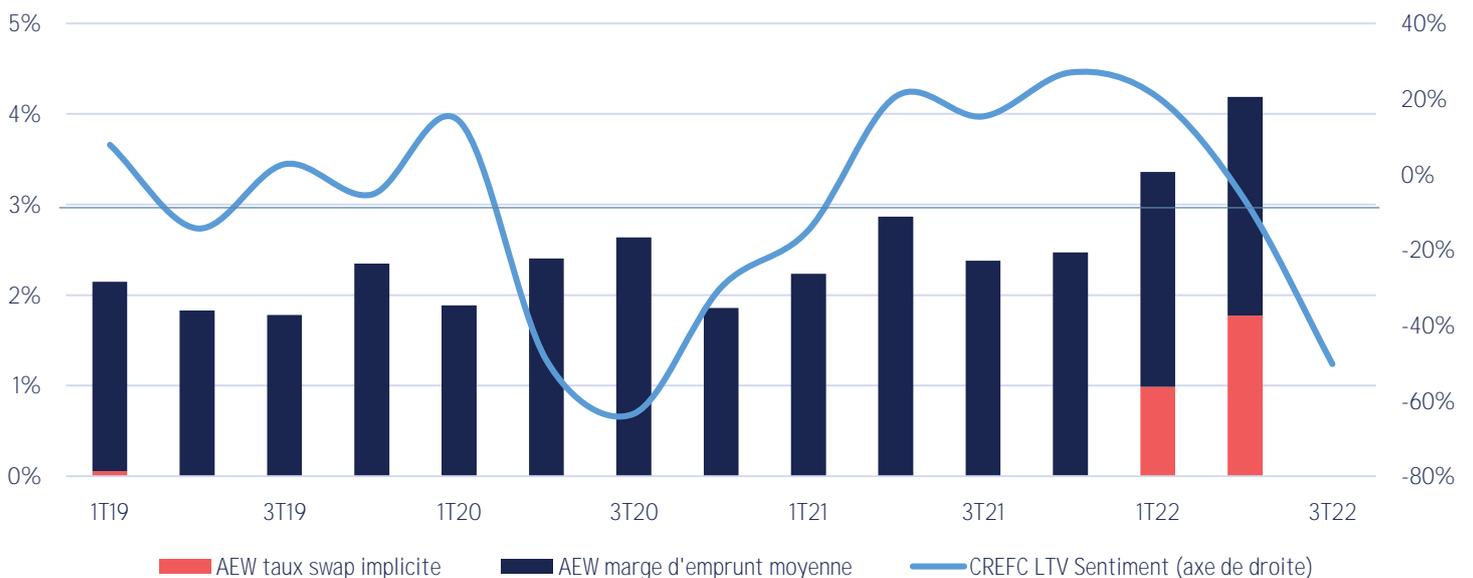


LES MARCHÉS EUROPÉENS DE LA DETTE IMMOBILIÈRE SE RÉ-ALIGNENT

- Les taux de swap cinq ans ont poussé le coût total de la dette en immobilier au-dessus de 4%, le niveau le plus élevé depuis 2013, entraînés par l'inflation record, les hausses de taux directeurs des banques centrales et l'incertitude sur les perspectives macro-économiques.
- En revanche, les ratios d'endettement en immobilier (LTV) restent stables, ne signalant pas de risque systémique majeur généralisé.
- Notre base de données granulaires sur les prêts mise à jour confirme autant la remontée du coût total de la dette (all-in) au sortir de la pandémie que le niveau toujours modéré des LTV. Le constat est valable sur toutes les typologies immobilières ainsi que sur les deux grands marchés allemand et français.
- Les données de Green Street sur le coût des obligations garanties des foncières cotées montrent une tendance similaire aux estimations d'AEW sur les coûts totaux de la dette, en termes d'impact de la remontée des taux de swap cinq ans, des confinements pendant la pandémie et du conflit en Ukraine.
- Les marges d'emprunt suivies par Chatham Financial, restent stables, alors que celles de la base d'AEW montrent une plus grande volatilité, dont un pic au 2T 2021. Cela correspond peut-être à la deuxième série de confinements ou au manque de données internes.
- On constate un décalage entre les LTV attendues dans l'enquête de sentiment du CREFC et les LTV enregistrées dans notre base interne. Le dernier changement de sentiment à la baisse au 3T 2022 devrait ramener la LTV moyenne autour de 45-50% sur le reste de l'année 2022.
- Avec des LTV potentiellement plus basses, le refinancement des prêts à échéance 2023-2025 pourrait s'avérer problématique si l'on y rajoute les dépréciations de valeurs en capital déjà actées pour certains des collatéraux sous-jacents et risquant d'être amplifiées par la hausse des taux d'intérêts.
- Dans un premier temps, nous évaluons l'ampleur des risques de refinancement en estimant le déficit de financement, c'est-à-dire l'écart entre le montant initialement dû à la maturité de la dette et le nouveau montant de dette disponible pour se refinancer.
- Nos premières estimations montrent que le déficit de financement cumulé au Royaume-Uni, en France et en Allemagne pourrait atteindre 24 milliards d'euros sur les trois prochaines années.
- Compte tenu de ce qui s'est passé pendant la dernière crise financière mondiale, ce déficit relativement modéré pourrait être comblé par une combinaison de mesures incluant des augmentations de capital, le recours à la dette junior, la restructuration et l'extension de la dette sénior, des réductions de créances et des ventes de créances avec décote.

Coût total de la dette et changements dans l'enquête de sentiment du CREFC sur les LTV



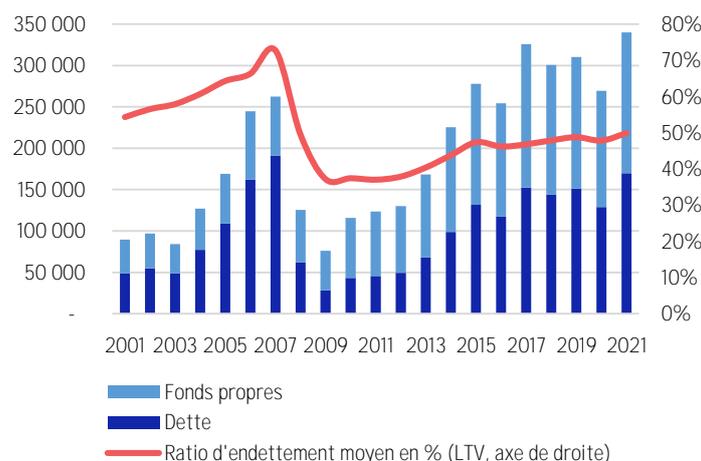
Sources : AEW Research & Strategy, CREFC Europe

Note: l'indice de sentiment sur les LTV de CREFC est calculé en pondérant les réponses à l'enquête en termes d'attente de LTV - significativement ou modérément plus élevé ou plus faible.

UNE LTV À L'ACQUISITION MODÉRÉE DE 50% EN 2021

- Selon nos données, le financement par la dette de nouvelles acquisitions immobilières a augmenté fortement de 32% entre 2020 et 2021, atteignant un record post crise financière mondiale de 170 milliards d'euros.
- Cela correspond à une reprise record du marché de l'investissement (dette et capitaux propres combinés) en Europe en rattrapage de la pandémie.
- De fait, proportionnellement, la part de la dette dans les volumes d'acquisition totaux (LTV) reste plafonnée à 50%. Cette situation paraît moins inquiétante que pendant la période de 2007 où les 191 milliards d'euros de financement par la dette représentaient 73% de LTV.
- Les taux d'intérêt historiquement bas en 2021 ont alimenté le marché de la dette avec des investisseurs emprunteurs qui se sont positionnés en anticipant une remontée potentielle des taux dès la seconde moitié de l'année.
- Les prêteurs alternatifs ont augmenté leur offre alors que les banques restaient contraintes par la réglementation, notamment en terme d'exigences de fonds propres.

Émissions annuelles de prêts immobiliers (en Mio EUR) et LTV agrégée

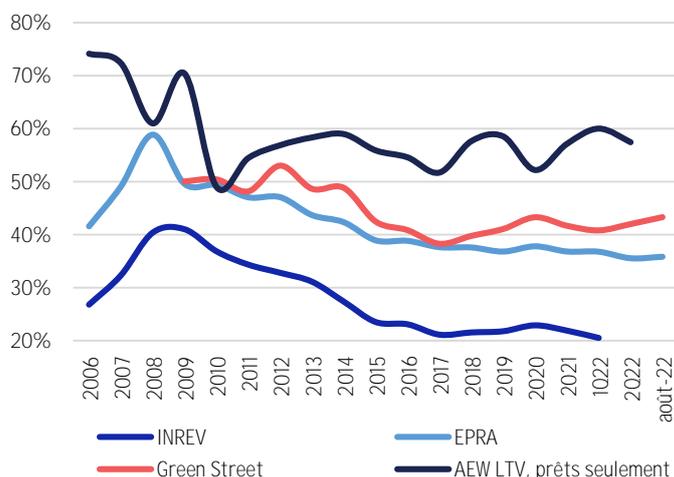


Sources : RCA, CBRE, AEW & Research

LES LTV DES FONDS COTÉS SUPÉRIEURES À CELLES DES FONDS PRIVÉS

- Les données de l'EPRA pour les foncières cotées et de l'INREV pour les fonds immobiliers privés indiquent que les LTV publiées restent stables.
- Sur 2021 et jusqu'à 2022 à date, les LTV de l'INREV et de l'EPRA ont baissé de 230 pdb et 200 pdb respectivement, surtout du fait de l'appréciation de valeur en capital.
- Par contre, Green Street constate une remontée des LTV des foncières cotées aux niveaux de période de pandémie à 43,3%, sans doute grâce à un ajustement plus fréquent des valeurs comparé aux LTV publiées par l'EPRA.
- Malgré ces différences, les LTV publiées restent dans une fourchette de 40-45% pour les foncières cotées côté EPRA et de 20-25% pour les fonds privés côté INREV, loin des niveaux élevés de 2008-2009, confirmant nos données de LTV à l'acquisition.
- Enfin, nous comparons aussi les données AEW de LTV à la créance, qui ne prennent en compte que les véhicules ayant recours à l'endettement ce qui augmente mécaniquement la moyenne. Ce dernier est également plus volatil, variant de 52% à 60% ces dix dernières années.

LTV moyenne publiée par secteurs et LTV d'AEW (prêts seulement, axe de droite)

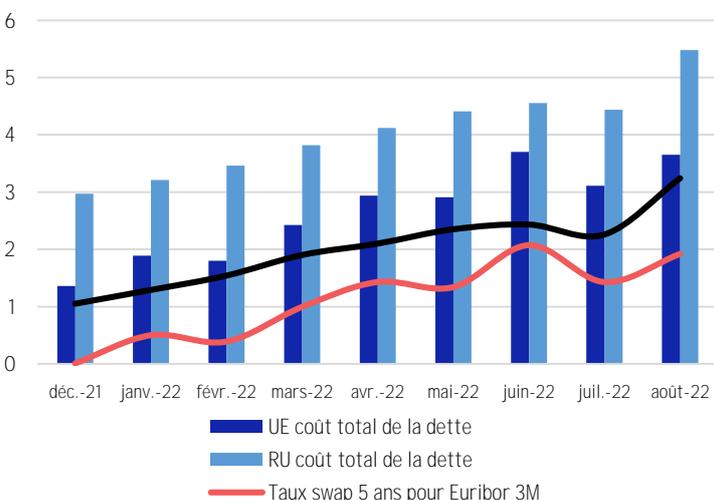


Sources : Green Street, INREV & EPRA

LE COÛT TOTAL DE LA DETTE TIRÉ PAR LES TAUX DE SWAP 5 ANS

- Avec une inflation élevée persistante, les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs à partir de fin 2021, conduisant à une remontée des autres taux.
- Depuis fin 2021, les taux de swap 5 ans ont significativement augmenté tant pour le SONIA (RU) que pour l'Euribor 3 mois, à 2,2% et 1,9% respectivement.
- Avec des marges d'emprunt également en hausse, le coût total de la dette a augmenté de 250-260 pdb pour atteindre des niveaux records de 5,5% au RU et 3,7% dans l'UE.
- Selon nous, ces hausses vont avoir plusieurs conséquences:
- Moins d'investisseurs auront recours à la dette devenue plus chère pour des acquisitions, une fois l'effet relatif annulé.
- Avec moins d'acquéreurs, les volumes d'investissement risquent de baisser et les taux de rendement initiaux pourraient se décompresser.
- Le refinancement de prêts existants à ces niveaux de taux d'intérêt pourraient se révéler problématique en terme de ratio de couverture des frais financiers (ICR) ou du service de la dette (DSCR)
- Une pression à la baisse sur les prix pourrait commencer à affecter les valeurs des collatéraux et les seuils de LTV de l'emprunteur pour de nouveaux prêts ou des refinancements.

Évolution du coût total de la dette et des taux de swap 5 ans, RU et Europe continentale (% annuel)

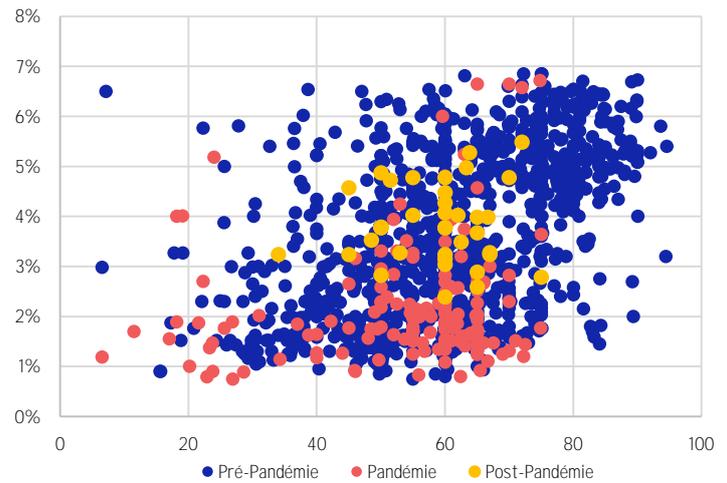


Sources : AEW Research & Strategy, Chatham Financial, CBRE

TAUX PLUS ÉLEVÉS ET LTV FAIBLES POST-COVID

- Nous avons rajouté 100 lignes de prêts dans notre base de données depuis août 2021 portant à 1.350 le nombre total de créances provenant de 3 sources : AEW (fonds de dette et services financiers), RCA/MSCI et REC.
- Les données remontent à 2003 et la base représente plus de 10% des volumes totaux de prêts émis pour des acquisitions depuis 2010.
- Sur le graphique ci-contre et les suivants, nous différencions la période **d'avant-Covid** (2003 à T1 2020), la période Covid (T2 2020 à T4 2021) et post-Covid (2022 et après). La période post-Covid coïncide aussi avec le déclenchement du conflit en Ukraine.
- Le nuage de points montre que les prêts post-Covid (en jaune) continuent de se situer dans la tranche basse des LTV. Par contre, par rapport aux prêts émis pendant la période Covid (en rouge), les taux **d'intérêts** sont plus élevés.
- La granularité des données nous permet **d'analyser** plus en détail **l'impact** de chocs de marché externes, comme la récente remontée des taux de swap 5 ans. Elle nous permet également la comparaison avec de nouvelles données comme celles de Green Street et Chatham Financial.

Coûts totaux de la dette et LTV effectives à la créance 2003-2022

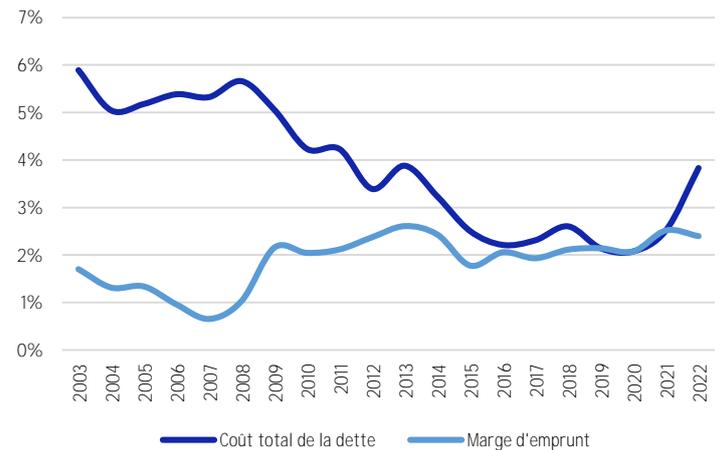


Sources : RCA/MSCI, REC & AEW Research & Strategy

LE COÛT TOTAL DE LA DETTE AU PLUS HAUT DEPUIS 8 ANS

- La remontée significative des taux de swap 5 ans a tiré le coût total de la dette à 3,8% à la mi-année 2022, le niveau le plus haut depuis 2013.
- Selon nos données granulaires, les marges ont modérément baissé en passant de 270 pdb en 2021 à 240 pdb en moyenne sur **l'année** en cours 2022.
- **L'augmentation** moyenne de 1,1% du coût total de la dette de 2021 à 2022 a rendu le financement par la dette moins relatif pour les investisseurs.
- On peut **s'attendre** à ce que les investisseurs faisant appel à la dette mettent leurs investissements en pause, les taux de rendement immobiliers **n'ayant** pas augmenté autant que le coût total de la dette, et attendent une correction des prix suffisante.
- Avec moins **d'investisseurs** (faisant appel à la dette), la décompression des taux de rendement initiaux pourrait prendre plus **d'ampleur**.

Marges d'emprunt et coût total de la dette moyens en Europe pour l'immobilier institutionnel

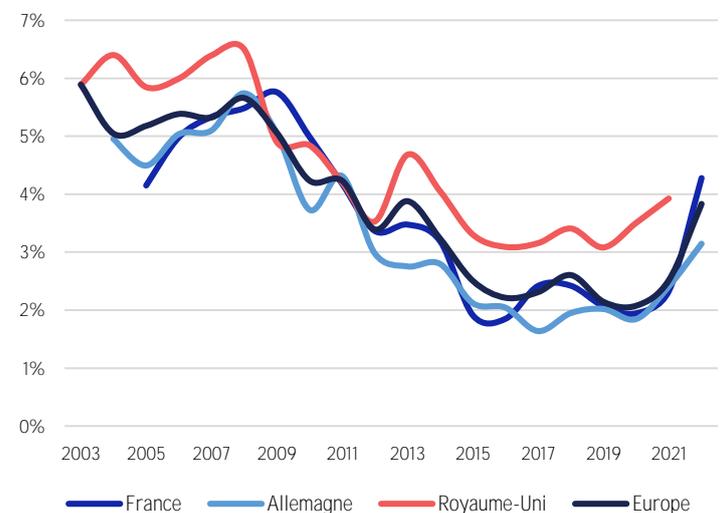


Sources : RCA, REC, AEW Research & Strategy

HAUSSE DU COÛT TOTAL DE LA DETTE SUR TOUS LES MARCHÉS

- La tendance à la hausse du coût total de la dette se constate sur les principaux marchés.
- Le coût total de la dette en France augmente sensiblement de 200 pdb depuis 2021 pour atteindre un niveau record depuis 10 ans de 4,3%
- En Allemagne, le coût total de la dette augmente plus modérément de 70 pdb en 2022 par rapport à fin 2021, également le niveau le plus haut depuis 2012.
- Nos données ne nous permettent pas encore **d'estimer** le coût total de la dette pour 2022 au RU. Nos fonds de dette ciblent majoritairement les marchés **d'Europe** continentale et les observations au RU sont encore insuffisantes pour dégager une tendance.

Coût total de la dette par pays



Sources : RCA, REC, AEW Research & Strategy

LE COÛT DE LA DETTE POST-COVID TIRÉ PAR LES TAUX DE SWAP

- La décomposition par typologie de sous-jacents montre clairement la généralisation de l'impact de l'augmentation des taux de swap 5 ans sur le coût total de la dette, qui atteint des niveaux records depuis la crise financière mondiale pour toutes les classes d'actifs immobiliers.
- Dans le détail, les marges ont baissé en commerces et en bureaux durant l'après-Covid (S1 2022) tandis qu'elles restent les plus élevées pour les financements en logistique. Les prêteurs réagissent sans doute à l'annonce d'Amazon en avril de geler les prises à bail de nouvelles surfaces d'entrepôts. Cette position sur les marges nous semble une surréaction, du moins sur le marché européen.

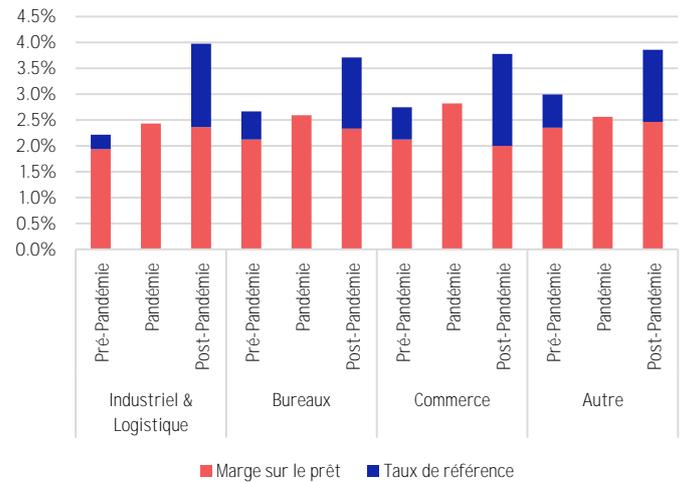
POST COVID, LES MARGES RESTENT ÉLEVÉES POUR LES LTV HAUTES

- Les marges d'emprunt par tranches de LTV n'ont pas changé significativement depuis la pandémie.
- Depuis le début de la pandémie, il n'a pas été recensé de prêts atteignant une LTV de 80%, mais pour la tranche de LTV de 70 à 79%, les marges atteignent 3,1%, soit 60 pdb de plus que pendant la période pré-Covid.
- Par contre, les marges pour du financement peu risqué et sous les 50% de LTV sont restées stables par rapport à la période Covid.
- Les deux constats sont cohérents et confirment que pendant la période post-Covid les prêteurs ont conservé leur approche d'aversion au risque adopté pendant la pandémie, ce qui fait sens, considérant les incertitudes liées à l'inflation, les taux directeurs et la récession potentielle.

LES DONNÉES GRANULAIRES PERMETTENT DE MODÉLISER LE COÛT DE LA DETTE

- Dans la continuité de nos deux précédentes publications sur le marché de la dette en Europe, nous avons mis à jour notre modèle prédictif du coût total de la dette sur la base de variables clés comme la LTV, la période d'origine, la typologie d'actifs et la localisation du sous-jacent immobilier.
- Par rapport aux résultats de 2020 et 2021, le pouvoir explicatif du modèle a conservé un coefficient de détermination (R^2) de 75%.
- Les prêts contractés post-Covid (en orange) suivent relativement bien le modèle avec moins d'anomalies que pendant la période pré-Covid (en bleu) et pendant la Covid (en rouge).
- La confirmation de la solidité de notre modèle prédictif est rassurante dans une ère post-Covid incertaine en termes de risques géopolitiques, de politiques monétaires et de perspectives macro-économiques.

Marges d'emprunt par typologie avant, pendant et post-Covid



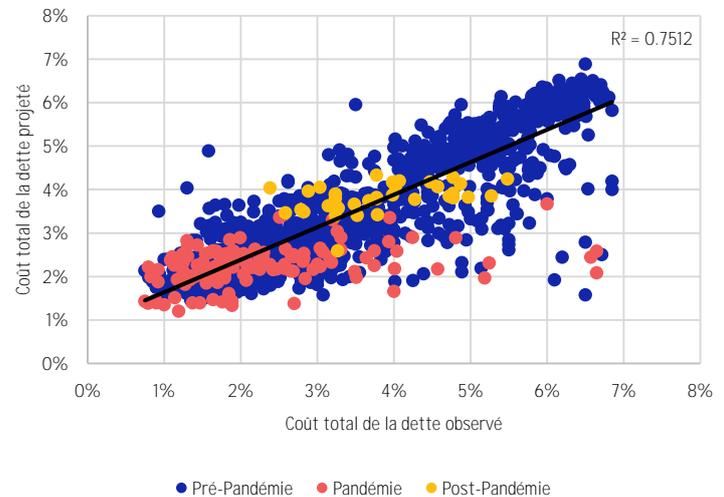
Sources : RCA, REC & AEW Research

Marges d'emprunt par tranche de LTV avant, pendant et post-Covid



Sources : RCA, REC, AEW Research & Strategy

Coût total de la dette immobilière institutionnelle, effective et projetée



Sources : RCA, REC, AEW Research & Strategy

GREEN STREET SUIT LES TAUX GARANTIS ET NON GARANTIS

- Les séries historiques de Green Street comparent de manière intéressante les coûts (exprimés en rendement à l'échéance) entre les deux sources de financement par la dette des foncières cotées européennes.
- L'avantage apparent en termes de rendement pour les foncières cotées ayant recours aux obligations non garanties est biaisé par le fait que la majorité des obligations garanties sont émises en livres sterling par des foncières basées au Royaume-Uni, où les rendements de la dette sont plus élevés.
- En réalité, entre 2014 et fin 2021, l'écart moyen entre les obligations non garanties et les obligations garanties était de 100 à 150 pnb, qui peut s'expliquer en partie par le programme d'assouplissement quantitatif (AQ) plus important de la BCE par rapport à la Banque d'Angleterre. Cela a permis à la BCE d'acheter des obligations de foncières cotées à l'émission et maintenu les taux souverains et des obligations d'entreprises en zone euro à des niveaux historiquement bas.
- Mais récemment, l'inflation en hausse persistante a contraint les banques centrales à relever leurs taux directeurs et à interrompre, voire à annuler, les programmes d'assouplissement quantitatif, entraînant une hausse des taux obligataires.

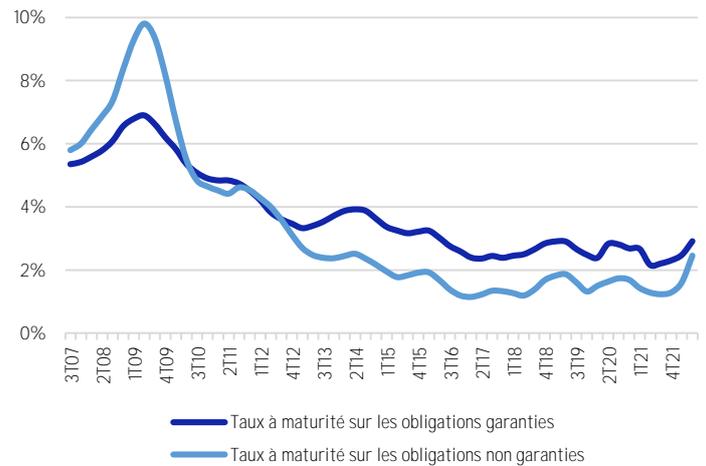
LES OBLIGATIONS NON GARANTIES VOIENT LEURS RENDEMENTS REMONTER PLUS RAPIDEMENT

- Le dernier trimestre a confirmé que le marché obligataire réagit aux préoccupations macroéconomiques récentes.
- La forte corrélation entre les rendements des obligations garanties et non garanties repose principalement sur la méthodologie de Green Street, les rendements trimestriels se basant sur la fixation des prix sur le marché secondaire des obligations.
- En d'autres termes, il s'agit d'une évaluation à la valeur de marché de taux au comptant des obligations garanties et non garanties de foncières échangées et pas seulement des rendements obligataires issues des émissions primaires du trimestre.
- La remontée des taux obligataires non garantis au cours des deux derniers trimestres les ont fait dépasser les rendements des obligations garanties pour la première fois en 10 ans.
- Dans un marché normalisé, où les banques centrales sont moins actives à l'achat, à des niveaux d'endettement similaires, il est logique que les obligations garanties aient des rendements inférieurs à ceux des obligations non garanties, étant prioritaires en termes de paiement.

FORTE CORRÉLATION ENTRE LA DETTE PRIVÉE ET LA DETTE PUBLIQUE

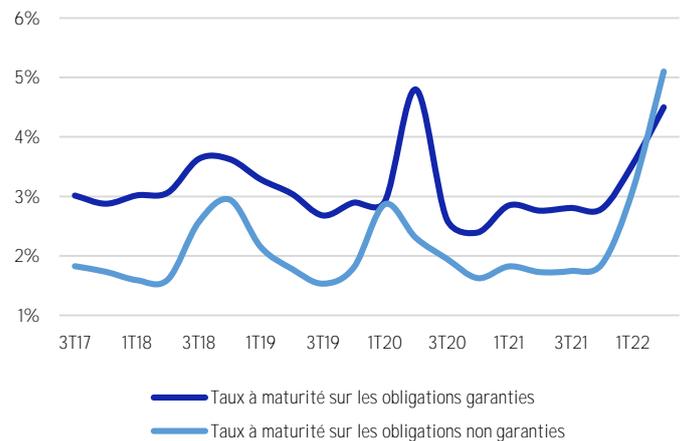
- Nous pouvons comparer la base interne d'AEW sur le coût total de la dette avec les données de Green Street sur les taux obligataires.
- Nous comparons les taux hypothécaires all-in aux rendements obligataires non garantis des foncières cotées.
- Les données entre les deux séries sont généralement fortement corrélées, notamment sur les six derniers trimestres.
- En l'occurrence, les données de coût total de la dette d'AEW présentent moins de volatilité que les données de Green Street.
- Les taux all-in d'AEW confirment l'impact des premiers confinements liés à la Covid aux T2 et T3 2020, mais à un degré beaucoup plus modéré que les données de Green Street, qui montrent une réaction plus immédiate au T1 2020.
- Les 2 sources actent une remontée plus comparable pour le conflit en Ukraine au T2 2022, principalement du fait de l'augmentation des taux de swap 5 ans sur la période.
- Les politiques d'assouplissement quantitatif des banques centrales ont maintenu les taux obligataires à un niveau inférieur à celui des prêts hypothécaires garantis qui n'ont pas fait l'objet de programmes d'achat.

Taux à maturité sur les obligations de foncières européennes (moyenne sur 4 trimestres glissants)



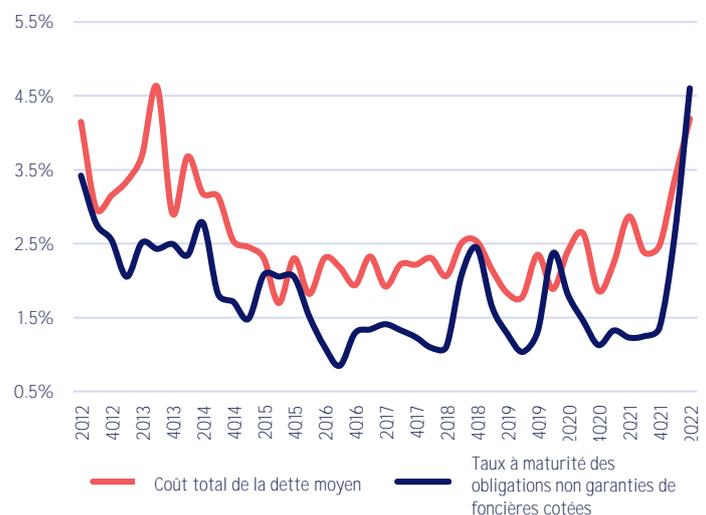
Sources : AEW Research & Strategy, Green Street

Taux à maturité sur les obligations de foncières européennes



Sources : AEW Research & Strategy, Green Street

Coût total de la dette (AEW) et taux à maturité sur les obligations non garanties de foncières européennes (Green Street)



Sources : AEW Research & Strategy, Green Street

LES MARGES DE CHATHAM MONTRENT L'IMPACT DE LA COVID ET DU CONFLIT EN UKRAINE

- Les données historiques trimestrielles de Chatham Financial montrent que les marges d'emprunt en immobilier dans les marchés d'Europe du nord (France, Allemagne et Pays-Bas) se situent dans une fourchette serrée entre 120 et 170 pnb au cours des trois dernières années.
- Les données de Chatham Financial sont basées sur les émissions de prêts de leur activité de conseil en dette et en couverture et portent sur les prêts senior avec des LTV d'environ 50%.
- On remarque que les marges sur les emprunts pour des bureaux sont systématiquement supérieures de 15 à 20 pnb par rapport à celles des prêts pour de la logistique ou du résidentiel.
- La hausse des marges de 30 pnb au T1 2020 montre l'impact immédiat, sur les 3 typologies d'actif, des confinements liés à la Covid.
- Passé le choc initial, les marges se sont stabilisées aux niveaux pré-Covid du T4 2019 pendant les deux années suivantes.
- Plus récemment, l'invasion russe en Ukraine au T1 2022 a déclenché une remontée généralisée des marges d'emprunt de 25 pnb sur les 2 derniers trimestres.

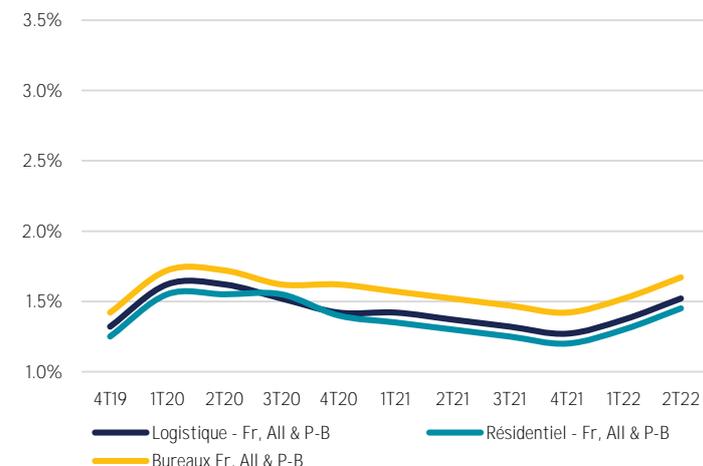
DES MARGES D'EMPRUNTS PLUS IMPORTANTES AU RU, SURTOUT EN RÉSIDENTIEL

- Les similitudes et différences sont intéressantes à noter pour le Royaume-Uni.
- Premièrement, les marges britanniques pour les bureaux et la logistique sont supérieures de 35 à 40 pnb aux moyennes de l'Europe du nord sans doute du fait de coûts de financement plus élevés pour les banques britanniques qu'en Europe continentale.
- Deuxièmement, les marges sur prêts pour les projets résidentiels sont supérieures de plus de 100 pnb aux moyennes d'Europe du nord, peut-être avec davantage de financement pour du développement dans l'échantillon britannique.
- En termes de similarités, les mouvements de marges coïncident avec l'impact de la Covid et du conflit en Ukraine.

DAVANTAGE DE VOLATILITÉ DANS NOS DONNÉES INTERNES

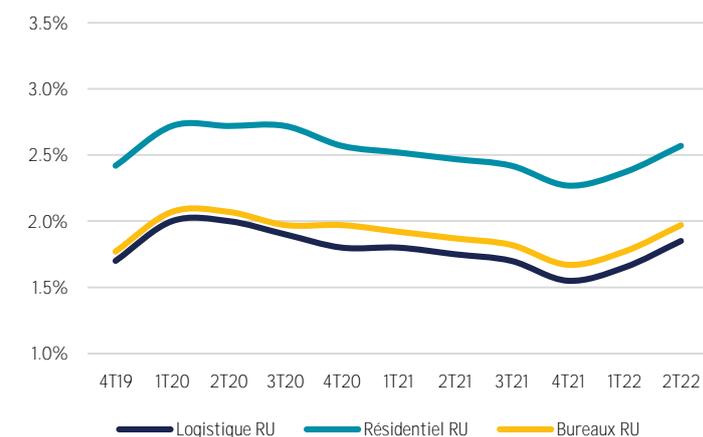
- Nous pouvons aussi comparer les marges d'emprunt de Chatham Financial avec la base interne d'AEW.
- Le périmètre de comparaison avec suffisamment d'échantillons couvre l'Europe du nord pour toutes les typologies (hors commerces).
- Les données de marge d'emprunt d'AEW dessinent une courbe plus volatile et accentuée que celles de Chatham.
- De façon similaire à Chatham, les marges d'AEW montrent l'impact des premiers confinements liés à la Covid au T1 2020 et de la crise ukrainienne au T2 2022.
- Cependant, le pic le plus important dans les marges d'AEW est décelé au T2 2021, qui pourrait refléter la seconde vague de confinement, alors que Chatham Financial affiche une courbe plus lisse et pas d'augmentation sur cette période.
- L'échantillon comporte sans doute davantage de références chez Chatham, alors que les données d'AEW ne comptabilisent que 40 prêts sur la zone concernée pour les 6 derniers trimestres.
- Le nombre limité de points de données est susceptible de créer du bruit statistique surtout ramené au trimestre. Cela souligne d'autant plus le besoin de consolider une base granulaire de prêts à l'échelle du marché.

Marges d'emprunt en Europe du nord (France, Allemagne, Pays-Bas) par typologie



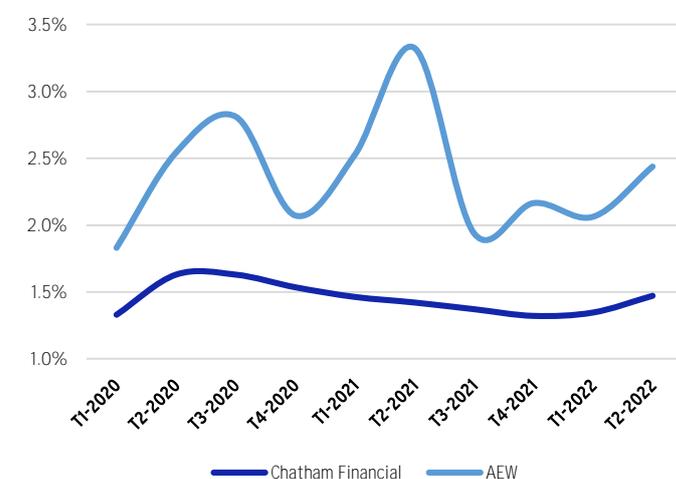
Sources : AEW Research, Chatham Financial

Marges d'emprunt pour le RU, par typologie



Sources : AEW Research, Chatham Financial

Marges d'emprunt trimestrielles moyennes par typologies (hors commerce) en Europe du nord (France, Allemagne et Pays-Bas)



Sources : AEW Research & Strategy, Chatham Financial

L'ENQUÊTE DU CREFC EUROPE INDIQUE LE SENTIMENT DE MARCHÉ

- Les données de tendances historiques du CREFC Europe (l'association professionnelle pour le financement immobilier) montrent **qu'on s'attendait** à une remontée des marges d'emprunt à partir de l'**instauration** des confinements liés à la Covid au T2 2020.
- La dernière enquête trimestrielle anticipe une augmentation similaire des marges d'emprunt en réaction à la crise prolongée en Ukraine, à l'**inflation** record et aux récentes hausses des taux directeurs des banques centrales.
- Il est logique de **s'attendre** à davantage de hausse de marges si les perspectives économiques continuent de se dégrader, notamment avec l'**arrivée** de l'hiver et d'**éventuels** coupures et rationnements d'**énergie**.
- On note une corrélation étroite entre les conditions de prêts et les perspectives en termes de marges. **Lorsqu'on** attend une remontée de ces dernières, les conditions de prêt se resserrent, dans une moindre mesure.
- Les répondants à l'**enquête** comprenant 60 à 80 acteurs dans la banque, assurance, fonds de dette, emprunteurs et conseil en Europe, RU inclus, le constat semble logique.

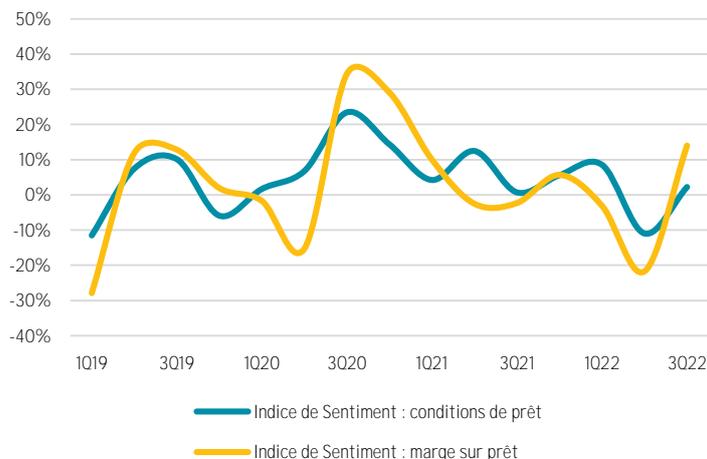
LES ATTENTES DE LTV ET DE MARGES SONT NÉGATIVEMENT CORRÉLÉS

- Cette rationalité du marché de la dette en Europe est davantage confirmée en comparant l'**enquête d'opinion** sur les marges d'emprunt avec les résultats d'**enquête** sur l'**orientation** des LTV.
- Les anticipations de LTV et de marges d'emprunt sont négativement corrélées : la prudence des investisseurs se traduit par une baisse des LTV et une hausse des marges, ce qui a été clairement illustré pendant les confinements au T2 2020 mais aussi récemment au T3 2022.
- Encore une fois, il serait logique de s'attendre à une remontée des marges et à une baisse des LTV si la BCE suit la Banque d'Angleterre en prévoyant une récession et en augmentant davantage les taux directeurs pour lutter contre l'inflation.

UNE BAISSÉ DES LTV ATTENDUE

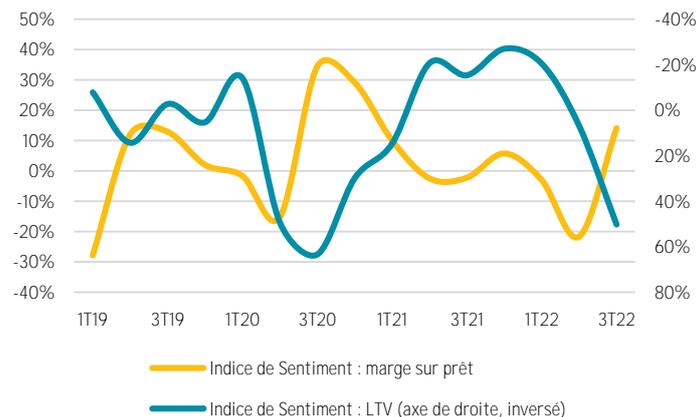
- Nous pouvons utiliser les résultats de l'**enquête d'opinion** du CREFC Europe pour affiner l'**analyse** de la base de données granulaires de prêts d'AEW en Europe (hors RU, toutes typologies)
- La très forte corrélation entre les variations d'**opinion** sur la LTV du CREFC et les LTV effectives des prêts enregistrés est remarquable.
- Les anticipations de baisse des LTV exprimées au T2 et T3 2020 pendant la Covid se sont traduites par une baisse en décalé effective au T4 2020 quand les LTV sont passées de 60% à 45% en moyenne.
- Les anticipations de LTV exprimées au T3 2022 (en pleine crise ukrainienne), de même ampleur que celles du T2 2020 pourraient se traduire par une baisse similaire des LTV au second semestre 2022 à des niveaux de 45-50%.
- Si les prêteurs appliquent des exigences de LTV en ligne avec l'enquête d'**opinion** du CREFC, cela pourrait **s'avérer** problématique pour les refinancements à venir, surtout pour les créances arrivant à maturité dans les 3 prochaines années.
- Nous avons souligné ce point dans notre publication de septembre 2020 et il est **d'autant** plus valable que, depuis, certains prêteurs se sont retirés du marché.

Changement de sentiment sur les marges d'emprunt et les conditions de crédit



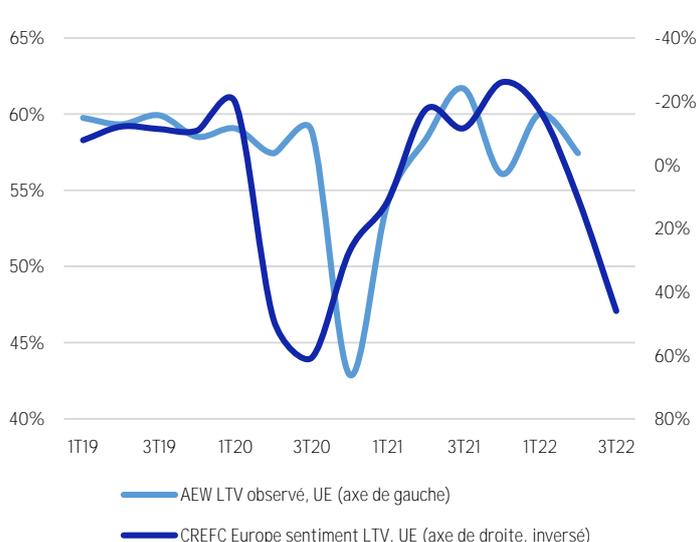
Sources : AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Indice du sentiment sur les marges d'emprunt & indice du sentiment sur les LTV



Sources : AEW Research & Strategy & CREFC Europe

LTV effectives (AEW) et sentiment sur les LTV (CREFC), hors RU



Sources : AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Note: l'indice de sentiment sur les LTV de CREFC est calculé en pondérant les réponses à l'enquête en termes d'attente de LTV - significativement ou modérément plus élevé ou plus faible.

LA VALORISATION DES SOUS-JACENTS POURRAIT COMPLIQUER LE REFINANCEMENT

- La première étape du refinancement de prêts arrivant à maturité en 2023 et au-delà, consiste à voir l'évolution de la valorisation du collatéral sous-jacent depuis le montage du prêt.
- Sur la base de travaux antérieurs, nous constatons que les maturités de prêts en Europe varient entre 3 et 7 ans, ce qui nous permet de poser un postulat de durée moyenne de prêt de 5 ans pour la suite du raisonnement.
- Les prêts arrivant à échéance en 2023 auraient donc pu être contractés en 2018. à partir de cette chronologie nous pouvons tracer la variation de prix sur les principaux segments d'actifs au RU, en France et en Allemagne. Nous nous limitons à ces 3 pays pour l'exercice.
- Sans surprise, les commerces auront acté la plus forte chute en valeur entre 2018 et 2023, avec -50% au RU, -30% en Allemagne et -23% en France. Les autres typologies enregistrent des augmentations de valeur plus ou moins marquées depuis 2018.
- Nous prenons en compte les années au-delà de 2023 pour évaluer les créances émises en 2019 et 2020 et nécessitant un refinancement en 2024 et 2025.

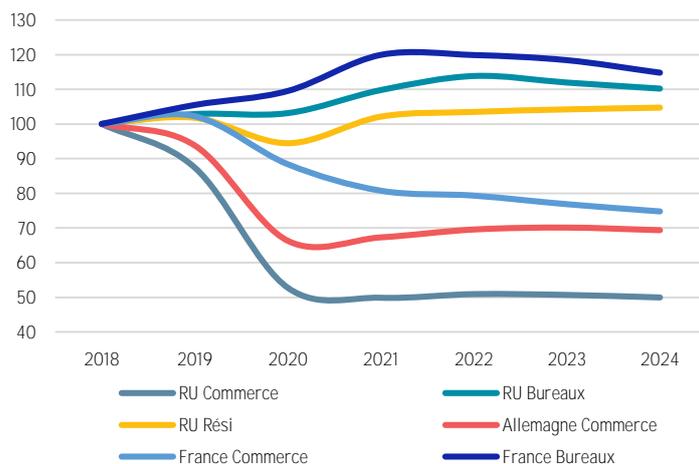
LES LTV DE REFINANCEMENT AJOUTENT À LA PROBLÉMATIQUE

- Outre la problématique de perte en valeur du collatéral, les prêteurs peuvent aussi être enclins à ne pas refinancer aux mêmes conditions de LTV qu'à l'origine.
- Ainsi, l'enquête d'opinion sur les LTV du CREFC montrent que les prêteurs (sénior) pourraient réduire les LTV vers les niveaux de 45-50%. De fait, notre analyse se base sur une LTV de refinancement de 50%.
- Par exemple, le déficit de financement pour les prêts britanniques garantis par un collatéral de commerce et émis en 2018 est estimé de la manière suivante :
 - Les acquisitions en capitaux propres sont déduites des volumes d'investissement (17% des transactions en commerce au RU en 2018).
 - La LTV moyenne de marché en 2018 est appliquée (60% pour du commerce au RU selon nos bases)
 - Les prévisions d'évolution de valeur en capital pour le commerce au RU anticipent une baisse de 50% sur 5 ans entre 2018 et 2023.
 - Les nouveaux financements disponibles sont estimés à 50% de LTV de la nouvelle valeur.
 - Des capitaux propres supplémentaires (ou de la dette junior) est nécessaire pour éviter un défaut de paiement : la barre rouge du graphe qui correspond au déficit de financement.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ESTIMÉ À 24 MRD D'EUROS SUR 2023-2025

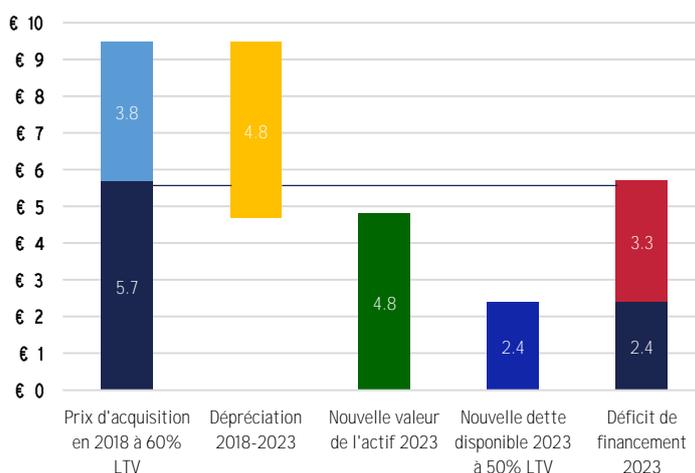
- Avec cette approche en 5 étapes appliquée sur 5 segments de marché concernés, nous estimons le déficit de financement à 24,2 Mrd EUR sur les 3 prochaines années.
- Plus de la moitié du déficit de financement est lié à de la dette immobilière au RU (12,8 Mrd EUR), suivi par l'Allemagne (6,2 Mrd EUR) et la France (5,1 Mrd EUR).
- En termes de typologies, le commerce représente 60% du déficit de financement (14,3 Mrd EUR), suivi par le bureau (8 Mrd EUR) et le résidentiel (1,9 Mrd EUR).
- Ces 24,2 Mrd EUR de déficit de financement près de 9% des volumes d'investissement sur les 3 dernières années sur les segments de marché concernés.
- Selon nos estimations, le déficit de financement sur la période 2023-2025 pour l'immobilier au RU serait de 11 Mrd de livres sterling (£), soit bien en deçà de nos projections de Septembre 2020 à 30 Mrd £ et très loin des 70 Mrd £ constatés au sortir de la crise financière mondiale.
- Le déficit moins élevé pour 2023-2025 s'explique par une réglementation plus stricte et des LTV plus conservateurs. D'autre part, la baisse des valeurs en capital devrait être moins brutale que pendant la crise financière mondiale.

Valeur en capital prime dans une sélection de marchés en Europe (2008=100)



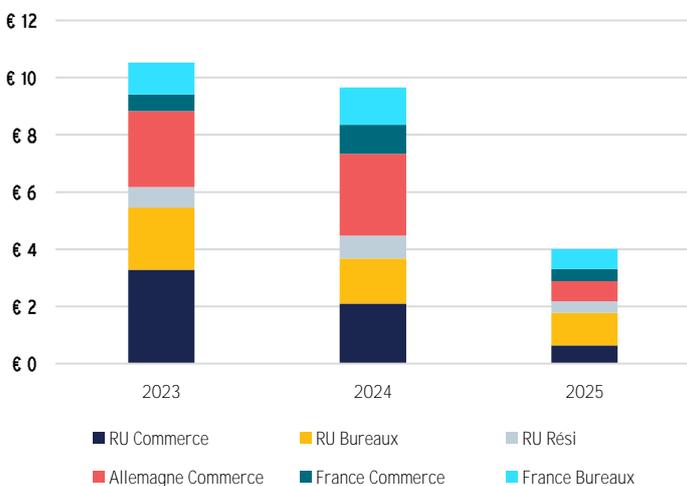
Sources : CBRE, AEW Research & Strategy

Estimation étape par étape du déficit de financement pour les prêts garantis pour du commerce au RU en Mrd EUR (bleu foncé= dette, bleu clair = capitaux propres, orange = dépréciation, vert = valeur de l'actif, rouge = déficit de financement)



Sources : AEW Research & Strategy

Déficit de financement dans une sélection de marchés en Europe en Mrd EUR



Sources : AEW Research & Strategy

LA PART DES PRÊTS NON PERFORMANTS TOUJOURS EN BAISSÉ

- Compte tenu des récentes hausses de taux et le ralentissement de la reprise économique post-Covid en raison du conflit en Ukraine, il convient **d'abord** la problématique de refinancement des prêts existants.
- Nous nous basons sur les données de ABE (Autorité Bancaire Européenne) sur le ratio de prêts non performants (PNP) pour estimer le risque de créances douteuses chez les prêteurs traditionnels en immobilier.
- On constate une baisse nette et constante du ratio de PNP en Europe, tant pour les entreprises non financières (ENF) que pour les emprunteurs professionnels de **l'immobilier**. Ce ratio se situe entre 2 et 5 % selon les dernières estimations.
- Cependant, les données historiques de PNP ne présagent pas du futur et de **l'impact** potentiel des variations de valeurs en capital pour les prêts arrivant à maturité dans les prochaines années. Néanmoins, il est rassurant de constater que les PNP apparus pendant la grande crise financière sont en passe **d'être** traités dans leur totalité.
- Il semble que les banques disposent des moyens nécessaire pour faire face à la prochaine vague potentielle de PNP grâce à **l'infrastructure** mise en place.

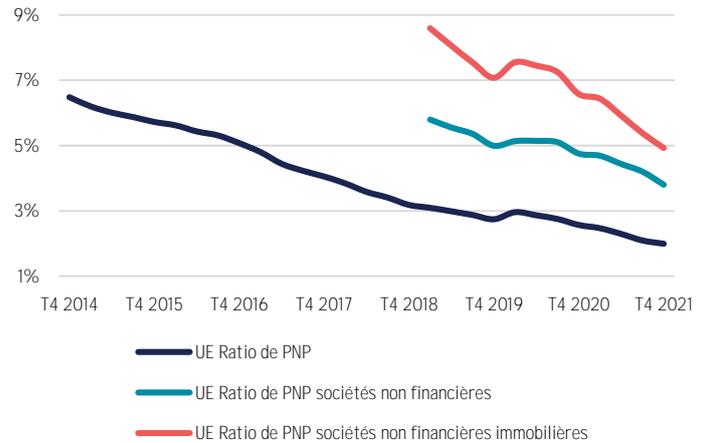
POUR L'INSTANT, LA RÉSURGENCE DES PNP N'EST PAS ENCORE ARRIVÉE

- Pour affiner le niveau de stress actuel en dette immobilière, nous examinons les ratios de PNP pays par pays.
- Malgré l'impact de la Covid, le ratio moyen des PNP en Europe (sur 6 pays) **s'établit** à un niveau bas quasi-record de 2,2 % à fin 2021.
- Précédemment nous avons souligné que la Covid pourrait impacter la qualité des emprunts bancaires, y compris ceux garantis par des actifs immobiliers.
- Dans la mise à jour **d'avril** 2022, le conseil PNP Markets estime que les ratios PNP ne seront pas près de dépasser leurs maximums historiques - un revirement par rapport à l'estimation de 2020.
- Sur cette base, il semble que les banques n'aient pas encore besoin de relancer le cycle d'augmentation des réserves, acter des dépréciations, céder des portefeuilles de PNP ou restructurer les prêts existants.
- Mais, les projections de PNP Markets ne sont pas spécifiques à l'immobilier. Cela signifie **qu'une** résurgence de la problématique de refinancement dans l'immobilier pourrait être absorbée, car les autres secteurs **n'anticipent** pas **d'être** en difficulté.

LES BANQUES MIEUX POSITIONNÉES POUR ABSORBER LES PERTES

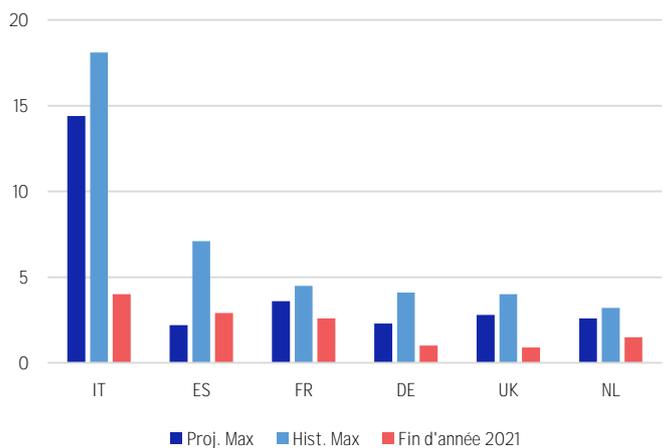
- Enfin, il est utile de considérer la position des banques européennes pour absorber les pertes à l'avenir.
- Depuis 2019, il y a eu une amélioration significative des ratios de fonds propres (additionnel/prudentiel) de catégorie 1 à travers toutes les banques européennes, à l'exception de l'Allemagne.
- Cela confirme que les banques sont désormais en meilleur posture pour absorber les pertes par rapport à la période post-Covid.
- Les réserves de capital et la rentabilité propres à chaque banque détermineront le degré et la rapidité avec lesquelles elle pourra absorber les dépréciations ou céder des portefeuilles de PNP avec décotes.
- Compte tenu des ratios globaux de fonds propres de base plus élevés par rapport à la crise financière mondiale, il semble raisonnable de s'attendre à une résolution plus proactive et plus rapide des prêts immobiliers non performants.

Évolution historique du ratio de prêts non performants (PNP, en % du portefeuille total de prêts)



Sources : EBA, JLL, AEW Research & Strategy

Ratios actuels de PNP en Europe par pays comparé à l'historique et le maximum projeté (%)



Sources : AEW Research & Strategy, NPL Markets

Évolution des ratios de fonds propres de cat.1, dans une sélection de pays



Sources : AEW, BoE & ECB (* Les définitions de la Banque d'Angleterre peuvent différer de celles de la BCE)

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 87,7 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 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 30 juin 2022, AEW gère en Europe 39.7 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 Mrds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA, CRE
Head of Recherche & Stratégie
Tel +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



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



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



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



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



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

CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



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



BIANCA KRAUS
Executive Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@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.