AEW RECHERCHE | EUROPE

Marché du financement en Europe

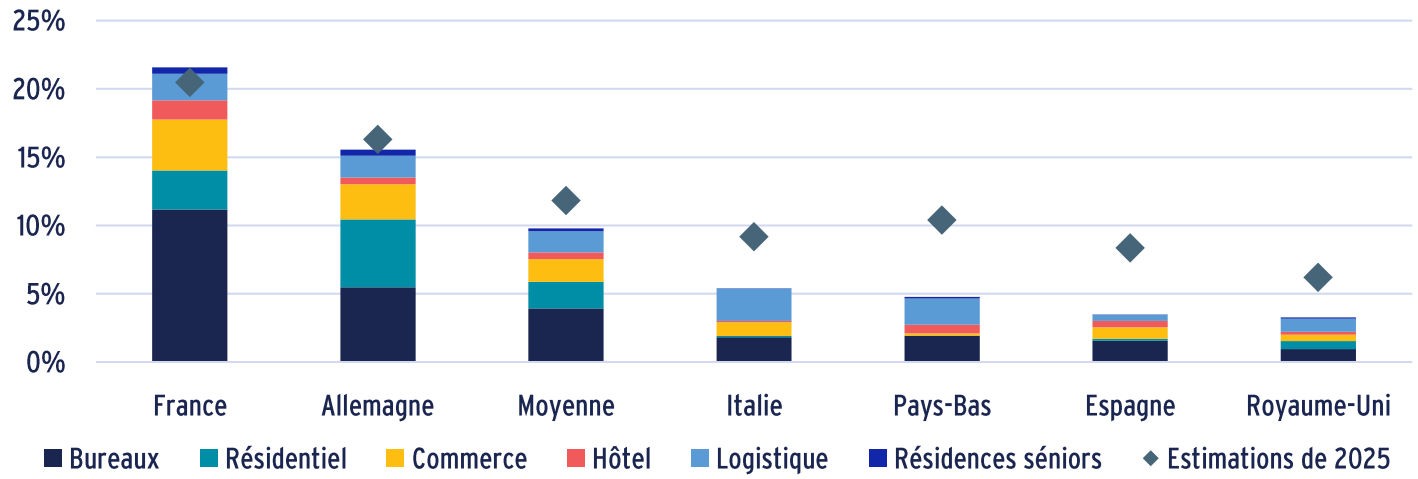
OCTOBRE 2026

OCTOBRE 2026

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT SE RÉSORBE EN VOLUME MAIS LES REFINANCEMENTS LES PLUS DIFFICILES RESTENT À VENIR

- La hausse des taux d'intérêt fait son retour : les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs pour faire face à une inflation supérieure à leurs objectifs, dans un contexte de conflit au Moyen-Orient maintenant les prix de l'énergie élevés. Les taux de swap et les rendements des obligations d'Etat se sont également écartés en raison des incertitudes politiques sur les nécessaires réductions des déficits publics.
- Au cours de l'année écoulée, les taux swap de la zone euro ont augmenté de 100 points de base (pdb). Alors même que les marges de crédit sont restées stables, les coûts d'emprunt pour l'immobilier *core* en zone euro ont augmenté à 5,1 %. Ce niveau est proche des taux de rendement immobiliers *prime*, signalant que le recours à l'endettement n'est plus relutif. Néanmoins, les taux swap n'ont pas triplé comme en 2022-23.
- La forte concurrence entre les banques a empêché les marges de crédit d'augmenter. Toutefois, les données détaillées sur les prêts octroyés confirment la hausse des taux d'intérêt « *all-in* » au cours de l'année, tirée par celle des taux swap. Une différenciation accrue selon les quotités de financement se met en place : plus le ratio de LTV est élevé, plus la marge requise est importante. Cela aura des conséquences pour certains refinancements à venir de prêts à quotités de financement élevés.
- Le volume de refinancements restant se résorbe : le déficit de financement (DF) est estimé à 45 milliards d'euros dans 20 pays d'Europe pour la période 2027-2029, soit une réduction de 50 % par rapport à l'estimation de 2023 pour la période 2026-2028. Cette contraction se traduit également par une baisse du déficit de financement relatif à l'échelle européenne, en part des prêts octroyés entre 2016 et 2026, qui passe de 12 % estimé en 2025 pour la période 2026-2028, à 10 % pour la période 2027-2029.
- La baisse en volume du déficit de financement s'explique en grande partie par les refinancements déjà effectués des prêts octroyés avant 2022. Ces millésimes de prêts ont rencontré les difficultés de refinancement les plus importantes en raison de la baisse des valeurs immobilières enregistrée suite à la hausse des taux d'intérêt, et nombre d'entre eux ont fait l'objet d'une prolongation accompagnée de modifications des conditions du prêt.
- Avec un déficit de financement équivalent à 22 % des montants des prêts historiquement octroyés, la France fait face au plus grand défi de refinancement en Europe. Par rapport à nos estimations de l'an dernier, la France est le seul pays où cette part de prêts en difficulté augmente, tandis que l'Italie et l'Espagne enregistrent de nettes améliorations. Ce décalage peut s'expliquer par des retards dans l'évolution des valeurs d'expertise et une part élevée de prêts syndiqués.
- Les dernières données de l'EBA montrent que les banques françaises ont une part de prêts non-performants (NPL) en immobilier d'entreprise inférieure à la moyenne européenne. Les données sur les banques allemandes sont en revanche cohérentes avec les résultats de l'analyse du déficit de financement : les banques allemandes déclarent en effet le ratio de prêts non performants le plus élevé et celui qui progresse le plus rapidement en Europe. Cela peut s'expliquer par des retards de valorisation qui conduisent à une sous-estimation des prêts non performants, tandis que le déficit de financement est prospectif.
- Différentes solutions contribuent à combler le déficit de financement, notamment : (1) des injections de fonds propres supplémentaires ; (2) la hausse des prêts non-bancaires ; (3) le recours au *back leverage* (ou *debt-on-debt*) ; (4) les opérations de transfert significatif de risque (SRT) ; et (5) la vente de positions sur des prêts non performants avec décote.
- Le financement adossé à une dette existante (*debt-on-debt*) est devenu une structure de financement collaborative largement utilisée pour combler le déficit de financement, avec un encours de *back leverage* estimé à plus de 50 milliards d'euros en Europe. Il aurait ainsi déjà pu couvrir, directement ou indirectement, plus de la moitié du déficit de financement de 90 milliards d'euros estimé en 2023. Même si les banques françaises et allemandes n'y ont pas recours elles-mêmes, les banques d'investissement internationales pourraient néanmoins le faire.
- Indépendamment de leur impact à long terme sur la stabilité du marché, ces solutions ont jusqu'ici permis d'éviter des mesures douloureuses, comme la vente de portefeuilles de prêts non performants et d'actifs en difficulté avec forte décote. Toutefois, des décisions difficiles restent probablement à prendre concernant les prêts qui ont déjà été prolongés à deux reprises, d'autant que les révisions à la baisse des valeurs d'expertise ne pourront plus être différées davantage avec la hausse des taux d'intérêt.

DÉFICIT DE FINANCEMENT 2027-2029 PAR PAYS ET PAR SECTEUR, EN % DU MONTANT TOTAL DES PRÊTS OCTROYÉS



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

LE RECOURS À L'ENDETTEMENT N'EST PLUS RELUTIF

DES COÛTS D'EMPRUNT ÉLEVÉS POURRAIENT PESER SUR LES TAUX DE RENDEMENT ET LES VOLUMES

- Le conflit prolongé au Moyen-Orient a contribué à la hausse des prix de l'énergie et de l'inflation, incitant les banques centrales à relever leurs taux et poussant ainsi les taux de rendement obligataires à la hausse.
- Ainsi, le taux swap à 5 ans de la zone euro a augmenté significativement au cours des quatre derniers trimestres, passant de 2,3 % à 3,4 % par an.
- Par conséquent les coûts d'emprunt « all-in » pour l'immobilier d'entreprise s'établissent à 5,1 % par an en septembre 2026, en hausse par rapport aux 4,0 % enregistrés un an plus tôt, et en ligne avec le niveau observé en septembre 2023.
- Les taux de rendement immobiliers prime (moyenne tous secteurs) dans la zone euro étant restés inchangés à 5,1 % par an au troisième trimestre 2026, le recours à l'effet de levier n'est plus relutif pour les actifs prime.
- Cette hausse très récente des coûts d'emprunt devrait inciter les investisseurs à réévaluer leur recours à l'effet de levier, et lorsque cela est possible, à suspendre les transactions en cours afin de renégocier les prix.
- Malgré l'absence de corrélation directe et immédiate entre les coûts d'emprunt et les taux de rendement immobiliers, le fait que le recours à l'endettement ne soit plus relutif pèsera à la fois sur les volumes de transactions et sur le niveau de prix.

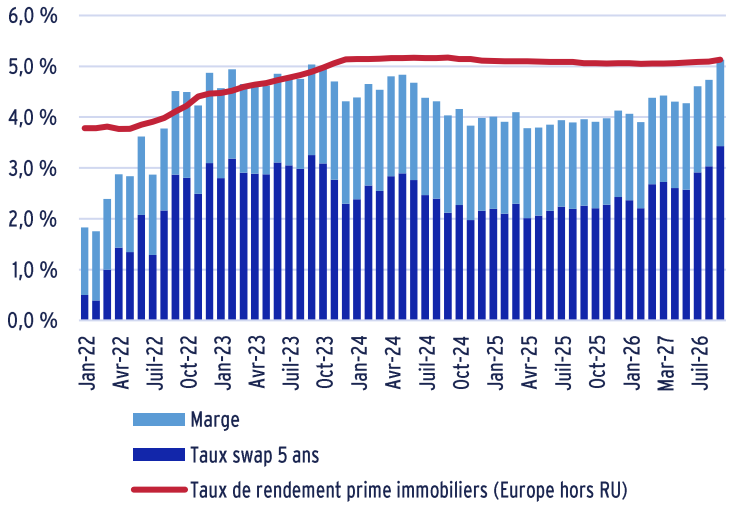
DES TAUX D'INTÉRÊT PLUS ÉLEVÉS ET DES RATIOS LTV VARIANT DE 35 % À 75 %

- À la suite de notre dernière mise à jour, notre base de données interne sur les prêts s'est enrichie pour atteindre 2 021 prêts, issus de six sources : AEW, RCA/MSCI, REC/PERE, Greenstreet, Vedanta et FinLoop.
- Les prêts les plus anciens remontent à 2003. Nous estimons que notre base de données couvre environ 10 % des octrois de prêts à l'acquisition depuis 2010 et donne une indication fiable des conditions de prêt du marché.
- Notre graphique de dispersion montre que les ratios de LTV des prêts émis au cours des quatre derniers trimestres varient assez peu : de 35 % à 75 %, avec une médiane de 60 %.
- Ce niveau est supérieur au ratio LTV médian de 50 % observé pour les prêts au cours des trois années précédentes (T4 2022-T3 2025), les prêteurs estimant que l'ajustement des valeurs était presque terminé.
- Compte tenu des taux de swap actuels, le taux d'intérêt "all-in" de 4,5 % pour les nouveaux prêts est systématiquement inférieur aux taux d'intérêt de 5,0 % des trois années précédentes d'après notre base de données.
- Ces données permettent une analyse plus précise de l'impact des chocs exogènes, comme l'augmentation récente des taux swap à 5 ans.

UN TAUX "ALL-IN" DE 4,5 % TOUJOURS EN BAISSE PAR RAPPORT AU RECORD DE 5,2 % DU S2 2023

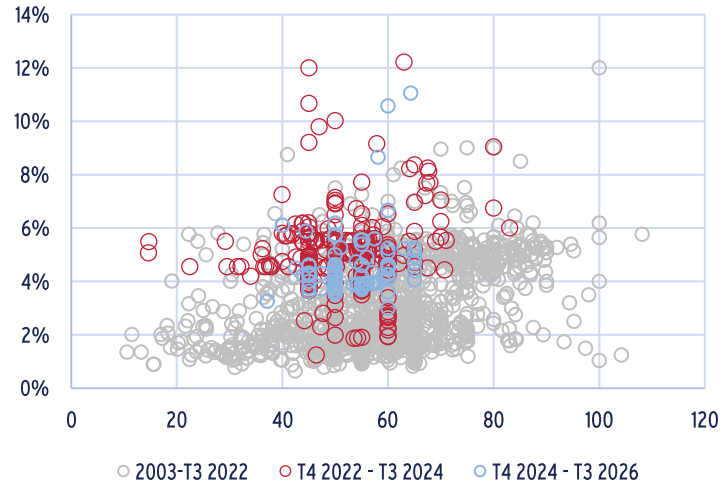
- Nos données confirment que les taux d'intérêt "all-in" en Europe, hors Royaume-Uni, se sont resserrés pour s'établir à 4,5 % au T3 2025, restant en baisse de 70 pdb par rapport à leur niveau record de 5,2 % au T2 2023.
- Cependant, les deux derniers trimestres suggèrent un retournement de tendance, notre moyenne glissante sur 12 mois affichant un écart de 20 pdb.
- Cette évolution fait suite à la période 2016-2021 de taux d'intérêt extrêmement bas, durant laquelle le taux d'intérêt "all-in" était principalement composé de la marge compte tenu de taux swap Euribor proches de zéro.
- La hausse brutale des taux d'intérêt en 2022-24 a rendu la dette moins attractive pour de nombreux investisseurs recourant à l'effet de levier, contribuant ainsi à la baisse des volumes de transaction en 2022.
- Compte tenu de la hausse des taux d'intérêt au milieu de l'année 2026, il serait raisonnable de s'attendre à une modération des volumes de transactions au T4 2026, la hausse des taux ayant à nouveau rendu le recours à l'endettement non relutif.
- Les investisseurs utilisant l'effet de levier et disposant de dettes existantes font face à une baisse de la valeur de leurs sous-jacents ainsi qu'à une augmentation des coûts du service de la dette lors du refinancement. Ce point est abordé dans la section suivante.

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



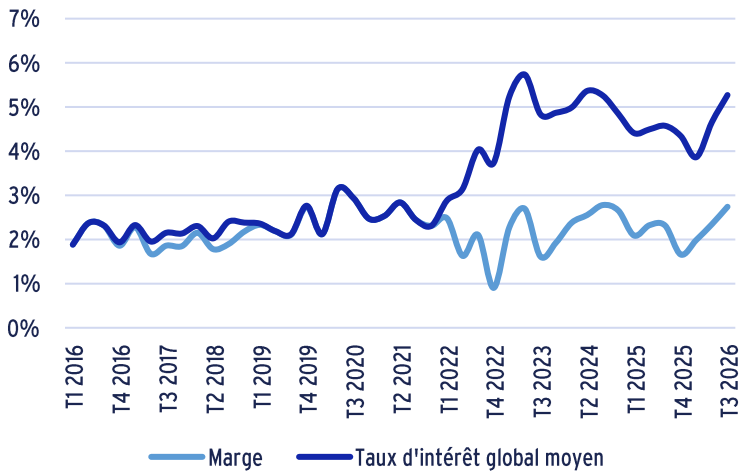
Sources : AEW Recherche & Stratégie, Oxford Economics, CBRE & Chatham Financial au T3 2026

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » (AXE VERTICAL) ET RATIOS DE LTV EFFECTIFS (AXE HORIZONTAL) - PRÊTS OCTROYÉS ENTRE 2004 ET 2024



Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, Green Street, Vedanta, REC & FinLoop au T3 2026

MARGES MOYENNES DES PRÊTS À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE ET TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN », EUROPE HORS R-U, MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, EN % PAR AN



Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC, Vedanta & FinLoop au T3 2026

TENDANCES ACTUELLES DU MARCHÉ DU FINANCEMENT EUROPÉEN

PEU DE DIFFÉRENCIATION DES PRÊTS SELON LE TYPE D'ACTIF IMMOBILIER

- Tous secteurs immobiliers confondus, nos données granulaires sur les prêts ne montrent pas de différenciation claire ni constante dans la tarification des prêts.
- Il convient toutefois de noter que les données sur les marges des prêts logistiques sont très limitées sur les quatre derniers trimestres.
- Ce manque de cohérence est probablement attribuable à une grande diversité de qualité des sous-jacents et des LTV par rapport à l'échantillon plus restreint de prêts ayant des sous-jacents uniquement prime analysé par Chatham Financial.
- Le calendrier des refinancements et les positions héritées de prêts adossés à des bureaux ou des commerces peuvent aussi jouer un rôle.
- Notre base de données inclut uniquement des prêts seniors garantis supérieurs à 15 millions d'euros, destinés à des acquisitions ou à des refinancements.
- Elle exclut donc les prêts pour financer des développements, les financements relais (*bridge loans*), ainsi que les prêts juniors ou mezzanine.
- Nos données sur les prêts sont soumises à un biais de survie : elles excluent les refinancements qui n'ont pas abouti, les prorogations et les restructurations, y compris concernant des sous-jacents de faible qualité, comme les bureaux secondaires.

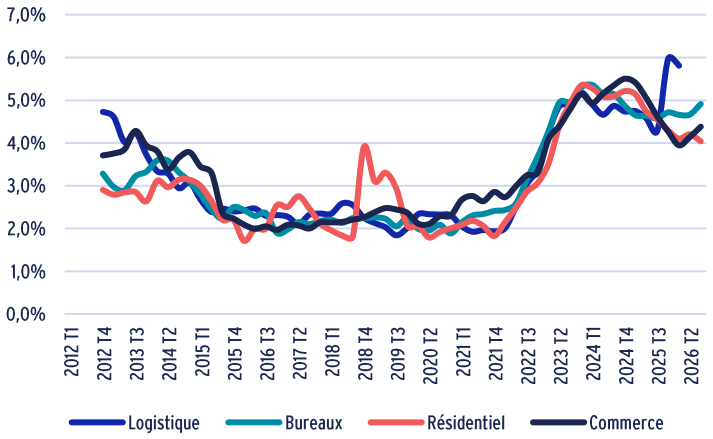
LES MARGES DE CRÉDIT SONT RESTÉES STABLES DANS TOUS LES SECTEURS AU COURS DES QUATRE DERNIERS TRIMESTRES

- Au T3 2026, les marges de crédit en Europe du Nord s'établissent à 210 pdb pour les commerces, 175 pdb pour les bureaux, 150 pdb en logistique et 150 pdb en résidentiel.
- Malgré la volatilité des marchés obligataires mondiaux et l'actualité géopolitique, les marges des prêts immobiliers en Europe sont restées stables au cours des 12 derniers mois.
- Les données de Chatham Financial reposent sur les prêts octroyés dans le cadre de son activité de conseil en financement et en couverture, et portent sur des prêts seniors présentant des LTV d'environ 50 %.
- Depuis 2023-2024, les marges des prêts aux secteurs des bureaux, de la logistique et du résidentiel sont toutes revenues à leurs niveaux d'avant Covid.
- Les marges des prêts garantis par des actifs de commerces restent élevées, les prêteurs devant probablement encore restructurer des prêts anciens adossés à des sous-jacents fragilisés.
- Cela pourrait également être le cas pour les bureaux secondaires, même si les marges de crédit publiées concernent probablement des bureaux prime bien localisés.

LES TAUX D'INTÉRÊT ALLEMANDS RESTENT LES PLUS ATTRACTIFS

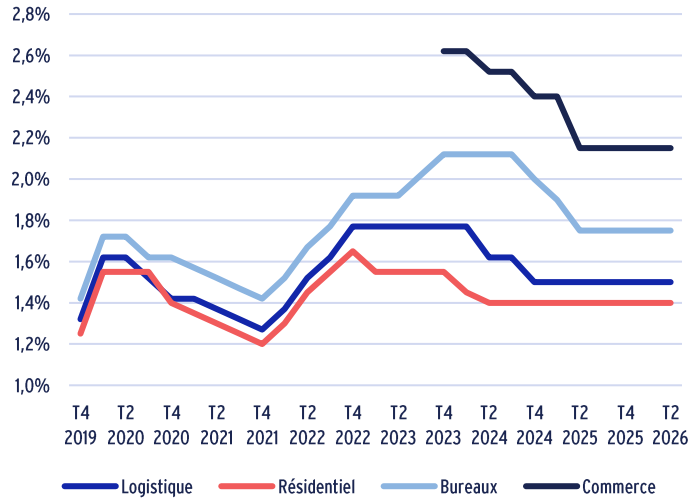
- Le financement obligataire couvert à faible coût dont bénéficient les banques allemandes peut expliquer ces niveaux plus compétitifs.
- Le Royaume-Uni, à l'inverse, affiche depuis plusieurs années des taux « *all-in* » supérieurs à ceux de la zone euro, malgré une baisse observée au cours des deux derniers trimestres dans nos données, qui sont certes limitées sur ce marché.
- Malgré cette normalisation, le taux d'intérêt moyen au Royaume-Uni s'établirait à 5,6 % au T2 2026, soit un niveau supérieur au taux de 4,5 % observé dans la zone euro.
- Les taux d'intérêt français se sont écartés de 10 pdb au T2 2026, tout en restant inférieurs de 100 pdb à leur niveau de fin 2024.
- Compte tenu du nombre limité de nouveaux prêts recensés en 2025 et 2026 et de la méthode de calcul de notre moyenne glissante, nos données internes sont moins à jour que celles de Chatham Financial.
- Cela peut s'expliquer par le fait que nos données portent sur les conditions définitives des prêts octroyés tandis que celles de Chatham s'appuient sur des *term sheets* ou des conditions indicatives de prêts.

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » PAR SECTEUR EN EUROPE (HORS R-U), MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, % PAR AN



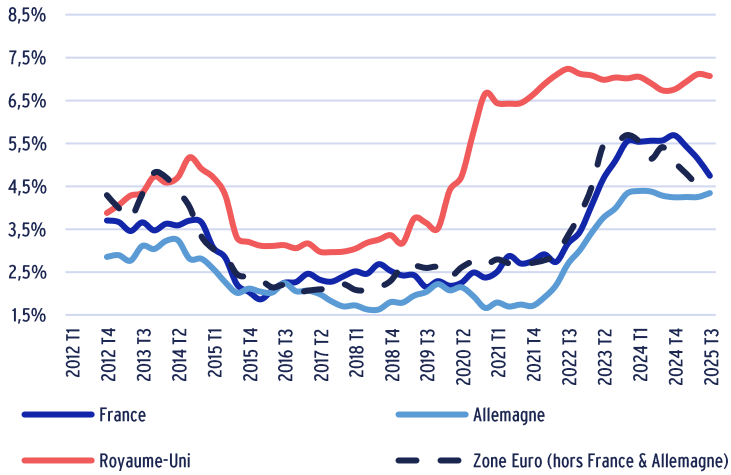
Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC, FinLoop, Vedanta, & Green Street au T3 2026

MARGE DE CRÉDIT PAR SECTEUR IMMOBILIER (FRANCE, ALLEMAGNE & PAYS-BAS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie & Chatham Financial au T3 2026

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » PAR PAYS, MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, %



Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC, Vedanta, & FinLoop au T3 2026

L'ÉCARTEMENT DES TAUX OBLIGATAIRES AU S1 2026 EST COHÉRENT AVEC LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

- Les taux de rendement des obligations non garanties des foncières cotées (REITs ou SIIC) libellées en euros ont augmenté de moins de 20 pdb au cours des deux derniers trimestres, pour atteindre 3,4 % au troisième trimestre 2026. Ce niveau reste inférieur au point haut de 4,7 % enregistré au quatrième trimestre 2023.
- L'écart entre les rendements obligataires (3,4 %) et les taux d'intérêt des prêts (4,5 %) s'est quelque peu resserré, à 120 pdb.
- La dernière moyenne glissante sur 12 mois confirme la forte corrélation entre les deux séries sur des périodes plus longues.
- Les taux de rendement plus faibles des obligations de SIIC s'expliquent en partie par des LTV implicites plus faibles, de l'ordre de 40 à 50 %, contre 60 % pour les prêts hypothécaires garantis.
- L'écart, proche de 200 pdb avant la pandémie, entre les rendements obligataires et les coûts d'emprunt s'est considérablement réduit en 2023, les marchés obligataires ayant réévalué le risque plus rapidement.
- Les taux d'intérêt des prêts comme les rendements obligataires ont augmenté sous l'effet de la hausse des taux directeurs des banques centrales et de la hausse de l'inflation, dans un contexte d'incertitude géopolitique accrue.

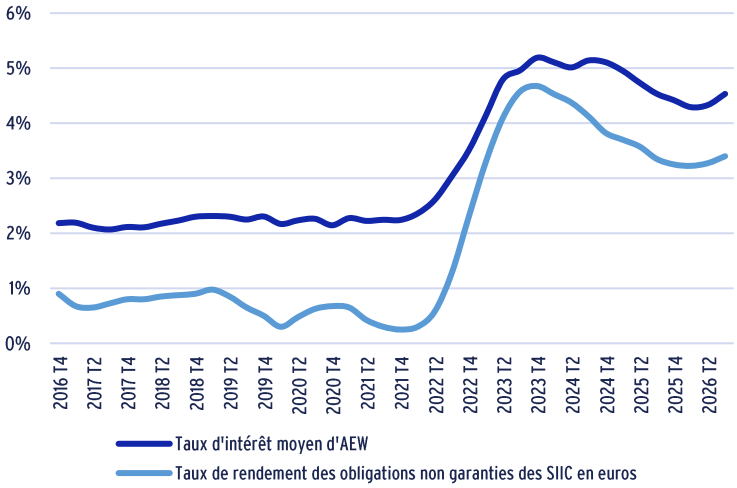
LES PRÊTEURS EXIGENT DES MARGES RELATIVEMENT PLUS ÉLEVÉES POUR DES LTV PLUS ÉLEVÉS

- Nos données granulaires sur les prêts en Europe confirment des tendances significatives sur les taux d'intérêt en fonction des différentes catégories de quotités de financement (ratios LTV).
- De manière générale, les prêteurs semblent désormais différencier leurs conditions de prêt de façon plus cohérente selon les catégories de ratios LTV, depuis les hausses de taux d'intérêt de 2022.
- Cela se traduit par une baisse de 170 pdb des taux d'intérêt all-in des prêts présentant une LTV inférieure à 50 %, après leur point haut de 5,4 % au T4 2023. Ils s'établissent à 3,7 % au T3 2026.
- À l'inverse, les taux des prêts all-in dont la LTV moyenne se situe entre 50 % et 60 % n'ont diminué que de 120 pdb par rapport à leur point haut de 5,7 % au T4 2023.
- Les taux d'intérêt all-in des prêts présentant une LTV supérieure à 60 % ont reculé de 115 pdb, passant de 6,4 % au T4 2023 à 5,3 % au T3 2026.
- Il convient de noter que la robustesse de nos données varie selon la catégorie de LTV et le millésime des prêts.

HAUSSE DES RATIOS LTV DES PRÊTS ET DES FONCIÈRES COTÉES, TANDIS QUE CEUX DES FONDS RECULENT LÉGÈREMENT

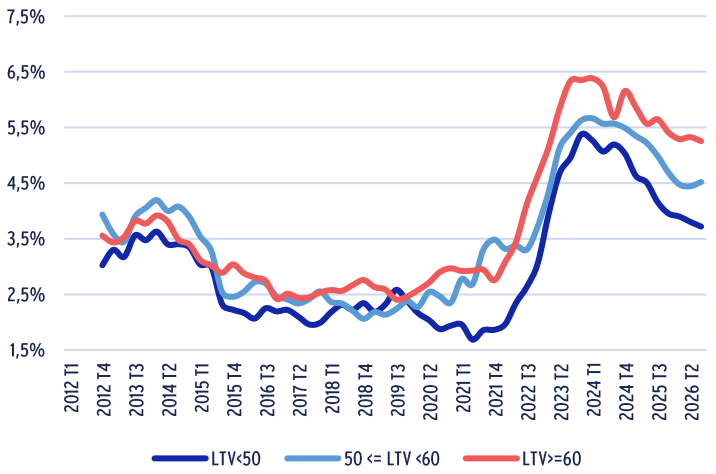
- La capacité des prêteurs à prendre des risques se reflète à la fois dans les ratios LTV et dans les conditions de financement.
- Les dernières données montrent une légère hausse des ratios de LTV au bilan des REIT/SIIC (données EPRA), tandis que les ratios de LTV des fonds INREV ont légèrement baissé, confirmant l'écart persistant observé au cours de la dernière décennie.
- La LTV moyenne des fonds suivis par INREV depuis le début de l'année 2026, de 26 %, est à comparer aux LTV d'EPRA et de Green Street, qui s'établissaient respectivement à 39 % et 48 % au T2 2026. Cela confirme un niveau d'endettement plus élevé sur les marchés cotés.
- Depuis 2023, les données de Green Street font apparaitre une légère tendance à la hausse des LTV des REIT/SIIC, comparable à celle observée dans les données d'EPRA.
- À l'inverse, nos données internes montrent une hausse de la LTV moyenne, à 61 % au T2 2026 contre 57 % en 2025. Comme précédemment, ces données excluent les transactions sans effet de levier.
- Cette hausse des LTV s'explique probablement par une confiance accrue dans le fait que la valeur des sous-jacents a atteint son point bas. Cette confiance pourrait toutefois être affectée par la hausse des taux d'intérêt au second semestre 2026.

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » AEW VS. TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS NON GARANTIES DES SIIC (GREEN STREET), EUROPE (HORS R-U) – MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, % PAR AN



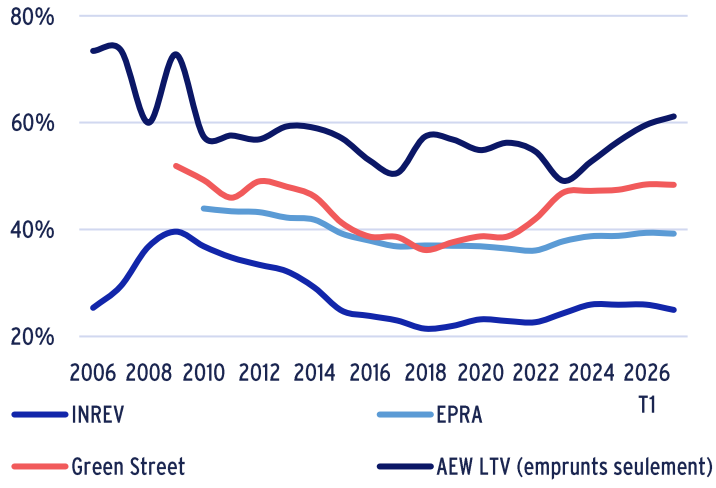
Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC/PERE, Vedanta, FinLoop & Green Street au T3 2026

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » (AXE VERTICAL) ET TRANCHE DE RATIO LTV, MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, %



Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC/PERE, Vendata, FinLoop & Green Street au T3 2026

RATIO DE LTV DÉCLARÉS AU BILAN ET RATIOS DE LTV PAR PRÊT ESTIMÉS EN INTERNE PAR AEW



Sources : AEW Recherche & Stratégie, EPRA, Green Street & INREV au T3 2026

ESTIMATION DU DÉFICIT DE FINANCEMENT

DES ÉCHÉANCES DE PRÊTS ESTIMÉES À 450 MILLIARDS D'EUROS POUR 2027-2029 EN EUROPE

- Les échéances de prêts garantis par des actifs immobiliers au cours des trois prochaines années sont estimées à environ 450 milliards d'euros, dont près de 200 milliards en 2027.
- Ces échéances sont globalement conformes à nos estimations passées, mais incluent un volume supplémentaire de prêts prorogés.
- De nombreux prêts dont la maturité initiale était prévue au cours des quatre dernières années ont été étendus, parfois à plusieurs reprises. Ces prêts ont été intégrés aux échéances 2027-2028.
- La plupart des prorogations se sont également accompagnées de modifications des conditions, comme la mise en place de mécanisme de *cash sweep* qui permet d'amortir le principal avec une incidence sur les montants à refinancer.
- Faute de données disponibles, nos estimations des maturités des prêts ne tiennent pas compte de cet effet.
- En 2026, un volume important de prêts octroyés entre 2019 et 2021 arrive à maturité. Certains de ces prêts rencontrent des difficultés de refinancement. De nouvelles extensions sont donc attendues en 2026 et 2027.

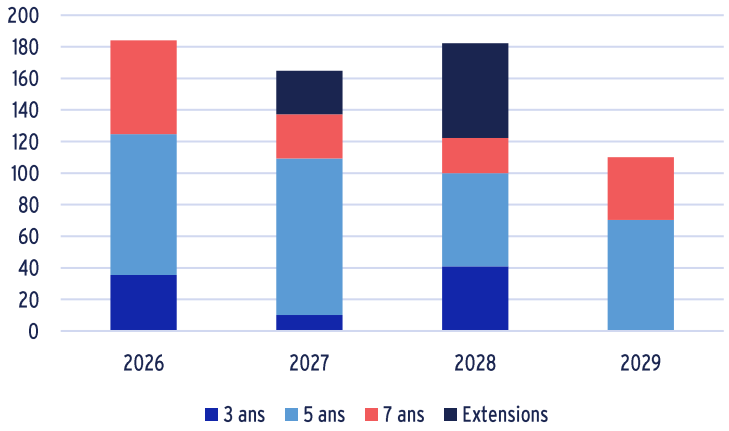
HYPOTHÈSES MISES À JOUR POUR ESTIMER LE DÉFICIT DE FINANCEMENT

- Comme précédemment, nos estimations du déficit de financement (DF) se basent sur : (1) la maturité des prêts ; (2) le ratio LTV à l'octroi des prêts ; (3) les prolongations de maturité ; et (4) le ratio de LTV retenu pour le refinancement.
- Pour les prêts octroyés en 2025, nous faisons l'hypothèse d'un retour à la moyenne de long terme pour les maturités de 3, 5 et 7 ans.
- Deuxièmement, nous retenons des ratios de LTV à l'octroi propres à chaque millésime de prêts, pays et secteur. Pour le millésime 2025, nous supposons un ratio de LTV de 60 %.
- Troisièmement, à la suite des retours de marché recueillis, nous avons mis à jour notre hypothèse de prorogation : 35 % des prêts arrivant à maturité en 2023, 25 % de ceux arrivant à maturité en 2024, 15 % de ceux arrivant à maturité en 2025 et 25 % de ceux arrivant à maturité en 2026 seraient étendus de deux ans.
- Enfin, nous retenons une hypothèse de LTV de refinancement inchangée à 55 % pour les prêts arrivant à maturité, sur la base de la moyenne glissante des ratios de LTV à l'octroi observés récemment.
- Notre estimation tient également compte de la reprise, encore modeste à ce jour, de la valeur des sous-jacents, sur la base des valeurs vénales des actifs prime publiées par CBRE et de nos prévisions internes.

LES DIFFÉRENTES MATURITÉS DES PRÊTS ÉTALENT LE DÉFICIT DE FINANCEMENT DANS LE TEMPS

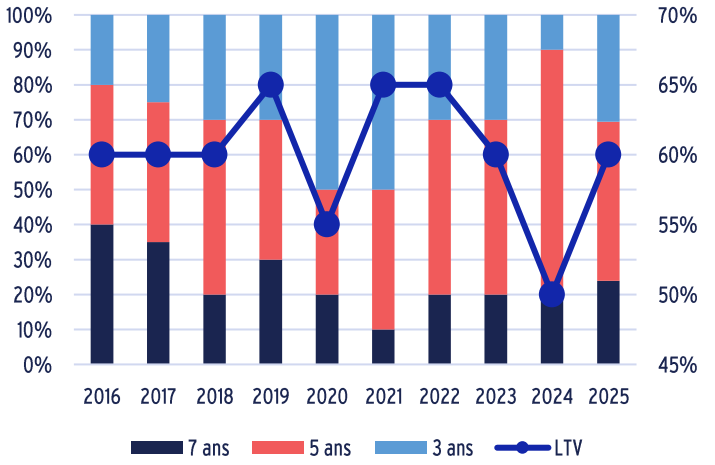
- Notre méthodologie est illustrée ci-dessous à partir de l'exemple d'acquisitions de bureaux en France en 2022 :
- Les investisseurs ont acquis pour 18,6 milliards d'euros de bureaux en France en 2022.
- Ces transactions ont été financées par des prêts avec différentes maturités : 30 % des prêts ont une maturité de 3 ans, 50 % de 5 ans et les 20 % restants de 7 ans, comme indiqué dans la barre de gauche.
- Un ratio de LTV de 65 % est retenu pour ces trois maturités.
- Le graphique se concentre sur les prêts à 5 ans, d'un montant de 6 milliards d'euros, et sur une baisse projetée de 22 % de la valeur des actifs à leur échéance en 2027, soit 2,0 milliards.
- Le nouveau volume de dette est estimé à 4,0 milliards d'euros, correspondant à une LTV de 55 %, appliquée à une nouvelle valeur du sous-jacent de 7,3 milliards d'euros. Le DF des prêts à 5 ans est ainsi estimé à 2,0 milliards d'euros en 2027. Il est représenté en rouge.
- Un déficit de financement de 1,2 milliard d'euros est estimé en 2025 pour les prêts à 3 ans, dont 15 % sont supposés être prorogés jusqu'en 2027. De la même manière, un déficit de financement de 0,7 milliard d'euros est estimé en 2029 pour les prêts à 7 ans octroyés en 2022.

ÉCHÉANCES DE PRÊTS ATTENDUES EN 2027-2029, PAR MATURITÉ D'ORIGINE (EN MILLIARDS D'EUROS)



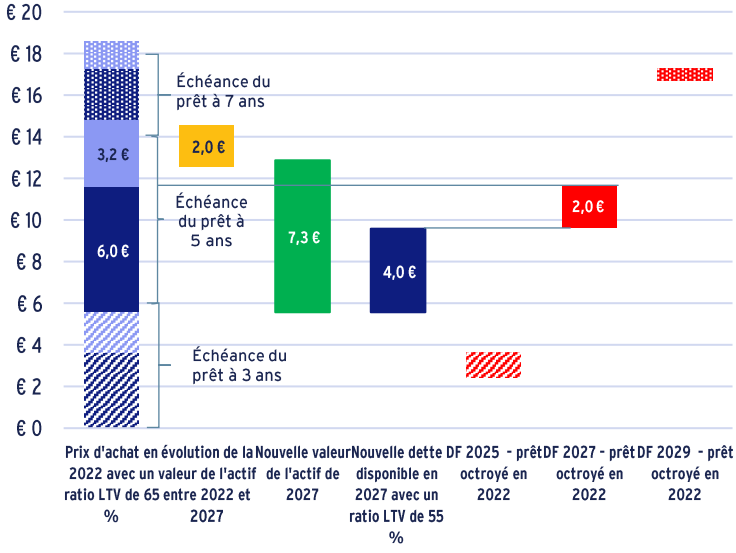
Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

PROFIL DES MATURITÉS DES PRÊTS À LA DATE D'OCTROI, 2016-2024



Sources : Moody's et AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

ESTIMATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DU DF POUR LES PRÊTS DE 2022 GARANTIS PAR DES TRANSACTIONS DE BUREAUX EN FRANCE EN MILLIARDS D'EUROS (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = FONDS PROPRES, ORANGE = BAISSE DE LA VALEUR, VERT = VALEUR DES ACTIFS, ROUGE = DF)



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ET LES PERTES ESTIMÉES SUR LES PRÊTS IMMOBILIERS S'ATTÉNUENT

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT EN EUROPE S'ÉTABLIT À 45 MILLIARDS D'EUROS, SOIT PRÈS DE LA MOITIÉ DE L'ESTIMATION DE 2023

- Notre estimation du déficit de financement montre une amélioration régulière et marquée, à mesure que les millésimes de prêts les plus difficiles, comme ceux de 2021, ont été refinancés.
- Les prêteurs trouvent de nombreux moyens de combler ce déficit.
- Parmi les solutions figurant : (1) des injections de fonds propres supplémentaires ; (2) la syndication auprès de prêteurs non bancaires ; (3) le recours au *back leverage* (ou *debt-on-debt*) ; (4) les opérations de transfert significatif de risque (SRT) ; et (5) la vente avec décote de prêts en difficulté.
- Jusqu'à présent, ces solutions ont permis au marché d'éviter les ventes de portefeuilles de créances douteuses (NPL) et d'actifs en difficulté avec forte décote. Toutefois, des choix difficiles pourraient encore s'imposer pour les prêts déjà étendus à plusieurs reprises.
- Notre estimation du déficit de financement à 3 ans a diminué de 50 %, passant de 90 milliards d'euros en 2023 pour 2026-2028 à 45 milliards en 2026 pour les années 2027-2029.
- Le secteur des bureaux affiche systématiquement le déficit de financement le plus élevé, ce qui reflète à la fois le volume de transaction historiquement plus important de ce secteur et la baisse plus marquée des valeurs des actifs de bureaux.
- Ces estimations ne tiennent pas compte du déficit de financement lié à la hausse des taux d'intérêt.

LA FRANCE À CONTRE-COURANT AVEC UN DÉFICIT DE FINANCEMENT EN HAUSSE ET LE PLUS ÉLEVÉ D'EUROPE EN RELATIF

- Notre estimation du déficit de financement relatif est passée de 12 % à 10 % à mesure que les prêts octroyés avant les hausses de taux d'intérêt arrivent à maturité.
- Avec un déficit de financement de 12,6 milliards d'euros, la France se distingue comme le pays affichant le niveau relatif le plus élevé d'Europe, soit 22 % des volumes de prêts octroyés entre 2016 et 2026. Ce montant est en baisse par rapport aux 17 milliards d'euros précédemment estimés, mais le ratio est supérieur à l'estimation antérieure de 20 %.
- Le DF de l'Allemagne, de 14,4 milliards d'euros, est le plus élevé en valeur absolue. Le pays arrive toutefois en deuxième position en termes relatifs avec un DF représentant 16 % du montant des prêts octroyés. La part du DF liée au résidentiel y est plus importante qu'ailleurs en Europe en raison du poids élevé de ce secteur dans les volumes investis en Allemagne.
- Les chiffres de l'Italie et des Pays-Bas sont inférieurs à la moyenne européenne : ils s'établissent tous les deux à 5 %, soit moins de la moitié des estimations précédentes. Comme précédemment, le Royaume-Uni se situe dans le bas de la fourchette, avec un DF de seulement 4,3 milliards d'euros, soit 3 % du volume des prêts octroyés entre 2016 et 2026.

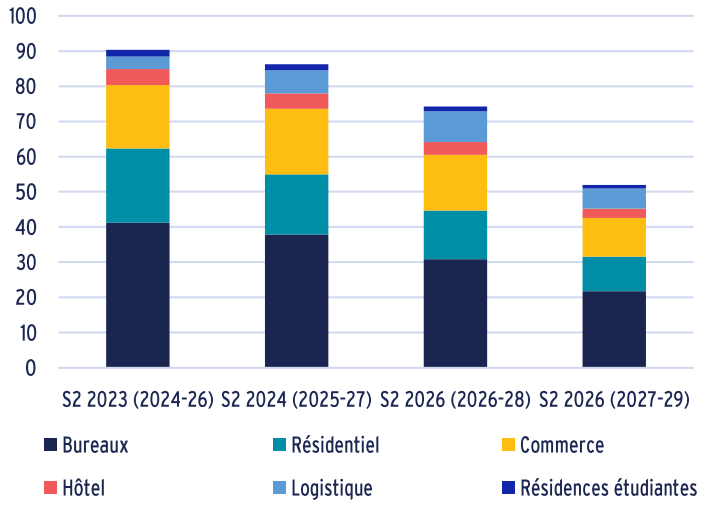
UNE ESTIMATION DES PERTES SUR LES PRÊTS À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE INFÉRIEURE AUX PERTES ENREGISTRÉES SUR LES "CMBS"

- Nous estimons les pertes futures pour 20 pays européens, six secteurs immobiliers et les huit millésimes de prêts, en trois étapes :

1. Nous partons du DF, estimé à 9,7 % du montant initial des prêts octroyés entre 2016 et 2026, comme expliqué précédemment.
2. Nous supposons que les prêts d'un secteur donné ne peuvent être refinancés si leur LTV au moment du refinancement dépasse 75 %. Dans ce cas, le prêt fait défaut et le prêteur prend possession du sous-jacent, puis le vend afin de récupérer le principal.
3. En cas de défaut, nous retenons des coûts liés à la procédure de recouvrement équivalant à 25 % de la valeur estimée du sous-jacent lors de sa revente. Les 75 % restants sont considérés comme récupérables par le prêteur pour couvrir son exposition.

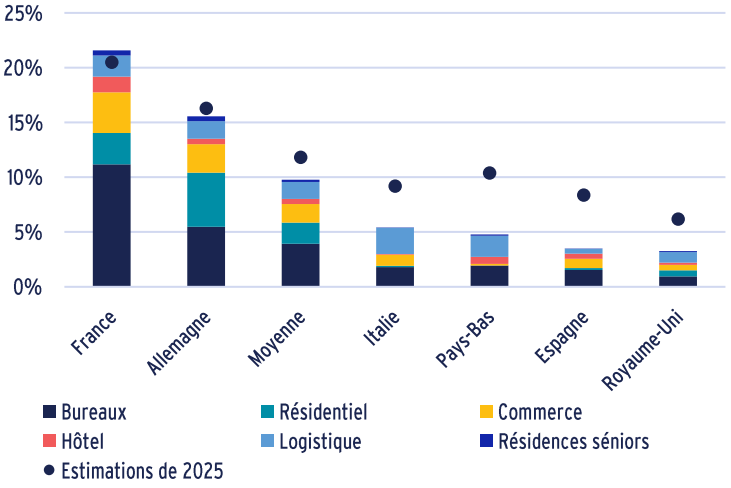
- Sur cette base, nous estimons que 4,5 % des prêts immobiliers feront défaut à leur échéance et que les pertes sur les prêts octroyés entre 2016 et 2026 s'élèveront à 0,7 %. Cela correspond à 3,4 milliards d'euros de pertes futures sur les prêts octroyés entre 2016 et 2026. Celles-ci sont concentrées dans les secteurs des bureaux et du commerce, qui ont subi les plus fortes baisses de valeur depuis 2022.
- Cette estimation de 0,7 % est inférieure aux pertes historiques effectivement enregistrées sur les CMBS européens, qui s'élèvent à 2,3 %, ainsi qu'à notre précédente estimation de 1,6 %.

DÉFICIT DE FINANCEMENT HISTORIQUE ESTIMÉ PAR SECTEUR POUR 20 PAYS, EN MRDS €



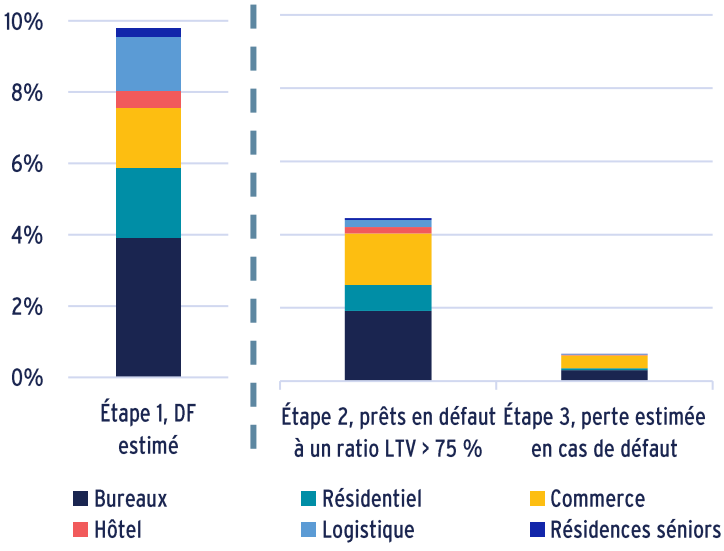
Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

ESTIMATION DU DÉFICIT DE FINANCEMENT 2027 – 2029 PAR PAYS ET PAR SECTEUR, EN % DU MONTANT TOTAL DES PRÊTS OCTROYÉS ENTRE 2016 ET 2026



Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

APPROCHE EN TROIS ÉTAPES POUR ESTIMER LES PERTES PAR SECTEUR, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS ENTRE 2016 ET 2026, TOUS SECTEURS IMMOBILIERS



Source: AEW Recherche & Stratégie au T3 2026

EXPOSITIONS DES BANQUES EUROPÉENNES À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE, PROVISIONS ET PRÊTS NON PERFORMANTS (NPL)

LES PERTES DÉCLARÉES PAR LES BANQUES SUR LES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES S'ÉTABLISSENT À 21 PDB

- L'autorité bancaire européenne (EBA) publie les pertes globales cumulées liées aux prêts hypothécaires résidentiels et à l'immobilier d'entreprise des banques européennes.
- L'exposition totale est estimée à 6 400 milliards d'euros pour les prêts hypothécaires résidentiels et à 1 300 milliards d'euros pour les prêts hypothécaires à l'immobilier d'entreprise. Les pertes correspondantes s'élèvent respectivement à 3,8 milliards et 2,8 milliards d'euros.
- Dans tous les pays, les pertes sur les prêts hypothécaires résidentiels sont systématiquement inférieures à celles enregistrées sur les prêts à l'immobilier d'entreprise. Les pertes sur les prêts à l'immobilier d'entreprise en Italie constituent une exception notable, avec un taux de 0,9 %.
- À 0,21 %, le taux moyen de pertes sur les prêts hypothécaires à l'immobilier d'entreprise est inférieur aux 0,7 % que nous estimons. Cela pourrait s'expliquer par des différences de couverture géographique, notre analyse incluant le Royaume-Uni.
- A noter que les données de l'EBA portent uniquement sur les prêts garantis par des sûretés hypothécaires et excluent les lignes de crédit non garanties.

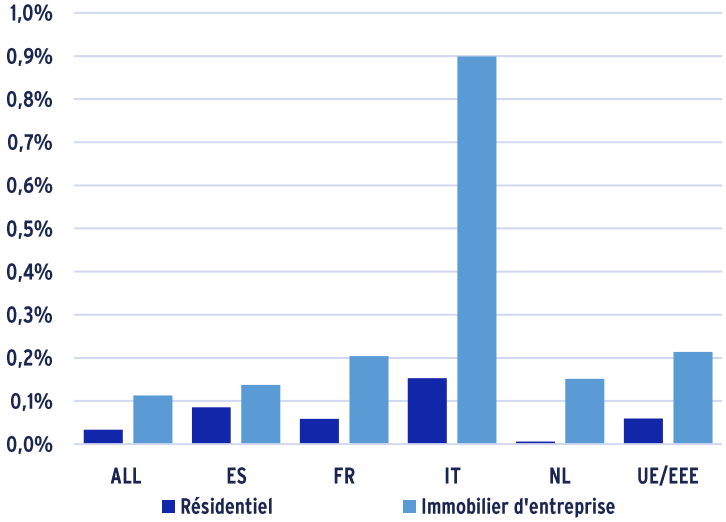
L'ALLEMAGNE AFFICHE LA PLUS FORTE PART DE PRÊTS IMMOBILIERS NON PERFORMANTS DÉCLARÉS À L'EBA

- La part des prêts immobiliers classés comme prêts non performants (NPL) s'établit en moyenne à 4,1 % dans l'Union européenne à fin 2025 selon l'EBA.
- Comme pour les pertes cumulées, les différences entre pays sont importantes. Les banques allemandes, italiennes et espagnoles affichent des taux de NPL supérieurs à la moyenne européenne.
- Les banques allemandes affichent le ratio de NPL le plus élevé d'Europe, supérieur de plus de 50 % à la moyenne européenne. Ce constat est cohérent avec nos estimations du déficit de financement.
- À l'inverse, la France, qui présente le déficit de financement le plus élevé, affiche le taux de NPL le plus faible parmi les principaux pays européens. Cela peut s'expliquer par des retards dans l'évolution des valeurs d'expertise, tandis que le déficit de financement est prospectif.
- D'après des anecdotes de marché, les banques allemandes auraient cédé des expositions non performantes avec des décotes importantes, de 30 à 50 % par rapport à leur montant nominal initial.
- Toutefois, aucune cession majeure de portefeuille de NPL n'a été signalée en Allemagne ou en France. Les opérations de *back leverage* et de transfert significatif du risque ont probablement aidé de nombreuses banques à gérer leurs taux de NPL.

LE TAUX DE NPL DANS LES PRÊTS À L'IMMOBILIER SE STABILISE, MAIS L'ALLEMAGNE CONSERVE SA PREMIÈRE PLACE

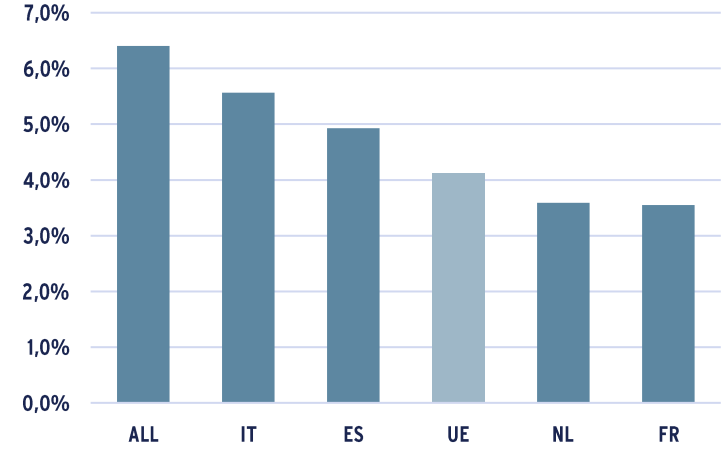
- Si l'on observe l'évolution des taux de NPL, celui des prêts à l'immobilier d'entreprise est passé de 1,8 % depuis le T1 2023 à 2,9 % au T1 2026. Il reste inférieur aux 3,7 % enregistrés au T1 2019.
- Il convient toutefois de noter que le taux de 2,9 % ne correspond pas au taux de NPL de 4,1 % présenté plus haut, car les activités immobilières incluent probablement les prêts résidentiels et les prêts non garantis par des biens immobiliers.
- Quoi qu'il en soit, en tant qu'indicateur de tendance, il montre que les banques allemandes affichent, à 5,3 % le taux de NPL le plus élevé parmi les principaux pays européens.
- Les banques italiennes se distinguent à nouveau avec un taux de NPL initial de 19,4 % au T1 2019, ramené à 3,2 % au T1 2026.
- Les banques espagnoles sont également parvenues à réduire leur taux de NPL, de 5,1 % au T1 2019 à 2,4 % au T1 2026.
- Les taux de NPL réagissent avec retard aux tensions du marché, les emprunteurs faisant leur possible pour éviter le défaut et les procédures collectives.

PERTES TOTALES SUR LES EXPOSITIONS DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES (BANQUES UNIQUEMENT)



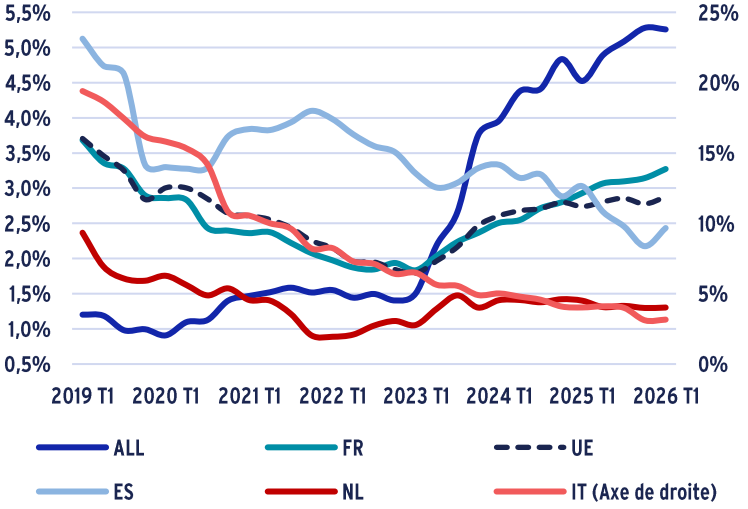
Sources : AEW Recherche & Stratégie, European Banking Authority au T4 2025

PART DES PRÊTS NON PERFORMANTS DANS L'ENSEMBLE DES PRÊTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES GARANTIS PAR DES ACTIFS IMMOBILIERS, AU T4 2025



Sources : AEW Recherche & Stratégie, European Banking Authority au T4 2025

TAUX DE PRÊTS NON PERFORMANTS (NPL) – SOUS-JACENT IMMOBILIER



Sources : AEW Recherche & Stratégie, European Banking Authority au T4 2025

À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW[1] est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 73,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2026. Le groupe AEW compte plus de 815 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'investissement management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2026, AEW gérait en Europe[2] 34,7 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 18 SCPI, 2 OPCI grand public et 2 SCI en France représentant près de 8,4 Mds€, qui classent AEW[3] parmi les cinq plus grands acteurs[4] de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 510 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 13 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA², CRE
Head of Recherche & Stratégie
Tel. +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



IRÈNE FOSSÉ MSC
Executive 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



BIANCA KRAUS
Managing Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@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 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 et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe 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.
4 Classement ASPIM au 30/09/2025 selon la capitalisation totale SCPI + OPCI grand public.

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).
[1]Source: "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. [2]CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées du CFA Institute.