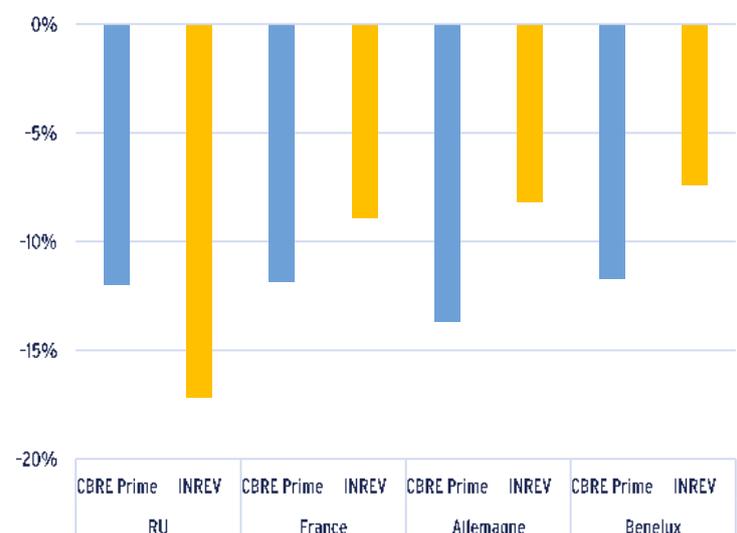
Source : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

### RENDEMENTS GLOBAUX PRIME EN EUROPE PAR TYPOLOGIE (2023-27, % PAR AN)



Sources : CBRE & AEW Recherche & Stratégie

### BAISSE CUMULATIVE DES VALEURS EN CAPITAL PAR PAYS, CBRE PRIME & INDICE ASSET LEVEL DE L'INREV, T2-T4 2022 %



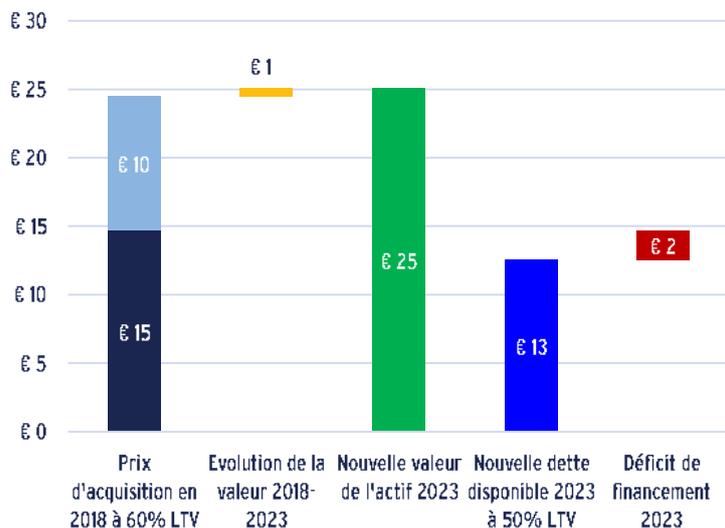
Sources : INREV, CBRE, & AEW Recherche & Stratégie

## PERSPECTIVES 2023 - LES DÉFIS POSÉS PAR LE REFINANCEMENT

### LE DÉFICIT DE FINANCEMENT RÉESTIMÉ SUR LA BASE DES NOUVELLES PRÉVISIONS DE LOYERS ET DE VALEURS

- Nous avons mis à jour notre estimation du déficit de financement, sur la base de nos nouvelles prévisions de croissance des loyers et des valeurs vénales.
- L'exemple ci-contre concerne des prêts accordés en 2018 pour des investissements en bureaux en Allemagne:
  - Nous faisons l'hypothèse d'un ratio LTV moyen de 60 % pour les 24,5 Mrds€ d'acquisitions de bureaux allemands conclues en 2018 (les transactions sans effet de levier sont exclues) soit une dette de 14,7 Mrds au taux d'intérêt de 1,5 %.
  - La valeur des bureaux en Allemagne a augmenté de 4 % entre 2018 et 2023.
  - Le nouveau financement disponible, estimé désormais à 50 % de LTV, atteindrait 13 Mrds€, soit environ 2 Mrds de moins que la dette initiale.
  - Pour respecter l'hypothèse d'un ICR de 2,0 au nouveau taux d'intérêt de 4,4 %, les paiements d'intérêts annuels jugés abordables s'élèvent à 375 M€. Cela porterait la nouvelle dette disponible à 12,1 Mrds€, avec un déficit induit seulement par la LTV (et plus par l'ICR), nécessitant des fonds supplémentaires (ou de la dette junior) pour éviter un défaut des prêts.
- Nous appliquons cette méthode sur quatre secteurs immobiliers dans trois pays et trois années d'émissions, de 2018 à 2020. D'après nos derniers résultats, le seuil ICR n'est jamais plus restrictif que le critère de LTV, compte tenu de l'augmentation de nos prévisions de croissance locative.

ESTIMATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT POUR TOUTS LES PRÊTS ÉMIS EN 2018 POUR FINANCER DES ACQUISITIONS DE BUREAUX EN ALLEMAGNE EN MRD EUR (BLEU FONCÉ= DETTE, BLEU CLAIR = CAPITAUX PROPRES, ORANGE = DÉPRÉCIATION, VERT = VALEUR DE L'ACTIF, ROUGE = DÉFICIT DE FINANCEMENT)

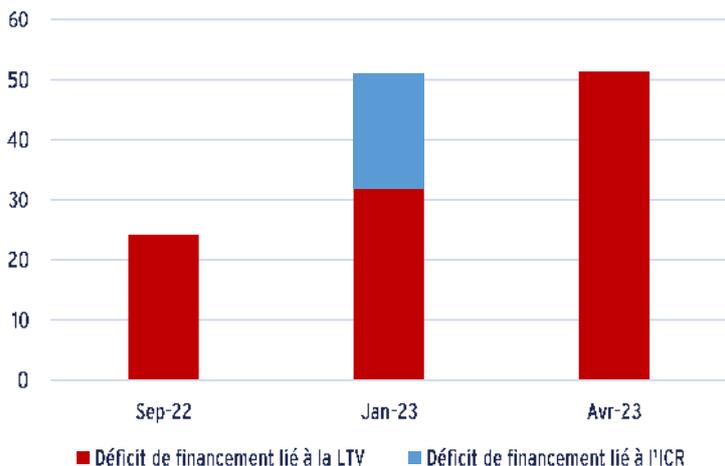


Sources : RCA & AEW Recherche & Stratégie

### LE DÉFICIT DE FINANCEMENT TOUJOURS ESTIMÉ À 51 MRDS D'EUROS MALGRÉ UN SEUIL D'ICR MOINS RESTRICTIF

- Le déficit de financement atteint 51 Mrds € si on regarde trois pays (RU, Allemagne, France) et quatre secteurs immobiliers sur les trois prochaines années, soit la même estimation qu'en janvier quand le déficit lié à un seuil d'ICR de 2,0 s'appliquait encore dans certains pays.
- Ce déficit représente environ 60 % du niveau de déficit estimé après la crise financière de 2007-08 à périmètre constant, d'après l'analyse de DTZ (aujourd'hui C&W) remontant à 2010-11.
- Par rapport à notre estimation de janvier 2023, l'ICR n'impacte plus la disponibilité de la dette, du fait d'une croissance des loyers plus importante que prévue enregistrée au second semestre 2022, et qui a été également revue à la hausse pour 2023-27. Le revenu locatif plus élevé et la stabilisation des taux, devrait ainsi permettre d'éviter un défaut de paiement d'intérêts dans les différents marchés couverts.
- Pour combler le déficit de financement lié à la LTV, les prêteurs et les emprunteurs devront faire preuve de créativité pour restructurer les crédits à problème, avec des différences importantes à attendre entre collatéraux prime et secondaires.

DÉFICIT DE FINANCEMENT - ÉVOLUTION DE NOS ESTIMATIONS (MILLIARDS D'EUROS)

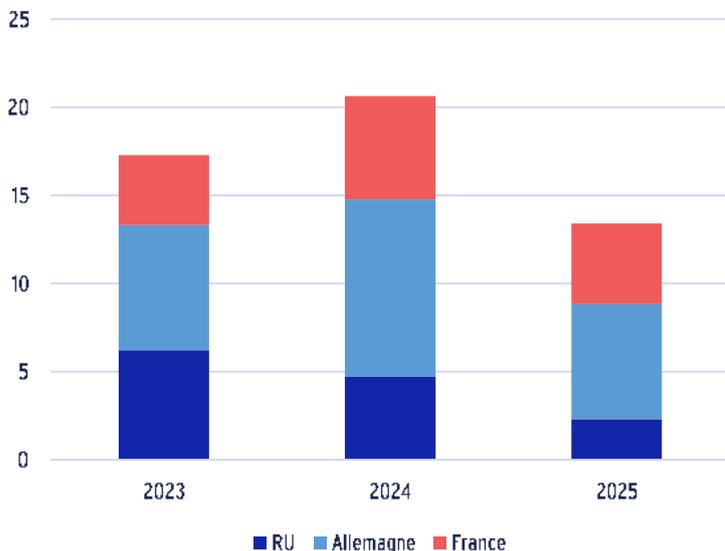


Sources : AEW Recherche & Stratégie

### UN PRÊT SUR CINQ CONFRONTÉ À UN DÉFICIT DE FINANCEMENT

- 45 % (24 Mrds€) du déficit de financement concerne l'Allemagne, 25 % (13 Mrds€) le Royaume-Uni et 29 % (15 Mrds€) la France. Par année, ce déficit atteint 17 Mrds€ en 2023, 21 Mrds€ en 2024 et 14 Mrds€ en 2025.
- Pour atteindre des niveaux soutenables de LTV et d'ICR, il faudra davantage que des prolongations d'échéances, renoncements de clauses, excédents de trésorerie bloqués (cash traps) et/ou qu'une restructuration partielle des prêts existants avant de pouvoir les refinancer. L'écosystème financier permettant de faire face à ces défis s'est amélioré à la suite de la crise financière mondiale. Mais cette fois-ci, il ne faudra pas compter sur un environnement de taux d'intérêt bas.
- Les restructurations pourraient néanmoins être plus rapides, les prêteurs étant moins enclins à ne pas se couvrir. Les taux de couverture seraient alors plus élevés.
- Avec 237 Mrds€ de prêts accordés en 2018-20 le déficit de financement estimé représente un peu plus de 21 % des prêts initiaux, la proportion variant entre 17 % pour le Royaume-Uni, 22 % pour l'Allemagne et 26 % pour la France.
- Les pertes pour la période 2018-20 sont estimées à 3,2 % du montant initial du prêt, en ligne avec les pertes historiques des CMBS européens.
- Les pertes sont concentrées sur les prêts sécurisés par des commerces, car nous supposons un seuil de 75 % de LTV au moment du refinancement et des coûts liés à l'exécution de 25 % de la valeur du sous-jacent.

DÉFICIT DE FINANCEMENT PAR PAYS ET PAR MATURITÉ - TOUTES TYPOLOGIES IMMOBILIÈRES EN EUR MRDS



Sources : AEW Recherche & Stratégie

## RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : 70 % DES MARCHÉS ATTEIGNENT LE RENDEMENT EXIGÉ APRÈS CORRECTION DES VALEURS

### LES RENDEMENTS ATTENDUS COUVRENT LES RISQUES

- Notre approche des rendements ajustés au risque est basée sur une comparaison entre le taux de rendement exigé et le taux de rendement attendu au cours des cinq prochaines années.
- Le graphique montre que le rendement exigé, en moyenne pour les 168 marchés européens couverts, s'élève actuellement à 690 pdb (similaire à notre estimation de novembre 2022, à 686 pdb), alors que le rendement attendu est actuellement de 677 pb (précédemment à 408 pdb).
- L'écart négatif se réduit donc significativement entre rendement exigé et rendement attendu. En l'occurrence, la différence n'est plus que de 13 pdb comparé à 278 pdb dans les prévisions de fin d'année.
- A 309 pdb, le taux sans risque reste la principale composante du rendement exigé, mais a diminué par rapport aux 317 pdb précédents.
- Les autres primes de risque ont augmenté de 12 pb depuis Nov-22.
- Les risques associés aux différents marchés immobiliers européens sont ainsi compensés par le rendement attendu.
- Les marchés sont classés comme attractifs, neutres ou moins attractifs en comparant les rendements exigés et attendus.

### LA HAUSSE PLUS RAPIDE DES TAUX DE RENDEMENT RÉÉQUILIBRE RENDEMENTS ATTENDU ET EXIGÉ

- En effet, une grande partie de la correction des valeurs immobilières s'est déjà produite en 2022. A cela s'ajoutent des perspectives économiques plus favorables ainsi qu'une compression plus rapide des taux de rendement dès 2024.
- Ces éléments poussent à la hausse la croissance en capital, ce qui permet d'atteindre le rendement exigé par les investisseurs par rapport au taux sans risque.
- En 2023, le rendement attendu et exigé s'équilibrent, permettant aux investisseurs d'être suffisamment compensés des risques, en moyenne en Europe.
- Cette amélioration se poursuivrait en 2024, avec une correction supplémentaire des valeurs, suivie d'un solide rebond dû à la baisse des taux sans risque.
- Le rendement attendu devrait ainsi passer à 8,7 % par an grâce à une augmentation de 2,9 points de pourcentage de la croissance en capital tandis que le taux sans risque diminuerait de 10 pdb par rapport au point haut de 2023.
- Cela devrait rendre de nouveaux marchés attractifs en 2024, comme attendu en phase de rebond de cycle.

### L'ALLEMAGNE ET LE ROYAUME-UNI EN TÊTE

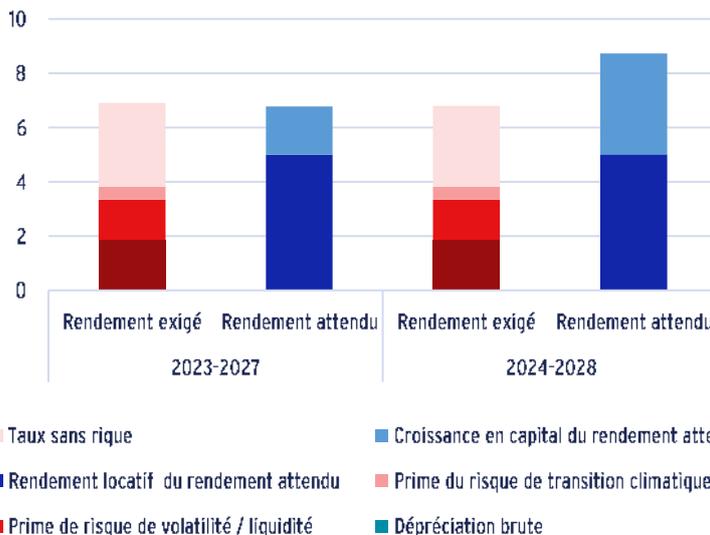
- Notre scénario central actuel indique que les investisseurs peuvent atteindre le rendement exigé dans plus de 70 % des marchés européens, contre 30 % en novembre 2022.
- Sur 168 marchés couverts, 122 sont classés soit neutres (77), soit attractifs (45).
- L'Allemagne passe en tête du Royaume-Uni sur les deux catégories, avec seulement 2 marchés jugés moins attractifs contre 4 au RU.
- En revanche, le Royaume-Uni compte plus de marchés attractifs que l'Allemagne (14 contre 5), tandis que les pays d'Europe du nord en comptent 9 mais aussi 8 marchés moins attractifs.
- La France et les pays d'Europe du nord sont juste au-dessus de la moyenne européenne en terme de marchés moins attractifs. Ce sont l'Europe du sud et l'Europe centrale qui sous-performent.
- Au total, près de 30 % des marchés restent classés comme moins attractifs. Mais même au sein de ces marchés, il reste possible de trouver des opportunités d'investissement attractives, surtout pour des sociétés de gestion avec une présence locale.

RENDEMENT EXIGÉ VS RENDEMENT ATTENDU EN PDB - MOYENNE TOUS SECTEURS EN EUROPE (2023-27)



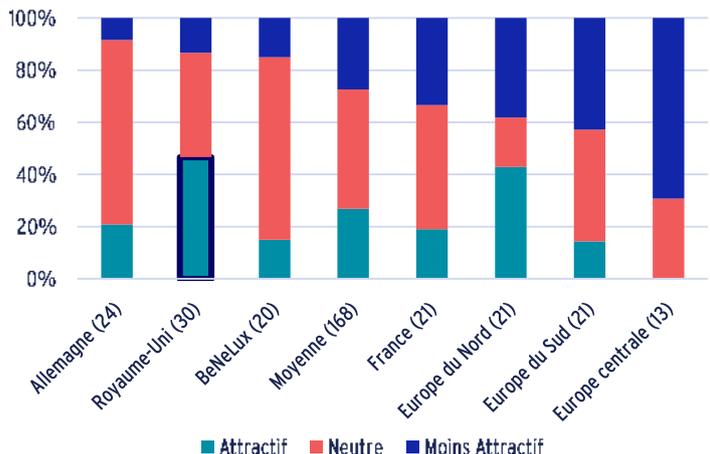
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM & AEW Recherche & Stratégie

ÉVOLUTION DE L'ÉCART ENTRE RENDEMENTS EXIGÉS ET RENDEMENTS ATTENDUS, TOUS SECTEURS EN EUROPE - 2023-27 VS. 2024-28 SCÉNARIO CENTRAL, %



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

% DE MARCHÉS SELON LEUR NIVEAU D'ATTRACTIVITÉ, PAR PAYS - SCÉNARIO PRINCIPAL 2023-27



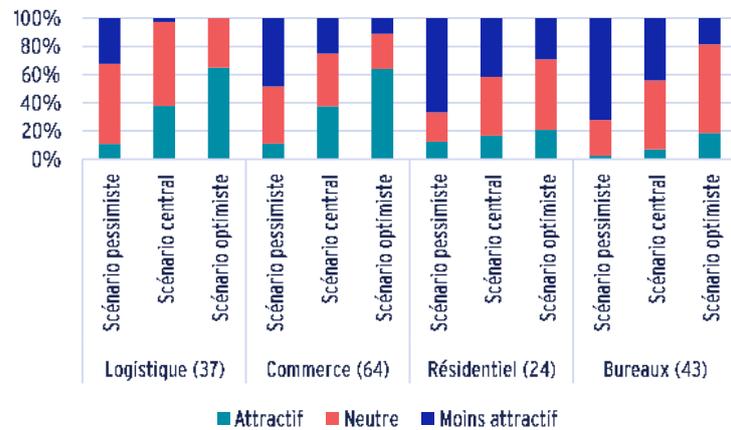
Sources : CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM & AEW Recherche & Stratégie

# RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : LA LOGISTIQUE, LE ROYAUME-UNI ET L'ALLEMAGNE EN TÊTE

## LA LOGISTIQUE ET LE COMMERCE SONT LES SECTEURS LES PLUS ATTRACTIFS

- Dans notre scénario central actuel, seul un marché logistique et 16 marchés commerces sont jugés moins attractifs.
- Pour les marchés résidentiels et de bureaux, les résultats sont moins positifs, avec respectivement, 10 et 19 marchés toujours considérés comme moins attractifs.
- Les différences entre le scénario central, optimiste et pessimiste sont cohérentes avec les résultats de notre analyse réalisée à la fin de l'année dernière.
- Notre scénario pessimiste envisage des taux souverains et des taux de rendement immobiliers plus élevés, avec une croissance plus faible des loyers, tandis que le scénario optimiste prévoit l'inverse.
- Les fluctuations des taux ont un impact plus important sur les valeurs en capital et les rendements globaux que l'évolution du PIB sur la croissance des loyers.
- Les bureaux et le résidentiel sont les marchés les plus sensibles aux mouvements de taux dans les scénarios optimiste et pessimiste.

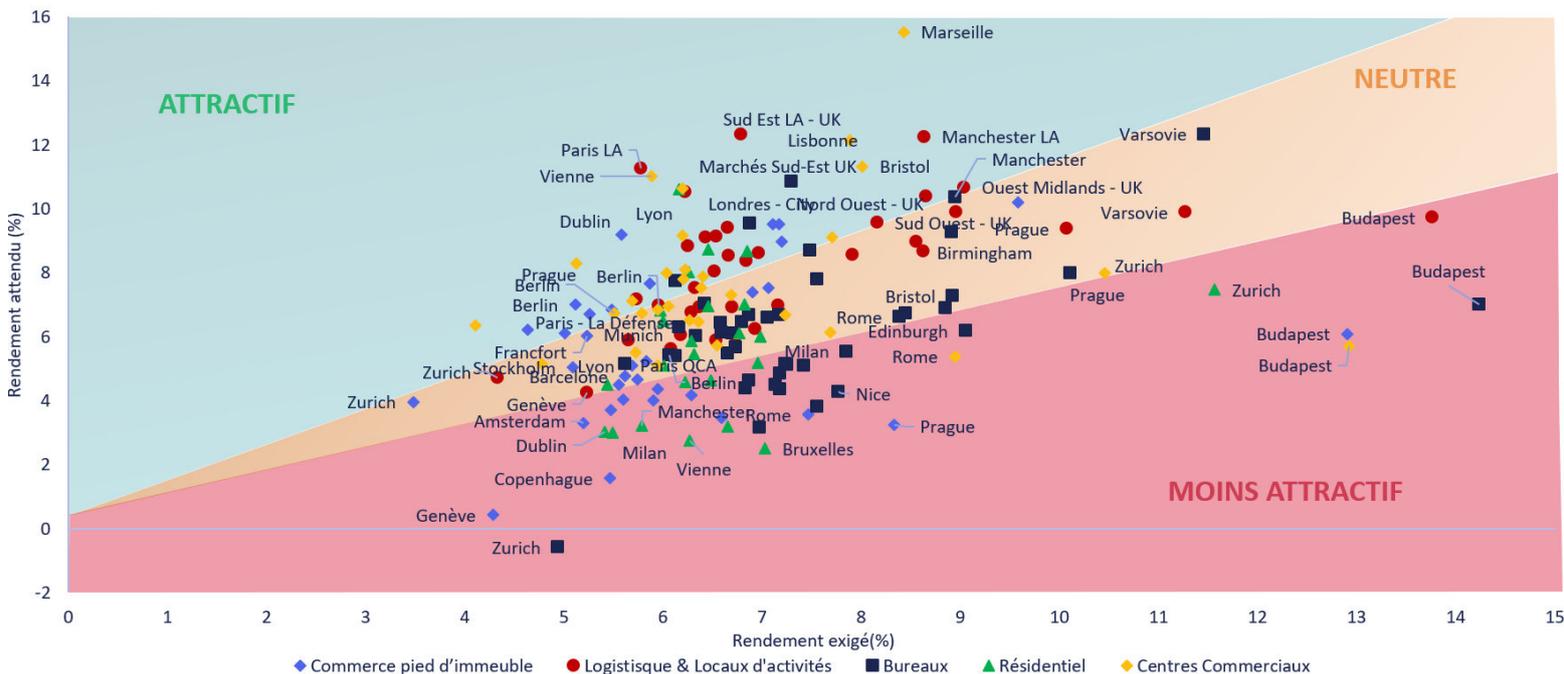
PART EN % DES MARCHÉS PAR ATTRACTIVITÉ (PAS SCÉNARIO)



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

- Le graphique en nuage de points ci-dessous se lit ainsi : le rendement exigé (RRR) pour les cinq prochaines années est représenté sur l'axe des abscisses, et le rendement attendu, (ERR) est représenté sur l'axe des ordonnées.
- Les marchés dans la zone bleue indiquent un ERR suffisamment supérieur au RRR, et indiquent les marchés jugés attractifs. Les marchés de la zone rouge sont moins attractifs, dans la mesure où leur ERR ne satisfait pas le RRR.
- La zone orange représente une fourchette de 20 % de différence entre les deux rendements. En conséquence, les marchés se situant dans cette zone intermédiaire sont considérés comme neutres.
- Comme l'année dernière, notre échantillon se compose de 168 marchés de cinq secteurs immobiliers. Le nuage de points confirme une meilleure répartition, avec la plupart des marchés situés dans les zones neutres ou attractives.
- La logistique et les centres commerciaux sont plus présents dans la zone attractive, tandis que les bureaux, les commerces de pied d'immeuble et les marchés d'Europe centrale sont nombreux à être jugés moins attractifs.
- Les cinq marchés les plus attractifs sont les locaux d'activités à Paris et dans le Grand Londres, les centres commerciaux à Stockholm et à Dublin ainsi que le résidentiel à Londres, dont la capacité de résilience s'est confirmée. Des tendances s'affirment, comme la prédominance des marchés britanniques ainsi que des secteurs du commerce et de la logistique.

## SCÉNARIO CENTRAL 2023-27 - RENDEMENT ATTENDU VS. EXIGÉ



## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 84,9 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 2022. AEW compte plus de 800 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 décembre 2022, AEW gère en Europe 38,5 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 450 collaborateurs répartis dans 10 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 21.9 Mds€ en Europe.

## CONTACTS - RECHERCHE &amp; STRATÉGIE



**HANS VRENSEN CFA, CRE**  
Head of Research & Strategy  
Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



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



**ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA**  
Associate  
Tel +44 (0)78 8783 3872  
[alexey.zhukovskiy@eu.aew.com](mailto:alexey.zhukovskiy@eu.aew.com)



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



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



**ISMAIL MEJRI**  
Data Analyst  
Tel +33 (0)1 78 40 39 81  
[ismail.mejri@eu.aew.com](mailto:ismail.mejri@eu.aew.com)

## CONTACTS - INVESTOR RELATIONS



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



**BIANCA KRAUS**  
Managing Director  
Tel. +49 893 090 80 710  
[bianca.kraus@eu.aew.com](mailto:bianca.kraus@eu.aew.com)



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



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

## LONDON

AEW  
33 Jermyn Street  
London, SW1Y 6DN  
UK

## PARIS

AEW  
43 Avenue Pierre Mendès France  
75013 Paris  
FRANCE

## DÜSSELDORF

AEW  
Steinstraße. 1 3  
D 40212 Düsseldorf  
GERMANY

This publication is intended to provide information to assist investors in making their own investment decisions, not to provide investment advice to any specific investor. Investments discussed and recommendations herein may not be suitable for all investors; readers must exercise their own independent judgment as to the suitability of such investments and recommendations in light of their own investment objectives, experience, taxation status and financial position. This publication is derived from selected sources we believe to be reliable, but no representation or warranty is made regarding the accuracy or completeness of, or otherwise with respect to, the information presented herein. Opinions expressed herein reflect the current judgment of the author; they do not necessarily reflect the opinions of AEW or any subsidiary or affiliate of the AEW's Group and may change without notice. While AEW use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information in this publication, errors or omissions sometimes occur. AEW expressly disclaims any liability, whether in contract, tort, strict liability or otherwise, for any direct, indirect, incidental, consequential, punitive or special damages arising out of or in any way connected with the use of this publication. This report may not be copied, transmitted or distributed to any other party without the express written permission of AEW. AEW includes AEW Capital Management, L.P. in North America and its wholly owned subsidiaries, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. and AEW Asia Pte. Ltd, as well as the affiliated company AEW SA and its subsidiaries.