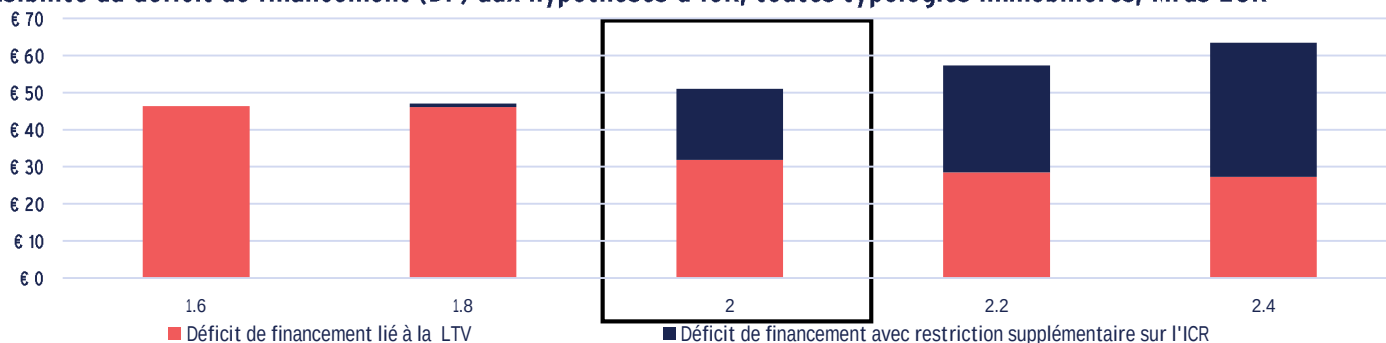


LA BAISSÉ DES VALEURS IMMOBILIÈRES ET DE L'ICR AMPLIFIENT LE DÉFICIT DE FINANCEMENT

- Cette publication fait suite à notre étude sur le déficit de financement (DF) publiée en septembre 2022. Le DF représente l'écart potentiel entre le montant initial de dette sécurisée à l'émission sur une année donnée et le montant de dette disponible au refinancement du prêt une fois arrivé à sa maturité.
- Nous avons inclus, dans cette mise à jour, nos dernières prévisions d'évolution des valeurs en capital qui se répercutent sur les ratios LTV (montant du prêt sur la valeur de l'actif ou quotité de financement), notamment sur la liquidité disponible au refinancement - ainsi que notre analyse de l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ratios de couverture des intérêts (ICR - *interest coverage ratios*).
- Premièrement, le DF lié au ratio de LTV est estimé à 32 Mrds d'euros selon nos dernières prévisions. L'augmentation est principalement due à la baisse anticipée des valeurs vénales des sous-jacents qui affecte 11 marchés immobiliers sur 12 couverts dans trois pays, contre 6 marchés seulement dans notre analyse précédente.
- Deuxièmement, la hausse des taux d'intérêt « all-in », qui ont doublé en 2022 pour atteindre 6,3% au Royaume-Uni et 4,0% en Europe continentale à fin 2022, pèse sur les refinancements à venir. Le maintien à la hausse des taux d'intérêt justifie la prise en compte de l'impact de ces taux élevés dans notre estimation du DF.
- L'effet perturbateur de ces hausses de taux est illustré par la baisse des ICR des prêts appelés à être refinancés en 2023 à 1,6 comparé à une moyenne décennale de 3,25, toutes typologies immobilières confondues. La baisse des ICR est peu attractive pour les prêteurs et pose également problème d'un point de vue réglementaire ou en termes de réserves de capital, notamment pour les prêteurs bancaires.
- Sur la base des retours d'experts en financement, nous avons fixé un seuil d'ICR pour le refinancement des prêts dans une fourchette allant de 1,6 et 2,4. Le point médian à 2,0 implique que 50% des revenus locatifs soient alloués au paiement des intérêts.
- En tenant compte de ces hypothèses de seuils d'ICR, du taux d'intérêt plus élevé au moment du refinancement et du niveau actuel des revenus locatifs, nous estimons le montant de dette éligible au refinancement pour les prêts arrivant à maturité en 2023-2025 pour les 12 marchés immobiliers couverts. Dans la plupart des cas, le montant de dette disponible au refinancement calculé avec ces contraintes sur l'ICR est inférieur au montant de dette d'origine, ce qui déclenche un déficit de financement lié à l'ICR.
- Le DF total - lié aux contraintes de refinancement sur la LTV et sur l'ICR - atteint 51 Mrds d'euros en Europe toutes typologies confondues. L'indicateur le plus restrictif déclenchant le DF est sélectionné (soit l'ICR, soit la LTV). Le DF total est sensible aux seuils d'ICR pris en compte (cf. graphique ci-dessous), notamment si l'ICR dépasse 2,0.
- Le changement le plus notable dans notre estimation du DF est l'inclusion des exigences d'ICR qui comptent pour 37% du DF total dans l'hypothèse d'un ICR médian de 2,0. Géographiquement, le DF total en Europe est réparti à 45% en Allemagne, 33% au Royaume-Uni et 22% en France.
- Pour combler ce déficit élargi, prêteurs et emprunteurs devront se montrer créatifs pour restructurer les prêts existants et atteindre des niveaux soutenables de LTV et d'ICR: extensions d'échéances, renonciations de clauses, excédent de trésorerie bloqué (*cash traps*) et/ou restructuration partielle de prêts avant refinancement, notamment par des outils de couverture etc.
- L'écosystème financier pour s'atteler à ces défis s'est améliorée depuis la crise financière mondiale de 2007-08. Mais cette fois-ci, il ne faudra pas compter sur un environnement de taux d'intérêt bas.

Sensibilité du déficit de financement (DF) aux hypothèses d'ICR, toutes typologies immobilières, Mrds EUR



Sources: AEW Recherche & Stratégie

LE RATIO DE COUVERTURE DES INTÉRÊTS (ICR) DEVIENT DÉTERMINANT

- Malgré la retombée de l'inflation sous les 10% depuis le niveau record de fin 2022, la probabilité que les banques centrales remontent à nouveau leurs taux directeurs début 2023 reste très forte.
- Dans cette expectative, les taux swap 5 ans pour le SONIA 3 mois (RU) et l'EURIBOR 3 mois sont remontés de 300 pbb et de 280 pbb respectivement depuis décembre 2021.
- Les taux swap sont redescendus du pic atteint lors de l'épisode du mini-budget britannique pour se stabiliser autour des 4,0% (GBP) et 2,8% (EUR) fin 2022.
- De leur côté, les marges bancaires ont légèrement progressé, portant les taux « all-in » à des niveaux élevés de 6,0% au RU et 4,5% en Europe.
- Les taux d'intérêt s'étant maintenus hauts depuis plus de deux trimestres, il convient d'estimer leur impact sur le refinancement via le ratio de couverture des intérêts ou ICR.
- L'ICR est le ratio entre le revenu disponible et les intérêts à payer. Un ICR inférieur à 1,0 signifie que les revenus sont insuffisants pour couvrir la totalité des intérêts.
- La hausse des taux d'intérêt déclenche des problématiques de refinancement des prêts existants quand la renégociation des taux fixes précédemment contractés fait baisser l'ICR à des niveaux insoutenables.
- Cette problématique de l'ICR s'ajoute aux restrictions sur le ratio d'endettement (LTV) affecté par la baisse des valeurs immobilières.

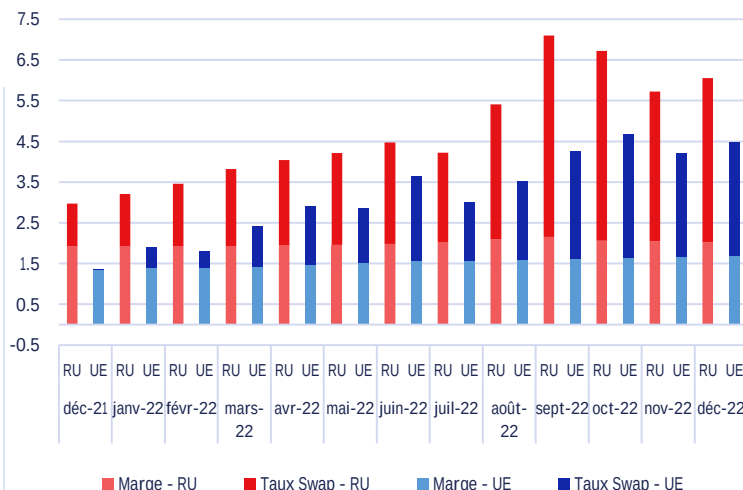
LES LTV AU REFINANCEMENT DEVRAIENT BAISSER

- Comme notre publication de septembre 2022 l'avait mis en évidence avec l'enquête du CREFC, les prêteurs européens réagissent mécaniquement aux mouvements de taux.
- Les résultats de cette enquête du 3T 2022 font apparaître que les sentiments de marché vis-à-vis des LTV et des marges bancaires sont négativement corrélés.
- Autrement dit, quand les prêteurs deviennent plus prudents, les LTV diminuent et les marges augmentent, ce que confirment d'autres sources.
- Effectivement, les marges bancaires, illustrées plus haut, ont progressé graduellement au cours de l'année 2022.
- A partir de ces résultats et de l'augmentation des taux swap, nous continuons de prévoir une baisse des ratios de LTV, d'autant plus que la BCE et la Bank of England devraient envisager de nouvelles hausses de leurs taux directeurs en 2023 pour contrôler l'inflation.

LA REMONTÉE DES TAUX DIMINUE DE MOITIÉ L'ICR

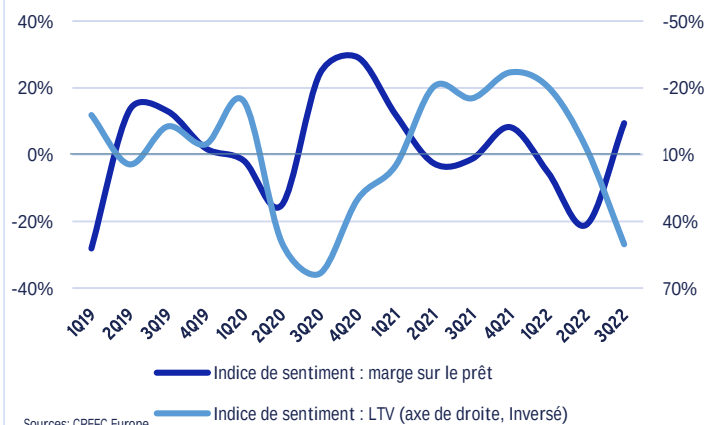
- L'effet perturbateur des récentes hausses de taux d'intérêt sur l'ICR est illustré par les courbes historiques des taux d'intérêt « all-in » et des taux de rendement immobiliers prime.
- L'ICR estimé a diminué de moitié, passant d'une moyenne décennale (2012-2021) de 3,25% à moins de 1,6% en 2022.
- Pour les prêteurs, cela signifie que les prêts émis en 2022 disposent de moitié moins de couverture des intérêts que la moyenne décennale. La baisse des ICR est peu attractive pour les prêteurs et pose également problème d'un point de vue réglementaire ou en termes de réserves de capital, notamment pour les prêteurs bancaires.
- Jusqu'en 2022, les investisseurs et les prêteurs ont bénéficié de solides ICR soutenus par l'assouplissement quantitatif et les baisses de taux des banques centrales après la crise financière mondiale.
- Mais ces politiques monétaires accommodantes ont pris fin quand l'inflation a bondi bien au-delà des niveaux cibles avec les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales pendant la pandémie et la crise énergétique liée au conflit en Ukraine.
- À noter que sur le graphique, chaque estimation annuelle ne prend en compte que les prêts émis au cours de l'année, sur la base des volumes investis et d'une hypothèse de 60% de LTV.
- Les taux de rendement sont basés sur les acquisitions de l'année et les taux « all-in » sont calculés à partir de notre base de données interne sur les prêts en immobilier.

Coût d'emprunt "all-in", %



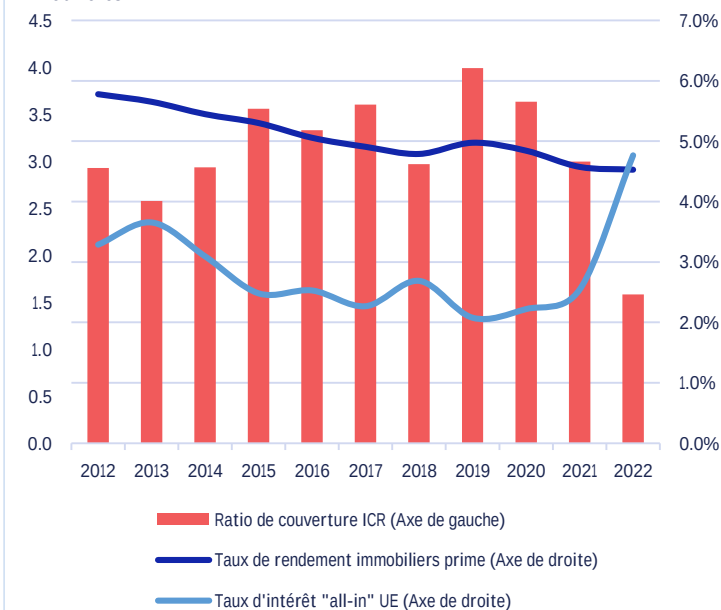
Sources: AEW Recherche & Stratégie, CBRE and Chatham Financial

Résultats de l'enquête sur l'analyse de sentiment du marché de la dette immobilière



Sources: CREFC Europe

ICR par année d'émission - France, RU, Allemagne - toutes typologies immobilières

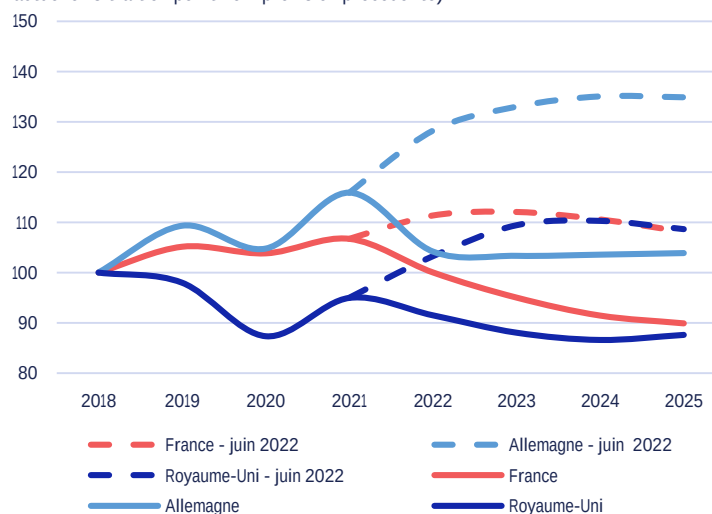


Sources: AEW Recherche & Stratégie, CBRE, Chatham Financial & RCA/MSCI

LES VALEURS IMMOBILIÈRES DEVRAIENT BAISSER D'AVANTAGE

- Les problématiques de refinancement liées aux LTV sont dues en partie à l'évolution de valeur immobilières sous-jacentes depuis l'émission du prêt.
- Ainsi, les valeurs en capital prime au Royaume-Uni, en France et en Allemagne devraient baisser de -7% sur la seule année 2022.
- Initialement, nous avions prévu en mars 2022 une croissance en capital de +8% sur l'année 2022, dans la lignée d'une reprise post-Covid qui apparaissait solide. En passant d'une prévision de hausse à celle d'une baisse, le différentiel cumulé atteint -15% de baisse des valeurs vénales entre nos prévisions de mars et celles de septembre 2022.
- Sur l'ensemble de la période de prévisions (2022-2027) la révision à la baisse cumulée atteint -20% entre nos prévisions de septembre et nos prévisions de mars, ce qui signifie qu'une grande partie de la correction serait actée en 2022.
- C'est une moindre consolation pour les prêteurs qui devront refinancer en 2023-2025 les prêts émis en 2018-2020.
- Les baisses de valeurs les plus importantes entre 2018 et 2023 sont attendues au Royaume-Uni (-12%) et en France (-5%) tandis que sur la période, les valeurs devraient s'apprécier en Allemagne.
- A noter que les dépréciations varient selon les typologies, les valeurs en capital en commerces ayant notamment déjà significativement baissé.

Evolution attendue des valeurs vénales (indice, 2018=100, trait plein = prévision actuelle vs trait en pointillé = prévision précédente)

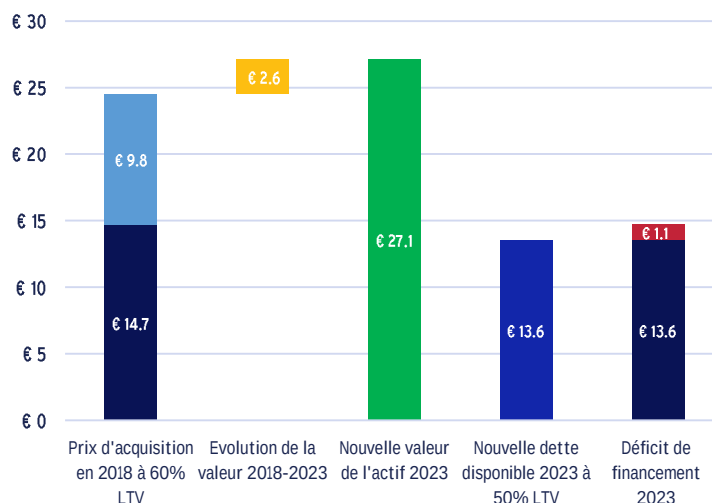


Sources: AEW Recherche & Stratégie et CBRE

LES LTV EN BAISSA ALOURDISSENT LE DÉFICIT DE FINANCEMENT

- Outre la baisse de valeur du sous-jacent immobilier, les dernières données de marché confortent les résultats de l'enquête d'opinion sur les LTV du CREFC qui indiquait une volonté des prêteurs de réduire les LTV vers des niveaux de 45-50%. Nous conservons donc nos hypothèses de refinancement à 50% de LTV de notre analyse de septembre 2022.
- A partir de l'exemple suivant sur les prêts allemands garantis par un collatéral de bureaux et émis en 2018, nous détaillons les étapes de calcul du déficit de financement (DF) :
 - Les acquisitions en capitaux propres sont déduites des volumes d'investissement analysés.
 - Une LTV moyenne de 60% est appliquée sur les 24,5 milliards d'euros investis en bureaux en Allemagne en 2018.
 - Les prévisions d'évolution de valeur vénales pour le bureau en Allemagne anticipent une hausse de 11% 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 remboursement : la barre rouge du graphe correspond au DF.
- La plupart des marchés devraient connaître une baisse des valeurs vénales entre 2018 et 2023. Nous avons volontairement pris l'exemple des bureaux en Allemagne pour illustrer que même en cas d'appréciation des valeurs, la révision à la baisse des LTV peut déclencher un DF.

Estimation étape par étape du déficit de financement pour les prêts émis en 2018 pour financer des investissements en bureaux en Allemagne (EUR Mrds : bleu foncé = dette, bleu clair = capitaux propres, orange = évolution de la valeur, vert = valeur de l'actif, rouge = DF)

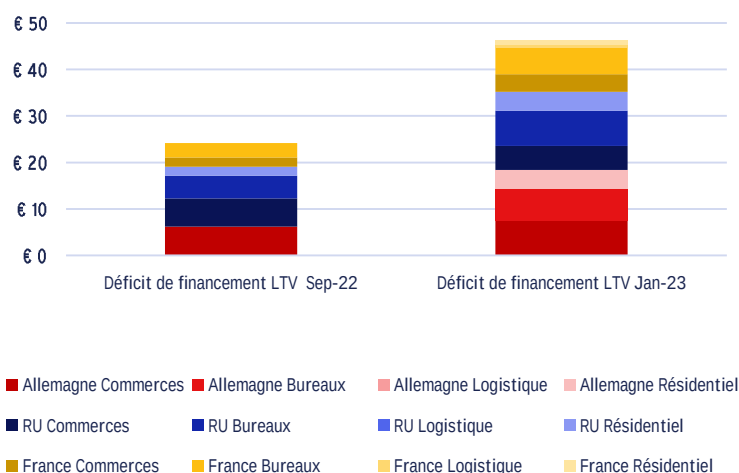


Sources: AEW Recherche & Stratégie

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT LIÉ À LA LTV SEULE DOUBLE À 46 MDS€

- En tenant compte de nos nouvelles prévisions d'évolution des valeurs, nous estimons désormais un DF de 46 Mrds EUR sur les trois prochaines années, comparés aux 24 Mrds EUR de DF estimé en septembre 2022.
- Cette estimation ne prend pas encore les restrictions potentielles liées aux ICR et est essentiellement due à la baisse plus importante qu'initialement attendue des valeurs vénales immobilières.
- Dans cette approche du DF lié à la LTV seule, 11 marchés sur les 12 couverts affichent un DF, la logistique au Royaume-Uni étant préservée. Le changement est notable par rapport à septembre 2022 où seulement 6 marchés sur 12 étaient concernés.
- Le DF lié à la LTV seule se répartit à 40% en Allemagne, 36% au RU et 24% en France. Les bureaux représentent 43% du DF lié à la LTV seule, suivis par les commerces à 35%, le résidentiel à 20% et la logistique à 2%.
- Il est difficile de faire des comparaisons avec les estimations de DF après la crise financière mondiale de 2007-08, le marché faisant face actuellement au double défi de valeurs en baisse et de taux d'intérêt en hausse.

Déficit de financement lié à la LTV seule, par marché et par secteur



Sources: AEW Recherche & Stratégie

LA CROISSANCE DES REVENUS EST INSUFFISANTE POUR COMPENSER LE TRIPLEMENT DES TAUX D'INTÉRÊT

- En plus des restrictions sur les niveaux de LTV, les hausses de taux d'intérêt sont préjudiciables aux ratios ICR au moment du refinancement. Le millésime de prêts émis en 2018 avec un sous-jacent bureau en Allemagne l'illustre ci-contre avec une LTV de 60% et un taux d'intérêt estimé à 1,5%.
- Lors de l'émission du prêt, le taux de rendement prime des bureaux allemands était de 3,7%. Ce taux sert d'indicateur du ratio revenus sur la valeur de 2018.
- Les loyers pratiqués sur le marché (2018-22) et les prévisions de croissance locative pour 2023 déterminent l'évolution des revenus locatifs sur la durée supposée du prêt (5 ans).
- À l'échéance du prêt en 2023, les loyers des bureaux allemands auront augmenté de 19% et représenteront 4,5% de la valeur d'acquisition de 2018.
- Le coût total de la dette (« all-in ») pour les bureaux allemands devrait atteindre 4,4% en 2023, dans l'hypothèse d'un écart stable entre les coûts totaux de la dette et les rendements souverains attendus. Ce taux de 4,4% représente un triplement du taux d'intérêt par rapport au taux de 1,5% à l'émission du prêt.
- Les nouveaux loyers en 2023 sont suffisants pour couvrir les nouveaux paiements d'intérêts avec un ICR de 1,7. Mais cet ICR est nettement inférieur à l'ICR de départ de 4,0.
- Les reports d'échéance ne résolvent pas ce problème d'ICR. En effet, le swap de taux initial expire à l'échéance du prêt et devra être renégocié à un niveau plus élevé pour se couvrir des risques associés aux taux variables.

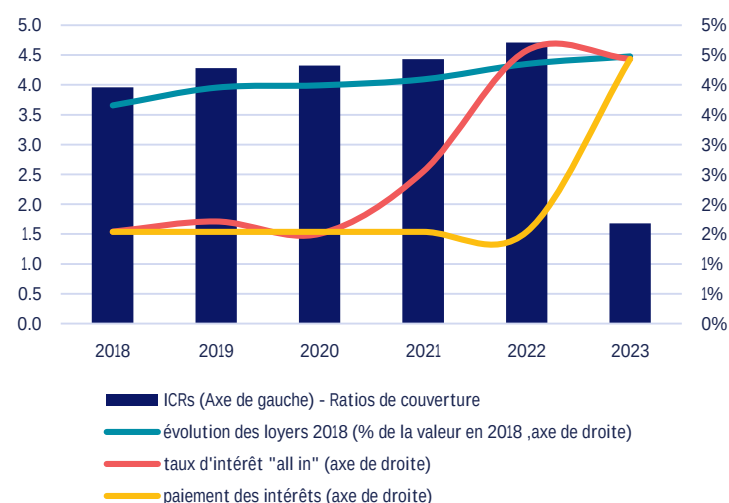
UNE FOURCHETTE ACCEPTABLE D'ICR AU REFINANCEMENT ENTRE 1,6 & 2,4

- Les bureaux en Allemagne qui composent le sous-jacent du millésime de prêts ont généré 900 M€ de revenus locatifs annuels en 2018 et devraient atteindre 1 070 M€ en 2023.
- Cependant, en raison des hausses de taux d'intérêt, les paiements annuels d'intérêts fixes de 226 M€ devraient presque tripler en 2023 pour atteindre 652 M€ au taux d'intérêt le plus élevé.
- En 2018, seulement un quart du revenu était nécessaire pour couvrir les intérêts, donnant lieu à un ICR de 4,0, qui a augmenté avec les hausses de loyer pendant la durée du prêt.
- Avec les nouveaux taux d'intérêt plus élevés, le revenu nécessaire pour payer les intérêts passerait à plus de 60% - si le montant du prêt initial est refinancé sans aucune restriction de l'ICR et ferait baisser l'ICR à 1,7.
- Sur la base des informations fournies par les prêteurs et les experts du marché, une fourchette d'ICR acceptable par les prêteurs pour le refinancement d'un prêt existant se situerait entre 1,6 et 2,4 - avec 2,0 comme point médian.
- Nous faisons ainsi l'hypothèse d'un ICR de 2,0, car il correspond à 50% des revenus locatifs alloués aux paiements des intérêts.
- Cela signifie qu'avec un revenu locatif de 1 070 M€ en 2023, les paiements d'intérêts dépassent le seuil de 535 M€ fixé par le ICR. Il manque 118 M€ de revenu pour respecter la limite de 2,0 d'ICR. Le montant de la dette doit ainsi être réduit.

LA CONTRAINTE D'ICR FAIT AUGMENTER LE DÉFICIT DE FINANCEMENT

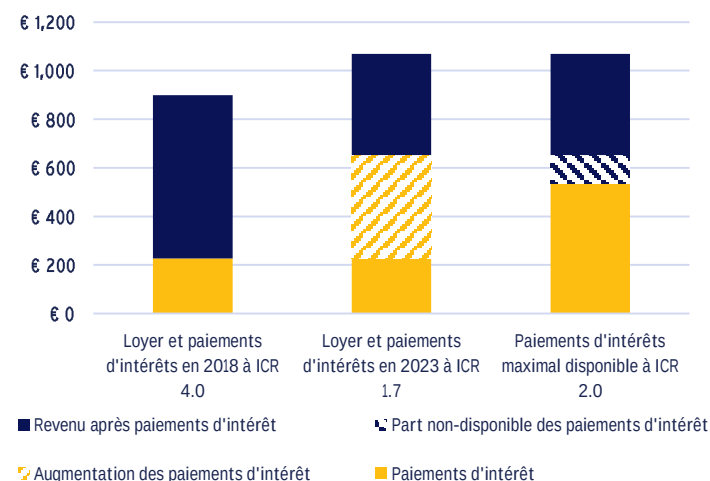
- Pour quantifier le déficit de financement de la dette lié au ICR, nous reprenons notre exemple des prêts ayant comme sous-jacents des bureaux allemands et considérons le revenu requis pour payer les intérêts à l'émission du prêt, à son échéance et au refinancement.
- À l'émission du prêt, l'ICR était davantage un résultat qu'une condition. Lors du refinancement, les prêteurs devraient se montrer plus regardants sur les ICR, alors que les taux d'intérêt ont triplé et que les instruments de couverture expirent.
- Comme énoncé précédemment, pour respecter l'hypothèse d'un ICR de 2,0 au nouveau taux d'intérêt de 4,4%, les paiements d'intérêts annuels abordables s'élèvent à 535 M€.
- En capitalisant les 535 M€ avec un taux d'intérêt à 4,4%, on obtient un montant de dette disponible au refinancement de 12,1 Mds€ en 2023. Ce montant est inférieur à la dette initiale de 14,7 Mds€.
- En d'autres termes, la restriction de l'ICR entraîne à elle seule un déficit de financement de 2,7 Mds€ pour les prêts sécurisés par des bureaux allemands.
- Pour estimer le déficit de financement dans les trois principaux marchés et quatre secteurs immobiliers, nous effectuons une analyse similaire à celle présentée ici en utilisant la même hypothèse d'un ICR à 2,0.

Prêts émis en 2018 pour des transactions de bureaux en Allemagne montrant l'évolution de l'ICR



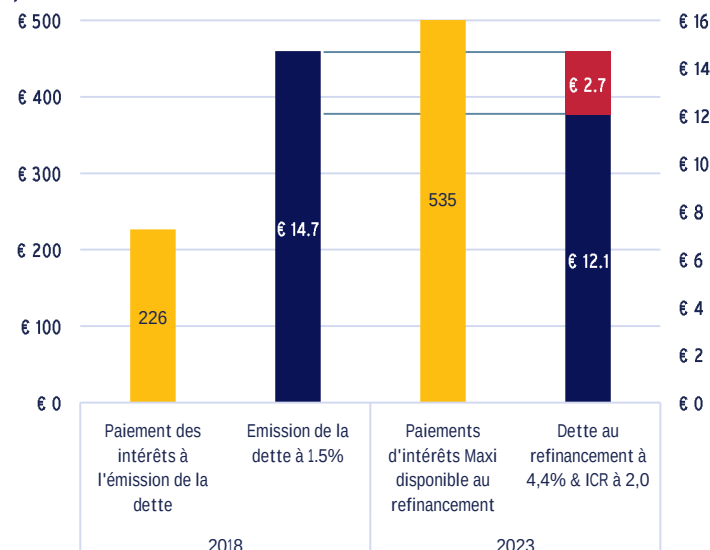
Sources: AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI

Prêts émis en 2018 pour des transactions de bureaux en Allemagne montrant l'évolution des revenus et les remboursements des intérêts



Sources: AEW Recherche & Stratégie

Estimation du déficit de financement lié à l'ICR pour tous les prêts émis en 2018 pour financer des investissements en bureaux en Allemagne (EUR mds)
À droite : bleu foncé = dette en EUR mds, rouge = DF en EUR mds, A gauche : jaune = paiements d'intérêts en EUR mil

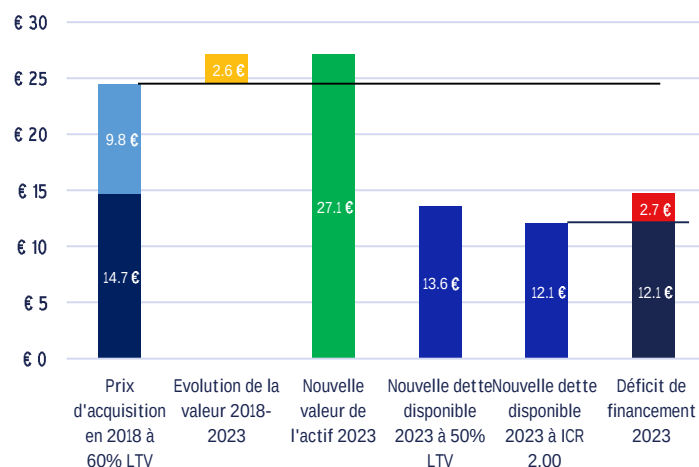


Sources: AEW Recherche & Stratégie

UN DÉFICIT DE FINANCEMENT TOTAL, QUI INCLUT LES CONTRAINTES DE LTV ET D'ICR

- En prenant en compte les restrictions de refinancement basées à la fois sur le ratio LTV et l'ICR, nous estimons un DF combiné. A partir de l'exemple des prêts sécurisés par des bureaux allemands, nous illustrons notre méthodologie par étape :
 - Nous prenons l'hypothèse d'un ratio LTV moyen de 60% pour les acquisitions de bureaux allemands conclues en 2018, ce qui représente un montant de 24,5 Mds€ (les transactions sans effet de levier sont exclues) et une dette de 14,7 Mds€ au taux d'intérêt de 1,5%.
 - Nos données sur les évolutions des valeurs vénales prime pour les bureaux allemands montrent une augmentation de +11% entre 2018 et 2023.
 - Le volume de la nouvelle dette est estimé à un ratio LTV de 50% de cette nouvelle valeur, soit 13,6 Mds€, représentant un déficit de financement lié au LTV de 1,1 Mds€.
 - Avec l'hypothèse d'un ICR de 2,0, le revenu disponible pour couvrir les intérêts de 375 M€ et le taux d'intérêt actuel de 4,4% impliquent que 12,1 Mds€ de nouvelle dette sont disponibles uniquement. Cela implique un déficit de financement de 2,7 Mds€ lié à l'ICR, nécessitant des fonds supplémentaires (ou de la dette junior) pour éviter un défaut de remboursement des prêts.
- Le DF est évalué par marché et par millésime. Si le seuil de l'ICR est plus restrictif que le critère de LTV, le DF est considéré comme lié à l'ICR. Si la contrainte de LTV est plus restrictive, le DF est considéré comme lié à la LTV.

Estimation étape par étape du déficit de financement total pour les prêts émis en 2018 pour financer des investissements en bureaux en Allemagne en EUR mds (bleu foncé = dette, bleu clair = capitaux propres, orange = évolution de la valeur, vert = valeur de l'actif, rouge = DF)



Sources: RCA/MSCI, AEW Recherche & Stratégie

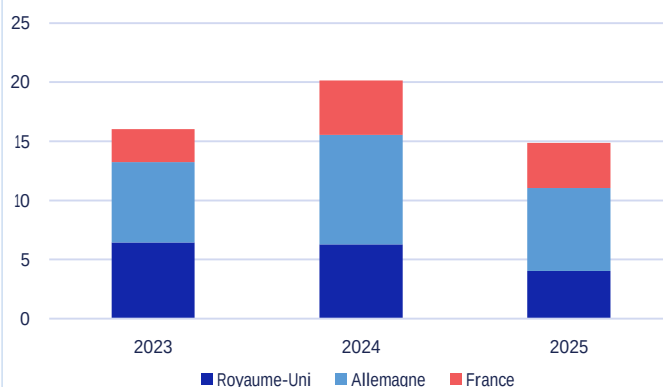
LES MARCHÉS ALLEMANDS ONT LE DÉFICIT DE FINANCEMENT LE PLUS ÉLEVÉ

- En répétant l'approche illustrée en cinq étapes pour les trois pays et les quatre secteurs immobiliers, et en supposant un ICR de 2,0, nous estimons à 51 Mds€ le montant cumulé du DF pour les trois prochaines années.
- 45% (23 Mds€) de ce déficit concerne l'Allemagne, 33% (17 Mds€) le Royaume-Uni et 22% (11 Mds€) la France.
- Notre estimation du DF ne tient pas compte de la taille du marché de l'investissement ou des prêts octroyés dans chaque pays.
- Nous estimons un DF de 16 Mds€, 20 Mds€, et 15 Mds€ en 2023, 2024 et 2025, respectivement.
- Dans l'hypothèse d'un ICR de 2,0, le DF est essentiellement lié aux contraintes sur la LTV. L'Allemagne fait toutefois figure d'exception, car les marchés à faible taux de rendement sont plus vulnérables aux hausses de taux d'intérêt.
- Pour illustrer l'effet d'un éventail plus large d'hypothèses sur l'ICR, nous présentons l'analyse de sensibilité du DF à l'ICR par marché.

LES LIMITES D'ICR SONT DÉCISIVES

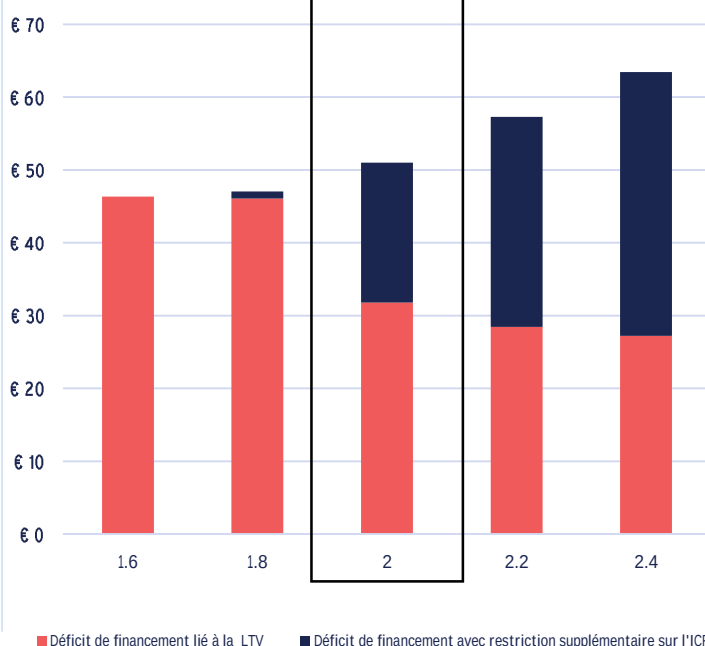
- Après avoir mis à jour notre DF lié au ratio LTV et introduit notre DF basé sur l'ICR, nous analysons la sensibilité du DF total aux contraintes d'ICR lors du refinancement.
- Avec un ICR de 1,6, le DF est uniquement lié aux contraintes sur la LTV et s'élève à 46 Mds€. L'augmentation de seuil d'ICR jugé acceptable par les prêteurs rend la contrainte d'ICR plus restrictive.
- Cela explique pourquoi le DF augmente avec le seuil d'ICR, alors que la part du DF liée aux contraintes sur la LTV diminue.
- Avec un ICR de 2,0, notre estimation du DF total de 51 Mds€ représente plus du double de notre estimation de 24 Mds€ de DF lié à la LTV seule de septembre 2022.
- Avec un ICR de 2,4, le DF total se compose de 27 Mds€ de DF lié à la LTV et de 36 Mds€ de DF lié à l'ICR. Pour combler cet écart, les prêteurs et les emprunteurs devront faire preuve de créativité pour restructurer les prêts.
- Pour atteindre des niveaux soutenables de LTV et ICR, il faudra davantage que des prolongations d'échéances, des renoncements de clauses, excédents de trésorerie bloqués (*cash traps*) et/ou une restructuration partielle des prêts existants avant de pouvoir les refinancer.
- L'écosystème financier permettant de faire face à ces défis s'est améliorée à la suite de la crise financière mondiale. Mais cette fois-ci, il ne faudra pas compter sur un environnement de taux d'intérêt bas.
- Ce problème est renforcé par le fait que les prêteurs ne peuvent pas se permettre de ne pas couvrir leurs prêts, exigeant une nouvelle couverture (à un taux plus élevé) lorsque le prêt et la couverture arrivent à échéance.

Déficit de financement par pays et par maturité - toutes typologies immobilières en EUR mds



Sources: AEW Recherche & Stratégie

Sensibilité du déficit de financement à l'hypothèse d'ICR - toutes typologies immobilières - EUR Mrds



Sources: AEW Recherche & Stratégie

LES PRÊTS SÉCURISÉS PAR DES BUREAUX DEVRAIENT ENREGISTRER LE DÉFICIT DE FINANCEMENT LE PLUS IMPORTANT

- Les sensibilités aux hypothèses d'ICR varient en fonction du secteur immobilier étudié.
- Les prêts dont le sous-jacent est un actif de bureau enregistrent le déficit de financement lié à la LTV et à l'ICR le plus élevé à 13 et 9 milliards d'euros respectivement, en prenant en compte un ICR de 2,00.
- Les prêts sécurisés par des bureaux ont le DF le plus élevé au total en partie car les acquisitions de bureaux avec de la dette ont été plus importantes en volume en 2018-20 que pour les autres secteurs.
- Le DF lié à la LTV résulte de la baisse de valeur du sous-jacent, ainsi que de l'hypothèse de ratio de LTV de 50% au moment du refinancement (inchangé dans notre analyse). Ce DF n'est pas sensible aux mouvements des taux d'intérêt ou à l'ICR au moment du refinancement.
- Cependant, le DF lié à l'ICR baisse à 1 milliard d'euros si les prêteurs acceptent de refinancer à un ICR plus bas de 1,8 mais atteint 17 milliards d'euros si une contrainte d'ICR est fixée à un niveau supérieur à 2,4, preuve de la forte sensibilité.
- Cette sensibilité élevée des prêts sécurisés par des bureaux à l'ICR est due aux taux de rendement relativement bas du secteur et aux taux d'intérêt faibles qui étaient disponibles en 2018-20 pour financer des acquisitions de bureaux.
- Les actifs à faible rendement ne sont pas capables de générer suffisamment de revenus pour payer les intérêts sur la base des nouveaux taux « all-in » élevés.

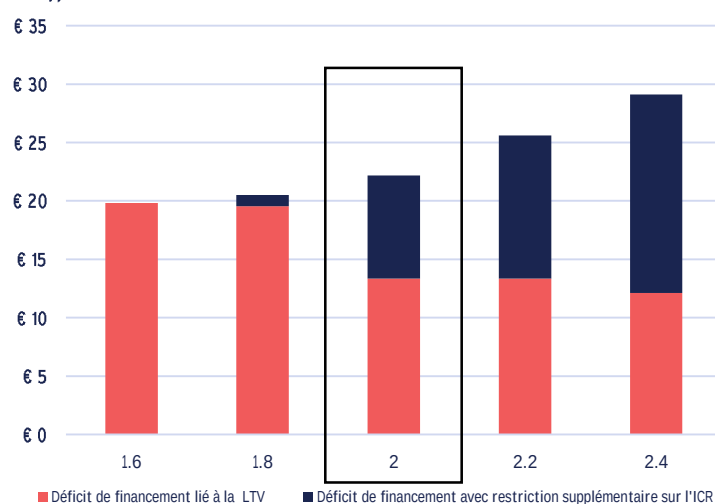
LES PRÊTS SÉCURISÉS PAR DES COMMERCES À TAUX DE RENDEMENT ÉLEVÉS SONT MOINS SENSIBLES AUX HYPOTHÈSES D'ICR

- Les prêts sécurisés par des commerces ont le deuxième DF le plus important parmi les secteurs des trois pays couverts par notre analyse.
- Cependant, le DF lié au ratio de LTV domine et est estimé à 12 milliards d'euros, alors que le DF lié à l'ICR est estimé à 4 milliards d'euros avec un ICR de 2,00.
- Le DF total estimé pour les prêts sécurisés par des commerces est tiré par le LTV à des niveaux d'ICR faibles, le secteur des commerces ayant déjà connu un ajustement de valeurs significatif depuis 2018, toujours en cours aujourd'hui.
- Ainsi, les rendements locatifs désormais plus élevés des actifs de commerce permettent un meilleur service de la dette dans un contexte de taux d'intérêt en hausse.
- La sensibilité des prêts sécurisés par des actifs de commerces aux seuils d'ICR au moment du refinancement est ainsi moindre que pour les prêts sécurisés par des bureaux.
- Un seuil d'ICR à 2,4 plutôt que 2,2 conduit à un DF de 9 milliards d'euros.

LES MOINDRES VOLUMES INVESTIS EN RÉSIDENTIEL RÉDUISENT LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ASSOCIÉ À CES PRÊTS

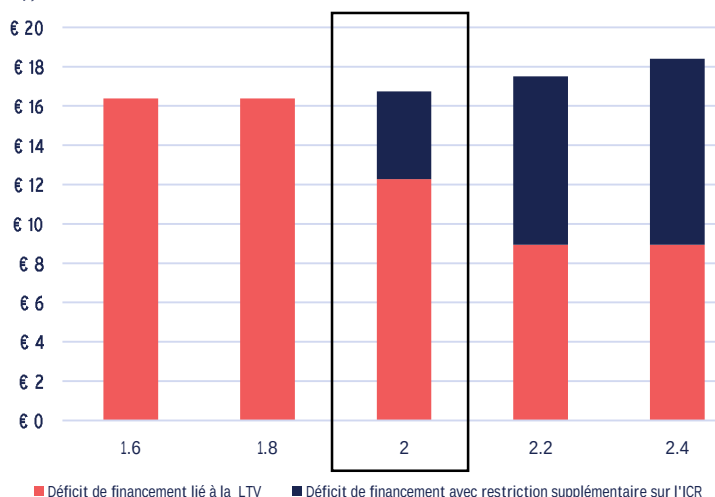
- Comparé aux bureaux et aux commerces, les prêts sécurisés par du résidentiel ont le DF le plus faible de notre analyse. Cela est essentiellement dû aux volumes modestes investis dans le secteur résidentiel en 2018-20 en comparaison des autres typologies dans les pays couverts.
- Le DF lié au ratio de LTV est estimé à 5 milliards d'euros pour les prêts sécurisés par des actifs résidentiels, tandis que le DF lié à l'ICR est estimé à 6 milliards d'euros avec un ICR de 2,00.
- Le résidentiel est le seul secteur où le DF est plus le plus important pour la contrainte d'ICR (si fixé à 2,00): cela est dû aux faibles taux de rendement dans le secteur à l'origine des prêts en 2018-20, ainsi qu'à une forte croissance en capital en 2022.
- Cependant, l'anticipation d'une baisse du niveau de LTV imposée par les prêteurs au moment du refinancement devrait restreindre le refinancement de certains prêts au cours des trois prochaines années.
- Avec un seuil d'ICR bas, le DF est uniquement dû à la LTV (9 milliards d'euros). Le DF lié à l'ICR augmente pour atteindre 10 milliards d'euros si le seuil d'ICR atteint 2,4.
- Notre analyse prend également en compte les prêts sécurisés par des actifs de logistique, mais les résultats ne sont pas détaillés ici.

Sensibilité du déficit de financement des prêts sécurisés par des bureaux aux hypothèses d'ICR en EUR bn



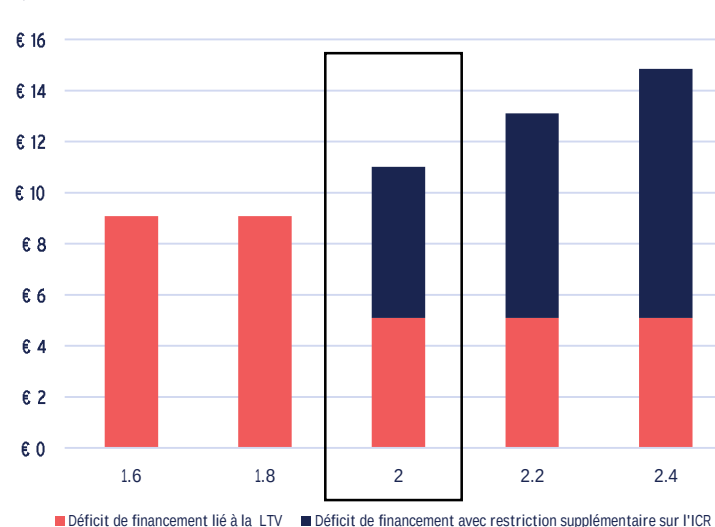
Sources: AEW Recherche & Stratégie

Sensibilité du déficit de financement des prêts sécurisés par des commerces aux hypothèses d'ICR en EUR bn



Sources: AEW Recherche & Stratégie

Sensibilité du déficit de financement des prêts sécurisés par des actifs résidentiels aux hypothèses d'ICR en EUR bn



Sources: 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 90,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 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 septembre 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 Mds€ 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
ruslana.golemdjjeva@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



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
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.

