

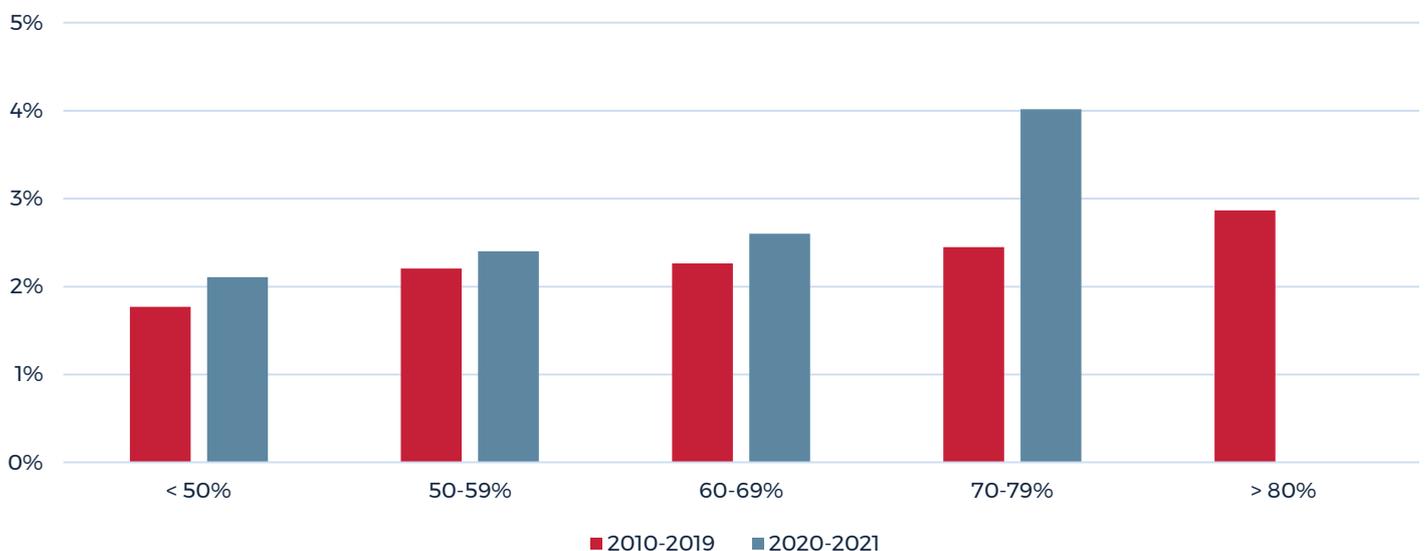
AEW Monthly Research Report

EUROPE | Septembre 2021

LES PRÊTEURS EN MODE "AVERSION AU RISQUE" SELON LES DERNIÈRES DONNÉES

- Les prêts émis pour financer de nouvelles acquisitions immobilières ont atteint 129 Mrd EUR en Europe en 2020, soit une baisse de 15% par rapport à 2019 due aux confinements sanitaires. En moyenne en Europe, la loan-to-Value (LTV) moyenne, le ratio d'endettement sur les acquisitions, reste en dessous de 50%, à bonne distance du pic de 2007 avant la Grande Crise Financière.
- Selon les dernières données de l'EPRA (pour les foncières cotées) et l'INREV (pour les fonds privés), les ratios globaux de LTV sur les portefeuilles sont revenus au niveau pré-Covid de fin 2019 et bien en-dessous de leurs niveaux records de 2008-2009, confirmant la tendance sur les ratios d'endettement des dernières acquisitions.
- Il ressort, de notre base de données mise à jour sur les prêts, une marge moyenne de 2,7% au premier semestre 2021 soit au plus haut niveau depuis 2003 et en tendance haussière. Compte tenu du niveau quasi-nul des taux de base, le coût total de la dette ou taux d'intérêt all-in reste stable et inférieur à 3%.
- Les taux d'intérêt all-in au Royaume-Uni sont stables, tandis qu'ailleurs en Europe, ils ont augmenté plus rapidement en 2021 qu'en 2020. Cela est probablement dû à un décalage, les marges de 2021 ayant certainement été pricées fin 2020 - il s'écoule typiquement entre 3 et 6 mois entre l'offre initiale et la signature du prêt - et n'ont donc pas eu le temps de se normaliser.
- Les marges pour des actifs de commerce sont restées hautes pendant la pandémie mais pas autant que prévues. Les marges moyennes sont les plus faibles pour les prêts avec un collatéral logistique/industriel.
- Un constat encore plus marquant est l'évolution significative des marges par tranche de LTV depuis le début de la pandémie puisqu'il n'y a pas eu de prêts avec une LTV supérieure à 80% identifiés après 2019.
- Cette aversion au risque implicite est confirmée par la hausse des marges pour les prêts entre 70 et 79% de LTV qui augmentent de 150 pdb tandis que les marges pour des prêts sous la barre des 50% de LTV sont restées stables dans le même temps, tel qu'illustré ci-dessous.
- Malgré cette réaction logique des prêteurs dans le marché post-Covid, la contribution de nouvelles données après 2019 n'a pas amélioré notre modèle prédictif du pricing de la dette.

Marges par tranches de LTV, 2010-2019 vs post-Covid 2020-2021



Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

LES PRÊTS ÉMIS POUR DES ACQUISITIONS EN BAISSÉ DE 15% AVEC LA COVID-19

- Selon les dernières données et nos estimations, les prêts émis pour financer des acquisitions ont atteint 129 Mrd EUR en Europe en 2020, soit une baisse de 15% par rapport à 2019 due aux confinements sanitaires.
- En moyenne, la loan-to-Value (LTV), le ratio d'endettement sur les acquisitions, reste modérément en dessous de 50%, à bonne distance du pic de 2007 avant la Grande Crise Financière.
- La demande de financement par la dette reste faible du fait de l'abondance de capitaux propres, des taux de rendement initiaux immobiliers bas et de la prudence et retenue vis-à-vis des emprunteurs.
- L'offre de financement bancaire a aussi pu être entravée par la prolifération de nouvelles règles, ce qui a recentré le marché vers les prêteurs non-bancaires à travers la syndication de prêts bancaires et les emprunts bilatéraux.

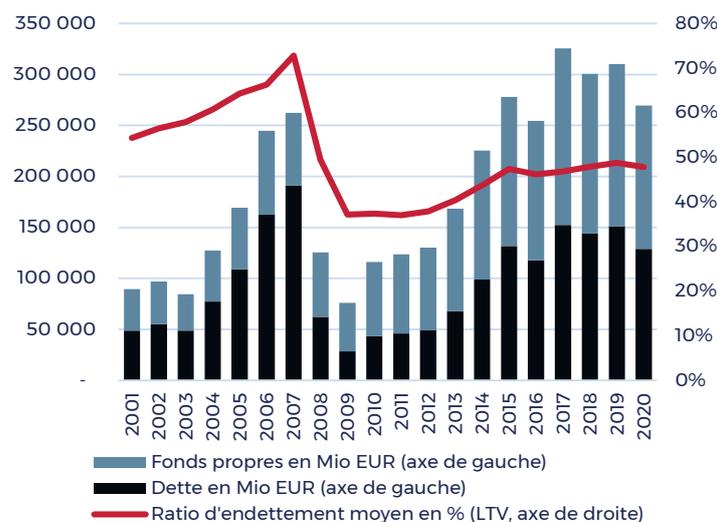
LES LTV PUBLIÉES AU PREMIER SEMESTRE 2021 SONT REVENUES AUX NIVEAUX PRÉ-COVID

- Selon les dernières données de l'EPRA (pour les foncières cotées) et l'INREV (pour les fonds privés), les LTV globales des portefeuilles sont revenues au niveau pré-Covid de fin 2019,
- Les deux entités avaient constaté une hausse de 100 pdb de la LTV en 2020, sans doute liée à un ajustement des valorisations suite à la Covid-19.
- Mais au premier semestre 2021 les LTV sont revenues au niveau pré-Covid avec une attention des banques à refinancer à des LTV plus faible, tandis que les valeurs se sont stabilisées.
- Depuis 2015, les LTV globales publiées sont restées entre 35 et 40% pour les foncières cotées dans la base EPRA et 20 à 25% pour les fonds immobiliers privés dans la base INREV.
- Ces niveaux bien inférieurs à la période 2008-2009 confortent nos estimations de LTV pour les prêts émis à l'acquisition ci-dessus.
- Une augmentation du ratio de LTV n'est pas à exclure si les valeurs d'expertise sont rattrapées par l'effet latent de la Covid-19.

LA TRANSPARENCE SUR LE MARCHÉ DE LA DETTE EN IMMOBILIER TERTIAIRE S'AMÉLIORE PROGRESSIVEMENT

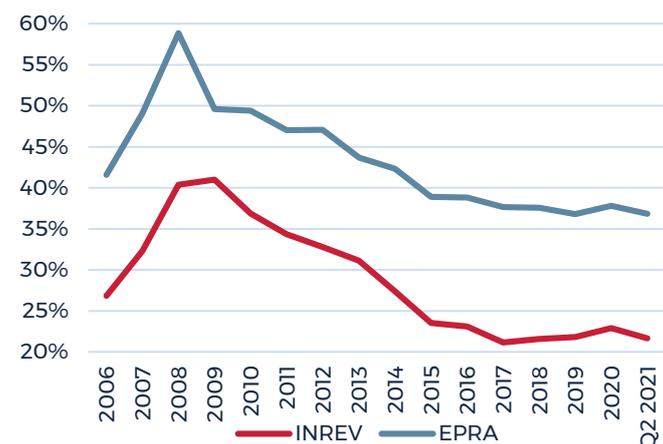
- Dans les études précédentes nous avons souligné le manque de transparence sur le marché de la dette en immobilier tertiaire, qui avait pourtant sa part de responsabilité dans la grande crise financière. Cette transparence s'améliore progressivement depuis.
- En plus de la carte de la dette, relancée par CBRE, nous disposons aussi de données de Chatham et de l'INREV.
- La couverture par marchés varie et peut expliquer les différences d'estimation du coût total de la dette (« all-in ») selon les sources. Ainsi la base de donnée d'AEW prend en compte toutes les lignes de prêts exploitables tandis que CBRE se focalise sur les prêts dont le sous-jacent immobilier est prime.
- Le taux d'intérêt moyen all-in d'AEW est de 3,2% tandis que le taux d'intérêt prime de CBRE est à 1,7%, soit 150 pdb inférieur.
- Le graphique ci-contre montre de manière parlante que le TRI cible des fonds de dette de l'enquête de l'INREV semble déconnecté des taux d'intérêts all-in de marché. Il semble que la cible dépasse de loin les taux d'intérêts effectifs, quelle que soit la source comparée.

Dettes et capitaux propres investis en immobilier en Europe et ratio d'endettement global estimé (LTV)



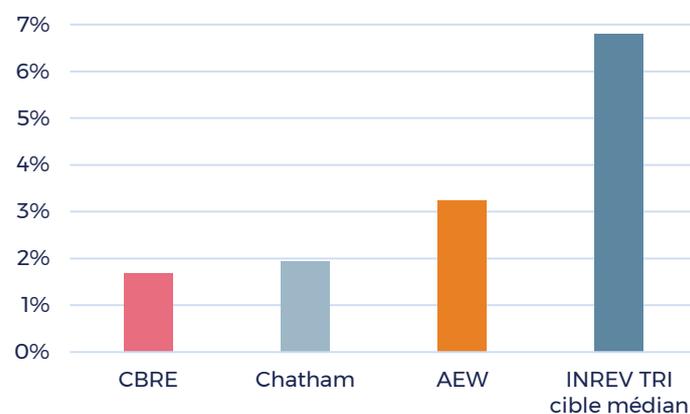
Sources: RCA, CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Ratio d'endettement (LTV) moyen publié par secteur



Sources: INREV & EPRA

Comparaison du coût total de la dette (taux d'intérêt all-in) par rapport au TRI INREV



Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

UNE LTV ET DES TAUX D'INTÉRÊTS PLUS BAS EMERGENT DANS L'ÈRE POST-COVID

- Nous avons rajouté 240 lignes de prêts dans notre base de données granulaires depuis septembre 2019, portant à 1 250 le nombre total de créances dont les informations proviennent de sources internes et externes.
- Les données remontent à 2003 et la base représente plus de 10% des volumes totaux de prêts émis pour des acquisitions depuis 2010.
- Le nuage de point reprend toutes les données et montre un tassement des prêts émis après 2019 vers la partie du graphique avec des LTV et taux d'intérêts bas.
- La granularité des données nous permet d'analyser plus en détail l'impact de la Covid-19 sur les dernières tendances de marché.

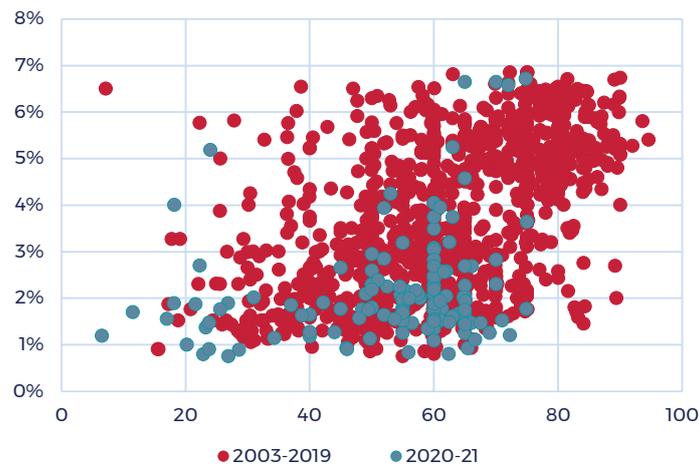
LES MARGES AUGMENTENT MAIS SONT CONTREBALANCÉES PAR DES TAUX DE BASE PLUS BAS

- Les marges au premier semestre 2021 sont estimées à 2,7%, soit leur plus haut niveau depuis 2003 et dans la tendance haussière observée depuis la grande crise financière.
- Néanmoins, compte tenu du niveau quasi-nul des taux de base ou ceux de référence (comme les taux de swap cinq ans), les taux d'intérêt all-in restent inférieurs à 3%.
- À noter que nous avons considéré un floor à 0% pour les prêts à taux variable et pour les swaps. Sans ce floor d'usage, certains emprunteurs auraient pu bénéficier de taux de swap cinq ans négatifs.
- L'augmentation moyenne de 50 pdb des taux d'intérêt all-in a rendu la dette moins relative pour les investisseurs à capitaux propres, d'autant plus que les taux de rendement immobilier prime ont continué à se compresser.

LE ROYAUME-UNI MOINS TOUCHÉ PAR LA COVID QUE LE RESTE DE L'EUROPE

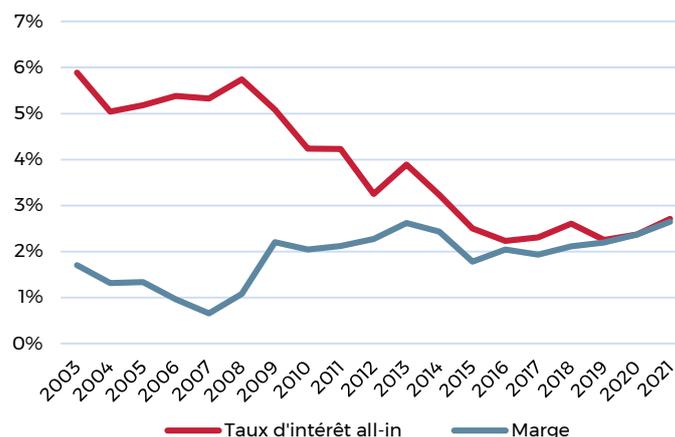
- A l'exception du Royaume-Uni, les taux d'intérêts all-in ont davantage augmenté en 2021 qu'en 2020, ce que l'on peut attribuer à une latence de la Covid-19. Il faut en effet compter entre trois et six mois de décalage entre le premier pricing et la validation des marges.
- Contre toute attente, les taux all-in pour les prêts immobiliers allemands ont bondi de 80 pdb, à leur plus haut niveau depuis 2014, alors qu'ils tournaient en moyenne à 180 pdb en 2020.
- Les marges en Allemagne sont traditionnellement faibles en raison de la forte concurrence entre banques et de l'efficacité du marché des obligations sécurisées, les Pfandbrief.
- À contrario, le Royaume-Uni a fait davantage preuve de stabilité durant ces deux dernières années de pandémie, mais à des taux all-in plus élevés, il est vrai. L'explication viendrait des taux de base ou de référence plus élevés et de l'impact durable des règles de « slotting » bancaire.

Taux d'intérêt all-in et LTV 2003-2021



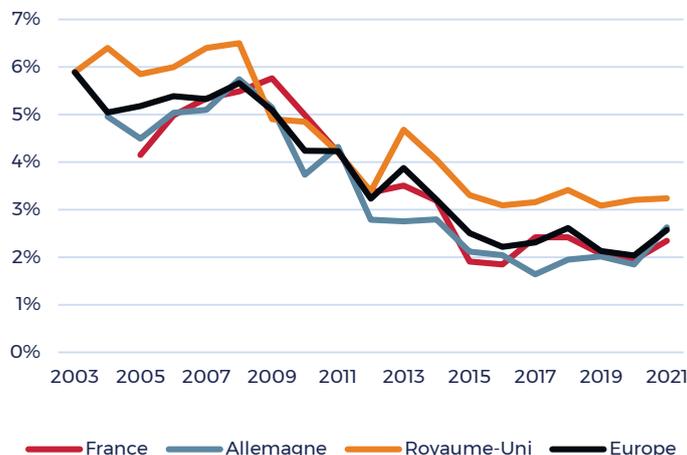
Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

Marges et taux all-in en immobilier tertiaire en Europe (en %)



Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

Taux d'intérêt all-in par pays



Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

LES TAUX D'INTÉRÊTS ALL-IN POST-COVID STABLES MALGRÉ LA HAUSSE DES MARGES

- Les taux d'intérêt all-in des prêts pour de l'immobilier tertiaire ont peu évolué pendant la pandémie quelque soit la classe d'actifs.
- En effet, l'augmentation des marges a été contrebalancée par une baisse des taux de base ou de référence du fait des mesures de soutien monétaire sans précédent.
- Les marges de prêts pour des actifs de commerces sont restées hautes pendant la pandémie mais pas autant que prévues. Il se peut que nos données n'ont identifié que les prêts à sous-jacent de commerce prime sur la période 2T 2020-2T 2021, en l'absence de créances en difficulté répertoriées.
- Dans le même temps, les marges moyennes sont les plus faibles pour les prêts avec un collatéral logistique/industriel du fait de l'intérêt post-Covid confirmé des investisseurs pour cette catégorie.

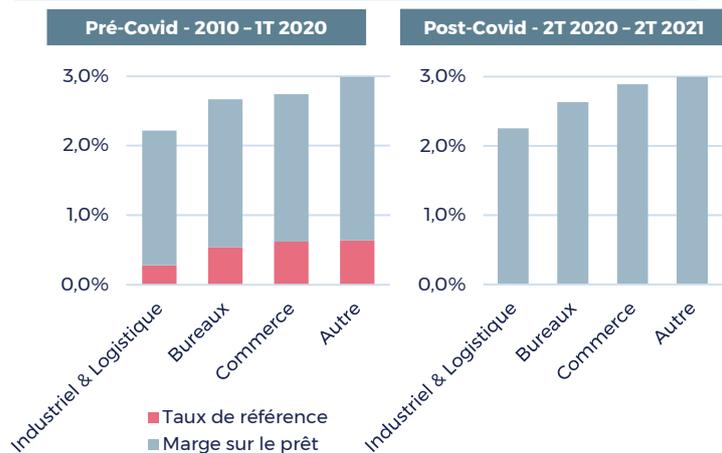
LES PRÊTEURS EN MODE "SANS RISQUE" AVEC PEU DE PRÊTS À HAUTE LTV

- Nos données les plus récentes montrent une évolution significative des marges par tranche de LTV depuis le début de la pandémie puisqu'il n'y a pas eu de prêts avec une LTV supérieure à 80% identifiés.
- C'est un signe d'aversion au risque confirmé par la hausse des marges pour les prêts entre 70 et 79% de LTV qui passent à 3,90%, soit 150 pdb de plus par rapport à la marge de 2,4% pré-Covid.
- Par contre, les marges de prêts à faible risque et sous 50% de LTV sont restées stables dans le même temps.
- Le croisement de ces tendances est cohérent et confirme qu'au sortir de la pandémie, les prêteurs sont plus averses au risque et réduisent leur exposition aux prêts risqués tout en exigeant davantage de marge pour ces derniers.
- C'est finalement logique dans un contexte d'incertitude et de risque exacerbé.

LE PRICING DE LA DETTE TRIBUTAIRE DE L'INCERTITUDE DUE À LA PANDÉMIE

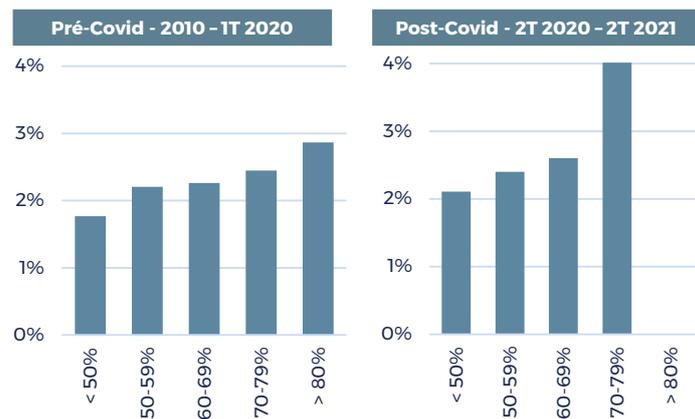
- Le modèle prédictif du coût total de la dette que nous avons introduit en septembre 2019 se base sur des variables clés comme la LTV, la période d'origination, la typologie d'actif et la localisation du sous-jacent.
- Par rapport à nos résultats de 2019, le pouvoir explicatif du modèle a légèrement diminué avec un coefficient de détermination (R²) de 74% au lieu de 76% précédemment.
- Les observations dans le quadrant en bas à droite du graphique contribuent à cette détérioration. Elles correspondent à des prêts avec des taux d'intérêts effectifs élevés mais avec un coût total bien plus bas, que le modèle a prédit par rapport à leurs caractéristiques propres.
- Une explication de la diminution du pouvoir explicatif du modèle malgré un plus grand nombre de données peut être attribué à la pandémie de la Covid-19 et l'incertitude associée.

Comparaison entre périodes pré et post-covid des marges par typologie d'actifs



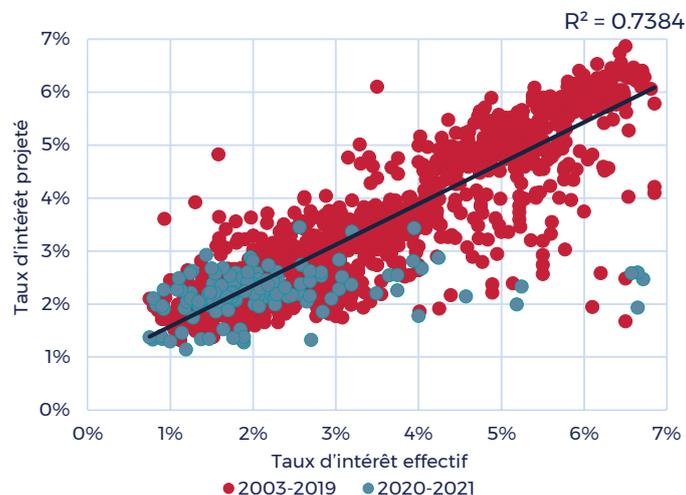
Sources: RCA, REC & AEW Recherche & Stratégie

Comparaison entre périodes pré et post-covid des marges par tranches de LTV



Sources: RCA, REC, AEW & AEW Recherche & Stratégie

Comparaison entre taux d'intérêts effectifs et projetés



Sources: RCA, REC, AEW & 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 75,4 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2021. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2021, AEW gère en Europe 36,6 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 400 collaborateurs répartis dans 9 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 21 Mrds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



Hans Vrensen CFA, CRE
 HEAD OF 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



Dennis Schoenmaker PhD
 DIRECTOR
 Tel +44 (0)20 7016 4860
dennis.schoenmaker@eu.aew.com



Ken Baccam MSc
 DIRECTOR
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



Ruslana Golemdjieva
 ANALYST
 Tel +44 (0) 20 7016 4832
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



Ismail Mejri
 DATA ANALYST
 Tel +33 (0) 1 78 40 39 81
Ismail.mejri@eu.aew.com

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



Mina Kojuri
 DIRECTOR
 Tel +44(0) 20 7016 4750
mina.kojuri@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.