



INVESTMENT INSIGHTS BLUE PAPER | AOÛT 2021

Immobilier européen d'entreprise : profiter du rebond économique avec des actifs de qualité

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Synthèse

L'économie européenne est en train de se relever de la pire crise économique qu'elle ait connue depuis la Grande Dépression. Le déploiement à grande vitesse des campagnes de vaccination sur tout le continent permet la levée des mesures de restriction et des interdictions de voyager et donc le retour de la croissance. Après une année difficile, le secteur de l'immobilier devrait participer au rebond de l'économie européenne, mais à un rythme inégal selon les secteurs et sous-secteurs.



Pascal BLANQUE
CIO Groupe

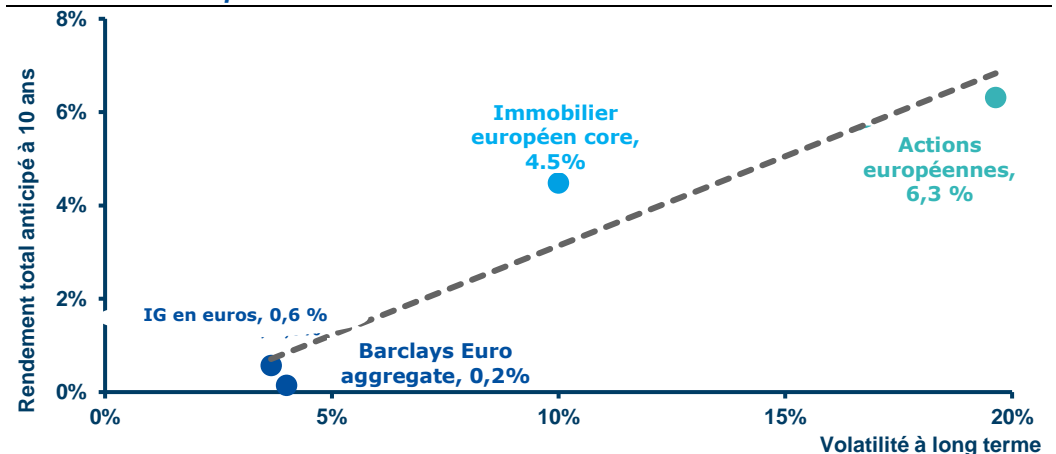
Au-delà des considérations cycliques, l'immobilier européen d'entreprise pourrait, pour différentes raisons, jouer un rôle de premier plan dans les portefeuilles des investisseurs. Tout d'abord, les politiques monétaires devraient rester accommodantes encore longtemps, notamment en Europe. En effet, si la Réserve fédérale (Fed) « envisage d'envisager » une réduction de ses dispositifs de soutien, la BCE, lors de sa réunion de juin, a confirmé le maintien de son positionnement accommodant. Ses programmes d'achat d'actifs devraient contribuer à maintenir les rendements souverains à des niveaux bas, incitant les investisseurs à regarder au-delà des sources de revenu traditionnelles. Dans ces circonstances, l'immobilier propose un surplus de rendement intéressant, l'écart entre les rendements de l'immobilier prime et les rendements des obligations d'État étant supérieur à sa moyenne à long terme.

Deuxièmement, l'accélération de l'inflation est un sujet de préoccupation grandissant pour les investisseurs. L'inflation dans la zone euro se situe actuellement à 2,2 % et pourrait augmenter au cours du second semestre de 2021. Cette accélération de l'inflation est une caractéristique commune aux économies avancées et émergentes qui est imputable à une combinaison de facteurs, dont la reprise cyclique - favorisée par les mesures massives de stimulation budgétaire - mais aussi, la demande insatisfaite et l'épargne, les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et les pressions haussières sur les salaires. Ces phénomènes se combineront avec d'autres tendances plus structurelles, pour entraîner un probable changement de régime marqué par une hausse de l'inflation comme moyen de sortir de la crise, ce que décrit l'article « [Don't give up on fundamental valuations](#) ». Alors que les craintes d'inflation gagnent les investisseurs, l'un des avantages qu'offre l'immobilier aux investisseurs à long terme est la possibilité de couvrir le rendement de leurs revenus contre l'inflation lorsque les actifs sont loués, les loyers étant généralement indexés. Par ailleurs, au niveau des portefeuilles dans leur ensemble, il convient de considérer l'immobilier européen comme une source supplémentaire de diversification, car cette classe d'actifs peut offrir un profil de rendement ajusté risque/rendement attractif sur dix ans pour les investisseurs disposant d'un horizon de placement approprié.



Vincent MORTIER
CIO Adjoint Groupe

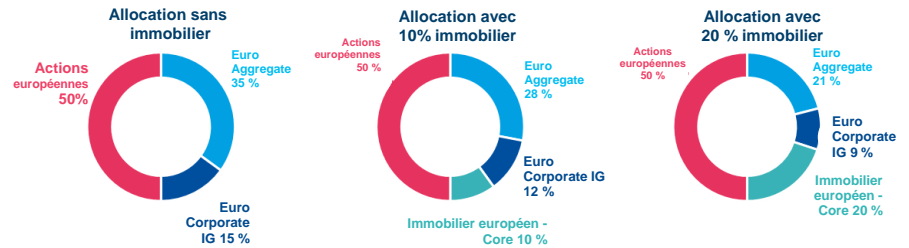
Graphique 1. Optimisation du profil risque/rendement d'un portefeuille grâce à l'immobilier européen



Source : modèle CASM Amundi, équipes Solutions quantitatives et Recherche d'Amundi, Bloomberg. Données au 20 avril 2021. Les données macroéconomiques sont celles de la dernière publication. Les données sont actualisées à mars 2021 et sont exprimées en devise locale. Le graphique représente la modélisation d'actifs immobiliers core uniquement. Les rendements prévisionnels ne tiennent pas compte de l'alpha potentiel, généré grâce à la gestion du portefeuille et qui peut être significatif, notamment pour les actifs réels et alternatifs. Les prévisions de performance annualisée procèdent d'estimations et reflètent des avis et des hypothèses subjectives. Ces résultats ont été obtenus à partir d'une formule mathématique et ne prennent pas en compte l'effet des facteurs économiques et de marché imprévisibles sur le processus décisionnel. **Les performances prévisionnelles ne présagent pas des performances futures, qui pourraient être sensiblement différentes.**

L'intégration d'une allocation à l'immobilier européen est susceptible de dynamiser la performance globale prévisionnelle d'un portefeuille d'investissement européen et d'améliorer son rapport risque/rendement.

Tableau 1. Bénéfices de l'intégration de l'immobilier - allocation optimisée anticipée



Total immobilier	0,0 %	10,0 %	20,0 %
Performance anticipée	2,7 %	3,2 %	3,7 %
Volatilité anticipée	9,9 %	10,4 %	11,2 %

Source : modèle Amundi CASM, calculs Quant Solutions. Données au mercredi 30 juin 2021. Les rendements prévisionnels ne tiennent pas compte de l'alpha potentiel, généré grâce à la gestion du portefeuille et qui peut être significatif, pour les actifs réels et alternatifs. Les prévisions de performance annualisée procèdent d'estimations et reflètent des avis et des hypothèses subjectives. Ces résultats ont été obtenus à partir d'une formule mathématique et ne prennent pas en compte les effets imprévisibles des facteurs économiques et de marché sur le processus décisionnel. Les performances prévisionnelles ne présentent pas des performances futures, qui pourraient être sensiblement différentes.

Compte tenu des caractéristiques mentionnées ci-dessus sur les placements immobiliers, les investisseurs devraient toujours maintenir un niveau de contrôle et de sélectivité élevé lors du choix des actifs. Cette approche sera primordiale, car, **post-Covid-19, le marché immobilier européen sera fragmenté**, la pandémie ayant déjà affecté les différents pays et segments de manière inégale. Un processus de réévaluation post-crise est désormais en cours, mais le nombre total des transactions reste faible, de même que de nombreux prix et de loyers. Ces considérations à court terme pourraient quelque peu tempérer les perspectives optimistes à long terme de la classe d'actifs. Il sera essentiel de sélectionner les actifs les plus résilients pour profiter du rebond post-Covid-19, en se concentrant sur les actifs immobiliers présentant les meilleures opportunités de redressement et sur ceux qui bénéficient de tendances de croissance structurelles.

Enfin, à mesure que l'investissement ESG se généralise, l'immobilier occupera une place centrale en raison de son impact sur les questions environnementales et sociales. C'est notamment l'un des secteurs les plus consommateurs d'énergie et les plus producteurs de gaz à effet de serre (GES), il est donc appelé à jouer un rôle clé dans la transition écologique. En tant que partie intégrante de la vie humaine, l'immobilier a également un rapport important avec le pilier social (bien-être et durabilité). Compte tenu de la sensibilisation croissante à ces sujets, il sera capital pour les investisseurs responsables de mettre en œuvre une politique ESG rigoureuse, englobant les trois piliers et de l'intégrer pleinement dans le processus d'investissement.



Dominique CARREL-BILLIARD
Responsable Monde des Actifs Réels et Alternatifs

« Les marchés immobiliers européens présenteront des opportunités attractives, car l'appétit des investisseurs devrait rester fort cette année. Cet appétit sera alimenté par les rendements réels attractifs sur fond de craintes inflationnistes grandissantes et de redémarrage de l'activité économique. La visibilité des flux de trésorerie constitue un autre élément clé qui attirera les investisseurs sur les marchés immobiliers. »

« L'intégration de l'immobilier dans un portefeuille européen diversifié est susceptible de dynamiser ses performances globales prévisionnelles et d'améliorer son rapport risque/rendement. »

Immobilier et Covid-19 : résilience, mais fragmentation croissante



Marc BERTRAND
Directeur général,
Amundi Immobilier

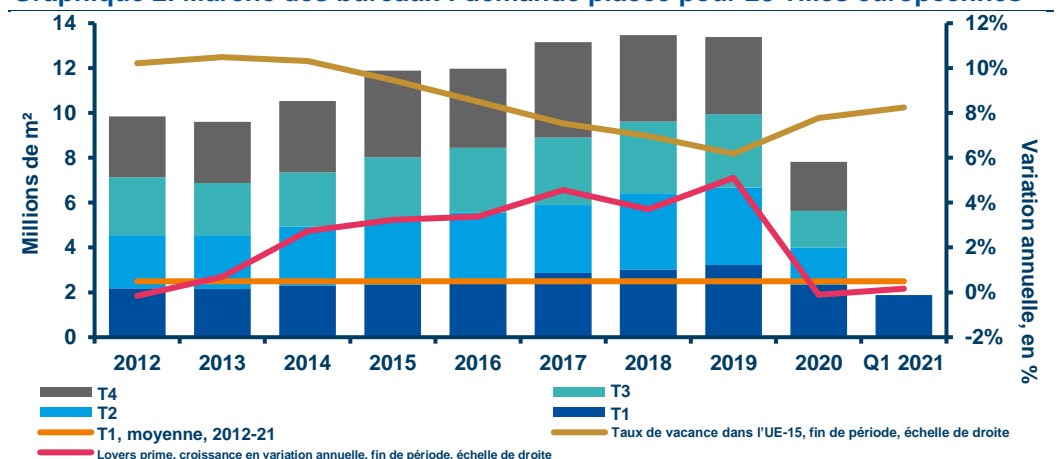
Cela fait presque un an et demi que l'économie et les marchés financiers européens ont été frappés par le Covid-19 et qu'ils sont confrontés à un environnement marqué par les vagues épidémiques successives, l'incertitude et les confinements. Le PIB de la zone euro a chuté de 6,7 % en 2020 et la crise a accentué la fragmentation économique au sein de la zone euro : la récession a été moins sévère en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas, le PIB ayant notamment baissé de 5,1 % en Allemagne contre 8,0 % en France. Les vastes dispositifs de relance monétaire et budgétaire ont permis de modérer les pertes économiques liées à la pandémie, en limitant la hausse du chômage et en influençant l'environnement économique et financier dans lequel les entreprises et les investisseurs prennent leurs décisions. **Dans ce contexte, les tendances de l'immobilier ont également été marquées, les valeurs en capital résistant relativement bien en règle générale. Toutefois, certaines disparités sont apparues, tant au niveau des classes d'actifs que des pays, et les marchés sont de plus en plus fragmentés, le Covid-19 ayant affecté les marchés européens de l'immobilier d'entreprise à des degrés divers.** Les hôtels et les commerces de détail hors alimentation ont été les plus sévèrement touchés, ceux-ci étant confrontés à des fermetures temporaires, ainsi qu'à une baisse significative du tourisme. L'activité immobilière européenne a, en moyenne, chuté en 2020 par rapport à l'année précédente et est restée modérée au premier trimestre 2021 par rapport à sa moyenne sur dix ans. **De manière générale, les valeurs locatives sur le marché du commerce de détail ont été revues à la baisse.**

Marchés de la location : impact sur la logistique, amorti par l'essor du commerce électronique

Les locations sur les marchés de la logistique ont bien résisté grâce à l'essor du commerce en ligne, qui est un des moteurs de la demande. Les loyers faciaux de l'immobilier prime en Europe sont globalement restés stables en 2020, avec quelques hausses ici et là. La logistique est également partiellement tributaire des commerces de détail physiques, de sorte que les dynamiques sont inégales.

La location d'espaces de bureaux a connu une forte baisse en 2020, d'environ 40 % en moyenne, en variation annuelle, sur un échantillon de 28 marchés européens. Après plusieurs années de demande placée élevée, la conjoncture et la pandémie ont fortement freiné le marché de la location. Tout d'abord, les confinements et les limitations de déplacement ont réduit les visites et incité les entreprises à se concentrer sur la continuité de leurs opérations pendant les confinements. En raison du manque de visibilité sanitaire et économique, les entreprises se sont montrées peu disposées à prendre des décisions portant sur l'immobilier et se sont davantage préoccupées des problèmes liés à l'organisation du travail. De ce fait, bon nombre d'entreprises ont adopté un positionnement attentiste quant à leurs décisions en matière d'immobilier. Certaines d'entre elles ont annulé ou reporté leurs projets et ont renégocié ou prolongé leurs baux.

Graphique 2. Marché des bureaux : demande placée pour 28 villes européennes

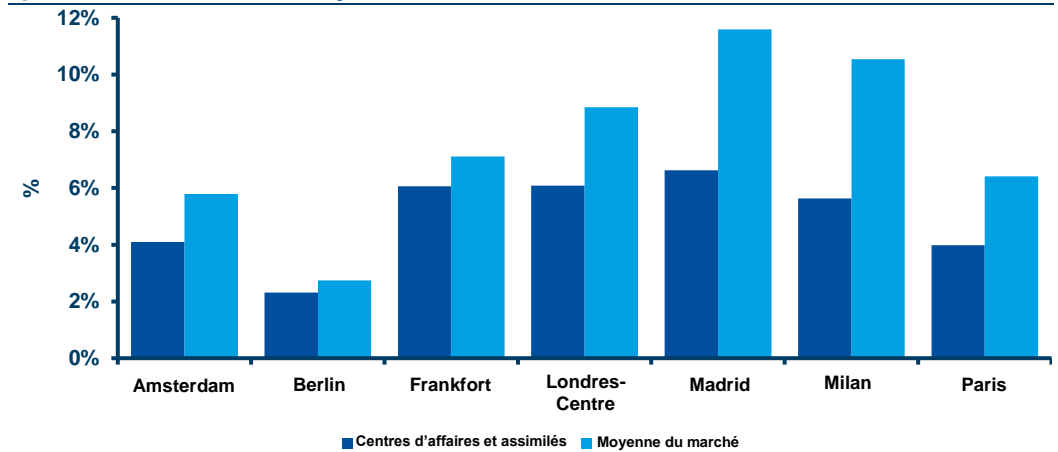


Source : Amundi Immobilier à partir de données de CBRE Research (T1 2021) Données au 7 mai 2021.

« La dynamique des loyers a été fortement affectée par le Covid-19, ses répercussions se traduisant par un arrêt net de la croissance moyenne des loyers. Pour autant, aucune baisse significative n'a été enregistrée à ce jour. »

Au premier trimestre 2021, alors que de nombreux pays européens étaient toujours confrontés à des mesures de confinement, la demande placée moyenne de bureaux a diminué en variation annuelle par rapport à un échantillon de 28 marchés européens, tout en restant plus dynamique qu'aux deuxième et troisième trimestres 2020. Le taux de vacance, qui, avant la crise du Covid-19, était inférieur de près de 100 points de base par rapport à son niveau d'avant la crise financière de 2008, a augmenté en 2020 sur de nombreux marchés en raison du fort ralentissement du marché de la location. Cette tendance haussière s'est poursuivie au premier trimestre 2021, le taux de vacance, tel que mesuré par CBRE Research, atteignant 8,2 % dans la zone UE-15, ce qui représente une hausse globale de 200 points de base en 15 mois. Il reste néanmoins en deçà de son plus haut en dix ans et proche des taux observés début 2017.

Graphique 3. Taux de vacance des bureaux à la fin du premier trimestre 2021 : quartiers d'affaires vs moyenne du marché



Source : Amundi Immobilier à partir de données de CBRE Research (T1 2021) Données au 7 mai 2021.

La situation est contrastée selon les marchés et les sous-marchés, le taux de vacance restant relativement faible par rapport à sa moyenne dans certains quartiers d'affaires. Cela peut expliquer la résilience des loyers faciaux de l'immobilier prime en 2020 et au premier trimestre 2021. Toutefois, **la dynamique des loyers a été fortement affectée par le Covid-19, ses répercussions se traduisant par un arrêt net de la croissance moyenne des loyers**. Pour autant, aucune baisse significative n'a été enregistrée à ce jour. Le Covid-19 a augmenté le pouvoir de négociation des locataires dans la négociation de nouveaux baux, ce qui se traduit par une augmentation des incitations commerciales, malgré certaines disparités géographiques.

Marchés d'investissement : la segmentation croissante exige une analyse rigoureuse

Le marché européen de l'investissement en immobilier d'entreprise s'est avéré plus résilient que le marché de la location, avec une baisse d'environ 20 % en 2020 par rapport à 2019. Avec plus de 210 milliards d'euros investis en 2020, le volume des transactions immobilières était proche de sa moyenne sur dix ans. **Il en ressort que, contrairement à la crise de 2008, la demande d'immobilier d'entreprise par les investisseurs ne s'est pas tarie**. Au premier trimestre 2021, les volumes d'investissement avaient sensiblement diminué, sans que la situation ne soit aussi critique qu'en 2009 et les volumes actuellement investis dans l'immobilier d'entreprise sont environ trois fois supérieurs à ceux investis au premier trimestre 2009. **L'Allemagne a conservé son rôle de leader, devant la France, sur le marché d'Europe continentale en termes de volumes d'investissement en immobilier d'entreprise**.

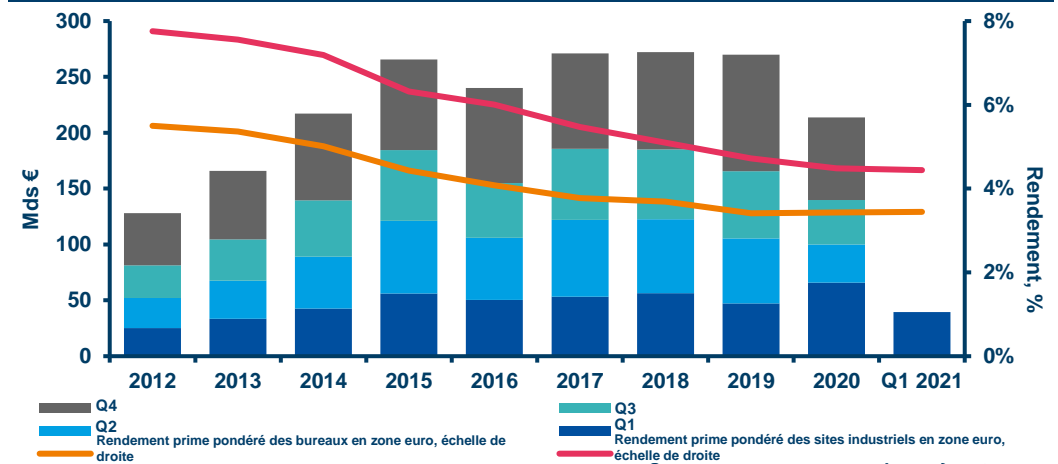
Malgré un recul d'environ 30 % par rapport à l'année précédente, **les bureaux restent la principale classe d'actifs sur le marché de l'investissement immobilier et la plus profonde en termes de volume de transaction**, malgré l'appétit croissant des investisseurs pour les actifs résidentiels et logistiques (la demande d'actifs logistiques a été stimulée par la croissance à deux chiffres du commerce électronique). Malgré la montée en puissance du télétravail, nous pensons que les bureaux resteront nécessaires dans le monde d'après Covid-19, en tant qu'outil de collaboration et comme moyen d'attirer les talents. Dans le nouveau modèle de travail hybride qui se profile – où les options de travail en présence et à distance coexistent – les espaces de bureau

« Le marché européen de l'investissement dans l'immobilier d'entreprise s'est avéré plus résilient que le marché de la location. »

« La persistance actuelle de rendements prime faibles pour les bureaux peut être un signe de confiance des investisseurs à long terme dans les espaces de bureaux prime. »

sont appelés à évoluer, de lieux où les employés sont assis à leur bureau à des espaces où il est plus facile d'interagir et de partager des idées. Cette évolution dépendra des entreprises et des postes. **La persistance actuelle de rendements prime faibles pour les bureaux peut être un signe de confiance des investisseurs à long terme dans les espaces de bureaux prime.**

Graphique 4. Investissement en immobilier d'entreprise en Europe



Source : Amundi Immobilier à partir de données de CBRE Research (T1 2021) Données au 7 mai 2021.

Les hôtels ont été fortement impactés. Les restrictions de déplacement en lien avec la pandémie ont affecté les hôtels, notamment dans les villes-carrefours et les destinations touristiques mondiales, qui ont également dû faire face à la concurrence indirecte du phénomène de « vacances à la maison » et des solutions d'hébergement hors hôtel. Malgré les prévisions selon lesquelles le secteur du voyage ne retrouvera pas ses niveaux d'avant-crise avant 2023 au plus tôt, le secteur de l'hôtellerie pourrait prendre des mesures pour atténuer l'impact de la crise et en sortir renforcé. D'après le forum économique mondial, les hôtels pourraient travailler à réduire leurs émissions et réinventer l'expérience hôtelière autour de services sur mesure, de modèles de travail hybrides, de la santé et du bien-être.

Le commerce physique a été durement touché par la pandémie et l'essor du commerce électronique, mais la tendance aux achats multi-canaux pourrait offrir une certaine résilience à ces deux secteurs. Les enseignes doivent gérer leur réseau de magasins comme un actif dynamique, qui combine les canaux physiques et numériques pour répondre aux besoins des clients en créant des formats de magasins dynamiques offrant une expérience positive aux clients. Ces enseignes, par nature implantées sur différents sites, devront adapter une stratégie globale de décarbonisation.

La demande de bâtiments résidentiels ESG de haute qualité dans les villes intelligentes reste forte, mais l'offre est encore déséquilibrée.

Sur un plan plus général, l'accent mis sur les actifs de qualité – avec des baux de longue durée et des locataires fiables – a contribué à maintenir les rendements prime à des niveaux bas, ce qui assure une bonne résilience des prix. En revanche, les actifs ayant de la vacance, des baux courts ou des locataires fragiles financièrement, ont souvent vu leur taux de rendement augmenter, entraînant une baisse des valeurs.

Une autre évolution importante l'an dernier a été la progression de l'aversion pour le risque. L'accent mis sur la visibilité des loyers a entraîné une analyse plus rigoureuse de la solidité financière des locataires et une certaine divergence en termes de rendement du marché, tant entre les catégories d'actifs qu'entre actifs d'une même catégorie. Pour résumer, **en 2020, le marché de l'investissement s'est segmenté après plusieurs années de convergence des rendements.**

« En 2020, le marché de l'investissement s'est segmenté après plusieurs années de convergence des rendements. »

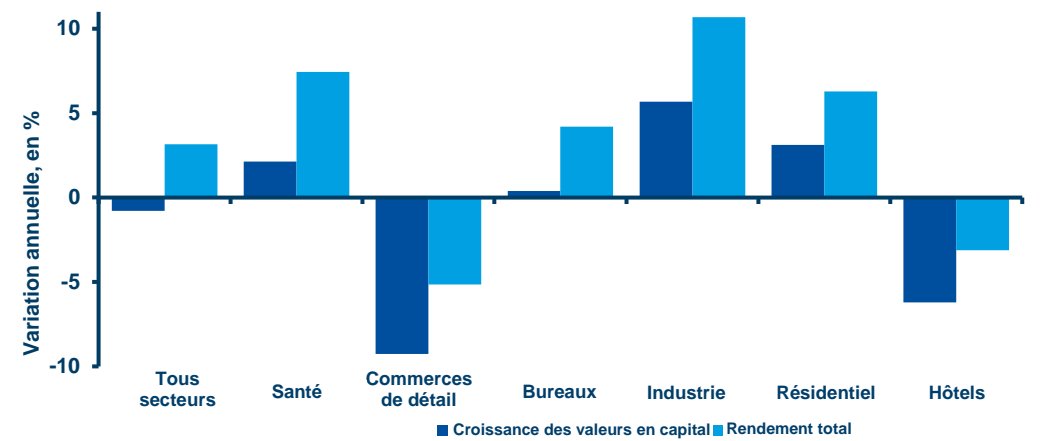
Divergences des valeurs de marché

Compte tenu des évolutions évoquées ci-dessus, tant sur le marché de la location que sur celui de l'investissement, **des divergences entre les valeurs des actifs ont été enregistrées en 2020, selon les classes d'actifs et la qualité des emplacements**. La segmentation par classe d'actifs est illustrée par les écarts de croissance des valeurs en capital : **les classes d'actifs les plus fortement impactées sont les hôtels et les commerces de détail européens**, dont les valeurs en capital ont reculé de 6% et plus en 2020. En parallèle, les actifs résidentiels et industriels/logistiques ont enregistré une croissance supérieure à 3% de leur valeur en capital l'an dernier. Ces tendances antagonistes mettent en évidence les comportements des différents investisseurs, ainsi que les caractéristiques variées des marchés de la location. En termes de gestion de portefeuille, ces résultats mettent en évidence :

« Une fragmentation plus élevée qui se traduit par des divergences de performance plus importantes. Il est essentiel de disposer de portefeuilles hautement diversifiés et qui privilégient les revenus. »

- l'intérêt des portefeuilles diversifiés pour limiter les chocs idiosyncrasiques
- le rôle du rendement du revenu, qui peut contribuer à limiter l'impact négatif des baisses de valeur en capital sur la performance du rendement total ou à renforcer l'impact bénéfique d'une croissance positive des valeurs en capital.

Graphique 5 : Croissance des valeurs en capital et rendement total en Europe en 2020, variation en glissement annuel

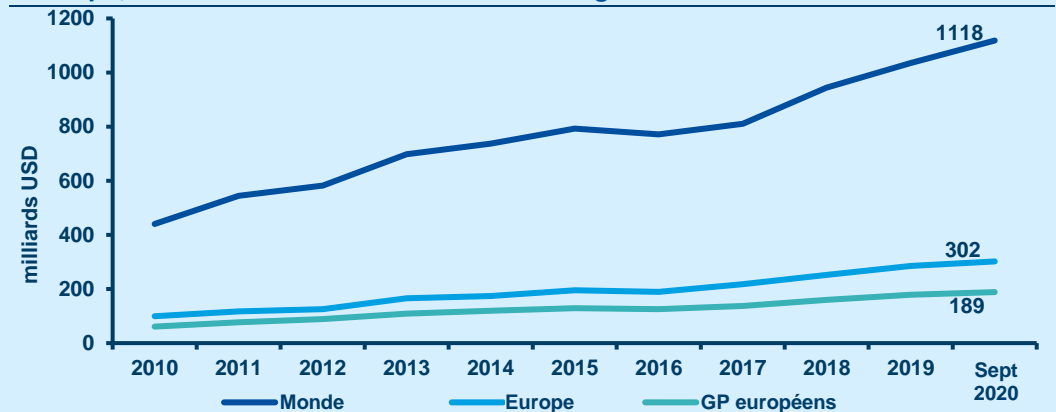


Source : Amundi Immobilier, MSCI (2021). Données au 9 mai 2021 (actifs immobiliers opérationnels).

Atout du secteur immobilier

La due diligence *in situ* ayant été pratiquement impossible dans de nombreux pays durant la phase initiale de la pandémie, les investisseurs et les gérants de fonds ont dû reporter la clôture de leurs transactions et projets au second semestre de 2020 ou en 2021. Pourtant, **l'immobilier non coté a atteint le niveau record de 1 100 milliards de dollars d'actifs sous gestion en septembre 2020**. L'Europe représente 27 % de ces actifs, soit 300 milliards de dollars.

Graphique 6. Fonds fermés en immobilier non coté centrés sur le monde ou sur l'Europe, en milliards de dollars d'actifs sous gestion

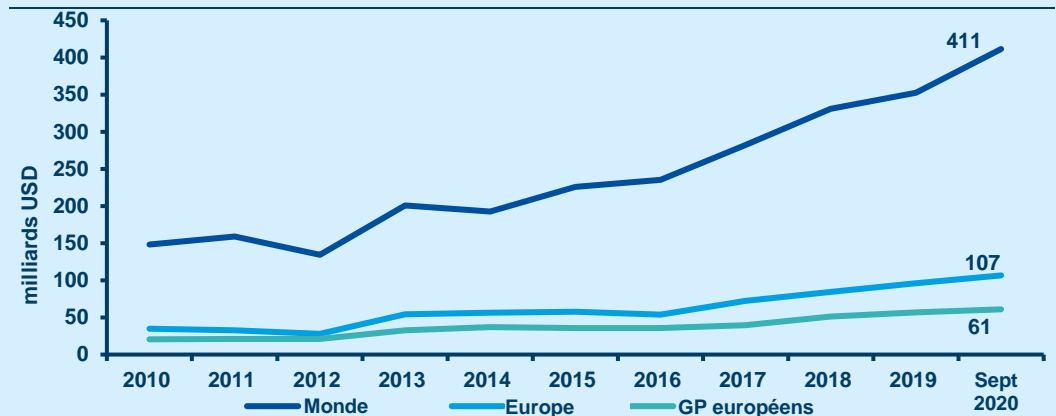


Source : Amundi, Prequin Pro. Données au 15 mai 2021.

« **Malgré les perturbations économiques actuelles, l'immobilier non coté a atteint le niveau record de 1 100 milliards de dollars d'actifs sous gestion en septembre 2021.** »

En 2020, les capitaux disponibles dépassaient les 400 milliards de dollars, dont 100 milliards de dollars en Europe et 61 milliards de dollars entre les mains de sociétés de gestion (GP) basées en Europe. De plus, les restrictions sanitaires ont pesé sur les volumes d'échanges, ce qui, associé à une forte incertitude, a incité les gérants de fonds à adopter une approche attentiste. Lorsque le marché redémarrera, il pourrait y avoir des opportunités intéressantes à des prix compétitifs, notamment dans les segments du commerce de détail et de l'hôtellerie, qui ont été durement touchés.

Graphique 7. Capitaux disponibles dans le secteur immobilier, en milliards de dollars



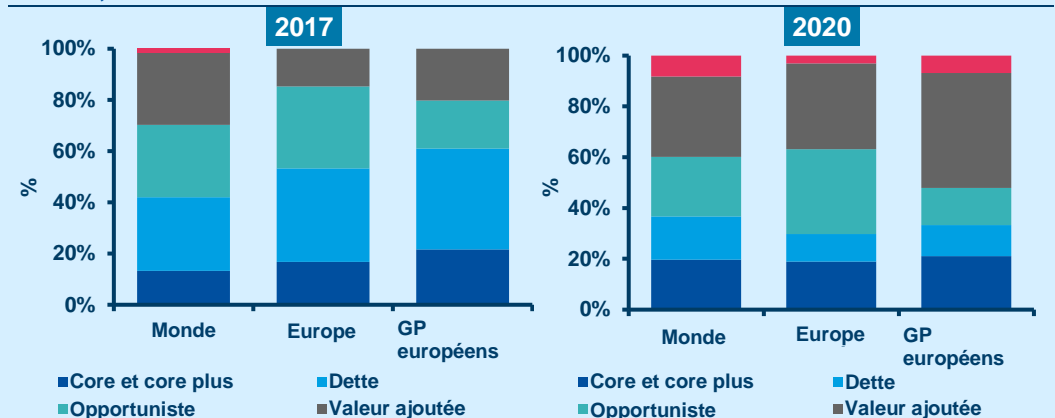
Source : Amundi, Prequin Pro. Données au 15 mai 2021.

La collecte de fonds dans le secteur de l'immobilier a globalement régressé en 2020, avec une chute de 20 % en variation annuelle, pour tomber à 146 milliards de dollars. Les gérants de fonds européens ont attiré environ 50 % des flux européens, mais ont perdu du terrain par rapport aux acteurs américains et asiatiques. La réduction des fonds collectés a affecté les pays à des degrés divers, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni étant les plus pénalisés, tandis que les GP domiciliés dans les pays nordiques et en Europe centrale et orientale ont poursuivi leur

croissance. Selon INREV, les fonds d'immobilier non coté ont absorbé la plus grande part des flux en Europe, tandis que les comptes dédiés ont attiré environ un quart des flux et les club deals, fonds de fonds et autres véhicules environ un tiers.

Côté stratégies, celle dite « value added » s'est avérée être la stratégie gagnante pour la collecte de fonds en 2020, tant au niveau mondial qu'europpéen, les GP européens doublant leur collecte annuelle sur ce type de **stratégies**. Viennent ensuite les stratégies **opportunistes**, gérées principalement par des GP américains et asiatiques, investissant en Europe et en quête de rendements plus élevés. Les stratégies concentrées sur la **dette** ont perdu de leur élan après leur pic de 2017. Les stratégies **core** et **core plus** enfin, ont progressé jusqu'à 6 % en variation annuelle à l'échelle mondiale.

Graphique 8. Collecte des fonds immobiliers par type de stratégie, en milliards de dollars, 2017 vs 2020



Source : Amundi, Preqin Pro. Données au 15 mai 2021.

« La collecte des fonds immobiliers a diminué à l'échelle mondiale en 2020, avec une baisse de 20 % en variation annuelle, pour tomber à 146 milliards de dollars. Les gérants de fonds européens ont attiré environ la moitié des flux européens, mais ont perdu du terrain par rapport aux acteurs américains et asiatiques. »

Le nombre de fonds sur le marché du non coté et leurs encours cumulés ont enregistré une croissance rapide, tant au niveau mondial qu'europpéen. En mai 2021, on comptait 1 184 fonds immobiliers sur le marché, pour un capital cible d'environ 348 milliards d'euros. Quelque 60 % de ces fonds sont centrés sur l'Europe. Les GP européens ne contrôlent que 20 % de ces fonds, qui représentent environ 50 % de la taille cible des actifs européens. Cette tendance confirme que les gérants de fonds considèrent le Covid-19 comme un obstacle à court terme à leurs investissements et engagements immobiliers. En 2020, la pandémie, la forte concurrence et la disponibilité limitée d'actifs de qualité ont affecté le nombre de transactions, en baisse de 30 % dans les fonds fermés en immobilier non coté, ainsi que leur valeur globale, en baisse de 40 %. L'Europe s'est montrée plus résiliente que les autres régions.

Malgré la pandémie et la baisse des performances à court terme, l'objectif de rendement et de taux de rendement interne net (TRI) des stratégies immobilières est resté attractif. Selon INREV, les stratégies core et core plus investissant en Europe se fixent un objectif moyen de rendement de distribution de 4 à 5 % et un objectif de TRI net de 6 à 8 % par an. Un flux de revenu stable pourrait être obtenu en ciblant les actifs de secteurs résilients et suffisamment liquides. Ces rendements élevés pourraient être à la portée des gérants de fonds disposés à conserver les actifs à long terme et à adopter une approche directe de la gestion à la fois des actifs et de leurs locataires. Les stratégies opportunistes et à valeur ajoutée axées sur l'Europe ont tendance à se fixer des objectifs de TRI plus agressifs, de 9 à 11 %, voire plus.

Les frais liés aux investissements immobiliers dépendent de la structure du véhicule, de sa taille et du type de stratégie. Selon INREV 2021, le ratio des charges directes (TER) des fonds ouverts immobiliers est inférieur à celui des fonds à capital fixe. En moyenne, les fonds à capital fixe ont recours à un effet de levier plus important que leurs homologues ouverts et ces derniers ont tendance à être plus diversifiés. En outre, les véhicules de plus grande taille ont tendance à avoir des TER moins élevés que ceux des véhicules de plus petite taille. Pour résumer, malgré les retombées négatives de la crise du Covid-19, l'immobilier européen reste attractif en raison de la taille du marché, de la croissance attendue à moyen terme des encours et des bons rendements ciblés. Il convient de faire preuve d'un optimisme prudent.

Immobilier : attractif en couverture contre l'inflation, mais sélectivité requise

« Dans le nouveau schéma de travail hybride qui se profile, les espaces de bureau doivent évoluer, de lieux où les employés sont assis à leur bureau à des espaces d'interaction et de partage des idées. »

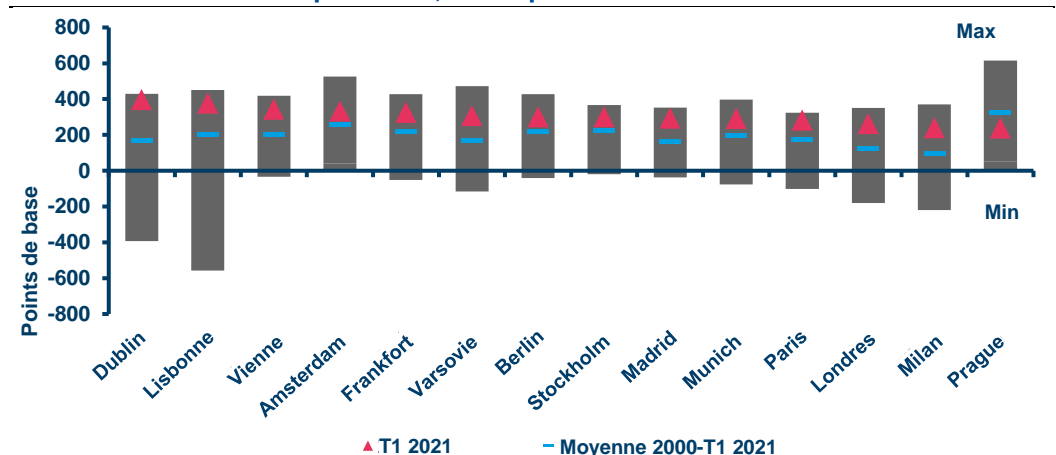
Notre scénario économique central pour les 12 à 18 prochains mois est un scénario de reprise à plusieurs vitesses. Bien que l'activité économique ait fortement rebondi au troisième trimestre de 2020 avec la réouverture des pays et la levée des restrictions de déplacement, la reprise a connu un revers fin 2020/début 2021 avec le retour des restrictions en Europe pour contenir la deuxième vague épidémique. La croissance économique devrait rebondir à mesure que les campagnes de vaccination accélèrent dans tout le continent. Les gouvernements continueront d'assurer un soutien budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit pleinement engagée et la BCE devrait rester accommodante. L'inflation s'est accélérée dans un contexte de volatilité accrue, due à des facteurs de nature transitoire, tout en restant très probablement inférieure à l'objectif de la BCE à la fin de l'horizon de prévision. **Le redressement économique attendu à partir de l'été pourrait encourager la prise de décisions. Toutefois, le manque de visibilité ou des événements liés à la pandémie pourraient peser sur le processus décisionnel et favoriser une attitude attentiste.**

Dans ce contexte, **le marché européen de l'immobilier non coté devrait, selon Preqin, enregistrer une croissance de 3,0 à 3,4 % durant les cinq prochaines années.** Les banques privées et les family offices européens présentent un fort potentiel de croissance, car la plus grande partie des capitaux inexploités se trouve entre les mains d'investisseurs privés et de particuliers fortunés, qui sont sous-exposés à l'immobilier. Pour tirer parti de ces flux, la plupart des gérants de fonds prévoient de prendre une participation minoritaire ou de s'associer avec des banques privées ou des gestionnaires de patrimoine. Certains gérants de fonds développent leur plateforme sur les marchés non cotés, tandis que d'autres, associés à des banques de détail, envisagent de lever des capitaux hors des circuits traditionnels dans d'autres pays européens.

En 2021, **l'appétit des investisseurs pour l'immobilier devrait être soutenu, grâce à l'écart entre les rendements de l'immobilier prime et ceux des obligations d'État.** Ces derniers devraient rester bas tout au long de l'année. Les rendements souverains allemands à dix ans étant notamment attendus en territoire négatif jusqu'à fin 2021.

« Nous nous attendons à ce que la demande placée d'espaces de bureaux augmente cette année par rapport à une année 2020 particulièrement calme, même si elle ne retrouvera probablement pas son niveau d'avant la pandémie. »

Graphique 9. Écart entre les rendements des bureaux prime et les rendements souverains à dix ans depuis 2000, fin de période



Source : Amundi Immobilier à partir de données de CBRE Research (T1 2021) et de la BCE. Données au 7 mai 2021.

« De manière générale, segmentation et sélectivité demeurent les maîtres mots de l'investissement immobilier en 2021. »

L'accélération de l'inflation est un sujet de préoccupation grandissant pour les investisseurs. Comme souligné dans un [article](#) récent, les classes d'actifs sont susceptibles de réagir différemment. Un des avantages qu'offre l'immobilier aux investisseurs à long terme est la possibilité de couvrir leurs revenus contre l'inflation lorsque les actifs sont loués, les loyers étant généralement indexés.

Les fondamentaux et les conditions du marché restent essentiels, car les loyers et les valeurs en capital peuvent varier tandis que les revenus sont susceptibles d'évoluer lors des renouvellements de bail ou des nouvelles locations. **De manière générale, segmentation et sélectivité demeurent les maîtres mots de l'investissement immobilier en 2021.** Au niveau sectoriel, les tendances 2020 devraient se confirmer cette année, avec une certaine aversion au risque et une segmentation des classes d'actifs et des caractéristiques des actifs. **Les segments dont les fondamentaux sont liés à la démographie, comme l'immobilier résidentiel ou de santé, devraient continuer à attirer les investisseurs en tant qu'outils défensifs dans un environnement affecté négativement par le Covid-19.**

Les rendements prime devraient rester faibles, avec des marges de compression possibles sur le segment logistique pour les locations jugées plus résilientes et de meilleure qualité. L'aversion au risque devrait entraîner des disparités de prix entre les actifs sûrs et les autres, créant ainsi des opportunités pour les investisseurs disposés à prendre des risques. Les prévisions exposées ci-dessus soulignent que **la segmentation entre les actifs pourrait persister au cours des prochains trimestres et que, à plus long terme, la sélection des actifs restera essentielle, à mesure que l'écart potentiel entre les actifs répondant aux attentes des locataires et les autres se creuse.**

Nous nous attendons à ce que la demande placée de bureaux augmente cette année, sans pour autant retrouver son niveau d'avant la pandémie. Les entreprises devront faire face à des exigences accrues en matière de contrôle des coûts et certaines d'entre elles rechercheront des emplacements centraux de qualité, proches des moyens de transport. Cette tendance pourrait contribuer à rendre les secteurs centraux plus résilients. Les livraisons d'espaces de bureaux devraient être importantes en 2021, entraînant une augmentation des surfaces vacantes. Or, toute négociation de loyer dépend de la dynamique de l'offre et de la demande. Une certaine hétérogénéité sera donc favorisée entre les villes et les sous-secteurs géographiques. **Les incitations commerciales devraient augmenter et les loyers faciaux de l'immobilier prime devraient se révéler plus résistants dans les secteurs où l'offre est insuffisante que dans ceux où l'offre est trop abondante et où des baisses sont probables en 2021.** La logistique devrait continuer à bénéficier de la croissance du commerce électronique et une augmentation des loyers est à prévoir en 2021 dans les secteurs où l'offre est insuffisante. **Les hôtels et les commerces de détail hors alimentation** pourraient être affectés par une éventuelle résurgence épidémique.

Tendances ESG dans l'immobilier

Les tendances ESG auront une incidence sur le marché de l'immobilier, en raison de **son impact direct sur les questions environnementales et sociales.** En ce qui concerne l'environnement, l'immobilier est l'un des secteurs les plus consommateurs d'énergie. Cet aspect concerne la qualité des bâtiments, leur emplacement et leur configuration. La sensibilisation aux questions ESG a progressé tant chez les investisseurs que chez les locataires et les exigences réglementaires aussi.

« Du point de vue des actifs, les stratégies ESG interviennent tôt dans le processus d'investissement et durant la phase de gestion des actifs. »

La mise en œuvre de stratégies ESG sur le marché de l'immobilier implique à la fois une sélection des actifs et des stratégies des fonds. Du point de vue des actifs, les stratégies ESG interviennent tôt dans le processus d'investissement et durant la phase de gestion des actifs. Une question qui revient souvent à propos du pilier environnemental est le coût d'une telle politique. À cet égard, une relation quotidienne étroite avec le locataire et un suivi rigoureux permettent d'allier efficacité et performance. Le recours à des outils adaptés à la mise en œuvre de ces stratégies est également essentiel. On pourrait, par exemple, filtrer sur les émissions de CO₂ par mètre carré. La question du risque climatique peut également être intégrée lors de la phase de sélection des actifs, en analysant l'impact potentiel sur l'actif de risques tels que l'élévation du niveau de la mer, les canicules, les inondations ou les tempêtes.

« Les évolutions réglementaires peuvent offrir davantage de visibilité aux stratégies ESG et les aider à collecter des fonds. »

Ces préoccupations concernant les stratégies ESG trouvent un écho dans les réglementations, notamment le **règlement SFDR** et la taxonomie de l'UE. La première étape de communication au titre du règlement SFDR est entrée en vigueur le 10 mars 2021. Cette législation impose aux acteurs des marchés financiers et aux conseillers financiers de publier des informations sur leurs politiques et notamment sur la manière dont ils intègrent les risques de durabilité dans leurs processus de décision d'investissement. Elle exige également que les politiques de rémunération soient rendues publiques, en soulignant leur cohérence avec l'intégration des risques de durabilité. Au niveau des produits, les acteurs des marchés financiers doivent préciser dans leur documentation précontractuelle comment les risques de durabilité sont intégrés dans leurs décisions d'investissement et ils doivent communiquer sur la manière dont ils évaluent les impacts probables des risques de durabilité sur la performance des produits financiers. Si les acteurs des marchés financiers ne considèrent pas les risques de durabilité comme applicables, ils sont tenus de fournir une explication claire et concise. Les articles 8 et 9 du règlement SFDR concernent les produits financiers qui promeuvent des caractéristiques environnementales et sociales, respectivement, ou qui ont pour objectif l'investissement durable. Pour les fonds relevant de ces catégories, la législation indique un ensemble d'informations complémentaires à inclure dans la documentation précontractuelle et dans les rapports périodiques. La dernière étape du déploiement du règlement SFDR s'achèvera fin 2022.

Vient enfin le **projet de taxonomie** de la Commission européenne, qui s'inscrit dans le cadre de l'objectif de neutralité carbone d'ici à 2050 de l'UE et qui vise à combattre les pratiques d'éco-blanchiment, notamment la recherche d'avantages indus sur la base d'informations trompeuses ou de fausses informations, présentant un produit financier comme respectueux de l'environnement alors qu'il ne répond pas aux normes environnementales de base. Cette taxonomie classera les activités économiques durables, en définissant des critères permettant de déterminer si une activité économique peut être considérée comme durable. La taxonomie distingue six objectifs environnementaux et climatiques : l'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique, l'utilisation durable de l'eau et la protection des ressources aquatiques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution et la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes. **Les évolutions réglementaires peuvent offrir davantage de visibilité aux stratégies ESG et les aider à collecter des fonds.**

Approche ESG de l'immobilier

Nous déployons une politique d'investissement ESG responsable qui s'appuie sur les trois piliers **environnement, social et gouvernance** :

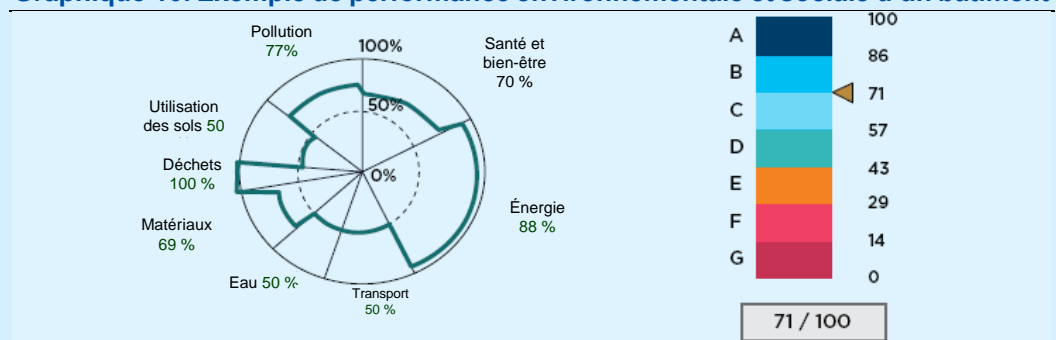
- Le pilier **environnement** tient compte des retombées environnementales de l'exploitation des actifs existants, en évaluant l'impact des bâtiments neufs ou rénovés et l'impact des matériaux de construction.
- Le pilier **social** porte sur l'intégration du bâtiment dans son environnement intérieur et sur le niveau de satisfaction des locataires.
- Le pilier **gouvernance** intègre nos meilleures pratiques d'encadrement des politiques de gouvernance dans l'ensemble de nos fonds.

Nous avons adapté notre politique d'investissement responsable d'entreprise pour la mettre en cohérence avec la gestion d'actifs réels. Nous pouvons ainsi nous appuyer sur un processus d'investissement responsable contraignant, qui respecte les normes internationales les plus exigeantes, telles que le Global ESG Benchmark for Real Assets (GRESB) et les Principles for Responsible Investment (PRI). L'entreprise adhère, en outre, à plusieurs autres initiatives, telles que le label ISR français.

Piliers environnement et social

Nous avons mis au point une méthode de notation propriétaire pour mesurer la performance environnementale et sociale des actifs. Cette méthode contribue à surveiller la consommation de carbone et d'énergie des biens immobiliers des portefeuilles et à en évaluer la conformité avec l'accord de Paris. Elle permet en outre d'évaluer la résilience de chaque actif face au changement climatique.

Graphique 10. Exemple de performance environnementale et sociale d'un bâtiment



Source : Amundi Immobilier. Données au 7 juillet 2021.

Notre équipe ESG établit une correspondance entre chaque actif et huit indicateurs clés de performance : santé et bien-être, énergie, transport, eau, matériaux, déchets, utilisation des sols et pollution. En matière d'énergie, il est possible de se référer aux règles et réglementations en vigueur au moment de la construction des bâtiments. La moyenne pondérée des indicateurs clés de performance mentionnés ci-dessus permet d'attribuer aux actifs une note globale sur une échelle de A à G, A étant la meilleure performance. Nos gérants excluent les actifs notés F et G dans la construction des portefeuilles. L'équipe ESG mesure les **économies de consommation d'énergie** pour chaque actif en fonction de deux objectifs :

- **Objectif énergétique** : basé sur la réduction imposée en France par le décret réglementant le secteur tertiaire et sur les réductions d'énergie recommandées par la Commission européenne.
- **Objectif carbone** : basé sur la réduction requise pour garantir qu'un actif soit sur une trajectoire compatible avec l'Accord de Paris visant à limiter le réchauffement climatique à 2 °C.

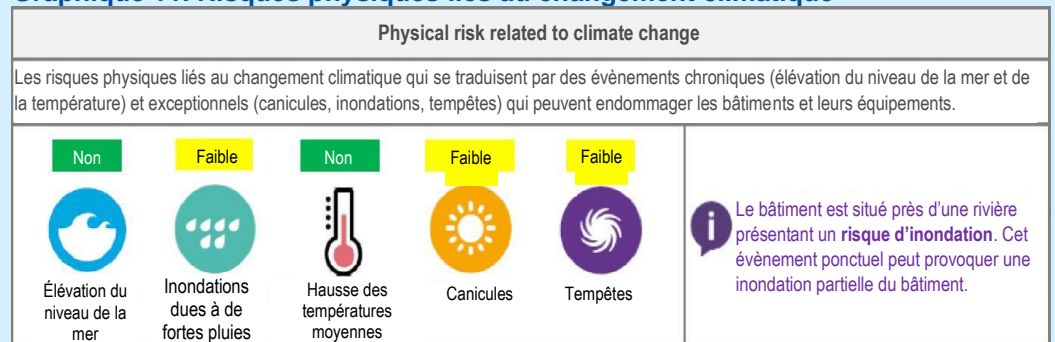
Les indicateurs clés de performance utilisés portent sur la réduction de la consommation d'énergie et d'eau, la réduction des émissions de carbone et leurs objectifs respectifs. Dans le cadre de notre

dispositif, l'équipe ESG mesure l'exposition de chaque actif à cinq risques liés au **changement climatique**. Trois critères sont pris en compte pour établir notre évaluation :

- géolocalisation des actifs et scénarios prédictifs du changement climatique qui en découlent
- dispositifs et caractéristiques des actifs leur permettant de résister à ces risques
- environnement actuel et facteurs de détérioration

En ce qui concerne les scénarios de changement climatique, l'équipe ESG s'appuie à la fois sur les bases de données françaises et de l'UE. Elle s'appuie également sur différents indicateurs clés de performance pour mesurer ces risques, en particulier les émissions directes liées aux fuites de gaz, de carburant, d'huile et de réfrigérant ; les émissions indirectes liées à la consommation d'énergie (par exemple, les émissions provenant de l'électricité et de l'eau) et les autres émissions indirectes (par exemple, les émissions liées aux matériaux de construction et de rénovation). Les économies réalisées sont intégrées dans une matrice de décision qui aide les gérants de portefeuille à identifier les risques et les opportunités liés à chaque actif.

Graphique 11. Risques physiques liés au changement climatique



Source : Amundi Immobilier. Données au 7 juillet 2021.

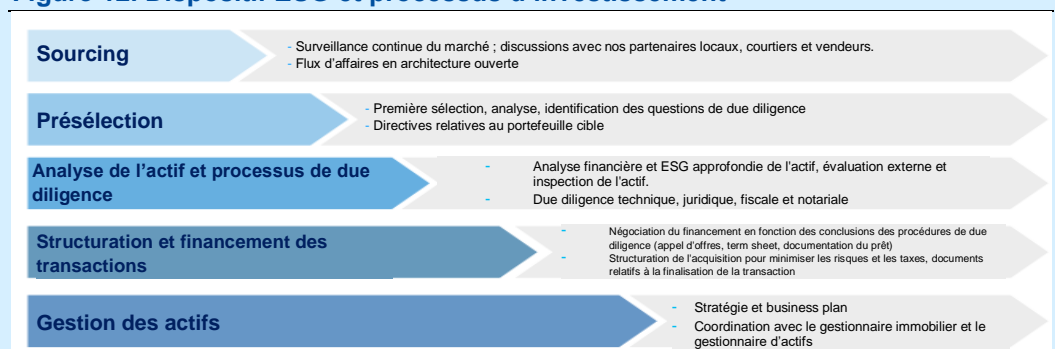
Pilier gouvernance

Notre gouvernance est transparente et rigoureusement contrôlée. Elle comprend un contrôle interne strict, assuré par les services de gestion des risques et de conformité, ainsi qu'un cadre éthique solide, des politiques relatives aux conflits d'intérêts, des programmes actifs de lutte contre le blanchiment d'argent et le terrorisme, des rapports transparents publiés régulièrement (rapports opérationnels, rapports financiers semestriels et rapports annuels).

Processus d'investissement

Le dispositif ESG est pleinement intégré au processus d'investissement, depuis la phase de présélection jusqu'à la phase de gestion des actifs.

Figure 12. Dispositif ESG et processus d'investissement



Source : Amundi Immobilier. Données au 7 juillet 2021.

Définitions

- **Points de base** : Un point de base est une unité de mesure qui équivaut à un centième d'un pour cent, soit 0,01 %.
- **Fonds à capital fixe** : ces fonds n'ont pas de mécanisme interne permettant aux investisseurs de racheter leurs souscriptions. Les souscriptions des investisseurs sont bloquées pendant toute la durée de vie du fonds, à moins que les investisseurs ne trouvent un acheteur pour leurs parts sur le marché secondaire.
- **Stratégie d'investissement immobilier « core plus »** : le terme « core plus » est synonyme de « croissance et revenu » sur les marchés actions et correspond à un profil de risque faible à modéré. Les propriétaires de biens immobiliers « Core plus » sont généralement en mesure d'augmenter leurs flux de trésorerie grâce à de légères améliorations de leurs biens immobiliers, à des gains d'efficacité dans la gestion ou à l'amélioration de la qualité des locataires. Tout comme les propriétés « core », ces biens immobiliers ont tendance à être de première qualité et à être bien occupés.
- **Stratégie d'investissement immobilier « core »** : le terme « core » est synonyme de « revenu » sur les marchés actions. Les investisseurs en immobilier core sont des investisseurs prudents à la recherche de revenus stables à très faible risque. Les biens immobiliers core ne nécessitent que très peu d'intervention de la part de leurs propriétaires et sont généralement achetés et détenus en tant qu'alternative aux obligations.
- **Corrélation** : degré d'association entre deux ou plusieurs variables. En finance, il s'agit du degré auquel les prix d'actifs ou de classes d'actifs évoluent les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).
- **Capitaux disponibles (ou dry powder)** : réserves de trésorerie conservées par une entreprise, une société de capital-risque ou un particulier pour couvrir des obligations futures, acheter des actifs ou procéder à des acquisitions. Les titres considérés comme des capitaux disponibles peuvent être des bons du Trésor ou d'autres investissements obligataires de court terme qui peuvent être liquidés à brève échéance afin de fournir un financement d'urgence ou permettre à un investisseur d'acheter des actifs.
- **GP** : *general partner* ou *GP* société de gestion et gérant de fonds qui lève des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels par le biais de structures de fonds ouverts ou fermés ou de véhicules autres que des fonds, mais dont les caractéristiques sont similaires à celles d'un fonds.
- **LP** : *limited partner* ou *LP*. Investisseur institutionnel qui engage des capitaux dans des fonds privés par le biais de sociétés en commandite.
- **Taux de vacance des bureaux** : part des surfaces de bureau inoccupées, immédiatement disponibles par rapport au total des surfaces de bureaux existantes.
- **Fonds ouvert** : fonds où les investisseurs ont le choix de racheter partiellement ou totalement leur souscription chaque jour de rachat, sous réserve des conditions de rachat spécifiées dans le document d'offre du fonds.
- **Stratégie « opportuniste » d'investissement immobilier** : les stratégies opportunistes sont les plus risquées des stratégies d'investissement en immobilier. Le terme « opportuniste » est synonyme de « croissance » sur les marchés actions. Les investisseurs opportunistes s'intéressent aux projets les plus complexes et peuvent ne pas avoir de retour sur investissement avant trois ans ou plus. Les biens opportunistes présentent souvent un flux de trésorerie faible ou nul au moment de l'acquisition, mais ont le potentiel d'en dégager un volume important une fois la mise en valeur réalisée.
- **Loyers de l'immobilier prime** : loyers des biens les plus recherchés par rapport à l'offre disponible. Il s'agit des loyers les plus élevés pour une classe d'actifs et une zone géographique donnée.
- **Rendements de l'immobilier prime** : rendement assuré par la location aux conditions du marché des actifs – parfois peu nombreux – les plus recherchés par les investisseurs par rapport à l'offre disponible. Ce rendement correspondait au rendement le plus faible pour une classe d'actifs et une zone géographique donnée.
- **Demande placée** : espaces loués ou acquis pour un usage propre. Ne comprend pas les renouvellements de bail.
- **Stratégie « value added » d'investissement immobilier** : le terme « value added » ou « valeur ajoutée » est synonyme de « croissance » sur les marchés actions et correspond à un profil de risque modéré à élevé. Les biens à « value added » présentent souvent un flux de trésorerie faible ou nul au moment de l'acquisition, mais ont le potentiel de dégager un flux de trésorerie important une fois la valeur ajoutée.

Contributeurs



Patrizia ANTONINI
Amundi Strategy –
Business Intelligence



Thomas BARON
Analyste Recherche et
stratégie – Amundi
Immobilier



Claudia BERTINO
Directrice d'Amundi
Investment Insights Unit



Jung KIM
Analyste quantitatif senior



Francesca PANELLI
Spécialiste Amundi
Investment Insights Unit

Informations importantes

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de fondement ou de composante d'un quelconque instrument, produit financier ou indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (ci-après dénommées collectivement les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris, mais sans s'y limiter toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, la qualité marchande et l'adéquation à un usage particulier) relative à ces informations. Sans limiter ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de quelconques dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif, un manque à gagner), ou de quelconques dommages-intérêts punitifs et autres. (www.msicibarra.com). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2014/65/EU du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public — placements collectifs » du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Ce document est communiqué à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou d'un quelconque autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **mercredi 7 juillet 2021**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations de ce document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, immatériel ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, pour perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **lundi 23 août 2021**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 € — Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Crédit photo : ©Shomos Uddin - iStock/Getty Images.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements

Visit us on:



Discover Amundi Investment Insights at
<http://www.amundi.com>

Amundi

ASSET MANAGEMENT