

AEW RECHERCHE | EUROPE

Perspectives Européennes 2026

NAVIGUER LE NOUVEAU CYCLE

NOVEMBRE 2025



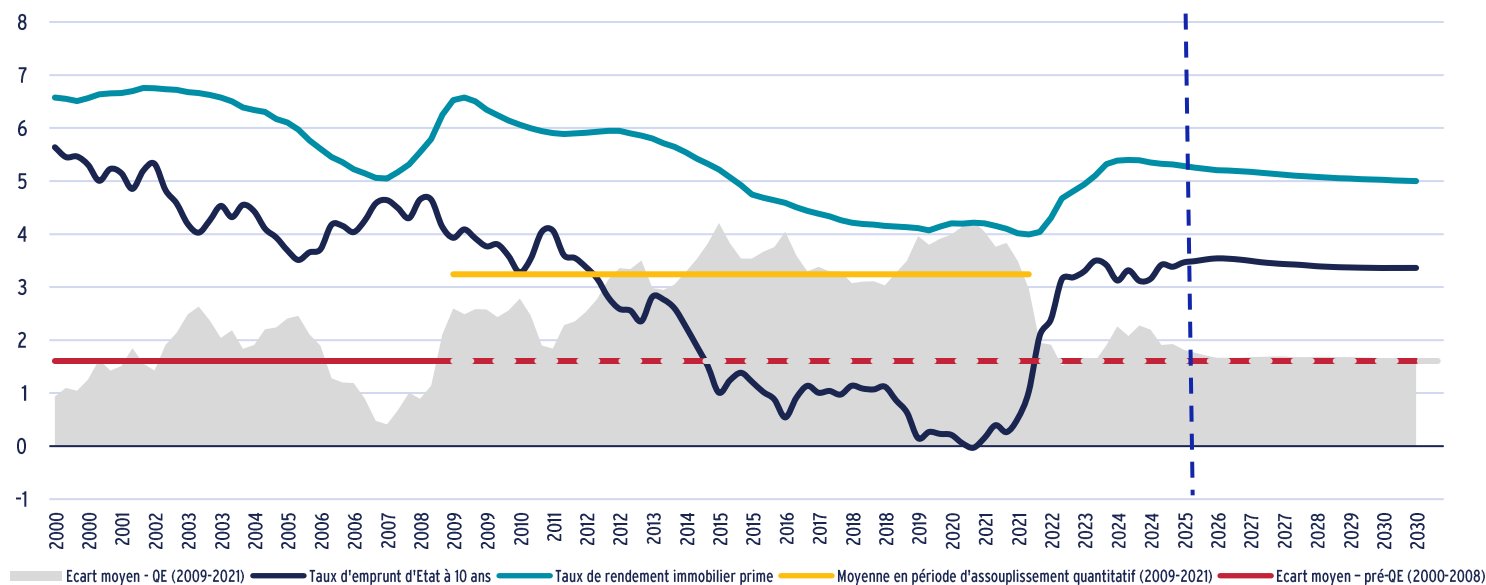
NAVIGUER LE NOUVEAU CYCLE

TABLE DES MATIÈRES

MESSAGES CLÉS	2
Section 1: Contexte économique	3
Section 2: Marchés locatifs	5
Section 3: Marchés du financement et de l'investissement	7

- L'inflation étant désormais proche des objectifs des banques centrales, les marchés financiers n'anticipent plus de nouvelles baisses des taux directeurs dans la zone euro. La hausse de la dette publique, les incertitudes entourant la politique commerciale américaine et les inquiétudes persistantes liées à l'inflation continuent de peser sur les marchés obligataires, limitant ainsi le potentiel de resserrement des rendements des obligations d'État.
- Sur l'ensemble de notre couverture européenne (20 pays), nous prévoyons une croissance annuelle moyenne du PIB de 1,7 % sur la période 2026-2030. Les principaux indicateurs macroéconomiques, tels que l'indice de confiance des entreprises et des ménages, le taux de chômage, la consommation des ménages et la production industrielle, devraient rester solides et soutenir positivement la demande locative dans la plupart des marchés européens.
- La croissance annuelle moyenne des loyers *prime* tous secteurs devrait atteindre 2,2 % en 2026-2030, avec le résidentiel en tête à 3,2 % par an. L'offre limitée maintient les taux de vacance européens à des niveaux bas dans la plupart des secteurs. Même sur le marché des bureaux, le taux de vacance semble avoir atteint un point haut, et l'écart entre les localisations centrales et secondaires devrait s'atténuer à terme.
- Avec des coûts d'emprunt redevenus attractifs et des problématiques de refinancement en voie de normalisation, le marché de l'investissement européen amorce sa reprise. Cette tendance est renforcée par les résultats de la dernière enquête de IPE Real Assets, qui confirment une amélioration de l'indice de confiance en 2025, notamment dans les secteurs des bureaux et des commerces, qui rattrapent progressivement les autres secteurs.
- Les volumes d'investissement en Europe pourraient ainsi atteindre 200 milliards d'euros en 2025, après 183 milliards investis en 2024. À mesure que les écarts de prix attendus par les vendeurs et acquéreurs se resserrent, nous anticipons des volumes compris entre 215 et 225 milliards d'euros en 2026. Les secteurs immobiliers alternatifs progressent en part de marché et atteignent un niveau record de 20 % des volumes totaux en 2025.
- Grâce aux fondamentaux locatifs solides, à un accès au financement compétitif et à une amélioration de la confiance des sociétés de gestion, les taux de rendement immobiliers *prime* se sont resserrés de 10 pdb depuis le T2 2024, et une compression supplémentaire de 30 pdb est attendu d'ici 2030. L'écart entre les taux de rendement immobiliers *prime* et les taux de rendement des obligations d'Etat se situerait ainsi en ligne avec la moyenne historique pré-Quantitative Easing.
- Grâce à l'ajustement des rendements locatifs, à la croissance des loyers et à une légère compression attendue des taux de rendement *prime*, le rendement total attendu pour immobilier européen, tous secteurs confondus, atteindrait 8,4 % par an au cours des cinq prochaines années. Le Royaume-Uni se distingue en tête du classement européen avec 10,3 % de rendement attendu par an durant la même période. Les bureaux *prime* devraient offrir les meilleurs rendements à 9,3 % par an, suivis des centres commerciaux à 8,6 % par an.

ÉCART ENTRE TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER *PRIME* ET TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS (MOYENNE DE 196 MARCHÉS EUROPÉENS, % PAR AN)



Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

SECTION 1 : CONTEXTE ÉCONOMIQUE – RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE MALGRÉ LES INCERTITUDES

RÉSILIENCE DE LA ZONE EURO DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN

- Les changements politiques post-COVID ont entraîné de nombreuses évolutions dans les politiques commerciales, budgétaires, monétaires et économiques, et d'autres ajustements sont encore à prévoir.
- L'incertitude, notamment avec les négociations en cours sur les droits de douane, a suscité des inquiétudes croissantes chez les entreprises et les consommateurs.
- L'indice d'incertitude sur la politique économique (EPU), qui mesure la fréquence des articles liés à l'incertitude économique dans la presse européenne, a fortement progressé depuis 2022, porté par la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, avant d'atteindre un point haut en avril 2025 à l'annonce des nouvelles mesures tarifaires américaines.
- À l'inverse, l'indice d'incertitude économique (EUI), qui reflète la confiance des ménages et des entreprises, reste stable et montre une résilience post-COVID solide malgré un environnement médiatique marqué par des nouvelles économiques et politiques préoccupantes.

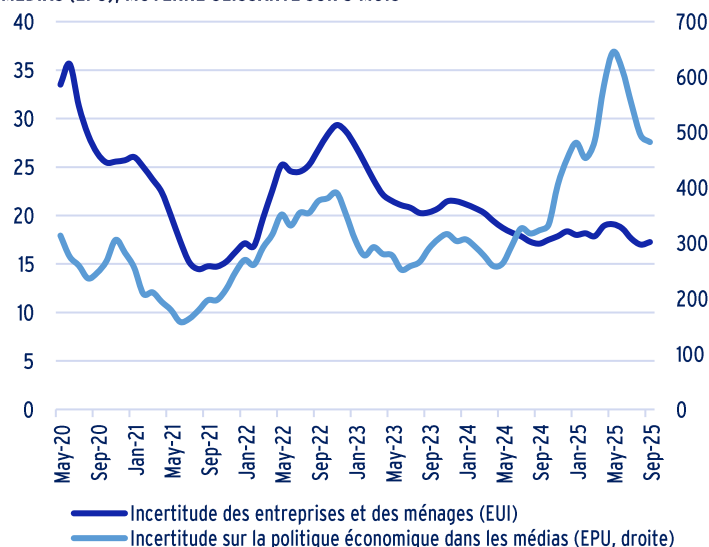
LA CONFIANCE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES SE STABILISE

- L'indice de confiance économique de la Commission européenne permet de suivre l'évolution de la confiance des entreprises et des consommateurs au fil du temps.
- Sur le long terme, la confiance des entreprises apparaît plus volatile, même si les grands chocs, tels que la crise financière mondiale ou la pandémie de COVID, sont clairement visibles sur les deux séries.
- Les entreprises ont été plus durement touchées par les confinements, mais leur reprise a ensuite été plus rapide.
- Les hausses de taux d'intérêt de 2022 ont pesé sur la confiance des ménages et des entreprises, et la hausse du coût de la vie a entraîné un recul historique de la confiance des consommateurs.
- Depuis, les ménages ont cherché à réduire leur endettement, limitant leurs dépenses discrétionnaires à court terme.
- Malgré cela, la stabilisation récente de la confiance des entreprises souligne la capacité de résilience de la zone euro face à un environnement toujours marqué par de fortes incertitudes économiques et (géo)politiques.

LES TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRES DE LA ZONE EURO DEVRAIENT S'ÉCARTER ALORS QUE LES PRESSIONS PERSISTENT

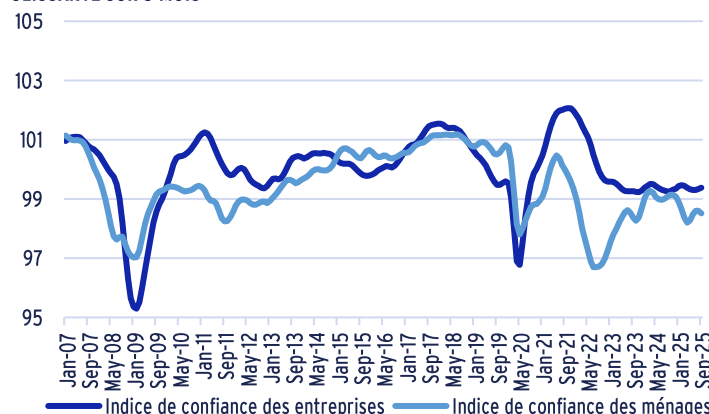
- Les hausses de taux directeurs de la BCE en 2022-2023 ont permis de ramener l'inflation autour de l'objectif de 2 % au T3 2025.
- Avec le ralentissement de l'inflation, la BCE a amorcé un cycle de baisse des taux en 2024. Toutefois, aucune nouvelle baisse des taux directeurs n'est attendue, contrairement au Royaume-Uni, où des baisses supplémentaires restent probables.
- Les taux de rendement obligataires devraient augmenter d'environ 20 ppb d'ici 2030, avec des variations selon les pays.
- Les dépenses publiques accrues en matière de défense et de protection sociale devraient creuser les déficits budgétaires et augmenter les besoins de financement, ce qui pourrait peser sur les notations de crédit.
- La hausse de la dette publique, les incertitudes liées au commerce international et les préoccupations persistantes concernant l'inflation devraient continuer à exercer une pression à la hausse sur les taux d'emprunt des États.
- Les anticipations de taux sont également influencées par la réduction progressive du programme d'assouplissement quantitatif post-crise financière, actuellement suspendue afin d'éviter une nouvelle augmentation des taux d'emprunt des États.

INDICE D'INCERTITUDE ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES EN ZONE EURO (EUI) ET INDICE D'INCERTITUDE SUR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES MÉDIAS (EPU), MOYENNE GLISSANTE SUR 3 MOIS



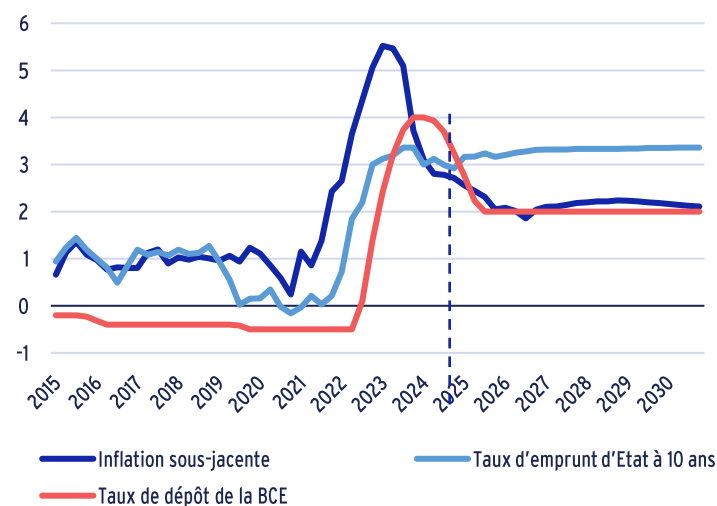
Sources : AEW Recherche & Stratégie et le Davis Economic Policy Index (2016) au T3 2025

INDICE DE CONFIANCE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES EN ZONE EURO, MOYENNE GLISSANTE SUR 3 MOIS



Sources : AEW Recherche & Stratégie et les Services de la Commission Européenne au T3 2025

INFLATION SOUS-JACENTE, TAUX DE DÉPÔT DE LA BCE & TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS (ZONE EURO 2015-30, % PAR AN)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

CONTEXTE ÉCONOMIQUE- LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE MODÉRÉE SOUTIENT LA DEMANDE IMMOBILIÈRE

PERSPECTIVES INCHANGÉES MALGRÉ LES DROITS DE DOUANE

- Nos modèles immobiliers s'appuient sur les prévisions d'Oxford Economics (OE), qui anticipent une croissance moyenne du PIB européen de 1,7 % par an sur la période 2026-2030.
- À la différence de l'an dernier, la croissance allemande montre des signes de reprise, tandis que celles du Royaume-Uni et de la France devraient être légèrement inférieures à la moyenne des 20 pays couverts.
- La Pologne et la Suède devraient enregistrer une croissance de PIB nettement supérieure à la moyenne européenne en 2026-2030, alors que l'Italie reste en retrait.
- Ces projections qui prennent en compte la mise en place de droits de douane reste inchangées par rapport aux projections de mars 2025 et donc meilleures que prévues, compte tenu de l'impact potentiellement négatif que faisaient craindre ces tarifs douaniers.
- Si l'effet immédiat de la hausse des tarifs américains sur la croissance européenne reste limité, des conséquences à plus long terme pourraient se faire sentir sur l'inflation, les taux directeurs et les rendements obligataires.
- Néanmoins, dans notre scénario pessimiste, seule l'Italie afficherait une croissance du PIB négative parmi les principales économies européennes.

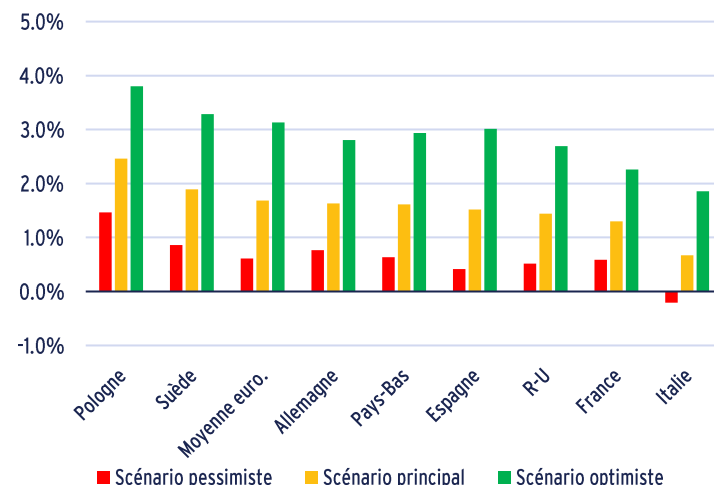
LES TENDANCES DE L'EMPLOI GLOBALEMENT FAVORABLES À LA DEMANDE

- Avec l'évolution des modes de travail et de consommation, il devient plus difficile d'établir un lien direct entre le marché de l'emploi et la demande pour certains types d'actifs immobiliers.
- Néanmoins, tant que le marché de l'emploi reste solide, les entreprises continueront de rechercher des bureaux, des commerces et des entrepôts logistiques pour répondre à leurs besoins opérationnels.
- Le taux de chômage devrait reculer pour atteindre 6 % dans la zone euro et 4 % au Royaume-Uni d'ici à 2030.
- La croissance de l'emploi tertiaire reste positive mais devrait ralentir, voire stagner en zone euro, et atteindre 1,4 % au Royaume-Uni par an d'ici 2030.
- Cette tendance ne devrait pas peser sur la demande de bureaux dans les grandes métropoles.
- Par ailleurs, les politiques de retour plus fréquent au bureau mise en place après les dispositifs de télétravail instaurés pendant la période COVID sont progressivement instaurées, contribuant à faire baisser les taux de vacance, notamment dans les localisations centrales.
- Enfin, les tendances sur la croissance de l'emploi mettent en lumière les défis démographiques majeurs auxquels l'Europe est confrontée : vieillissement de la population, baisse des naissances et immigration plus contrôlée.

REPRISE ATTENDUE DE LA CROISSANCE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE ET DES VENTES AU DÉTAIL

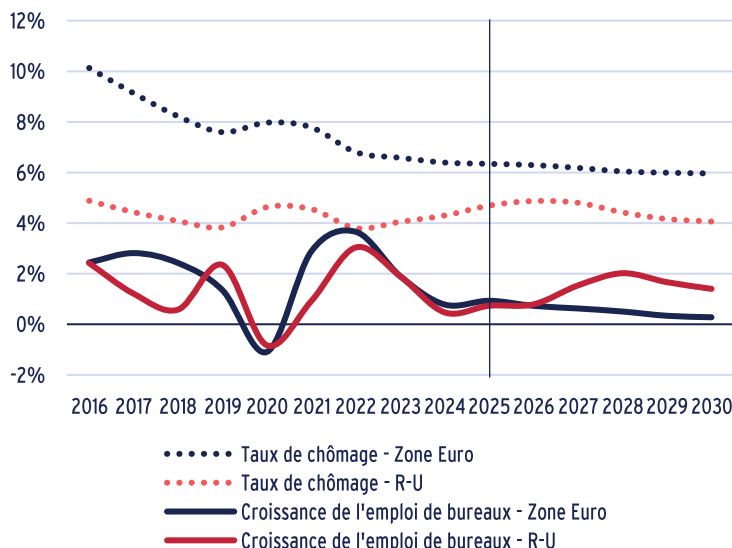
- Si les prévisions d'Oxford Economics (OE) pour la croissance du PIB de la zone euro restent modérées, elles demeurent positives et indiquent une amélioration progressive de l'activité économique.
- L'année 2025 devrait marquer un point d'inflexion, avec le retour de moteurs cycliques et structurels à partir de 2026.
- Après trois années consécutives de contraction d'environ -1 % par an, la production industrielle de la zone euro devrait retrouver de l'élan entre 2026-30, avec une croissance moyenne attendue à 1,7 % par an.
- Les ventes au détail devraient elles aussi rebondir sur la même période, portées par la hausse des revenus réels et la maîtrise de l'inflation, pour atteindre une croissance moyenne de 1,6 % par an, proche des niveaux observés avant la pandémie (1,8 % par an sur 2015-2018).
- Même si ces perspectives de croissance restent modérées, ces indicateurs économiques soutiennent la demande des utilisateurs en logistique et en commerces.

TAUX DE CROISSANCE DU PIB PAR PAYS (AVEC MOYENNE EUROPÉENNE DE 20 PAYS, 2026-30, % PAR AN)



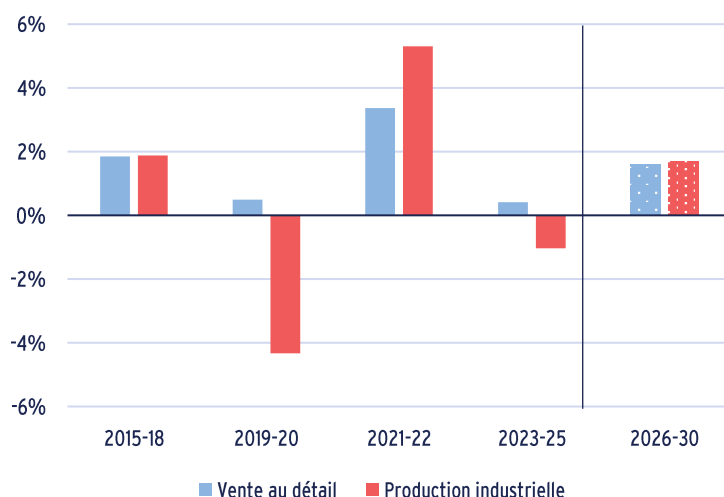
Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

CROISSANCE DE L'EMPLOI AU ROYAUME-UNI ET EN ZONE EURO (% PAR AN) ET TAUX DE CHÔMAGE



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET VENTES AU DÉTAIL EN ZONE EURO (% PAR AN, MOYENNE PAR PÉRIODE)



Sources : Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

SECTION 2 : MARCHÉ LOCATIFS - LA BAISSÉ DES TAUX DE VACANCE SOUTIENT LA CROISSANCE DES LOYERS

TAUX DE VACANCE EN BAISSÉ HORMIS POUR LES BUREAUX

- Les taux de vacance des principaux secteurs immobiliers européens sont en baisse depuis la pandémie, à l'exception notable du secteur des bureaux, selon l'INREV Asset Level Index (ALI).
- Avec un taux de 10,4 %, les bureaux enregistrent la hausse la plus marquée et la plus durable depuis le COVID, hors actifs en (re)développement.
- Ce niveau reste inférieur au point haut de 12 % atteint en 2015, mais nettement supérieur aux 5 % observés avant la pandémie. Dans les autres secteurs, les taux de vacance oscillent entre 3 % et 4 % en 2025.
- Le taux de vacance en commerce reste contenu, reflétant la qualité des actifs institutionnels référencés dans l'indice ALI.
- Le résidentiel a connu une légère hausse de la vacance, mais celle-ci demeure faible à 3 %, contre près de 7 % durant les confinements COVID.
- Les résidences étudiantes enregistrent une remontée modérée, passant de 3,2 % à 3,7 % après un creux historique.
- Enfin, le secteur logistique conserve le taux de vacance le plus bas, à 3,0 %, en légère hausse par rapport aux 2,2 % observés au T4 2023.

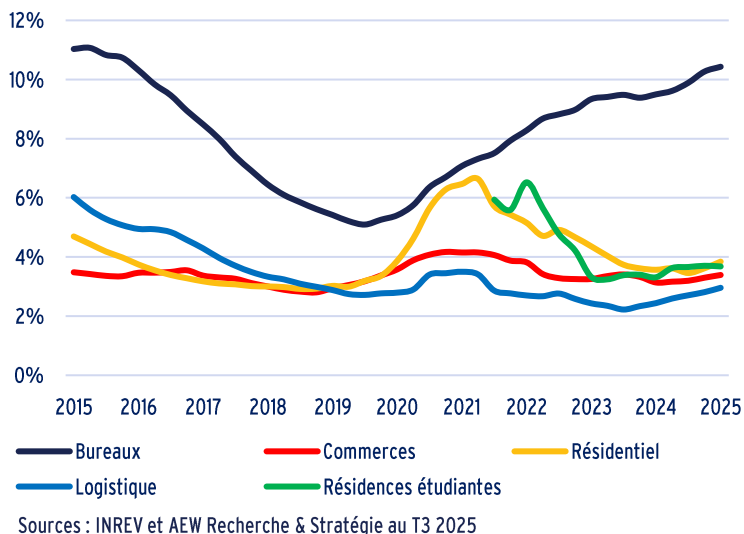
L'ÉCART ENTRE LOCALISATIONS CENTRALES ET PÉRIPHÉRIQUES DEVRAIT SE RÉDUIRE SUR LE MARCHÉ DES BUREAUX

- Dans les 31 principaux marchés de bureaux européens, le taux de vacance devrait atteindre 8,1 % fin 2025, soit une hausse de 250 pdpb par rapport aux niveaux pré-COVID.
- D'ici 2030, le taux de vacance devrait reculer à 6,3 %, l'offre neuve diminuant avec des marges plus réduites pour les promoteurs, le réajustement des valeurs de sortie et la hausse des coûts de construction.
- La demande en bureaux pourrait se redresser avec le retour partiel du travail en présentiel, de plus en plus d'entreprises demandant à leurs employés de revenir au bureau plus fréquemment.
- Depuis les confinements, la polarisation entre localisations centrales et localisations périphériques s'est accentuée.
- Le taux de vacance des marchés périphériques (moyenne dans 5 villes) ont culminé à près de 13 %, tandis que celui des quartiers centraux sont restés sous les 7 % en 2025. Les utilisateurs peinent à trouver des surfaces abordables dans les QCA, notamment à Londres et Paris.
- Cette tension devrait progressivement réduire l'écart entre les taux de vacance entre localisations centrales et périphériques au cours des cinq prochaines années.

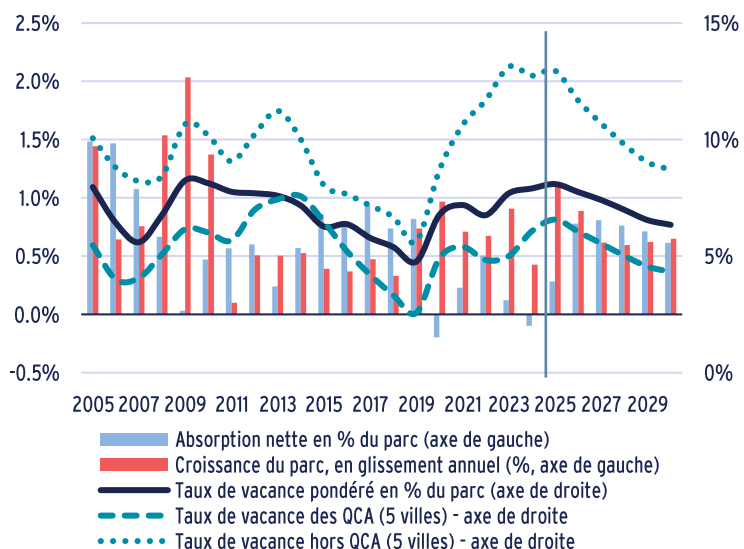
LES LIVRAISONS DE LOGEMENTS NEUFS RESTENT INFÉRIEURES AUX OBJECTIFS EN EUROPE

- L'offre neuve de logements en Europe demeure limitée depuis deux décennies, comme l'illustre le graphique.
- Dans les cas les plus marqués, le secteur de la construction en Espagne n'a retrouvé que 20% de son niveau d'activité d'avant la crise financière mondiale (GFC), marquée par la bulle immobilière.
- Malgré un ralentissement récent, la France reste le pays le plus actif depuis 2007 avec 380 000 logements construits par an en moyenne, devant l'Allemagne (243 000) et le Royaume-Uni (174 000).
- Si les mises en chantier ont progressé après la crise financière en Allemagne et aux Pays-Bas, elles demeurent inférieures aux objectifs. En 2025, les livraisons en Allemagne devraient tomber à 230 000 unités, loin de l'objectif de 400 000 logements neufs.
- Le parc locatif privé s'est réduit dans de nombreux marchés, sous l'effet de mesures fiscales et réglementaires ayant rendu l'investissement locatif moins attractif pour les particuliers.
- À cela s'ajoute la croissance du marché locatif de courte durée, alimentée par les plateformes telles qu'Airbnb, qui réduit encore le parc de logements disponibles à la location.

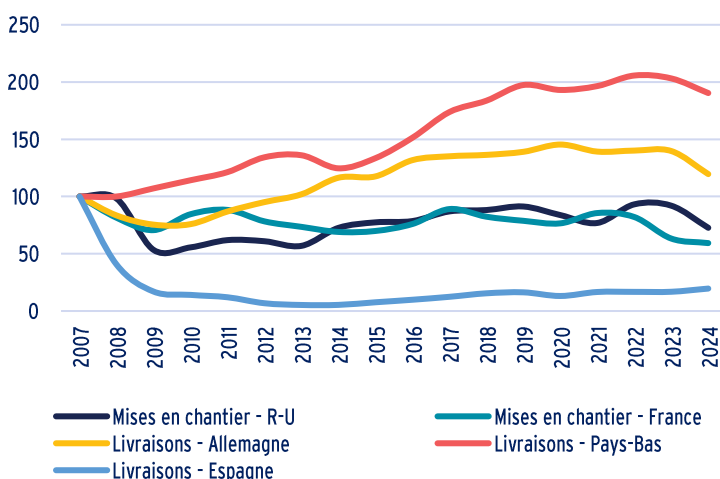
TAUX DE VACANCE SELON L'INDICE INREV ASSET LEVEL INDEX (%), MOYENNE GLISSANTE SUR 4 TRIMESTRES - ACTIFS STABILISÉS UNIQUEMENT



ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC ET TAUX DE VACANCE DES BUREAUX, EN % DU APRC, MOYENNE DE 31 MARCHÉS EUROPÉENS



LIVRAISONS DE LOGEMENTS OU MISES EN CHANTIER PAR PAYS (2007 = 100)



MARCHÉS LOCATIFS – LES PLUS FORTES CROISSANCES DE LOYERS ATTENDUES EN BUREAUX ET RÉSIDENTIEL PRIME

LE TAUX DE VACANCE EN LOGISTIQUE DEVRAIT BAISSER APRÈS UN POINT HAUT À 6 %

- Les promoteurs logistiques ont su répondre à la forte hausse de la demande nette observée entre 2016 et 2022, prolongée par la forte accélération du e-commerce pendant la période COVID (2021-2022)
- Depuis trois ans, le retour à des niveaux de demande plus modérés, comparables à ceux d'avant 2016, a conduit à une légère suroffre, faisant remonter le taux de vacance à 5,5 % en 2025, après un point bas à 2,5 % en 2022.
- Cependant, la baisse des marges pour les promoteurs, due à la hausse des coûts de construction et à la baisse des valeurs, devrait freiner la production de nouveaux entrepôts. À moyen terme, offre et demande devraient s'équilibrer, permettant une réduction progressive du taux de vacance logistique à 4,1 % d'ici 2030.
- Les droits de douane, finalement moins élevés que prévu, ainsi que des facteurs structurels favorables, comme le *near-shoring* et la hausse des dépenses de défense, continueront de soutenir la demande.
- La forte demande pour les *data centers* en Europe constitue un levier supplémentaire de croissance pour le secteur logistique.

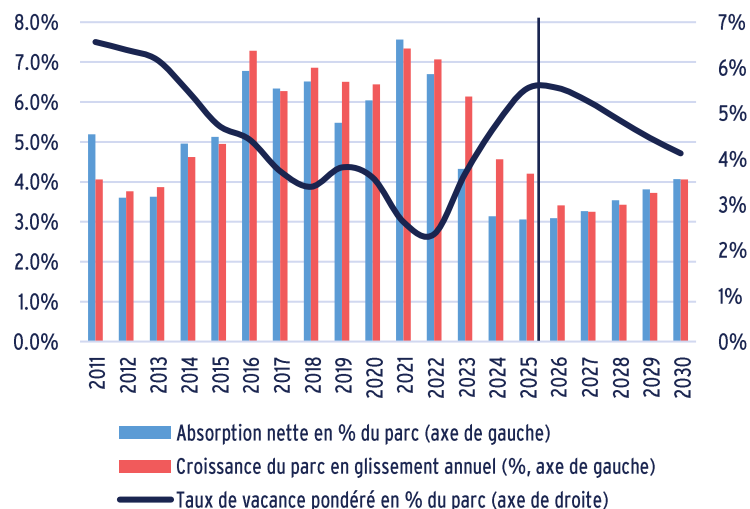
ÉVOLUTION CONTRASTÉE DES TAUX DE VACANCE DANS LE COMMERCE AVEC UN LÉGÈRE HAUSSE POUR LES CENTRES COMMERCIAUX

- Dans le secteur du commerce, les données détaillées de l'INREV *Asset Level Index* révèlent des tendances divergentes selon les formats.
- Depuis 2014, les taux de vacance sont restés relativement faibles, avec seulement de légères hausses pendant la période COVID. Ces chiffres reflètent toutefois une forte concentration d'actifs de qualité institutionnelle dans un nombre limité de pays, ce qui ne rend pas l'échantillon pleinement représentatif du marché européen des commerces.
- Le taux de vacance des centres commerciaux a atteint 6,4 % au T1 2025, contre 4 % au T3 2023, soit son plus haut niveau depuis 2014, avant de reculer légèrement au T2 2025.
- Cette hausse s'explique par la réduction des surfaces occupées par les enseignes nationales, qui se recentrent sur les sites les plus rentables.
- À l'inverse, les taux de vacance des commerces de centre-ville ont augmenté au premier semestre 2025.
- Les retail parks (ameublement, bricolage, etc.) affichent une vacance de 3,7 % au T3 2025, un point bas depuis 2014. Ils présentent un taux de vacance plus volatile et généralement plus élevé que les autres formats.

CROISSANCE DES LOYERS PRIME PRINCIPALEMENT SOUTENUE PAR UNE OFFRE LIMITÉE

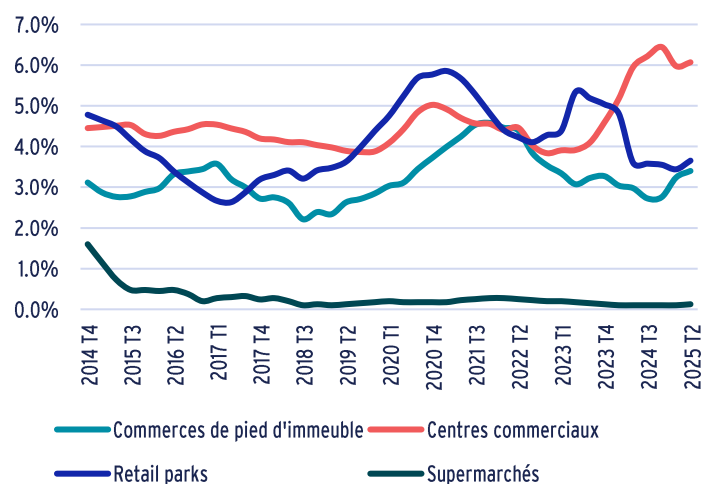
- Dans notre dernier scénario principal, une croissance moyenne des loyers *prime* de 2,2 % par an est attendue en 2026-2030, en légère hausse par rapport aux 2,0 % attendus en mars 2025.
- Le résidentiel reste en tête, avec une croissance prévue à 3,2 % par an, soutenue par une offre neuve encore révisée à la baisse, accentuant les pénuries existantes.
- En moyenne, la croissance des loyers est estimée à 1,8 % par an dans le scénario pessimiste et à 2,7 % par an dans le scénario optimiste.
- Les bureaux *prime* occupent la deuxième position, avec une croissance attendue de plus de 2,6 % par an.
- Les résultats parfois contre-intuitifs du secteur logistique s'expliquent par la corrélation historiquement plus forte entre croissance des loyers et inflation qu'avec la croissance du PIB.
- Enfin, la croissance des loyers sur 2026-2030 est estimée à 1,6 % par an pour les centres commerciaux et à 1,2 % pour les commerces de centre-ville.

LOGISTIQUE : ABSORPTION NETTE, CROISSANCE DU PARC EN M² ET TAUX DE VACANCE POUR 9 MARCHÉS EUROPÉENS



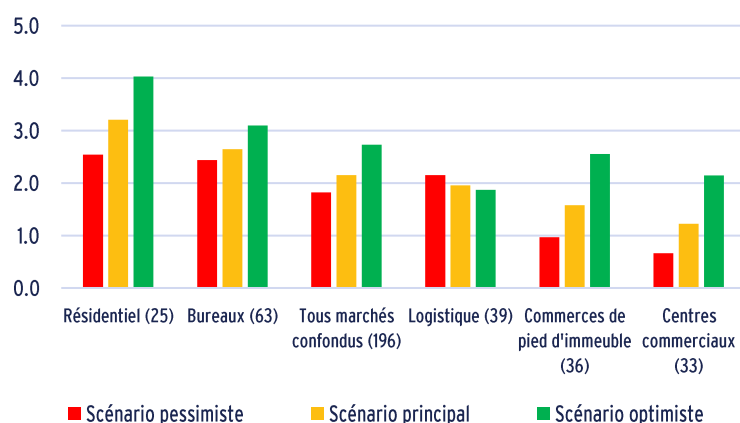
Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

TAUX DE VACANCE DES COMMERCES SELON L'INDICE INREV ASSET LEVEL INDEX (% MOYENNE GLISSANTE SUR 4 TRIMESTRES) – ACTIFS STABILISÉS UNIQUEMENT



Sources : AEW Recherche & Stratégie et INREV au T4 2025

CROISSANCE ANNUELLE DES LOYERS PRIME PAR TYPOLOGIE D'ACTIF EN EUROPE SUR LES CINQ PROCHAINES ANNÉES (2026-2030, % PAR AN)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

SECTION 3 : LES COÛTS D'EMPRUNT DEMEURENT ATTRACTIFS ET LES PROBLÉMATIQUES DE REFINANCEMENT S'ATTÉNUENT

LES COÛTS D'EMPRUNT EN ZONE EURO SE SONT STABILISÉS À DES NIVEAUX ATTRACTIFS

- Au cours de l'année écoulée, les coûts moyens d'emprunt « all-in » se sont stabilisés à des niveaux attractifs, en dessous des taux de rendements *prime*, en particulier dans la zone euro, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni.
- Selon les dernières données, le taux swap à 5 ans de la zone euro s'établit à 2,2 % par an, contre 2,8 % sur les quatre derniers trimestres.
- Les marges de crédit se sont également resserrées légèrement, passant de 170 à 160 pdb depuis juin 2024.
- En conséquence, les coûts « all-in » de la dette immobilière ont diminué, passant de 5,1 % par an à 3,9 % par an sur les deux dernières années.
- Les taux de rendement *prime* en zone euro sont estimés à 5,1 % en septembre 2025, contre 5,2 % en février 2024 (moyenne tous secteurs).
- Ces niveaux récents traduisent une hausse notable par rapport aux 3,8 % observés en mai 2022, juste avant la remontée des taux directeurs.
- La dette immobilière demeure ainsi relative pour les investisseurs en capitaux propres, avec un taux de rendement *prime* à 5,1 %, soit un écart positif de 120 pdb par rapport à un coût d'emprunt moyen « all-in » de 3,9 % par an au 3^e trimestre 2025.

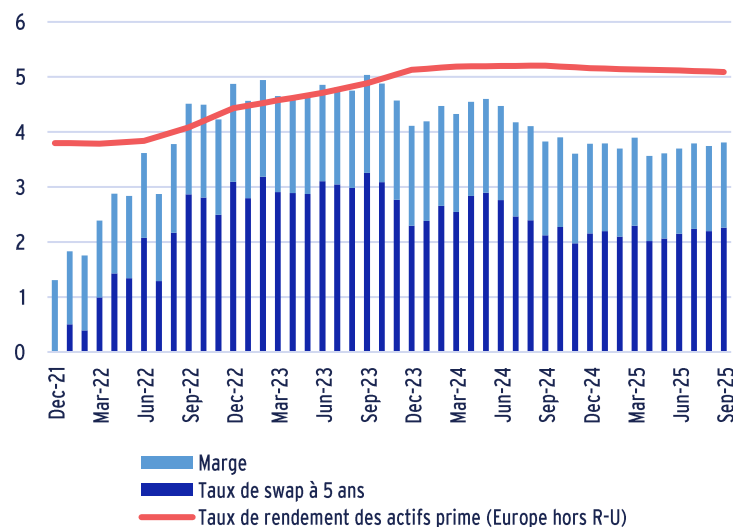
LA MAJORITÉ DU DÉFICIT DE FINANCEMENT EUROPÉEN, ESTIMÉ À 74 MILLIARDS D'EUROS, PORTERAIT SUR 2026

- Malgré la baisse des coûts d'emprunt, les défis liés au refinancement persistent pour de nombreux investisseurs européens, notamment en 2026.
- Nous estimons le déficit de financement (DF) européen pour 2026-2028 à 74 milliards d'euros, en baisse de 18 % par rapport à notre estimation de 2023. Cette évolution indique que les problématiques de refinancement s'atténuent progressivement depuis 2023.
- Les prêts adossés à des actifs de bureaux représentent 41 % du DF estimé pour 2026-2028, suivis des commerces (21 %), du résidentiel (19 %) et des autres secteurs (18 %).
- Au-delà des variations des valeurs historiques et projetées, le DF, en volume absolu, reflète aussi le niveau de transactions historique par secteurs dans chaque pays.
- Ainsi, le fait de rapporter le DF aux volumes de prêts octroyés permet une analyse complémentaire.
- Sur cette base, le DF relatif, exprimé en pourcentage des octrois de prêts en Europe, a également diminué, passant de 13 % à 12 % sur un an.

LA FRANCE SE DÉMARQUE AVEC UN DÉFICIT DE FINANCEMENT EN HAUSSE

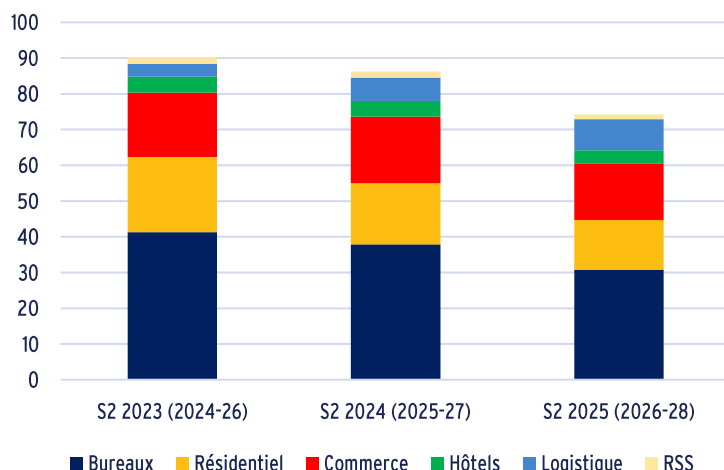
- L'estimation européenne du déficit de financement est ainsi passée de 13 % en 2024 à 12 % mais varie selon les pays.
- La France affiche le DF relatif le plus élevé, à 17 milliards d'euros, ce qui représente 20 % des originations de prêts. Il s'agit d'une hausse par rapport aux 18 % estimés l'année précédente, à rebours de la tendance européenne.
- Cette révision est liée à des perspectives moins favorables sur les valeurs vénales françaises, en particulier pour les bureaux et la logistique, par rapport aux projections de l'année passée.
- L'Allemagne reste en tête en termes de valeurs absolues, avec 23 milliards d'euros, mais passe deuxième en termes de DF relatif, qui représente 16 % des octrois de prêts (contre 19 % l'année dernière).
- L'Italie et l'Espagne se situent juste en dessous de la moyenne, à 10 % et 8 % respectivement.
- Comme précédemment, le Royaume-Uni est dans la fourchette basse avec un DF relativement modéré de 11 milliards d'euros, soit 6 % des volumes de prêts octroyés.

TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER *PRIME* EN EUROPE HORS ROYAUME-UNI COMPARÉ AUX COÛTS D'EMPRUNT "ALL-IN" (PAR AN, EN %)



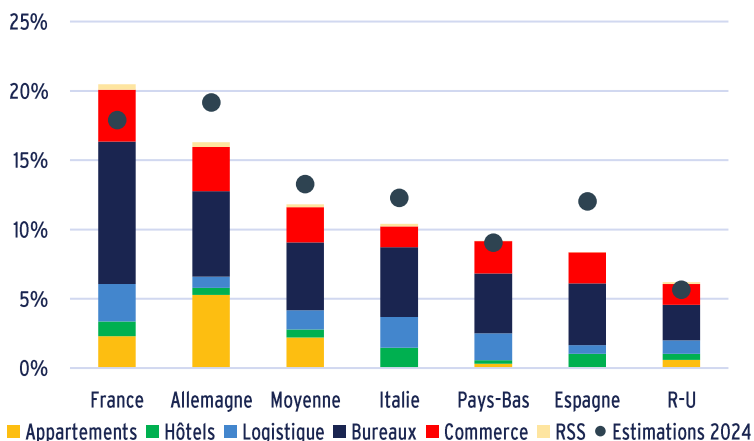
Sources : AEW Recherche & Stratégie, OE, CBRE & Chatham Financial au T3 2025

DÉFICIT DE FINANCEMENT PAR TYPOLOGIE EN MILLIARDS D'EUROS



Sources: AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

DÉFICIT DE FINANCEMENT POUR LA PÉRIODE 2026-2028 PAR PAYS ET PAR SECTEUR (EN % DES PRÊTS OCTROYÉS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

SECTION 3: LES CAPITAUX ÉTRANGERS DEVRAIT FAVORISER UNE REPRISE DE LA LIQUIDITÉ

HAUSSE DES VOLUMES INVESTIS

- Sur la base des volumes cumulés à fin T3 2025 (€130 Mrds), nous anticipons des volumes annuels de €200 Mrds en 2025 et €220 Mrds en 2026, tous deux supérieurs aux €183 Mrds enregistrés en 2024.
- Cette reprise de la liquidité confirme que l'amélioration de la confiance des investisseurs contribue à réduire l'écart d'attente en termes de prix entre acheteurs et vendeurs. Avec un accès au financement facilité, le rebond pourrait même dépasser les projections actuelles. Cependant, l'écart d'attente de prix persiste pour certains segments, comme les bureaux situés en périphérie et les actifs secondaires.
- Alors que les prêteurs accélèrent les refinancements et que les gérants de fonds traitent les demandes de rachat, les transactions se concluent souvent à des prix inférieurs aux attentes initiales des vendeurs.
- Parallèlement, alors que les valorisations des actions et des obligations paraissent déconnectées des fondamentaux et que le crédit privé enregistre de nombreux défauts, l'immobilier pourrait redevenir relativement attractif pour les investisseurs multi-actifs.
- Les marchés immobiliers européens n'étant encore qu'au début de leur phase de reprise, nous anticipons que davantage d'investisseurs institutionnels renforceront leurs à l'immobilier.

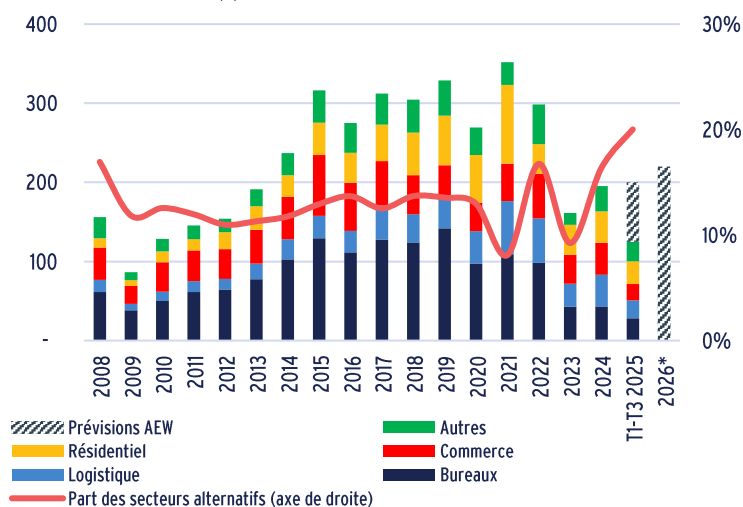
LES INVESTISSEURS ÉTRANGERS SE TOURNENT VERS L'EUROPE POUR DIVERSIFIER LEURS ALLOCATIONS

- Les dernières données de PERE sur les levées de fonds immobiliers par région montrent une rotation géographique des capitaux à l'échelle mondiale.
- Les fons levés pour l'immobilier européen ont été multipliés par six au cours des trois premiers trimestres de 2025 par rapport à la même période l'année précédente, une progression notable.
- Si les levées de fonds ciblant l'Amérique du Nord reste dominante en volume, elle a connu, comme le marché d'Asie Pacifique, une hausse plus modérée sur la même période.
- Ce mouvement traduit une réallocation stratégique des investisseurs nord-américains et asiatiques vers l'Europe, afin de diversifier géographiquement leurs portefeuilles dans un contexte d'incertitude élevée.
- Nous anticipons ainsi une hausse de la liquidité sur les marchés européens, portée par l'augmentation des allocations des investisseurs étrangers, tant sur les stratégies *core* que *value-add*.

DYNAMIQUE POSITIVE SUR LES MARCHÉS IMMOBILIERS NON-COTÉS, À L'INVERSE DES MARCHÉS COTÉS

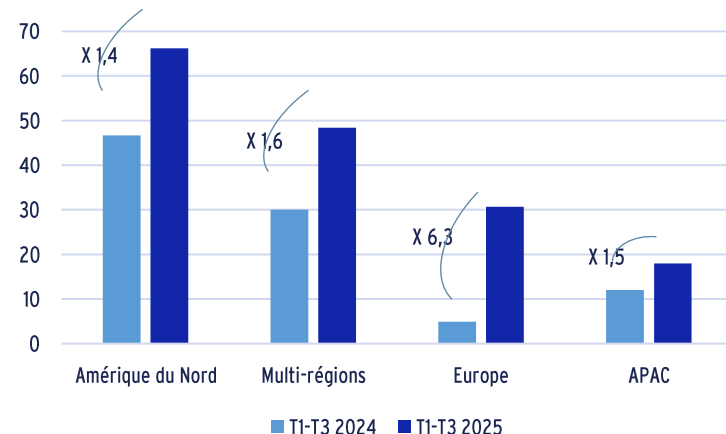
- Les indices des marchés immobiliers non-cotés poursuivent leur tendance positive, malgré une pause récente dans la reprise des foncières cotées (incl. REITs) suivies par l'EPRA.
- Les REITs ont connu une correction des valorisations après leur forte réévaluation à la baisse depuis le point haut de 2021, liée à la hausse de l'inflation et à l'anticipation des remontées de taux d'intérêt.
- Entre 2021 et 2023, les investisseurs en REITs ont subi une baisse de 40 % des valorisations, pénalisées par des niveaux d'endettement élevés, un coût de la dette important, et des inquiétudes spécifiques au secteur des bureaux.
- Avec un décalage d'environ trois trimestres, les indices du marché immobilier non-coté pour les actifs *prime* (CBRE) et de qualité institutionnelle (INREV ALI) ont reculé de 20 % et 17 %, respectivement.
- Depuis mi-2023, les REITs ont rebondi de 22 %, avant de corriger légèrement de 5 % à fin T3 2025.
- De leur côté, les indices de valeur des marchés non-cotés ont amorcé un redressement dès le T1 2024, sans signe de retournement.

VOLUMES D'INVESTISSEMENT EUROPÉENS PAR TYPOLOGIE (MILLIARDS D'EUROS) - ACTUELS ET PRÉVISIONS (*)



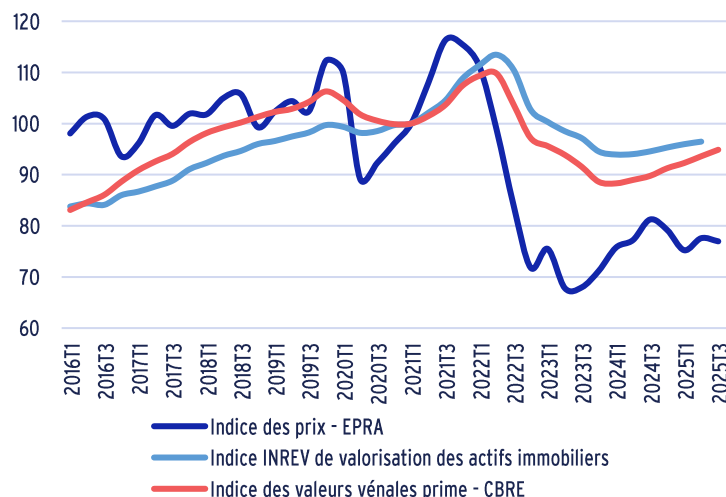
Sources : MSCI/RCA et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LEVÉES DE FONDS PAR RÉGIONS CIBLÉES (MILLIARDS D'EUROS), CAPITAUX LEVÉS DANS LE MONDE



Sources : PERE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

COMPARAISON DES INDICES DE PRIX ET DE VALORISATION DES MARCHÉS COTÉS ET NON-COTÉS (T1 2021 = 100)



Sources : CBRE, INREV, EPRA et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIERS DEVRAIENT SE RESSERRER À MESURE QUE L'ÉCART AVEC LES OBLIGATIONS D'ÉTAT SE NORMALISE

BUREAUX ET COMMERCES : LE RETARD SUR LE RÉSIDENTIEL ET LA LOGISTIQUE SE COMBLE

- L'enquête *IPE Real Assets Expectations* de septembre 2025 confirme que l'indice de confiance des investisseurs immobiliers européens continue de s'améliorer.
- L'indice net (en %) reflète la différence entre la part des sociétés de gestion anticipant une hausse des valeurs et celle anticipant une baisse sur les 12 mois à venir.
- Dans l'ensemble des classes d'actifs, plus de 68 % des répondants s'attendent à une hausse des valeurs en capital dans l'année à venir, contre 60 % en avril 2025.
- L'indice de confiance des investisseurs sur les bureaux et les commerces reprend une trajectoire positive, rejoignant les secteurs du résidentiel et de la logistique, déjà stabilisés.
- Ces dernières données confirment également que l'écart de l'indice de confiance entre typologies d'actifs se réduit, traduisant un marché plus homogène.
- Les évolutions de l'indice de confiance des sociétés de gestion sont corrélées aux volumes réels investis, ce qui présage d'un rebond des valeurs d'ici 2025-2026.

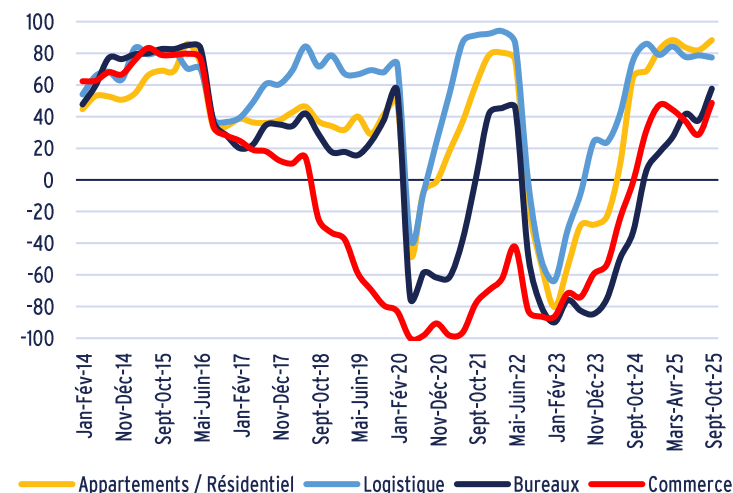
LE RESSERREMENT DES TAUX *PRIME* EST SUSCEPTIBLE DE SE POURSUIVRE EN 2026

- Dans un contexte de reprise des marchés, les taux de rendement *prime* ont déjà commencé à se resserrer par rapport à leur point haut du T2 2024, après une hausse de 135 pdb enregistrée entre 2022 et 2024 suite à l'augmentation des taux d'intérêt.
- Sur les quatre derniers trimestres, les taux *prime* résidentiels ont enregistré la plus forte contraction, de -14 pdb, suivis de près par les commerces et la logistique (-13 pdb et -12 pdb respectivement).
- Porté par des fondamentaux locatifs solides, des coûts d'emprunt stables et une liquidité en amélioration, les taux de rendement *prime* tous secteurs devraient encore se resserrer d'un peu plus de 30 pdb d'ici 2030.
- Les bureaux *prime* devraient encore se resserrer de 45 pdb d'ici 2030, à partir du point bas attendu en 2025, suivis des centres commerciaux (-35 pdb) et de la logistique (-30 pdb).
- Ce resserrement des taux de rendement ne se répercuterait pas encore sur les actifs de bureau non-*prime* à court terme. En revanche, la pénurie d'immeubles *prime* dans les quartiers centraux pourrait exercer une pression haussière sur les loyers des secteurs recherchés bien que situés hors QCA.
- Par ailleurs, une amélioration de l'indice de confiance des investisseurs en bureaux et une hausse des loyers *prime* pourraient déclencher un rebond plus marqué du marché à moyen terme.

L'ÉCART DE RENDEMENT AVEC LES OBLIGATIONS DEVRAIT REVENIR AU NIVEAU HISTORIQUE PRÉ-QUANTITATIVE EASING

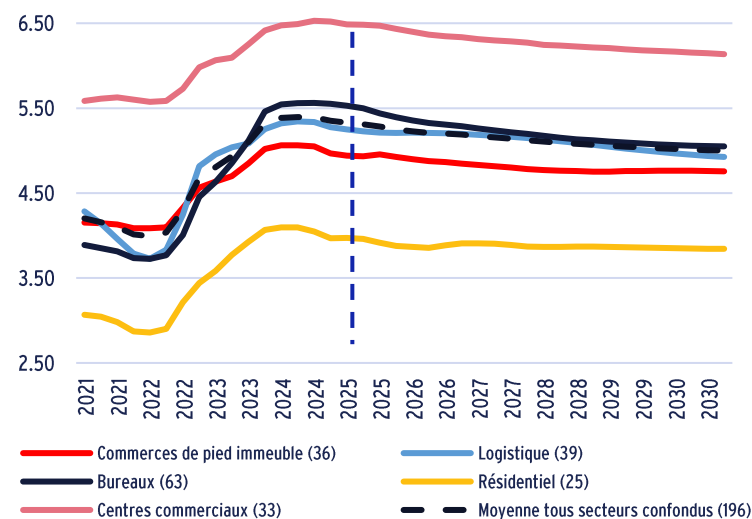
- De nombreux investisseurs à la recherche de revenus courants considèrent les rendements immobiliers comme une alternative aux taux sans risque des obligations d'État.
- Cette comparaison demeure toutefois partielle, car chaque classe d'actifs immobiliers présente son profil de risque et de liquidité spécifique, ainsi qu'un potentiel de croissance en capital.
- Depuis 2022, les taux de rendement *prime* en Europe ont augmenté de 140 pdb, tandis que les taux de rendement des obligations d'État ont augmenté de 350 pdb.
- L'écart actuel entre taux de rendement immobiliers et taux souverains, situé autour de 160 pdb, devrait rester stable au cours des cinq prochaines années.
- Cet écart correspond à la moitié de celui observé durant la période exceptionnelle de 2009-2011 (320 pdb), lorsque les politiques de *Quantitative Easing* (QE) avaient abaissé les taux obligataires à des niveaux quasi nuls.
- L'écart anticipé pour la période 2026-2030, à 160 pdb, se situe donc dans la moyenne historique pré-QE (2000-2008), signe d'une normalisation du *spread* immobilier.

INDICE DE CONFIANCE SUR LES ÉVOLUTIONS DE VALEURS VÉNALES PAR TYPOLOGIE (NET %, RU, ALL, FR)



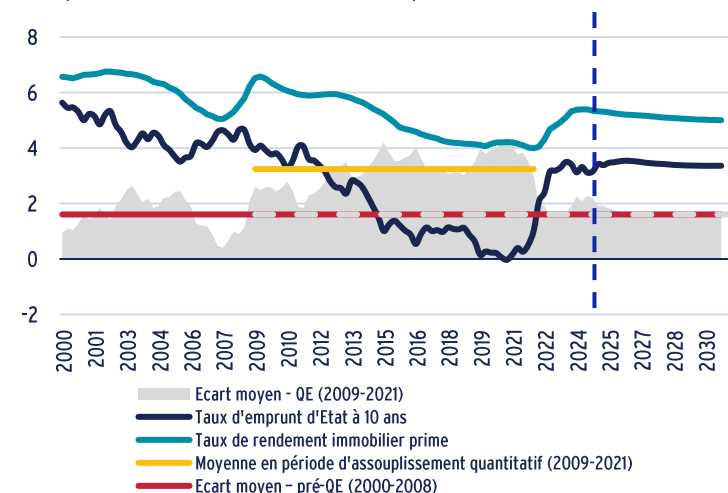
Sources : IPE et AEW Recherche & Stratégie au T4 2025

TAUX DE RENDEMENT *PRIME* PAR TYPOLOGIE - SCENARIO PRINCIPAL (PAR AN, %)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

TAUX DE RENDEMENT *PRIME*, TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 10 ANS ET ÉCART, MOYENNE DES 196 MARCHÉS EUROPÉENS, % PAR AN



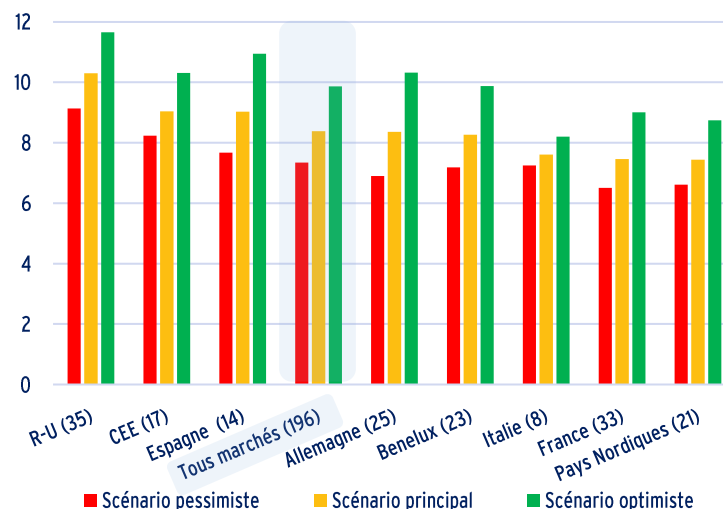
Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

SECTION 3 – BUREAUX *PRIME* ET MARCHÉS BRITANNIQUES EN TÊTE

LE ROYAUME-UNI EN TÊTE POUR LES RENDEMENTS TOTAUX ATTENDUS

- Selon le scénario principal, les rendements totaux *prime* tous secteurs confondus devraient atteindre en moyenne 8,4 % par an en 2026-2030, soit une légère hausse par rapport aux 8,2 % anticipés en mars 2025.
- Les marchés britanniques devraient enregistrer les meilleures performances, avec un rendement total de 10,3 % par an, soutenu par des taux de rendement plus élevés et une compression attendue des taux plus marquée.
- Les marchés d'Europe centrale et orientale (CEE) se classent en deuxième position, avec un rendement total *prime* attendu de 9,1 % par an, tiré par des rendements locatifs élevés.
- L'Espagne arrive en troisième position, portée par une croissance des loyers supérieure à celle de nombreux autres pays européens.
- Les marchés allemands et du Benelux devraient enregistrer des rendements totaux proches de la moyenne européenne, respectivement 8,4 % et 8,3 % par an.
- Les marchés italiens, français et nordiques devraient afficher des rendements totaux *prime* inférieurs à la moyenne européenne sur la période.

RENDEMENTS TOTAUX *PRIME* EN EUROPE PAR PAYS (2026-2030), % PAR AN

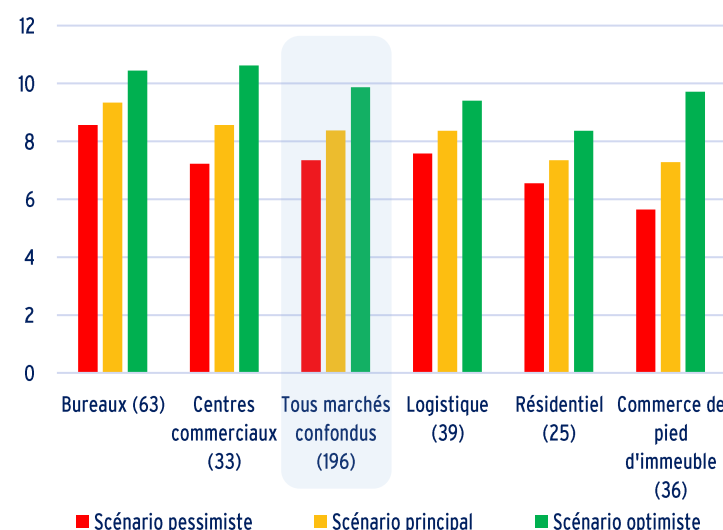


Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LES BUREAUX *PRIME* RESTENT EN TÊTE

- Les marchés de bureaux *prime* devraient une nouvelle fois bénéficier des meilleurs rendements, estimés à 9,3 % par an sur les cinq prochaines années. Cette performance est soutenue par une croissance des loyers solide et une correction des valeurs plus forte qu'anticipée en 2024.
- Les centres commerciaux *prime* occupent la deuxième place, avec des rendements totaux attendus de 8,6 % par an, portés par des taux de rendements élevés et des croissances de loyers en amélioration.
- Les rendements totaux des actifs logistique *prime* devraient se situer dans la moyenne européenne, à 8,4 % par an.
- Selon nos scénarios alternatifs, les rendements totaux moyens atteindraient 7,4 % par an dans le scénario pessimiste et 9,9 % par an dans le scénario optimiste.
- Ces projections reposent principalement sur des revenus locatifs plus élevés, liés à la hausse des taux de rendement depuis mi-2022 suite à la hausse des taux d'intérêt, ainsi que sur une appréciation anticipée des valeurs soutenue par la croissance des loyers.
- Le resserrement limité des taux de rendement *prime* attendu d'ici fin 2030 laisse présager une hausse modérée des valeurs en capital provenant de ce seul facteur.

RENDEMENTS TOTAUX *PRIME* EN EUROPE PAR TYPOLOGIE D'ACTIF (2026-2030, % PAR AN)

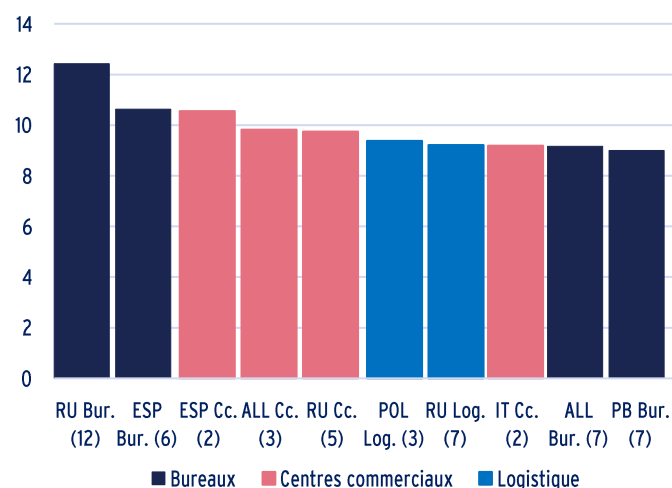


Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LES BUREAUX BRITANNIQUES AFFICHENT LES MEILLEURS RENDEMENTS

- Selon nos prévisions de rendement pour la période 2026-30 (scénario principal) par pays et secteur, les bureaux au Royaume-Uni arrivent nettement en tête à 12,4 % par an, suivis des bureaux espagnols à 10,6 % par an.
- Viennent ensuite les centres commerciaux *prime* en Espagne (10,5 %), en Allemagne (9,8 %) et au Royaume-Uni (9,7 %). Les centres italiens occupent la huitième place avec 9,2 % par an.
- En sixième et septième position, on retrouve la logistique en Pologne (9,4 %) et la logistique au Royaume-Uni (9,2 %).
- Les bureaux allemands et néerlandais complètent le top 10, avec des rendements projetés de 9,2 % et 9,0 % par an sur la période 2026-2030.
- Aucun segment résidentiel, de commerces de centre-ville ou marché français ne figure parmi le Top 10. À noter qu'il s'agit de moyenne par pays.
- Enfin, il convient de rappeler que ces projections ne tiennent pas compte des risques spécifiques à chaque marché ni des coûts d'emprunt, susceptibles d'influencer les rendements nets après effet de levier.

TOP 10 DES MARCHÉS EUROPÉENS, RENDEMENT ATTENDU EN 2026-30 PAR AN AVANT EFFET DE LEVIER - SCÉNARIO PRINCIPAL, %, NOMBRE DE MARCHÉS (XX)



Sources : CBRE et AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

À PROPOS AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 73,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 Juin 2025. Le groupe AEW compte plus de 870 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 2025, AEW gère en Europe² 35,8 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant plus de 9 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte 520 collaborateurs répartis dans 11 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 près de 15 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA², 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 CFA²
Associate Director
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



ISMAIL MEJRI
Associate
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
Managing Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



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



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

LONDRES

AEW
Level 42, 8 Bishopsgate
London EC2N 4BQ
ROYAUME UNI

PARIS

AEW
43 Avenue Pierre-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

DÜSSELDORF

AEW
Steinstraße. 1-3
D-40212 Düsseldorf
ALLEMAGNE

¹ Au 30 Juin 2025, Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur 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 IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.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.

La présente communication commerciale est émise par le Groupe AEW et ne peut être reproduite en tout ou partie, sans autorisation préalable d'une des sociétés du Groupe AEW. Cette communication ne constitue pas une recommandation d'investissement et elle vous est communiquée à titre d'information. Elle ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation ou incitation aux fins d'acquisitions de parts ou titres des fonds gérés par le Groupe AEW. Les produits ou services qui y sont décrits ne prennent en considération aucun objectif d'investissement spécifique, aucune situation financière, ni aucun besoin particulier de quelque destinataire que ce soit.

Il est rappelé qu'investir comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La valeur des investissements et les rendements peuvent aussi bien augmenter que diminuer. Il convient de se référer à la documentation réglementaire des produits pour tenir compte de l'ensemble de leurs objectifs, des risques et de leurs caractéristiques dont l'horizon d'investissement recommandé. De même, la fiscalité dépend de la situation de chaque investisseur. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les projections, estimations et anticipations contenues dans ce document ne sont communiquées qu'à titre d'information et ne doivent en aucun cas être considérées comme une garantie ou une assurance. Aucune promesse, déclaration, garantie ou autre assurance n'est délivrée et ne sera réputée être délivrée sur l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou des opinions figurant dans ce document, lequel est soumis à des ajouts, des modifications et des vérifications. AEW n'est en aucun cas tenu de vous informer de la mise à jour des informations. Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers. Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l. AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007).

⁴Source: "2025 IRE IQ Real Estate Managers Guide". The Guide, publié annuellement par Institutional Real Estate, Inc., classe les gestionnaires immobiliers en fonction de la valeur brute de l'actif sous gestion immobilier (\$m) au 31 décembre 2024. ²CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées du CFA Institute.