

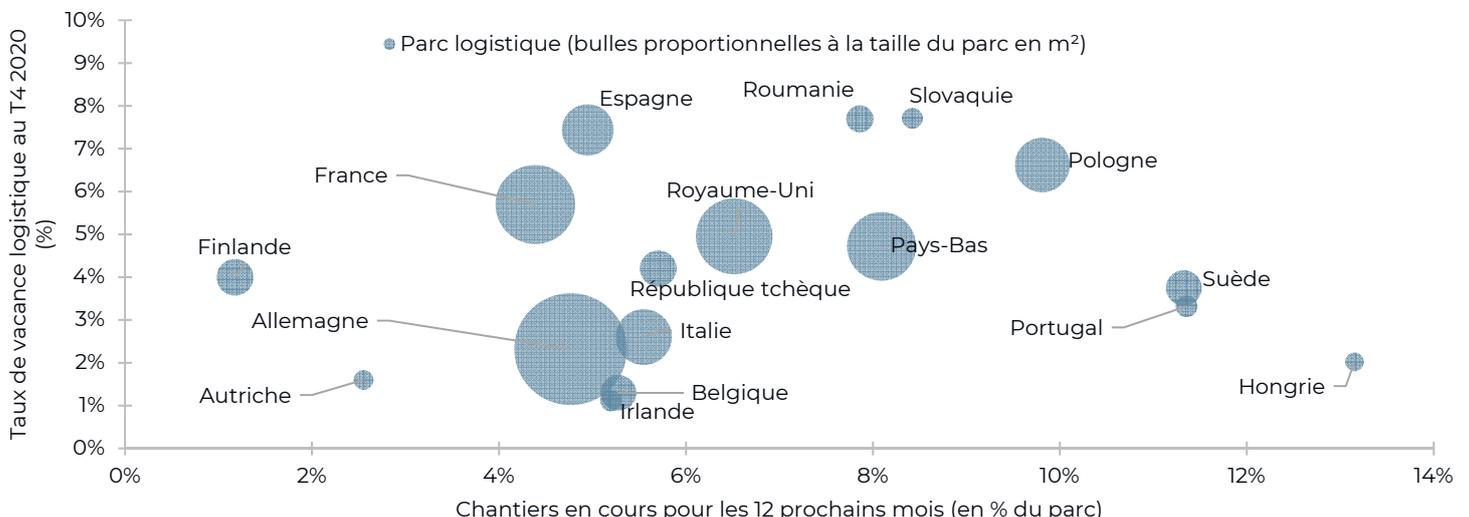
# AEW Monthly Research Report

EUROPE | 26 MAI 2021

## LA LOGISTIQUE CONTINUE SUR SA LANCÉE

- La logistique devrait continuer sur sa lancée et rester la classe d'actifs privilégiée des investisseurs en Europe. Selon nos prévisions, l'immobilier logistique devrait produire de meilleurs rendements globaux que les autres classes d'actifs immobiliers au cours des cinq prochaines années.
- La reprise économique post-Covid devrait se traduire par une croissance soutenue du commerce et des ventes au détail -- les fondamentaux de la demande en surfaces logistiques des prestataires et des distributeurs. Le trafic portuaire de conteneurs, un autre indicateur de suivi, avait récemment fléchi mais devrait reprendre à moyen terme.
- Le graphique ci-dessous montre que les livraisons futures (clés-en-main et développements en blanc) sont relativement importantes dans des marchés établis comme la Pologne, les Pays-Bas ou le Royaume-Uni. La France et l'Espagne ont un taux de vacance plus élevé mais moins de surfaces en construction. L'Allemagne, le plus grand marché européen, continue d'être la cible d'une demande soutenue qui contribue à une raréfaction de l'offre en dépit d'un pipeline significatif en volume.
- Nos prévisions de croissance des loyers prime en logistique de 1,7% par an sur les cinq prochaines années reflètent le niveau bas de vacance immédiate et l'activité de construction soutenue mais maîtrisée de nouveaux entrepôts. En parallèle, la demande placée en logistique continue d'enregistrer des volumes records.
- Les volumes d'investissements en logistique ont augmenté de 5% en 2020, ce qui accroît la part de la logistique à 16% des investissements totaux en Europe, un record. Cette appétence devrait encourager davantage les développements clés-en-main et spéculatifs de bâtiments logistiques.
- Les taux de rendement initiaux devraient continuer de se compresser de 30 pdb en moyenne sur les cinq prochaines années sur les 32 marchés étudiés. La dynamique des marchés utilisateurs et investisseurs et les perspectives de taux obligataires plus bas pour plus longtemps confortent ces projections,
- En conséquence, les rendements globaux prime en logistique devraient atteindre 8,5% par an dans notre scénario principal. Notre approche des rendements ajustés du risque souligne l'attractivité du secteur logistique qui affiche des rendements attendus supérieurs aux rendements exigés et surperforme en général les marchés de bureaux et de commerces

### TAUX DE VACANCE ET CHANTIERS EN COURS EN LOGISTIQUE (EN % DU PARC)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## LES MOTEURS DE LA LOGISTIQUE

### FORT RATTRAPAGE DU COMMERCE ET DES VENTES AU DÉTAIL DANS LA ZONE EURO

- Comme partout dans le monde, la croissance économique en zone euro a fortement ralenti en 2020 pendant la pandémie, mais les premiers signes de reprise vigoureuse sont discernables.
- Sous l'impulsion de la Chine et des États-Unis au niveau mondial, et du Royaume-Uni en Europe, l'économie devrait redémarrer fortement en 2021-22, comme souligné dans nos perspectives semi-annuelles pour 2021.
- Les dernières prévisions d'Oxford Economics concernant le commerce de biens (représenté par les exportations et les importations) et les ventes au détail dans la zone euro confirment ce solide rebond.
- L'impact du commerce en ligne est indéniable et bénéfique à la demande en logistique quelque soit le canal de vente. D'autant plus que l'adaptation à l'omnicanal génère des besoins croissants en surfaces (gestion des commandes, manufacture légère, logistique des retours...).

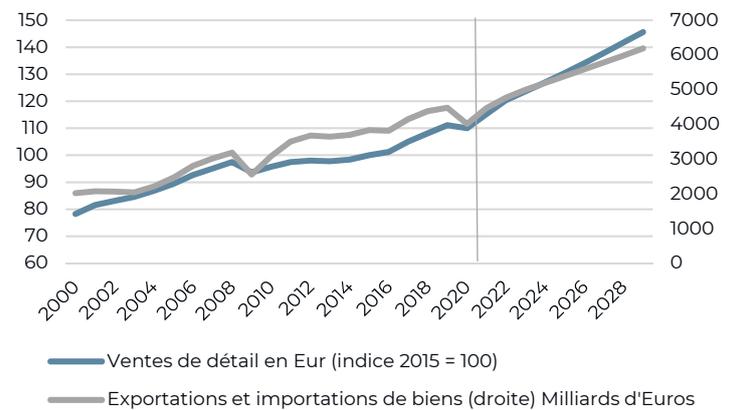
### LE TRAFIC PORTUAIRE DE CONTENEURS FLÉCHIT MAIS RÉSISTE

- Les ports d'Europe du nord restent la principale entrée pour le trafic de conteneurs (volume d'EVP - équivalent vingt pieds) avec 61% des volumes.
- Cependant, les ports d'Europe du sud et de la mer Baltique ont enregistré une plus forte croissance des volumes au cours de la période 2007-2021. Mais compte tenu de leurs volumes relativement plus faibles et de leur situation, l'activité a été plus volatile et sensible aux chocs du commerce mondial, en particulier pour les ports de la mer Baltique.
- Le quasi-doublement des volumes dans la mer Baltique depuis 2007 pourraient augurer des opportunités en termes de routes commerciales.
- Les régions desservies par ces ports en mer Baltique et en Europe du sud pourraient bénéficier d'une augmentation des besoins logistiques.
- Malgré l'impact largement médiatisé de la Covid-19 et le récent blocage du canal de Suez, le trafic portuaire semble résister.

### LA CORRELATION ENTRE TRANSPORT DE MARCHANDISES ET POPULATION PAS TOUJOURS ÉVIDENTE

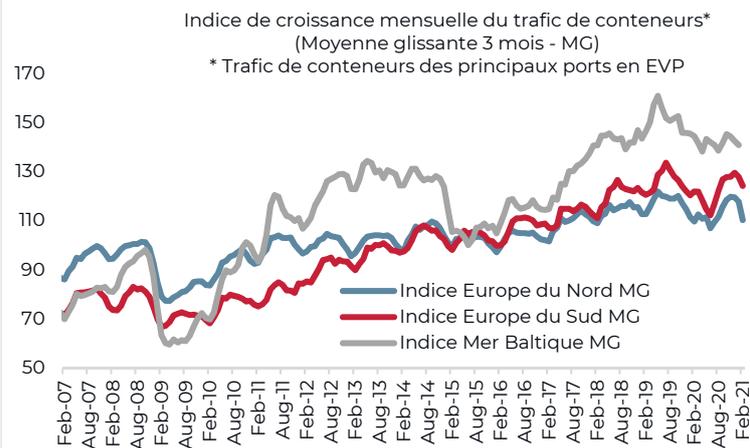
- Le transport de marchandises est un indicateur clé du besoin en surfaces logistiques
- Grâce à Greenstreet nous pouvons comparer le transport de marchandises avec le taux de pénétration du commerce en ligne et les bassins de population au niveau des aires urbaines en Europe.
- L'accroissement du e-commerce a généré des besoins supplémentaires en logistique, notamment de la part des entreprises de commerce en ligne et des prestataires logistiques. Mais les données ne sont pas concluantes sur la corrélation entre pénétration du e-commerce et augmentation du transport de marchandises à l'échelle des aires urbaines.
- La corrélation est plus claire entre la population (rayon de 250km) et le transport de marchandises, ce qui semble logique. Mais certaines petites aires urbaines ont des volumes de transport de marchandises élevés tandis que de grande aires urbaines n'ont pas le flux de marchandises attendu.
- Une sélection pertinente de la localisation se révèle d'autant plus stratégique pour qu'un actif réponde aux besoins de distribution de l'opérateur.

Commerce de biens et ventes au détail dans la zone euro



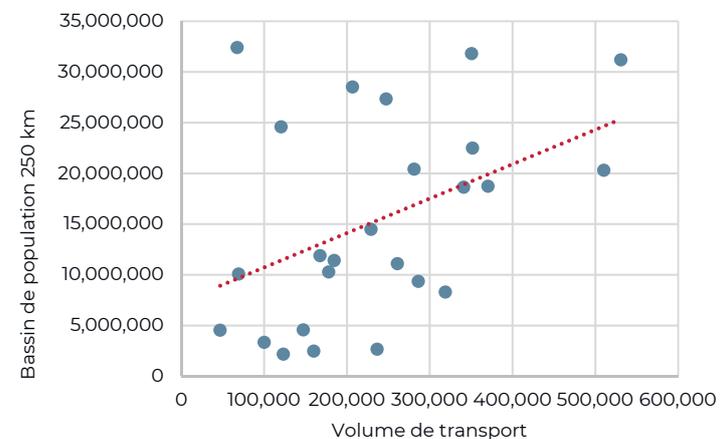
Sources: e-Marketer, AEW Recherche & Stratégie

Trafic portuaire européen de conteneurs



Sources: RWI / ISL, AEW Recherche & Stratégie

Transport de marchandises en aires urbaines et population



Sources: Green Street, AEW Recherche & Stratégie

## MARCHÉ DES UTILISATEURS

### LE TAUX DE VACANCE À UN NIVEAU BAS QUASI-RECORD MALGRÉ LA PANDÉMIE

- En dépit du contexte sanitaire, la demande placée en logistique dans 8 principaux marchés a atteint premier trimestre record en 2021 après une année 2020 robuste.
- La forte dynamique de demande a ramené le taux de vacance à 3,9 %, pratiquement au même niveau qu'en 2018, bien en dessous du taux de vacance moyen de 5,3 % des dix dernières années.
- En réponse à la pénurie d'offre neuve, le parc logistique en Europe devrait augmenter de 5,7 % en 2021. Ce chiffre est légèrement inférieur à la croissance annuelle moyenne du parc depuis 2017.
- En fait, l'augmentation de 14 millions de m<sup>2</sup> du parc attendue en 2021 représente moins de 65 % de la demande placée en 2020. C'est une situation récurrente depuis plusieurs années et qui rassure sur le risque de suroffre à court terme.
- La demande soutenue provient des opérateurs logistiques et aux distributeurs qui déploient leurs stratégies omnicanales, générant un besoin de surfaces modernes, tant en termes d'entrepôts XXL que de logistique urbaine.

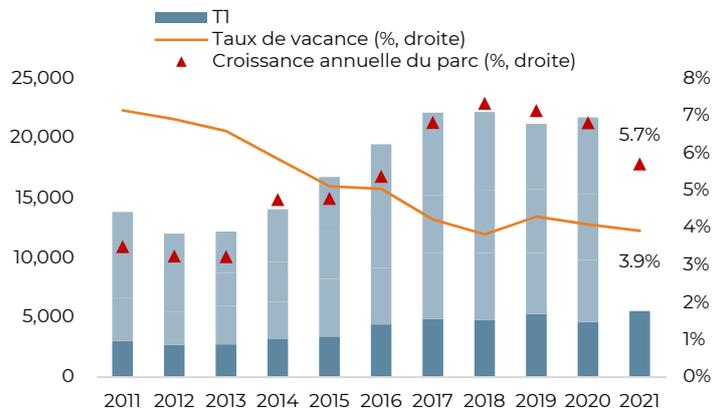
### UN NIVEAU DE CONSTRUCTIONS MAÎTRISÉ DANS LA PLUPART DES MARCHÉS

- Sur un périmètre géographique plus large à l'échelle européenne, des points marquants apparaissent en détail.
- L'Allemagne, le plus grand marché européen, rassure par son équilibre entre l'offre et la demande logistique. Le taux de vacance se rapproche des 2% et les chantiers en construction (clés-en-main et développements en blanc) n'excèdent pas 5% du parc.
- La France et l'Espagne ont un taux de vacance plus élevé mais qui devrait se stabiliser avec moins de chantiers en construction qu'en moyenne en Europe.
- Les chantiers en construction sont relativement importants dans des marchés établis comme la Pologne, les Pays-Bas ou le Royaume-Uni, dépassant les 6% du parc.
- La Pologne est désormais le 3<sup>e</sup> marché logistique en termes de demande placée dans l'Union Européenne mais le taux de vacance et le nombre de chantiers en construction constituent des points de vigilance, notamment pour la croissance des loyers.

### LES CLÉS-EN-MAIN MAJORITAIRES DANS LES DÉVELOPPEMENTS

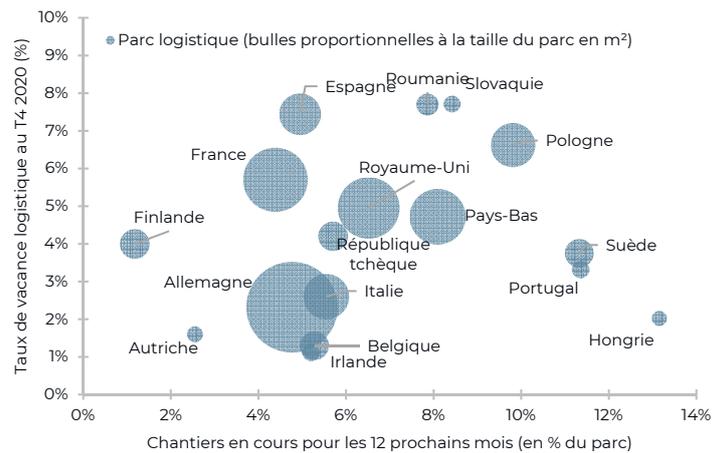
- Les chantiers en construction sont majoritairement situés en Europe occidentale et en Pologne.
- Le risque d'augmentation du taux de vacance est tempéré par la nature des livraisons futures et le dynamisme de la demande.
- En effet, la majorité des livraisons est composée de clés-en-main dans la plupart des marchés. Le Bénélux est la région où la part des développements en blanc est la plus importante.
- Le niveau de clés-en-main en 2021 devrait être comparable aux livraisons de 2020, avec environ 12 millions de m<sup>2</sup>.
- Les développements spéculatifs ont augmenté en réponse à la pénurie d'offre neuve et représentent 30 % des chantiers en construction pour 2021, contre 28 % démarrés en blanc en 2020..

Demande placée logistique annuelle\* (milliers de m<sup>2</sup>), taux de vacance et croissance annuelle du parc (%)



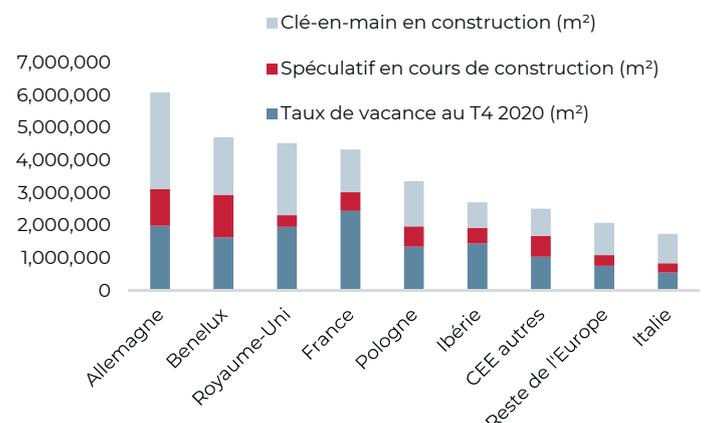
Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie; \* 8 marchés : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Pologne, République tchèque.

Taux de vacance et chantiers en cours en logistique (en % du parc)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Vacance et chantiers en cours en logistique (en m<sup>2</sup>)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT

### LA PART DE LA LOGISTIQUE ATTEINT DES RECORDS DANS LE CONTEXTE SANITAIRE

- Malgré les confinements répétés imposés par la Covid-19, les volumes investis en logistique en 2020 ont atteint 37 milliards d'euros, soit une hausse de 5 % par rapport à 2019.
- Cette performance est d'autant plus remarquable que dans le même temps les volumes d'investissement totaux en Europe diminuaient de 30% confirmant l'appétence des investisseurs pour la logistique.
- De fait, la part de la logistique dans le volume total des investissements atteint un record de 16 %.
- La concurrence entre acquéreurs est très forte, tant pour les portefeuilles que pour les actifs isolés, avec une prime pour les grands portefeuilles, même ceux incluant des actifs de moindre qualité.
- C'est l'une des principales raisons pour lesquelles les rendements se sont continuellement compressés au cours des 4 à 5 dernières années.

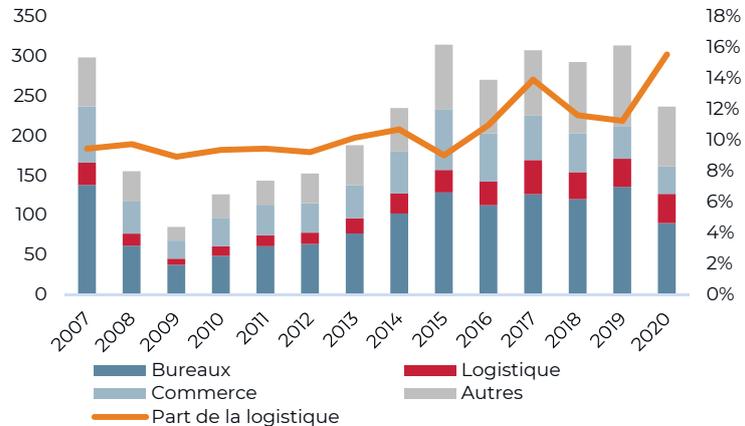
### LE MANQUE D'OFFRE STIMULE L'ACTIVITÉ DE VEFA

- Les ventes de foncier et en l'état futur pour du développement logistique ont augmenté au cours des quatre dernières années.
- Les restrictions liées à la Covid-19 ont eu pour effet immédiat de ralentir la tendance en 2020.
- La diminution en volumes a également réduit la part des VEFA de 16% en 2019 à 13% en 2020 dans les investissements en industriel et logistique.
- Les acquisitions de foncier à vocation industrielle ont continué à augmenter en 2020, ce qui laisse envisager une nouvelle dynamique des VEFA en 2021.
- Au final, compte tenu des taux de vacance immédiate bas et la vigueur de la demande logistique, nos projections de croissance solide des loyers sont renforcées.
- L'appétence en investissement devrait encourager davantage les développements clés-en-main et spéculatifs de bâtiments logistiques.

### LA COMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT INITIAUX DEVRAIT SE POURSUIVRE

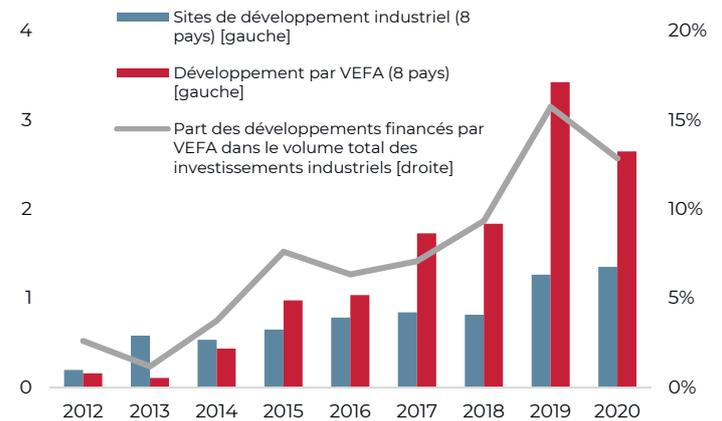
- La compression marquée des taux de rendement initiaux en logistique devrait globalement se poursuivre à un rythme plus mesuré.
- Sur les 32 marchés logistiques couverts, les taux de rendement se sont compressés de 140 pdb, passant de 5,60 % en 2016 à 4,20 % au T1 2021.
- Compte tenu des perspectives de taux obligataires plus bas pour plus longtemps et de la forte dynamique des marchés locatif et à l'investissement, les rendements initiaux devraient continuer à baisser d'environ 30 pdb jusqu'à une moyenne 3,90%.
- La compression varie entre marchés, enregistrant 70 pdb de baisse à Genève tandis que Dublin reste stable au cours des cinq prochaines années.
- Il s'agit d'estimations moyennes pour les marchés prime et des cas de négociations peuvent aboutir à des taux bien plus bas.
- En fin de compte, la compression des taux de rendement en logistique s'est avérée plus accentuée que prévu ces dix dernières années et nos modèles économétriques devraient s'ajuster avec un effet de latence.

Volumes d'investissements en Europe par secteurs en 2020 (milliards d'euros)



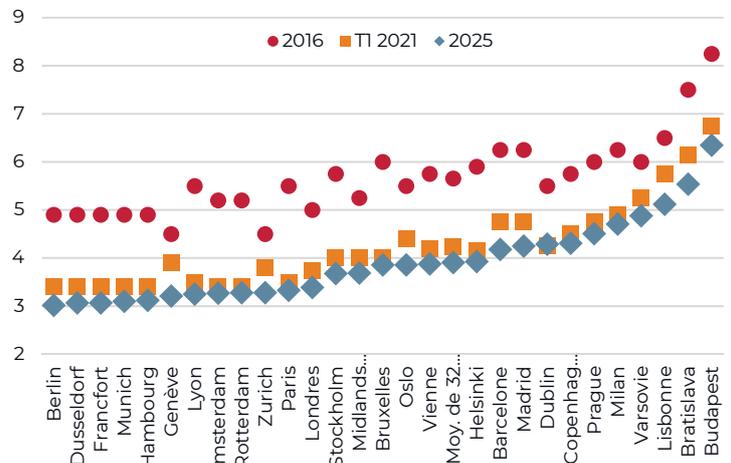
Sources: RCA, AEW Recherche & Stratégie

VEFA et acquisition de foncier (milliards d'euros, prix constant 2015)



Sources: RCA, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement prime en logistique (%)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, Prévisions Avril 2021

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

### LE ROYAUME-UNI ET LA FRANCE MÈNENT EN TERMES DE CROISSANCE DES LOYERS

- Conscients de l'incertitude qui subsiste sur la reprise post Covid-19, nous projetons trois scénarios macroéconomiques différents en termes de croissance du PIB et de taux obligataires. Ces scénarios sont décrits plus en détail dans le rapport AEW sur les perspectives semi-annuelles de 2021 publié le mois dernier.
- Sur les 33 marchés logistiques, les loyers prime devraient augmenter de 1,7 % par an dans le scénario de base. Les scénarios pessimiste et optimiste se tiennent à 1,6 % et 2,0 % respectivement.
- En comparaison, la croissance effective des loyers les cinq années précédentes était en moyenne de 2,2% par an.
- Les prévisions restent donc positives pour les cinq prochaines années et reflètent à la fois le rythme soutenu mais maîtrisé de l'activité de construction et la forte demande de surfaces qui devrait se poursuivre avec la reprise post-Covid.
- Le Royaume-uni et la France mènent en termes de croissance des loyers

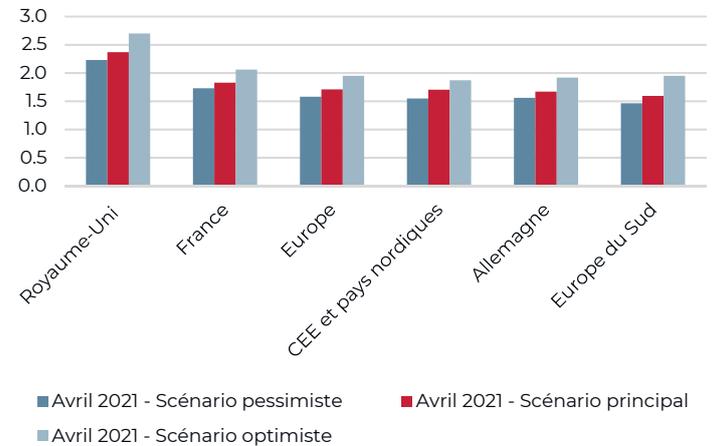
### LES TAUX DE RENDEMENT LOGISTIQUES DEVRAIENT CONTINUER À SE COMPRESSER À DES NIVEAUX RECORDS

- Depuis 2018, les trajectoires de taux ont divergé entre types d'immobilier. La pandémie en 2020 a exacerbé cette divergence avec des taux de rendement initiaux en commerce qui sont remontés de 50 à 75 pdb.
- L'appétence logistique a, quant à elle, compressé les taux de rendement du secteur de 30 pdb supplémentaires en 2020 malgré la récession et le contexte sanitaire.
- À terme, nous prévoyons que les taux de rendement logistique convergent vers ceux des bureaux prime, voire descendent en dessous après 2026.
- Dans le scénario principal d'avril, la logistique et les autres typologies immobilières devraient bénéficier d'un environnement de taux obligataires plus bas pour plus longtemps.

### LES RENDEMENTS GLOBAUX EN LOGISTIQUE SONT LES PLUS RÉSILIENTS POST-COVID

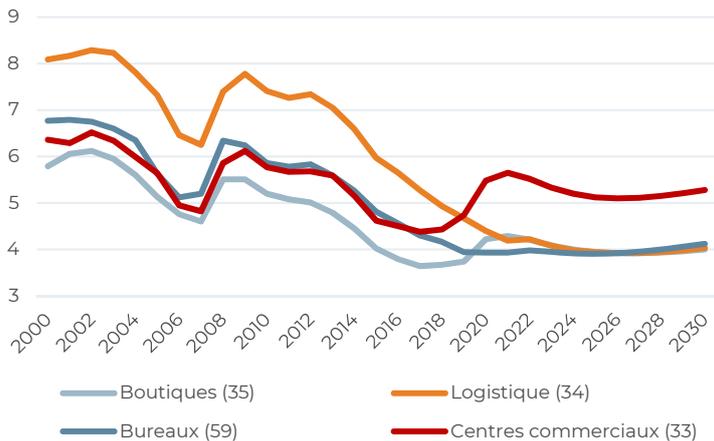
- Nos dernières prévisions de 8 à 9 % de rendements globaux prime en logistique pour la période 2021-25 s'avèrent les plus résistantes à l'impact de la Covid-19 pour les trois scénarios, compte tenu de la croissance soutenue des loyers et de la compression attendue des rendements initiaux.
- Les rendements globaux des bureaux ont été revus à la baisse entre 4 et 5% par an, mesurant l'effet à terme du télétravail sur les loyers. Les rendements globaux des commerces varient désormais entre 2 et 3 % par an avec des loyers en baisse pénalisés par la montée en force durable du commerce en ligne.
- Le scénario économique optimiste produit paradoxalement des rendements globaux immobiliers moindres par rapport aux deux autres scénarios. Cela s'explique par une normalisation des taux obligataires d'état qui accompagne une plus forte reprise économique. Dans ce scénario, les taux de rendement initiaux en immobilier suivent dans une certaine mesure la remontée des taux obligataires et la correction des valeurs vénales n'est pas compensée entièrement par la croissance locative.

Croissance moyenne des loyers prime logistique et locaux d'activité par pays (2021-2025, % pa)



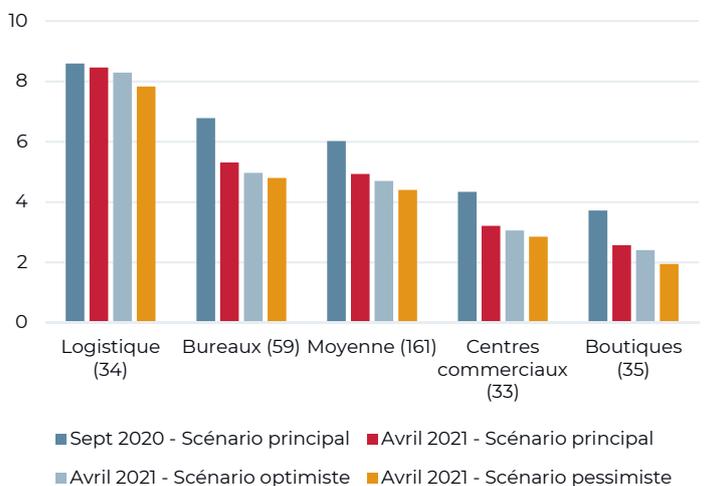
Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement prime moyens européens par secteur (%)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Rendement global moyen en Europe, 2021-25 annualisé par secteur (%)



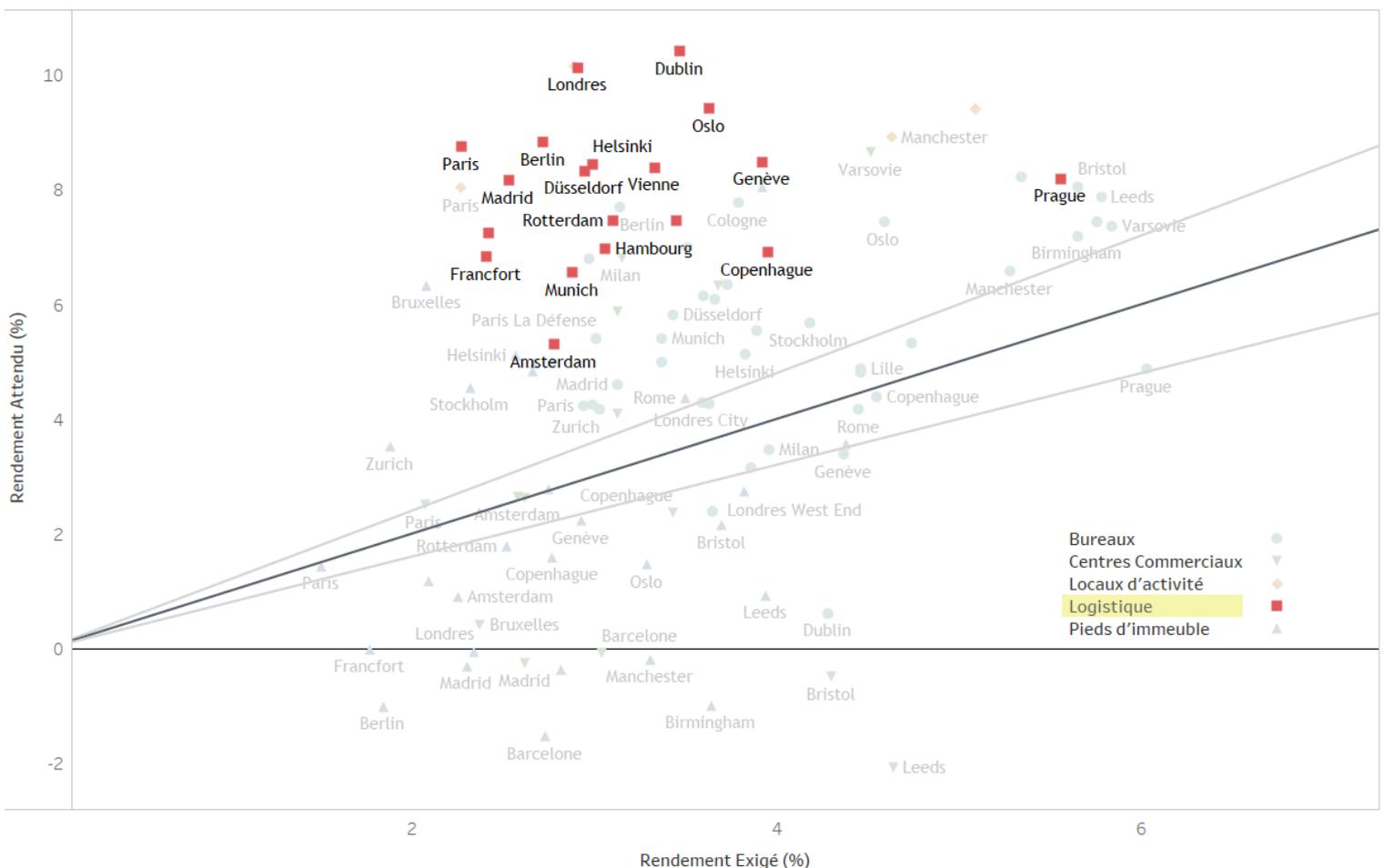
Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, Prévisions Avril 2021



LA LOGISTIQUE RESSORT GRANDE GAGNANTE DE LA DIVERGENCE DE TRAJECTOIRES POST-COVID-19

- Les marchés logistiques européens se distinguent comme les plus attractifs dans notre scénario principal sur les 106 marchés de bureaux, commerces, logistiques et industriels couverts dans notre analyse.
- Ce classement est basé sur notre approche des rendements ajustés du risque, qui compare le taux de rendement attendu de chaque secteur à son taux de rendement exigé. Cette approche est décrite plus en détail dans le rapport AEW sur les perspectives semi-annuelles de 2021 publié le mois dernier.
- Notre graphique en nuages de point se lit ainsi : rendement global exigé (RRR) en abscisse et rendement global attendu (ERR) en ordonnée sur les cinq prochaines années. Les marchés situés entre les deux lignes grises ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- Les résultats indiquent la robustesse du secteur de la logistique en regard des facteurs évoqués précédemment. Les grandes agglomérations urbaines telles que Londres, Paris et Berlin devraient être les plus performantes en termes de rendement ajusté du risque. Dublin bénéficie du Brexit.
- La plupart des marchés logistiques ont un taux de rendement exigé relativement faible. Prague se démarque du fait de taux obligataires et d'une prime de dépréciation nette plus élevés.
- En revanche, les taux de rendement attendus sont plus élevés. Les revenus locatifs sont tirés par une demande soutenue et une faible vacance, tandis que les valeurs vénales devraient bénéficier de la dynamique de compression des rendements.

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



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

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 72,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2020. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 Décembre 2020, AEW gérait en Europe 35,7 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 400 collaborateurs répartis dans 9 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 21 Mrds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



**Hans Vrensen CFA, CRE**  
 HEAD OF RESEARCH & STRATEGY  
 Tel +44 (0)20 7016 4753  
 hans.vrensen@eu.aew.com



**Irène Fossé MSc**  
 DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
 irene.fosse@eu.aew.com



**Dr. Dennis Schoenmaker**  
 DIRECTOR  
 Tel +44 (0)20 7016 4860  
 dennis.schoenmaker@eu.aew.com



**Ken Baccam MSc**  
 DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
 ken.baccam@eu.aew.com



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

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



**Alex Griffiths MSc**  
 HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE  
 Tel +44 (0)20 7016 4840  
 alex.griffiths@eu.aew.com

**LONDON**

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

**PARIS**

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANCE

**DÜSSELDORF**

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | GERMANY

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 of 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.

## Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

**En Suisse:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.