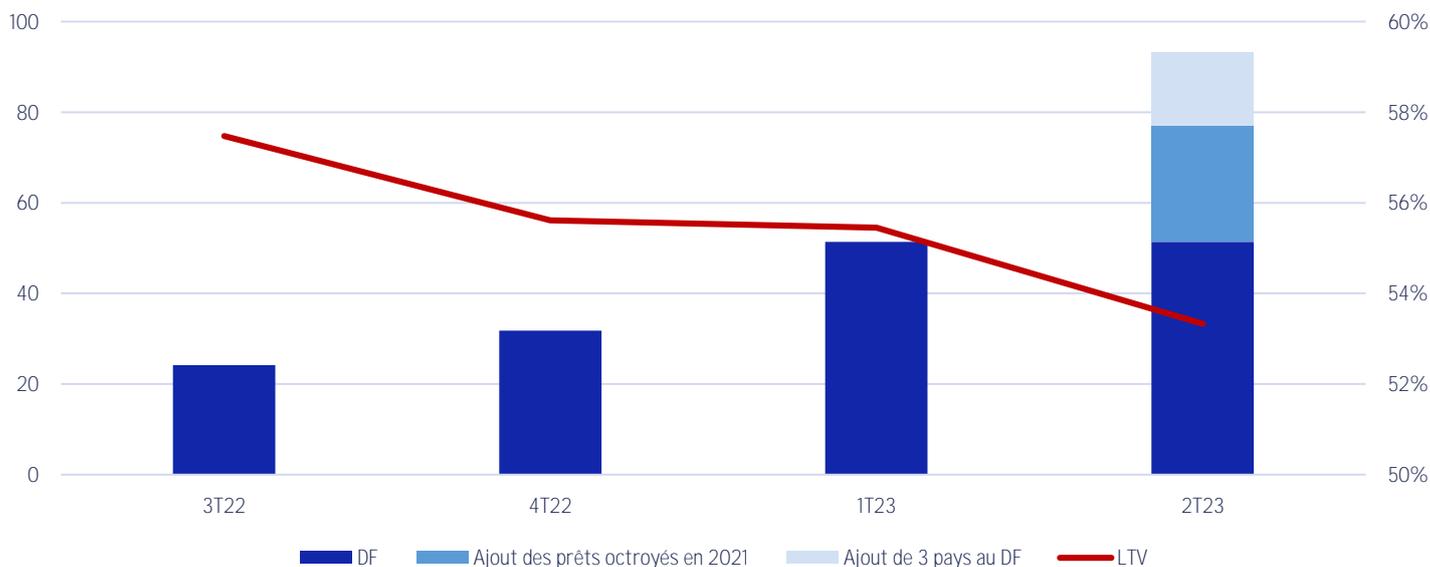


LES COÛTS D'EMPRUNTS IMMOBILIERS SE STABILISENT EN EUROPE MAIS LE DÉFICIT DE FINANCEMENT DE MEURE

- Les taux d'intérêts « all-in » sont au plus haut depuis 20 ans pour l'immobilier en Europe. Au second trimestre 2023, ces coûts d'emprunt « all-in » en euros et en livres Sterling amorcent une stabilisation, en même temps que les taux swap 5 ans, alors que les hausses consécutives des taux directeurs de la BCE et de la BoE commencent à contenir l'inflation.
- Les données de Green Street sur les obligations non garanties des foncières confirment également cette stabilisation des coûts d'emprunt. De même, les données internes d'AEW sur les coûts d'emprunt de marché indiquent une pause après les hausses rapides des cinq derniers trimestres.
- La dernière enquête sur les garanties financières du CREFC indique une amélioration de sentiment. Néanmoins, les ratios de LTV (Loan to Value) des prêts récemment consentis continuent de diminuer. Nous prévoyons cependant une stabilisation des ratios de LTV à 50% d'ici fin 2023.
- Des ratios de LTV plus bas au refinancement et les dépréciations déjà actées pour certains des sous-jacents immobiliers, exacerbées par des taux d'intérêts plus haut, risquent d'engendrer des difficultés de refinancement pour les prêts arrivant à échéance en 2023-2026.
- Notre analyse du déficit de financement (« DF ») mesure la différence potentielle entre les montants initiaux accordés et les nouveaux financements disponibles pour le remboursement à maturité par secteurs immobiliers.
- Notre analyse actualisée et élargie estime un déficit de financement cumulé de 93 milliards d'euros sur la période 2023-2026 sur six pays. Ce déficit pourrait être compensé par une combinaison de compléments en fonds propres, d'extension et de restructuration de la dette sénior et d'insertion de dette junior.
- Pour la première fois, nous analysons le DF en pourcentage du total des prêts émis, soit 21%, avec des différences inattendues entre pays. Ainsi la France se situe au-dessus de la moyenne des six pays, tandis que l'Italie et le Royaume-Uni affichent des DF relativement inférieurs.
- En partant d'une hypothèse de défaut des prêts affichant un ratio de LTV au refinancement supérieure à 75%, nous estimons que 5,8% du total des financements immobiliers octroyés sur 2018-2021 seront en défaut à échéance. Les pertes attendues s'élèveraient à 2,2% du montant initial après ajustement des frais d'activation des suretés. Les dépréciations sont concentrées sur les prêts avec un sous-jacent en immobilier de commerce et sont comparables aux pertes historiques des CMBS après la crise financière mondiale.
- Les données de l'Autorité Bancaire Européenne indiquent que les banques européennes ont constitué assez de réserves pour absorber ces pertes, ce qui devrait circonscrire le risque systémique posé par les financements immobiliers au système bancaire dans le cycle actuel.

Évolution du déficit de financement comparé au LTV du marché, T3 2022 - T2 2023 €(mds)[axe de gauche] & % [axe de droite]



Source: AEW Research & Strategy

LA LTV MOYENNE À L'ACQUISITION DIMINUE À 47% EN 2022

- Selon nos données, le financement par la dette pour de nouvelles acquisitions immobilières a diminué de 16 % par rapport à 2021 (qui avait atteint un record post crise financière mondiale de 170 Mds EUR), à 142 Mds EUR en 2022.
- L'augmentation des taux d'intérêts « all-in » a impacté négativement la demande de financement par la dette qui ne devenait plus relutif et les niveaux d'investissement ont baissé après le premier semestre 2022.
- Les volumes de transactions au premier semestre 2023 ont diminué de près de 60 % par rapport à la même période en 2022, avec la plupart des investisseurs se montrant attentistes.
- En conséquence, la part de la dette dans les volumes d'investissements passe de 50% en 2021 à 47% en 2022 et devrait continuer à diminuer en 2023 sur la base de volumes moins importants.
- Toutefois, dans un contexte historique, les LTV actuelles, inférieures à 50 %, réduisent le risque comparativement à la situation d'avant crise financière mondiale en 2007, où la LTV moyenne atteignait 73 %.

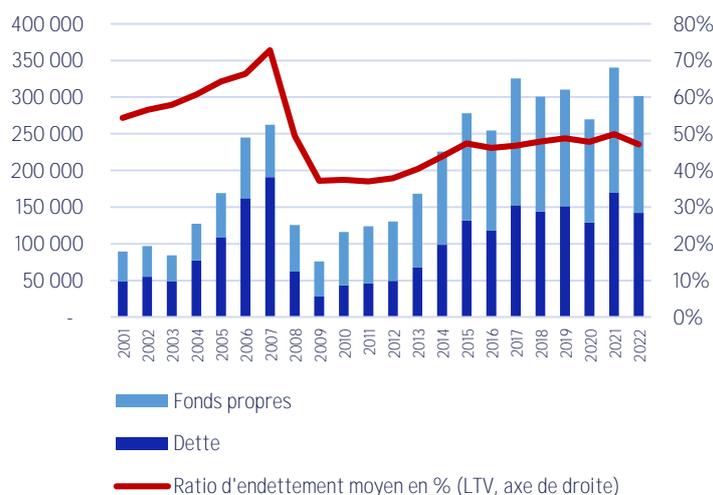
LES LTV DES BILANS AUGMENTENT TANDIS QUE CELLES À L'ACQUISITION DIMINUENT

- Les données les plus récentes confirment une progression des LTV déclarées dans les bilans et un écart stable entre les LTV rapportées par l'INREV (fonds immobiliers privés) et l'EPRA (foncières) en Europe.
- En raison des ajustements d'expertises, les ratios INREV et LTV EPRA du 1T 2023 ont augmenté de 90 pdb et 140 pdb respectivement depuis fin 2021.
- Les données de Green Street indiquent une remontée plus forte des LTV de foncières par rapport à l'EPRA. Un écart expliqué par les différences de définition, dont la prise en compte des passifs non financés et une mise à jour plus fréquentes des rapports d'analystes.
- Les LTV des foncières et des fonds privés restent bien en deçà des niveaux records de 2008-2009, confirmant le constat sur les LTV à l'acquisition.
- Contrairement à la LTV au bilan, nos données internes sur les LTV de transactions de marché indiquent une diminution de la LTV au cours du dernier trimestre, revenant à son niveau de 2020. Mais à noter que nos données sur les prêts ne tiennent pas compte des transactions sans effet de levier et sont sensibles aux volumes de transactions, se traduisant généralement par des niveaux de LTV plus élevés et plus volatils, entre 52 % et 60 % au cours des dix dernières années.
- Les données au bilan, en outre, fournissent un contexte utile mais ne peuvent pas être directement appliquées à l'analyse du DF car elles ne font pas référence aux dates d'origination.

STABILISATION DES TAUX SWAP ET DES TAUX "ALL-IN"

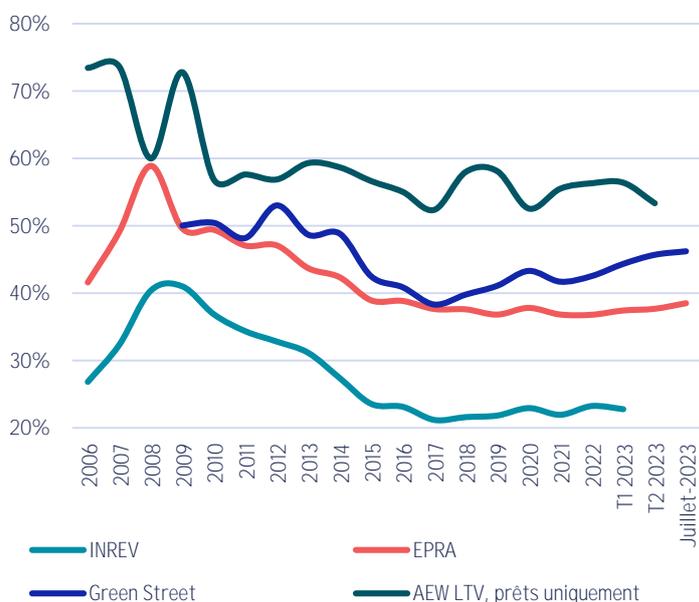
- Les coûts « all-in » pour de l'immobilier en EUR se stabilisent en dessous de 5 % depuis février-23. Les emprunteurs en GBP sont toujours confrontés à des coûts de la dette élevés, à 6,8 % aujourd'hui, avec une tendance baissière en juillet-23.
- Alors que l'inflation élevée décélère et que les banques centrales devraient ralentir leurs hausses de taux au S2 2023, les taux de swap GBP et EUR se stabilisent respectivement en dessous de 5 % et au-dessus de 3 %.
- En revanche, à 5%, les taux swap GBP restent élevés et reviennent aux niveaux de septembre 2022 lors de la crise du mini-budget.
- Cet écart entre coûts d'emprunt immobilier en Europe et au Royaume-Uni pourrait impacter davantage les marchés britanniques en termes de dépréciations, de volumes d'investissements et de prêts.
- La hausse des taux d'intérêt et la dépréciation des sous-jacents risquent d'impacter le refinancement des prêts existants sur les prochaines années, compte tenu des LTV et ICR/DSCR à l'échéance du prêt.
- Cette question sera abordée à travers notre analyse du déficit de financement.

Montant annuel des prêts octroyés pour des acquisitions (en Mds EUR) avec une LTV globale au marché



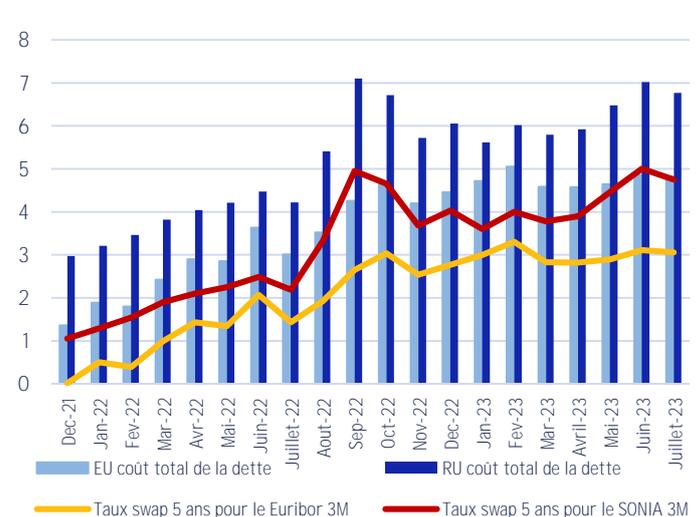
Sources: AEW Research & Strategy, CBRE & MSCI

LTV déclaré dans les bilans & LTV de transactions de marché



Sources: AEW Research & Strategy, Green Street, INREV & EPRA

Coûts d'emprunt immobilier globaux et taux de swap à 5 ans, UK et Cont. Europe (% pa)



Sources: AEW Research & Strategy & Chatham Financial

TAUX PLUS ÉLEVÉS ET LTV PLUS FAIBLES POST-COVID

- Nous avons mis à jour notre base de données granulaire des prêts en rajoutant les emprunts accordés depuis le 22 août, portant la base à plus de 1 500 prêts provenant de nos trois sources - les plateformes de prêt et de financement AEW, RCA/MSCI et REC.
- Nos estimons que nos données couvrent environ 10 % de l'**origination** de la dette d'acquisition accordés depuis 2010 et qu'elles sont représentatives des conditions du marché dans son ensemble.
- Le nuage de point montre que les prêts accordés au cours des quatre derniers trimestres restent dans la catégorie des prêts à faible LTV par rapport à la série précédente d'observation de prêts. Les prêts plus récents ont également des taux d'intérêt plus élevés, en moyenne.
- Les données granulaires sur les prêts permettent une analyse plus précise de l'impact des chocs externes sur le marché, comme l'augmentation récente des taux de swap à 5 ans.
- Elles facilitent également les comparaisons avec d'autres sources, telles que Green Street et Chatham Financial.

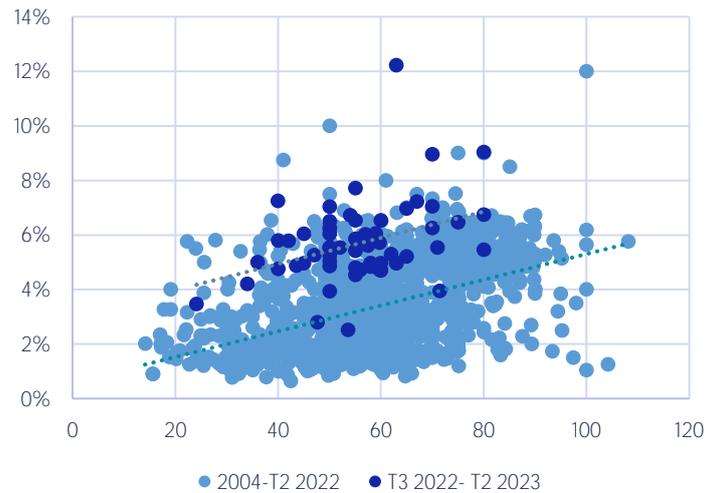
LES TAUX "ALL-IN" DOUBLENT EN 18 MOIS ET ATTEignent DES NIVEAUX RECORDS

- Sur la base des données granulaires, les marges sur les prêts ont atteint un niveau record de 2,8 %. À noter que nos marges de prêts sont plus élevées que celles rapportées par Chatham Financial et présentées en page précédente.
- L'**augmentation** exceptionnelle des taux de swap à 5 ans et celle des marges ont propulsé les taux « all-in » en Europe hors Royaume-Uni à 5,9 % à mi-2023. Il s'agit du niveau le plus élevé dans notre base de données.
- Depuis le début des hausses de taux en 2022, le taux « all-in » moyen a augmenté de 3,4 points de pourcentage, faisant plus que doubler depuis la fin de l'année 2021.
- L'augmentation des taux d'intérêt « all in » rend la dette moins attrayante pour la plupart des investissements à effet de levier, avec un recours réduit à la dette. Cette situation a déjà fait baisser les prix et augmenter les taux de rendement initiaux.
- Les investisseurs en fonds propres pourraient eux, faire une pause acquisitions pour s'assurer que les dépréciations **n'affectent** davantage leurs rendements.
- Les emprunts existants des investisseurs ayant recours à la dette auront un coût de refinancement plus élevé, limitant les nouvelles acquisitions

HAUSSE DU COÛT « ALL-IN » SUR TOUS LES MARCHÉS

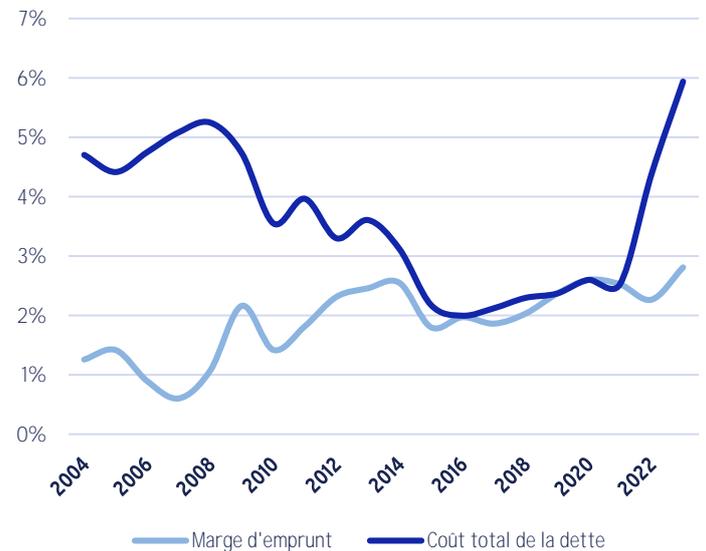
- Notre base granulaire de prêts confirme la généralisation des hausses de taux « all-in » sur l'**ensemble** des marchés en Europe.
- Pour la France et l'Allemagne, nous sommes en mesure de référencer 76 points de données de prêt à partir de la base de données interne sur la période 2021-23
- Les taux « all-in » français ont significativement augmenté de 350 pnb depuis 2021, atteignant 6,0 %, le niveau le plus élevé de ces 20 dernières années.
- Les taux allemands ont augmenté plus modérément de 250 pnb en 2023 par rapport à la fin de l'année 2021, atteignant leur plus haut niveau depuis 2005.
- Les données internes sur les prêts au Royaume-Uni ne permettent pas encore d'estimer les taux « all-in » moyens pour 2022-23, car elles ne contiennent pas suffisamment d'observations qualifiées, nos activités de prêt se concentrant sur les marchés non britanniques.
- Sur la base des autres sources citées dans le rapport, il apparait que le Royaume-Uni ait également établi de nouveaux records en matière de coûts d'emprunt à mi-2023.

Taux d'intérêt globaux (vertical) et LTV effectifs (horizontal) sur la base des prêts 2003-2023



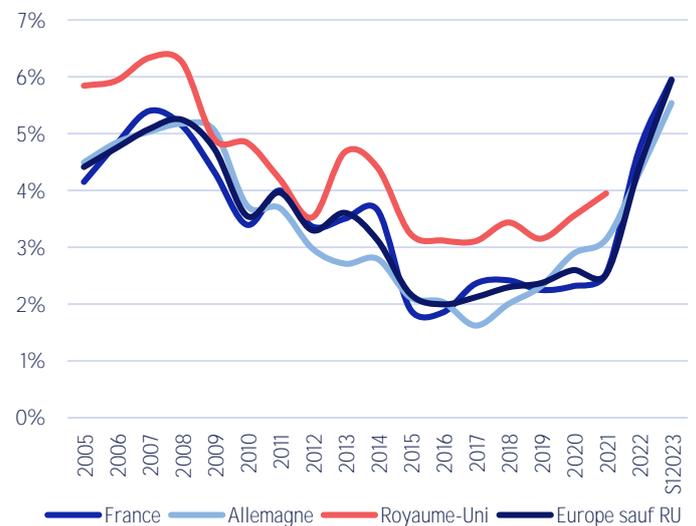
Sources: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI & REC

Marges moyennes sur les prêts immobiliers et taux d'intérêt globaux, Europe hors Royaume-Uni, en %.



Sources: RCA, REC & AEW Research & Strategy

Taux d'intérêt global par pays



Sources: AEW Research & Strategy, RCA & REC

LES TAUX OBLIGATAIRES NON GARANTIS DES FONCIÈRES ONT AUGMENTÉ DE PRÈS DE 500 PDB

- Les données historiques de Green Street fournissent une comparaison intéressante entre les coûts (exprimés en rendement à l'échéance) des obligations de REIT libellées en euros (EUR) et en livres sterling (GBP).
- Les obligations des foncières en GBP ont toujours affiché des rendements plus élevés que les obligations en EUR, car les taux des emprunts **d'état** et des obligations privées au Royaume-Uni sont restés élevés après la crise financière mondiale et après le Brexit.
- Les deux séries de rendements obligataires montrent une augmentation significative depuis le début de 2022, lorsque les banques centrales ont commencé à relever leurs taux pour lutter contre la hausse de l'inflation déclenchée par la guerre en Ukraine et les problèmes persistants de la chaîne d'approvisionnement liés au Covid.
- Les rendements obligataires des foncières ont augmenté de près de 500 pdb sur 18 mois. Cette hausse est équivalente à celle observée après la crise financière mondiale pour les obligations de foncières en GBP, mais dépasse celle de la crise financière mondiale pour les obligations de foncières en EUR.
- Les rendements obligataires des foncières en GBP ont été plus volatils **jusqu'à** la démission du premier ministre britannique en octobre 22.

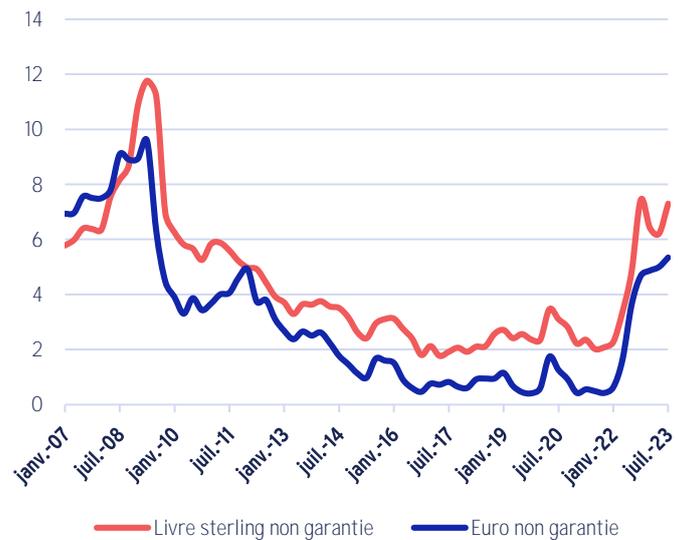
PREMIERS SIGNES DE STABILISATION DES OBLIGATIONS DE FONCIÈRES

- En prenant des données supplémentaires sur les obligations d'entreprises BBB et les rendements obligataires des foncières, la situation évolue.
- Malgré la forte corrélation historique entre les données de Green Street et de Natixis sur les rendements des obligations de foncières ainsi que sur les rendements **d'obligations** d'entreprises BBB, les séries affichent des tendances différentes au cours des 12 derniers mois.
- Les données de Natixis montrent une stabilisation des rendements des obligations des foncières et **d'entreprises** BBB, tandis que les rendements des obligations de foncières de Green Street ont poursuivi leur tendance haussière.
- Avec la prédominance des banques dans les prêts immobiliers institutionnels européens et le nombre limité d'émissions d'obligations par les foncières européennes, **l'interprétation** des différences peut être exagérée.
- L'inclusion d'un petit nombre d'obligations de foncières non notées et/ou illiquides peut modifier significativement une série de rendements.
- On peut **s'accorder** à constater des signes initiaux de stabilisation des rendements des obligations de foncières.

LA HAUSSE DES TAUX OBLIGATAIRES IMMOBILIERS ET DES TAUX "ALL-IN" RALENTIT AU 2T 2023

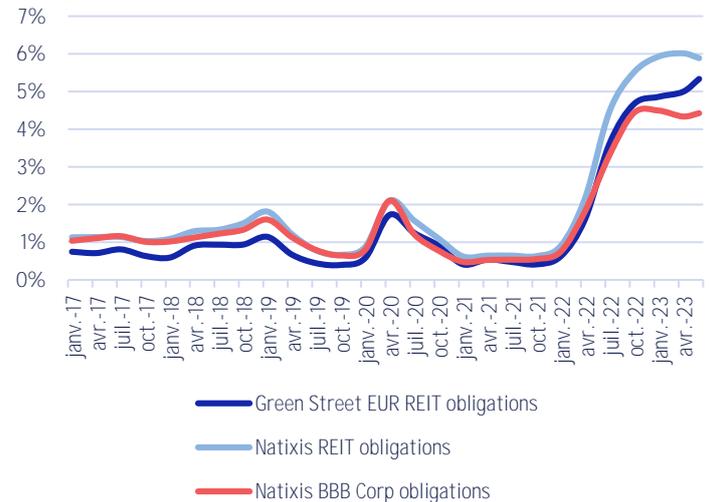
- Le coût des prêts et celui des obligations immobilières ont augmenté de 365 pdb et 450 pdb respectivement, depuis la fin de l'année 2021, **d'après** la comparaison entre notre base interne de taux garantis et les rendements obligataires non garantis des foncières de Green Street.
- Durant le T2 2023, on a observé un ralentissement à la fois de la hausse des rendements obligataires et de **l'augmentation** des coûts « all-in » pour les prêts immobiliers institutionnels.
- L'écart de près de 200 pdb entre les rendements obligataires et les coûts des prêts privés a été ramené à moins de 100 pdb, les marchés obligataires ayant réévalué le risque à la hausse.
- Les dernières données confirment le degré élevé de corrélation entre les deux séries de données, en particulier depuis la fin de l'année 2021.
- Ces augmentations importantes et rapides depuis 2021 soulignent l'impact des hausses de taux alors que les banques centrales reprennent la maîtrise de **l'inflation** exacerbée par la guerre en Ukraine et ses conséquences.
- Les banques centrales ayant mis fin à leurs politiques d'assouplissement quantitatif, les marchés obligataires ont vu leurs rendements s'accroître, avec des conditions de crédit plus strictes à mesure que le principal acheteur d'obligations - les banques centrales - cessait d'être actif.

Rendement à l'échéance de la dette des foncières européennes libellée en GBP et en EUR



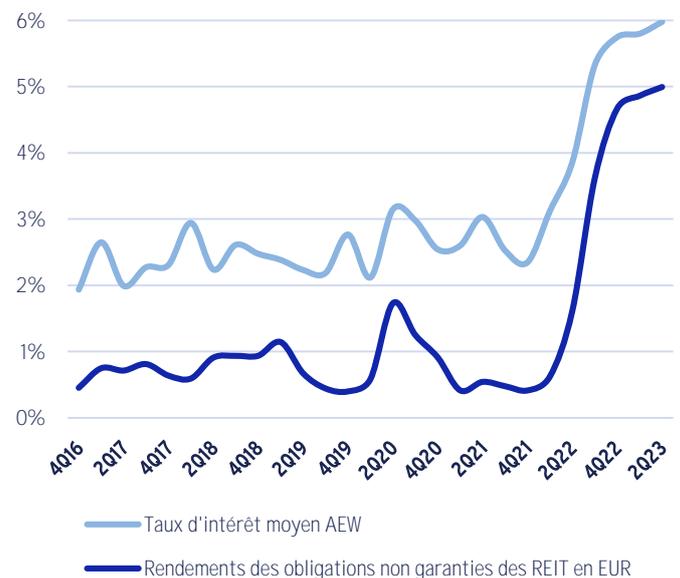
Sources: AEW Research & Strategy, Green Street

Rendements obligataires des FPI libellés en euros par rapport aux rendements des obligations d'entreprises BBB



Sources: AEW Research & Strategy, Green Street & Natixis

Taux d'intérêt AEW global vs. Green Street unsecured REIT bond YTM, Europe (hors UK)



Sources: AEW Research & Strategy, Green Street

MARGES BANCAIRES STABLES SUR EN EUROPE CONTINENTALE

- Les données trimestrielles de Chatham Financial ont montré que les marges **d'emprunt** en immobilier institutionnel en Europe du nord (France, Allemagne et Pays-Bas) se sont stabilisées entre 155 et 190 pdb lors des 3 derniers trimestres.
- Les données de Chatham Financial sont basées sur les émissions de prêts provenant de leur activité de conseil en matière de dette et de couverture et portent sur les prêts séniors dont la LTV est d'environ 50 %.
- Les marges sur les emprunts pour des bureaux sont restées supérieures de 15 pdb aux marges logistiques au cours des derniers trimestres, tandis que les marges sur les prêts résidentiels se sont resserrées de 10 pdb.
- Après le choc initial de la Covid au 1T 2020, les marges se sont stabilisées aux niveaux pré-Covid du 4T 2019 au cours des deux années suivantes.
- Plus récemment, l'augmentation de 50 pdb à partir du premier trimestre 2022 a commencé à **s'atténuer** et les marges sur les prêts se sont stabilisées, voire resserrées dans le cas des prêts résidentiels.

LES MARGES ANGLAISES RESTENT ELEVÉES

- Les dernières données historiques trimestrielles pour le Royaume-Uni sont intéressantes à noter par rapport au reste de l'**Europe**.
- D'**abord**, les marges au RU en bureaux et en logistiques sont plus élevées de 50 à 60 pdb par rapport à la moyenne en Europe du nord, ce qui peut **s'expliquer** par des coûts de financement plus élevés pour les banques britanniques. D'**autre** part les banques d'**Europe** continentale peuvent accéder à des financement par obligations sécurisées.
- Ensuite, les marges de prêts pour le résidentiel au RU se sont rapprochées des autres secteurs depuis notre dernier rapport, mais restent 65 pdb au-dessus de la moyenne en résidentiel en Europe du nord.
- Cet ajustement peut **s'expliquer** par une proportion plus faible de prêts au développement l'**année** dernière dans l'**échantillon** de données de Chatham Financial.
- L'**évolution** des marges dans le temps et l'**impact** négatif des conditions

LA HAUSSE DES MARGES BANCAIRE RALENTIT

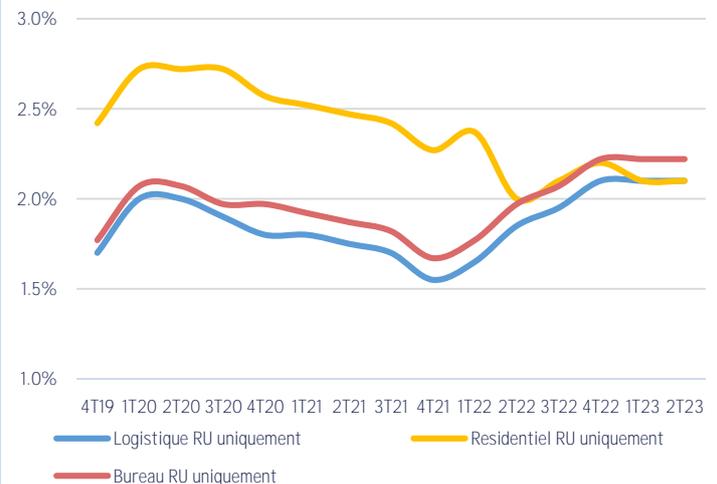
- Malgré les fluctuations inter-périodes liées la Covid, les marges des prêts en immobilier institutionnel ont eu tendance à augmenter modérément de 30 pdb depuis fin 2019.
- Mais les augmentations de marges ont ralenti au premier semestre 2023 sur la base des données internes de Chatham Financial et d'AEW.
- Comme précédemment, nos données sur les marges des prêts AEW présentent un schéma plus volatil et élevé par rapport aux marges de Chatham Financial, car les échantillons de données sur les prêts restent constamment différents les uns des autres.
- Comme pour Chatham Financial, nos marges montrent l'impact des premiers confinements liés à la Covid au premier trimestre 2020, le début de la guerre en Ukraine au deuxième trimestre 2022 et les hausses de taux des banques centrales qui ont suivi.
- Cependant, nos dernières données du T1 et du T2 2023 montrent une tendance à la modération et un écartement plus lent dans les séries de données de Chatham Financial et d'AEW.
- Nos données internes sont moins stables lorsqu'elles sont comparées sur une base trimestrielle, ce qui souligne la nécessité d'une source de données granulaire à l'échelle du secteur pour une mise en commun.
- Nous notons que Moody's a récemment relancé le consortium européen de données sur les prêts immobiliers institutionnels, ce qui constitue un pas dans la bonne direction.

Marges de prêt pour l'Europe du Nord (France, Allemagne et Pays-Bas) par secteur



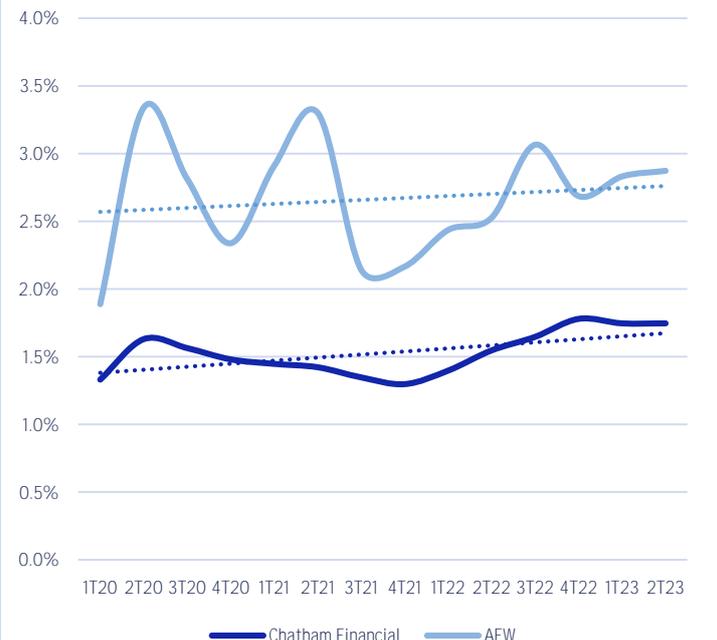
Sources: AEW Research & Strategy & Chatham Financial

Marges de prêt par secteur, Royaume-Uni uniquement



Sources: AEW Research & Strategy & Chatham Financial

Marges de crédit moyennes trimestrielles pour tous les secteurs immobiliers (hors commerce de détail) pour l'Europe du Nord (FR, DE & NL)



Sources: AEW Research & Strategy & Chatham Financial

LE SENTIMENT SUR LES CONDITIONS DE PRÊTS SE STABILISE AU Q2

- Les données du CREFC Europe résultent d'une enquête menée auprès des banques, des assureurs, des fonds de dette, des emprunteurs et des consultants en Europe, y compris du Royaume-Uni. Elles montrent que les marges sur les prêts pourraient avoir atteint un pic au T1 2023.
- La dernière enquête du 2T 2023 souligne une diminution attendue des marges de prêts, probablement liée à la baisse de l'inflation et à la perspective d'un ralentissement des hausses de taux d'intérêt de la banque centrale.
- Il serait donc légitime de s'attendre à une nouvelle stabilisation des marges dans la mesure où le rebond macroéconomique se poursuit et où les perspectives restent positives.
- Les dernières données confirment également la forte corrélation entre les conditions générales de prêt et les évolutions attendues de taux et de marges. Lorsque **qu'une** augmentation des marges est attendue, les conditions de prêt se resserrent, dans une certaine mesure.
- Notez que l'**enquête** de sentiment sur les termes de financement publié par le CREFC est calculé en pondérant les réponses des participants, mais après le 3T 2020, nous le calculons comme une moyenne des anticipations de LTV et d'ICR.

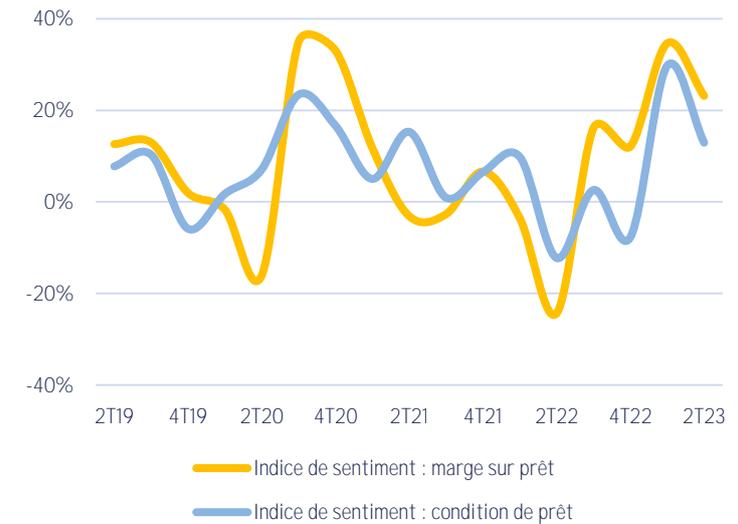
LE DURCISSEMENT DES COVENANTS FINANCIERS S'ASSOULIT

- Les données récentes du CREFC montrent que le durcissement des covenants financiers culminé au 1T2023 avant de **s'assouplir** au T2 2023.
- Cette assouplissement est probablement déclenchée par la normalisation progressive de **l'inflation**, la reprise macroéconomique, et le ralentissement de la hausse des taux directeurs et des taux **d'intérêts**.
- Les données récentes reconfirment que le sentiment sur les termes et les marges bancaires sont négativement corrélés. Autrement dit, quand les prêteurs deviennent plus prudents, les clauses se durcissent et les marges augmentent.
- Notez que nous avons remplacé les clauses de LTV avec la moyenne des clauses de LTV et **d'ICR** car ils sont fortement corrélés et leur combinaison permet une analyse historique plus longue.
- Ainsi il est raisonnable de **s'attendre** à une stabilisation des marges et à un assouplissement des clauses du moment que les banques centrales ralentissent leurs hausses de taux à mesure que l'inflation diminue et qu'une récession est évitée.

LES LTV TARDENT À RÉAGIR AU SENTIMENT

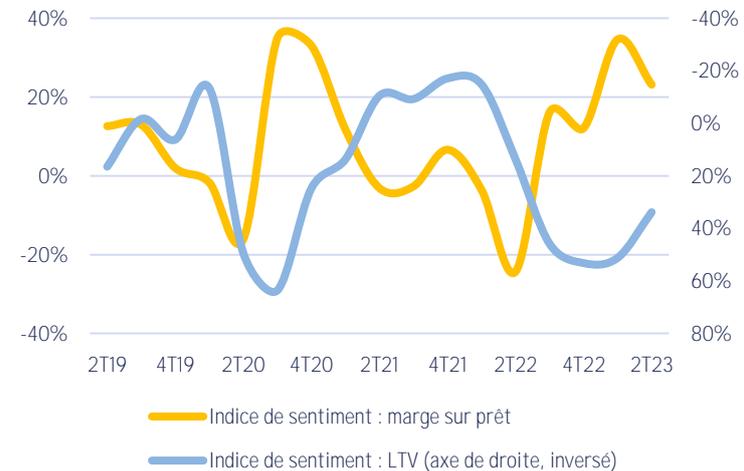
- L'enquête du CREFC Europe permet une analyse plus complète de nos données granulaires de prêts pour l'Europe, hors Royaume-Uni.
- La forte corrélation entre le changement de sentiment du CREFC à l'égard des termes de financement et les LTV des prêts contractés est remarquable.
- L'**évolution** du sentiment au 2T et 3T 2020 pendant la pandémie **s'est** traduite en décalage par une baisse des LTV contractées qui sont passées de 60 % à 45 % au 4T 2020.
- Par rapport à cette répercussion synchronisée sur 2020-2021, nous constatons une réduction plus tardive et moindre des LTV contractées par rapport au sentiment de l'**enquête**.
- Nos dernières références de transactions portent une LTV à 53 %, soit une baisse de 6 % comparé aux 59 % atteints au cours du 2T 2020 et du 3T2021.
- Pour le CREFC, le sentiment sur les clauses financières se sont légèrement améliorées depuis le 2T 2023, impliquant que les prêteurs pourraient cesser de renégocier à la baisse les LTV. Autrement dit, les LTV contractées sont en décalage croissant par rapport à l'enquête de sentiment du CREFC depuis la mi-2022; et ce décalage pourrait **s'accroître**.
- Cependant, si nos données de LTV contractées sont représentatives, cela pourrait signifier que les difficultés de refinancement dans les trois prochaines années pourraient être moindres si le ratio de LTV demeurait supérieur à 50 %.

Changement de sentiment concernant la marge et les modalités de prêt



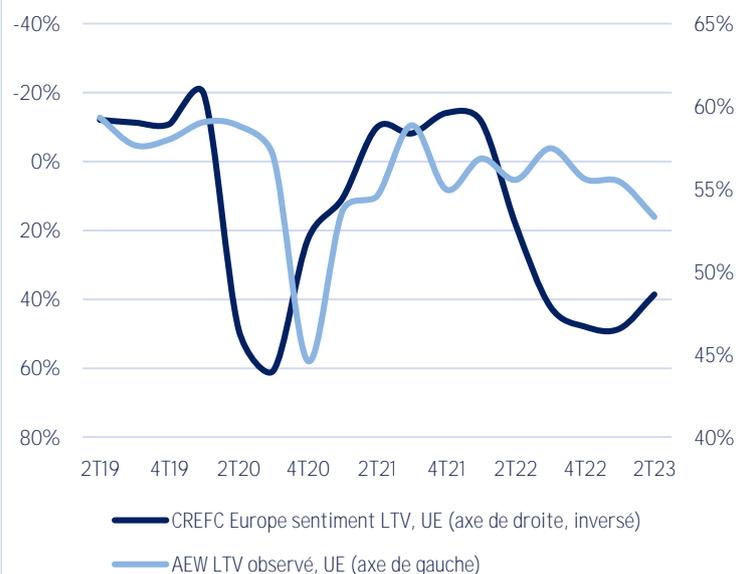
Sources: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Indice de sentiment de marge de prêt vs. indice de sentiment de LTV



Sources: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

LTV effectif par rapport au sentiment de la Commission financière de l'UE (hors Royaume-Uni)



Note : L'indice de confiance des conventions financières publié par le CREFC est calculé en pondérant les réponses des répondants à l'enquête sur les attentes en matière de LTV et d'ICR - significativement ou modérément plus élevées ou plus basses.

Sources: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

LES ÉVOLUTIONS DE PRIX DEPUIS 2018 VARIANT DE -50% À +100%

- Lorsqu'il s'agit de refinancer des prêts arrivant à maturité en 2023 et au-delà, il convient de s'intéresser à l'évolution de valeur des sous-jacents immobilier depuis l'octroi du prêt.
- Les maturités des prêts européens oscillent entre 3 et 7 ans. Nous supposons donc une maturité moyenne des prêts de 5 ans. Les prêts arrivant à maturité en 2023 auraient ainsi été octroyés en 2018. Sur cette base, nous pouvons évaluer l'évolution des valeurs prime pour chaque secteur au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie et en Espagne de 2018 à 2026, sur la base des valeurs prime historiques et prévisionnelles d'AEW.
- Sans surprise, les secteurs du commerce sont les moins performants, avec les actifs de commerce au Royaume-Uni, en Espagne et aux Pays-Bas se dépréciant de près de moitié d'ici 2026, baisse en grande partie déjà actée.
- Dans le top 3 des progressions de la valeur en capital, les actifs logistiques prime aux Pays-Bas¹, en Italie et en Allemagne, gagnent 100 %, 44 % et 38 % respectivement en valeur nominale entre 2018 et 2026.
- Dans les autres secteurs, la valeur en capital varie entre ces fourchettes et sont représentés en gris pour une meilleure lisibilité.

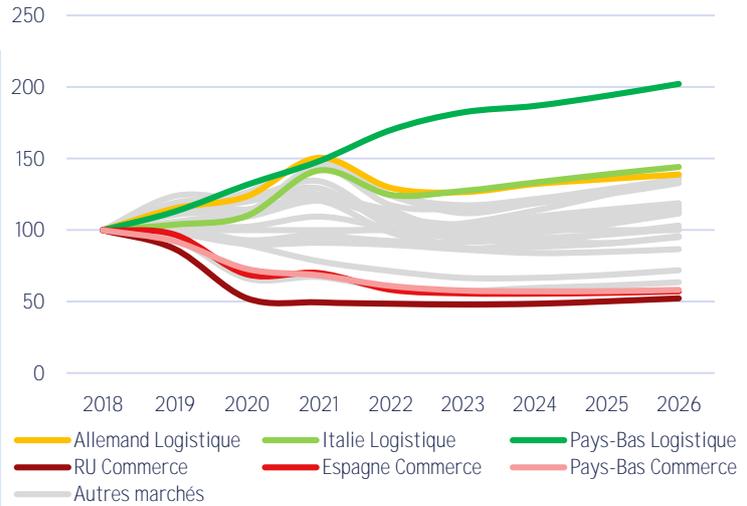
LES INVESTISSEMENT RECORDS EN 2021 EN ALLEMAGNE POSENT DES RISQUES

- Outre une dépréciation des sous-jacents, le résultat de l'enquête du CREFC montre que les prêteurs réduiront leur exigence de LTV à 50 %.
- Par exemple, le déficit de financement pour les prêts allemands garantis par un actif de commerce et émis en 2018 est estimé de la manière suivante :
 - Les acquisitions en capitaux propres sont déduites des volumes d'investissement.
 - On suppose un ratio LTV moyen de 60 % à l'achat en 2021
 - Les prévisions de prix sur 5 ans dans le résidentiel allemand indiquent une baisse de valeur de -3,4 % entre 2021 et 2026.
 - Les nouveaux financements disponibles sont estimés à 50% de LTV de la nouvelle valorisation
 - Des capitaux propres supplémentaires (ou de la dette junior) sont nécessaires pour éviter un défaut de paiement : la barre rouge correspondante dans du graphe du déficit de financement.
- Le volume particulièrement élevé de transactions dans ce secteur en 2021, la baisse des LTV de refinancement et la dépréciation créent un DF de 6,3 milliards d'euros dans le secteur résidentiel allemand en 2026.
- Le DF sur du résidentiel allemand est le segment le plus large dans notre analyse du déficit de financement en Europe.
- Cependant, comme ces prêts ne se refinancent qu'en 2026, ils sont plus sensibles aux futures hypothèses d'expertises que les prêts aux échéances plus proches.

LE DFG DOUBLE AVEC DAVANTAGE D'HISTORIQUE ET DE PAYS

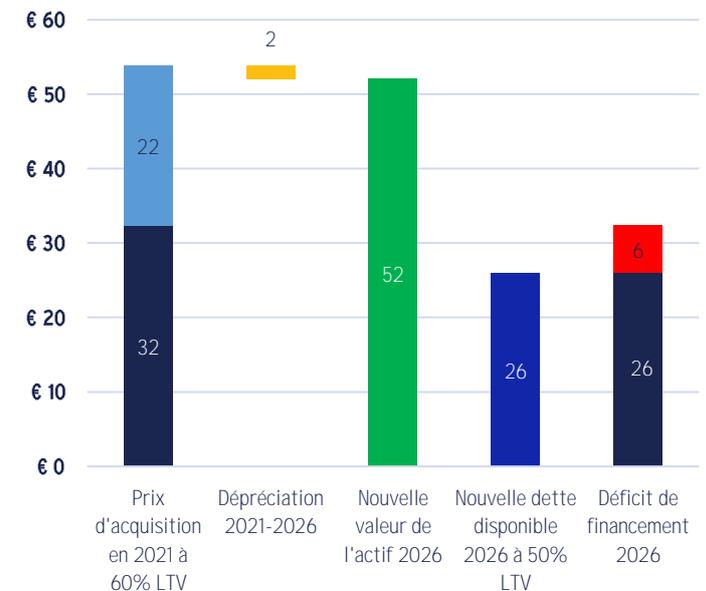
- Pour affiner la comparaison, nous avons étendu notre analyse à trois autres pays : Pays-Bas, Italie et Espagne.
- Ces trois pays ont ajouté un montant cumulé de 16 milliards d'euros à l'estimation totale du DF pour la période 2023 - 2025.
- De plus, nous ajoutons 2021 comme année supplémentaire des prêts contractés arrivant à échéance en 2026.
- Selon nos informations, les prêts de l'année 2018 arrivant à échéance en 2023 ne sont pas refinancés ou remboursés, mais prolongés pour une période d'un à deux ans.
- Cela justifie pleinement le maintien des échéances à 2023 dans nos estimations cumulées du DF.
- Puisque nos prévisions et hypothèses en termes de valeur en capital restent inchangées depuis nos estimations de mars 23, l'addition des prêts contractés en 2021 ajoute 26 milliards d'euros supplémentaires à notre DF cumulé.

Valeur en capital des trois marchés immobiliers européens les plus performants et les moins performants en fonction de l'évolution prévue de la valeur en capital (2018 =100)



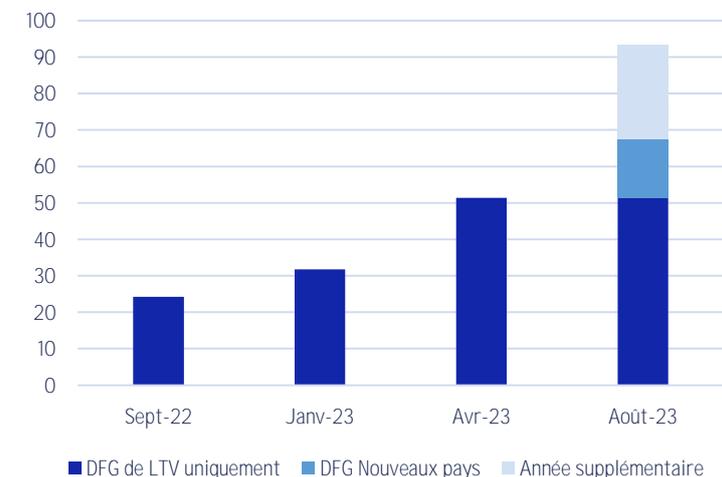
Source: AEW Research & Strategy

Estimation pas à pas de l'écart de financement de la dette pour tous les prêts 2021 garantis par des transactions résidentielles en Allemagne en Mds EUR (bleu foncé = dette, bleu clair = fonds propres, ambre = baisse de valeur, vert = valeur des actifs, rouge = DFG).



Source: AEW Research & Strategy

Évolution de l'estimation du déficit de financement de la dette



Source: AEW Research & Strategy

¹ A noter que l'augmentation significative des valeurs en capital en logistique aux Pays-Bas est soutenue principalement par la réglementation locale autorisant davantage d'utilisateur dans des zones portuaires précédemment restreintes. Ces changements ont poussé significativement les loyers et les prix à la hausse

LE DEFICIT DE FINANCEMENT ATTEINT 93 MDS EUR SUR 2023-26

- En appliquant l'exemple précédent, sur le résidentiel en Allemagne, sur les quatre secteurs immobiliers dans six pays et pour les échéances de prêts 2018-21, nous estimons à 93 Md€ le montant de déficit de financement (DF) pour la période 2023-26.
- Environ 38 % de ce déficit de financement sont liés à la dette immobilière allemande (36 Md€), suivie par la France (19 Md€) et le Royaume-Uni (19 Md€).
- La contribution des trois nouveaux pays (Pays-Bas, Italie et Espagne) au DF (20 Md€) ne représente que 21 %, en ajoutant l'historique de 1021
- En termes d'échéances de prêt, la plus grande partie du DF cumulé se situe en 2024 avec 27 Md€, puis 26 Md€ en 2026.
- La diminution du DF en 2025 à 17 Md€ est certainement due à une baisse des volumes de transactions et de prêts associés en 2020, liée à la Covid.
- La plus grande part du DF provient des bureaux (39 Md€), suivis des commerces (25 Md€), du résidentiel (22 Md€) et de la logistique (7 Md€).

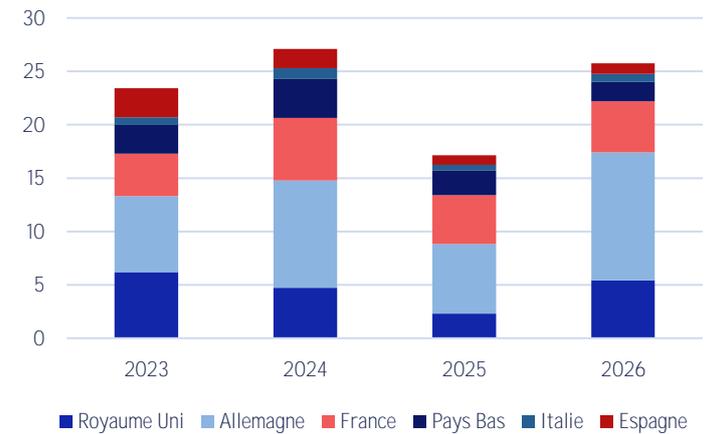
LA FRANCE A LE DF LE PLUS IMPORTANT EN % DES PRÊTS ÉMIS

- Les montants absolus de DF sont indicatifs du risque potentiel de refinancement. Pour comparer l'ampleur relative du DF par pays, celui-ci est ramené en pourcentage des montants totaux de prêts.
- Le DF de 19 Md€ en France représente 27 % de l'ensemble des prêts accordés adossés à l'immobilier au cours de la période 2018-21. Il s'agit de la part la plus élevée des emprunts sur l'ensemble des six pays couverts.
- La proportion moyenne à travers les six pays est de 21 %, soit un cinquième des prêts en défaut de financement à échéance..
- L'Allemagne et les Pays-Bas affichent un taux de 22 %, légèrement supérieur à la moyenne.
- Étonnamment, la part de l'Italie est inférieure à la moyenne (18 %), tandis que celle du Royaume-Uni atteint tout juste 16 %.
- Le niveau limité du DF au Royaume-Uni est probablement dû à l'appréciation limitée du capital au Royaume-Uni avant 2018, limitant la dépréciation dans les secteurs hors commerces.

LES DÉPRÉCIATIONS DE 2018-2021 COMPARABLES AUX PERTES HISTORIQUES DES CMBS

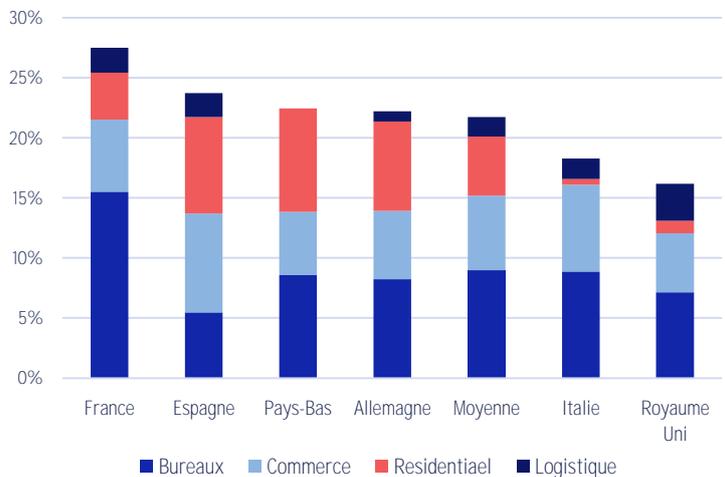
- Notre DF ne se traduit pas directement par des pertes attendues pour les prêteurs immobiliers. Nous estimons les pertes en utilisant les hypothèses suivantes pour les six pays, les quatre secteurs immobiliers et les quatre années de prêt en trois étapes :
 - Le DF est estimé à 22 % des prêts initiaux de 2018-21
 - Les prêts octroyés au cours d'une période donnée ne seront pas refinancés si la LTV au refinancement est supérieure à 75 % et le prêt sera en défaut. Le prêteur saisira et vendra le collatéral pour récupérer le capital. Nous ne tenons pas compte des intérêts cumulés non payés.
 - Lors d'une défaillance, nous supposons un coût d'exécution de 25 % de la valeur estimée de la garantie à la revente, le reste étant récupéré par le prêteur.
- Selon ces étapes, nous estimons que 5,8 % des prêts immobiliers sont en défaut de paiement à l'échéance et que les pertes totales sur les prêts immobiliers pour les exercices 2018 à 2021 s'élèvent à 2,2 % du montant du capital initial.
- La perte implicite en cas de défaillance est donc de 40 %.
- Nos pertes sur prêts sont concentrées dans le secteur des commerces, qui a connu la plus forte dépréciation depuis 2018.
- Enfin, nos estimations de pertes sont en phase avec les pertes historiques des CMBS européens après la crise financière mondiale, qui s'élèvent à 2,3 %, comme indiqué.

Écart de financement de la dette à l'échelle du marché sur une sélection de marchés en Mds EUR



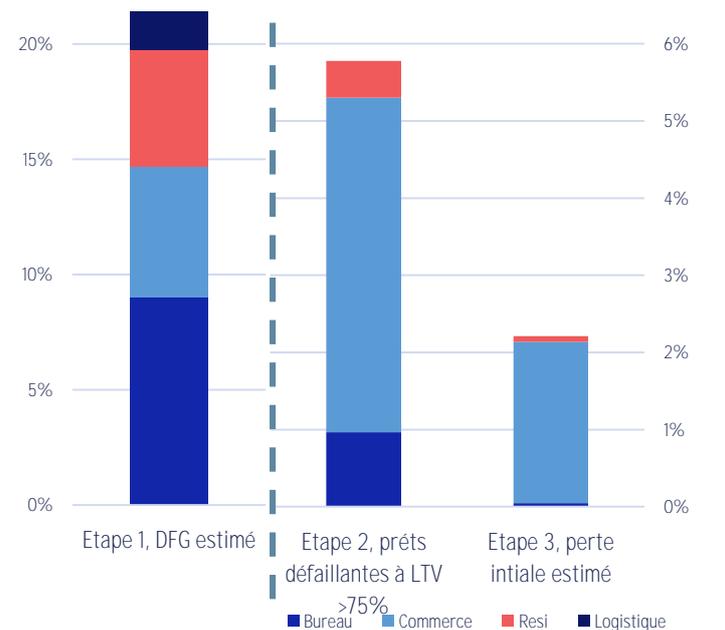
Source: AEW Research & Strategy

2023-2026 total DFG, % des prêts accordés en 2018-2021



Source: AEW Research & Strategy

Approche en trois étapes pour estimer les pertes par secteur immobilier, en % des prêts octroyés entre 2018 et 2021



Source: AEW Research & Strategy

LES PRETS BANCAIRES SE REDRESSENT DANS L'UE POST COVID

- Afin d'évaluer l'impact du déficit de financement (DF) sur le secteur banques, nous examinons les mesures prises par les banques européennes pour amortir les refinancements à venir, et gérer les défauts et pertes qui en résulteraient.
- Nous partageons des données et analyses notables de nos collègues de Natixis, basées sur les publications récentes de l'Autorité Bancaire Européenne (ABE).
- Ces analyses montrent que les prêts immobiliers institutionnels se sont redressés après la Covid. Malgré ce rebond, une réduction générale de prêts bancaires immobiliers institutionnels dans l'UE de -1% par an a été observée depuis 2019; avec des disparités par pays.
- Les banques italiennes (ainsi que les banques portugaises et grecques) ont significativement réduit leurs prêts immobiliers aux institutionnels depuis le début de l'année 2019, avec une moyenne annuelle de -6%.
- En revanche, les banques françaises ont augmenté leurs prêts immobiliers sur la même période de 10 % par an, avec une croissance de plus de 20 % pour la seule année 2021. Ces chiffres pour la France peuvent alarmer à première vue mais ils doivent être remis dans leur contexte pour être correctement interprétés.

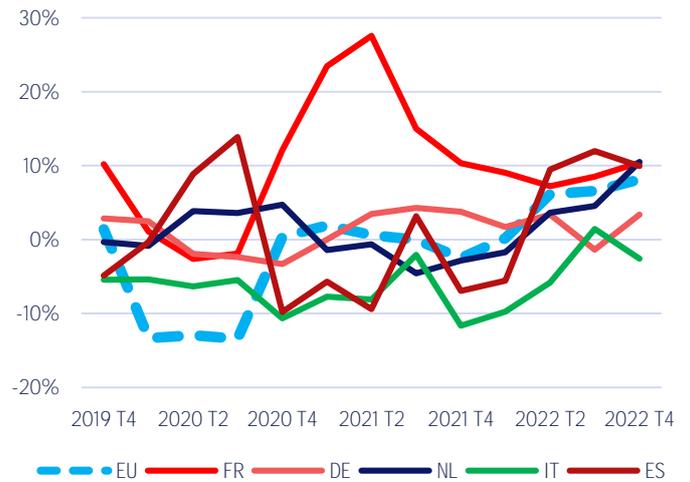
LES PRÊTS IMMOBILIERS INSTITUTIONNELS REPRÉSENTENT MOINS DE 7 % DES PRÊTS ACCORDÉS PAR LES BANQUES DE L'UE

- Selon l'ABE, les prêts immobiliers institutionnels représentent moins de 7 % du portefeuille de prêts bancaires dans l'UE à fin 2022.
- Des écarts marqués avec la moyenne de l'UE sont observés en Suède et en Grèce, avec des parts de marché de 14 % et 11 % respectivement, tandis que parts de marché en Espagne et en France atteignent 4 % et 5 % respectivement.
- Dans la mesure où les banques françaises n'enregistrent que 5% de prêts immobiliers institutionnels dans leur bilans, l'augmentation notable récente relativise le risque sur la stabilité du système bancaire français. Dans certains cas, les prêts aux PME adossés à des biens immobiliers ne sont pas classés comme des prêts immobiliers, mais plutôt comme des prêts aux sociétés.
- En comparaison, les banques allemandes se situent à 10 %, au-dessus de la moyenne de 7 % de l'UE. Toutefois, elles enregistrent une croissance modeste de 2 % par an sur la période 2019-2022.
- Finalement, les derniers résultats des tests de résistance des banques de l'ABE (juillet-23) sont rassurants: seuls 3 des 70 banques de l'UE contrôlées devraient lever des capitaux en cas de scénario catastrophe. Les résultats obtenus par l'ABE sont conformes à ceux obtenus par la BoE et la Fed.

LES RATIOS BANCAIRES AFFICHENT DES RISQUES SYSTÉMIQUES LIMITÉS

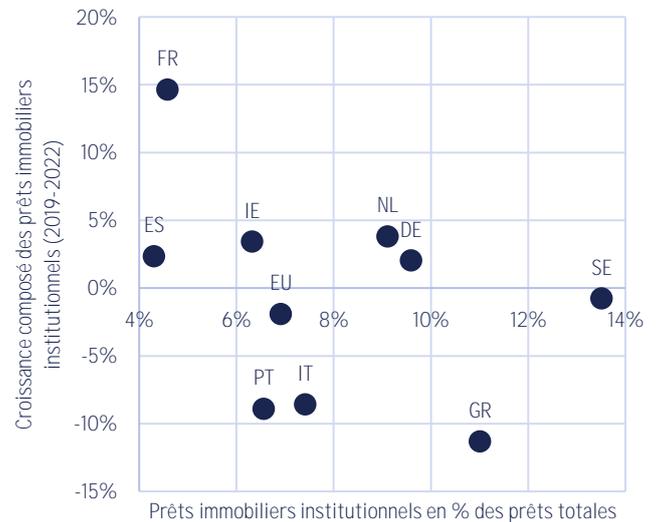
- Pour évaluer la capacité des banques européennes à absorber de futures pertes sur les prêts immobiliers institutionnels, nous utilisons deux indicateurs clés :
 - Le taux de couverture immobilier (réserves en % des NPL)
 - Ratio des prêts non performants (NPL en % de l'ensemble des prêts)
- En moyenne, dans l'UE, les banques ont déjà réservé près de 40 % des NPL en immobilier. Là encore, il existe des différences notables entre les banques néerlandaises (19%) et les banques italiennes (53%) mieux préparées.
- Par ailleurs, les ratios de prêts non performants sont inférieurs à 4 % pour l'ensemble de l'UE. Certains pays se situent à des multiples de ces niveaux moyens de l'UE : le Portugal se situe à 12 %, l'Italie et l'Espagne à 8 % et l'Irlande à 7 %. Il s'agit probablement de prêts non performants résultant de l'extension des prêts à l'époque de la crise financière mondiale.
- En résumé, les deux ratios confirment les préoccupations limitées concernant les prêts bancaires immobiliers institutionnels.
- Néanmoins, nous prévoyons que l'ABE et d'autres régulateurs surveilleront de près les crédits immobiliers et autres créances non performantes afin de s'assurer que les banques européennes sont suffisamment provisionnées pour faire face aux pertes futures potentielles.

Croissance annuelle de l'octroi de prêts immobiliers commerciaux par les banques européennes (données trimestrielles à partir du T4 2019).



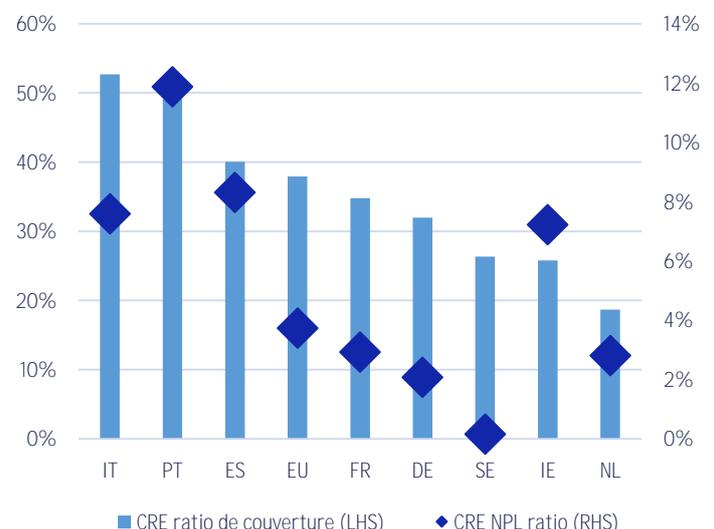
Sources: EBA & Natixis

Les prêts immobiliers institutionnels en % des prêts totales à fin 2021 (abscisses) et CAGR 2019-22 (ordonnées)



Sources: EBA & Natixis

Ratio de couverture des prêts immobiliers institutionnels (réserves en % des prêts non performants) et le ratio des prêts non performants (prêts non performants en % de tous prêts)



Sources: EBA & Natixis

À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 80,3 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2023. Le groupe AEW compte plus de 890 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2023, AEW gère en Europe 2 38,9 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 23 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant plus de 8,4 Mds€, qui classent AEW parmi les cinq plus grands acteurs de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 485 collaborateurs répartis dans 12 bureaux et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, le groupe AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de 21 Mds€ 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



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
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



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

CONTACTS - INVESTOR RELATIONS



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



BIANCA KRAUS
Managing Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
Tel. +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com



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

LONDON
AEW
33 Jermyn Street
London, SW1Y 6DN
UK

PARIS
AEW
43 Avenue Pierre-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

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

1 Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales de la société AEW Europe SA en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société affiliée AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

2 Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW Europe LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.a.r.l.

3 AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

4 Classement ASPIM « Les fonds immobiliers grand public en 2022 » selon la capitalisation totale SCPI + OPCI grand public.