

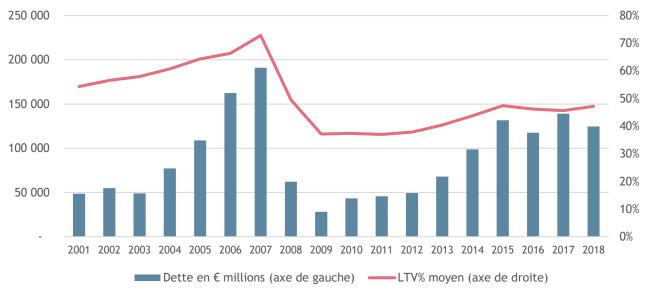


Table des Matières	
RÉSUMÉ	3
SECTION 1 : ANALYSE DE TENDANCE DU COÛT DE LA DETTE ET DES RATIOS DE LTV	4
SECTION 2 : LES RÉSULTATS DU MODÈLE DE MARGE DES PRÊTS	5
SECTION 3 : DÉFAUTS ET PERTES HISTORIQUES	7

LA DETTE IMMOBILIÈRE EST-ELLE EFFICACEMENT VALORISÉE POUR LES INVESTISSEURS ?

L'analyse du coût de la dette pour les investisseurs en immobilier a été historiquement limitée en Europe en raison du manque de données granulaires disponibles sur les financements. Un certain nombre d'enquêtes sur l'activité des prêteurs existe, notamment celle réalisée par la Cass Business School au Royaume-Uni (précédemment réalisée par DeMontfort University) commencée en 1999, ce qui permet de réaliser des analyses de tendance pertinentes. D'autres enquêtes ont été mises en place pour l'Allemagne (IREBS) et des enquêtes similaires sont prévues en France (IEIF) et en Espagne (Cass & Universidad de Alicante). Les principaux brokers publient des données sur les coûts de financement par marché et typologie d'actif immobilier, mais seuls les banques centrales et les régulateurs ont accès aux données granulaires sous-jacentes aux prêts (via l'initiative de la BCE AnaCredit data). Leur rôle a en effet évolué : de l'organisation des stress tests et de la surveillance des crédits non performants aux bilans des banques il y a quelques années, elle sont passées au contrôle des prêts et des activités de refinancement en continu. Dans ce rapport, nous partageons nos premières analyses fondées sur des données tant internes à AEW qu'externes. Malgré des différences parfois importantes en ligne à ligne, nous nous concentrons sur les tendances en termes de pricing et de risque issues de l'analyse granulaire. Cela devrait nous permettre de répondre à la question : la dette immobilière est-elle efficacement valorisée pour les investisseurs dans les marchés européens ?

MONTANTS ANNUELS DES PRÊTS ÉMIS POUR FINANCER DES ACQUISITIONS ET LTV MOYEN



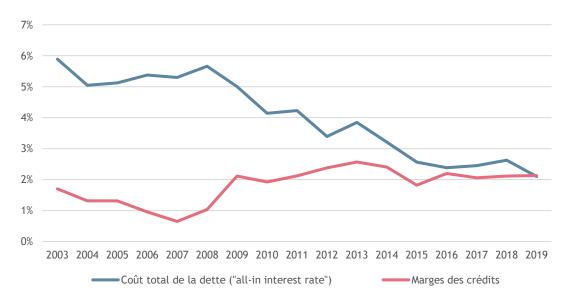
Sources: AEW, CBRE et RCA



RÉSUMÉ

- Dans ce rapport, nous estimons le coût total des produits de dette en immobilier d'entreprise et les marges associées pour les investisseurs dans les marchés européens en utilisant pour la première fois des données précises sur les financements et en estimant les taux de pertes historiques réalisées sur les prêts immobiliers.
- Notre base de données granulaire sur les prêts fait ressortir un certain nombre de tendances intéressantes :
 - Les marges des prêts demeurent relativement élevées à environ 200 pdb, bien qu'elles aient baissé par rapport au pic de 260 pdb atteint en 2013.
 - Le coût total de la dette (taux d'intérêt moyen « all-in ») pour les crédits en immobilier d'entreprise en Europe est à son point le plus bas à 2,1% par an au 2T 2019.
 - Cela s'explique par le point bas historique et sans précédent, proche de zéro, atteint tant par les taux swap 5 ans que par les taux souverains.
 - Le coût total de la dette en Allemagne est invariablement bas, en raison d'une forte compétition entre prêteurs et des programmes efficaces d'émission d'obligations sécurisées.
 - Les prêts ayant pour sous-jacents immobiliers des commerces sont devenus plus coûteux. A l'inverse, ceux avec pour sous-jacent des actifs logistiques sont devenus moins coûteux, les prêteurs ayant ajusté leur pricing pour réfléter les évolutions des fondamentaux des marchés immobiliers.
- Malgré des coûts d'emprunt à un point bas historique, la prudence et la discipline des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels, associées aux contraintes règlementaires des banques, ont permis de limiter le risque systémique lié à un niveau d'endettement financier excessif.
- Notre modèle sur la dette immobilière produit des résultats satisfaisants pour évaluer le coût total de la dette en utilisant le ratio LTV (loan to value), l'année d'origination, la typologie d'actif immobilier et la localisation du sous-jacent comme variables explicatives.
- Au niveau de pricing actuel de la dette immobilière, les marges sur les crédits et aux autres commissions permettraient aux prêteurs d'absorber des pertes potentielles proches de leurs moyennes historiques. Notre analyse top-down des pertes historiques sur la dette immobilière sont de 70 pdb pour les banques européennes et de 93 pdb pour les banques britanniques. Ces pertes sont supérieures à celles des prêts immobiliers financés par les CMBS estimées à 21 pdb pour l'Europe et à 24 pdb pour le Royaume-Uni sur la même période.

LE COÛT TOTAL DE LA DETTE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE À UN POINT BAS HISTORIQUE



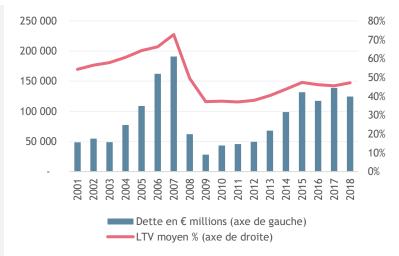
Sources: AEW, RCA et REC



SECTION 1 : ANALYSE DE TENDANCE DU COÛT DE LA DETTE ET DES RATIOS DE LTV

LE MONTANT ANNUEL DE PRÊTS ÉMIS POUR FINANCER DES ACQUISITIONS A ATTEINT €124 MRDS EN 2018, AVEC UN LTV MOYEN INFÉRIEUR À 50%

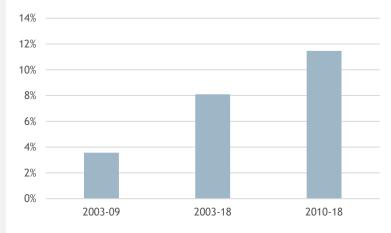
- Les investisseurs continuent à avoir un bon accès au financement par la dette dans tous les marchés européens.
- Et ce, malgré une baisse des volumes de prêts pour financer des acquisitions en 2018 qui ont atteint 124 milliards d'euros, le montant total des acquisitions ayant été moins important du fait des incertitudes autour du Brexit.
- En moyenne pour l'ensemble des transactions, le montant total de la dette sur les volumes d'investissements (le ratio loan to value) reste à des niveaux modérés en-dessous de 50%.
- Cela est en partie dû à la prudence des gestionnaires, les départements risque de la plupart des investisseurs institutionnels exigeant un LTV de 30-40%.
- L'appréhension encore parfois difficle par les banques de nouvelles réglementations limite de fait leur capacité à augmenter le volume des financement au secteur immobilier.



Sources: AEW, CBRE et RCA

NOS DONNÉES GRANULAIRES SUR LES CRÉDITS REPRÉSENTENT PLUS DE 10% DES PRÊTS ÉMIS POUR FINANCER DES ACQUISITIONS DEPUIS 2010

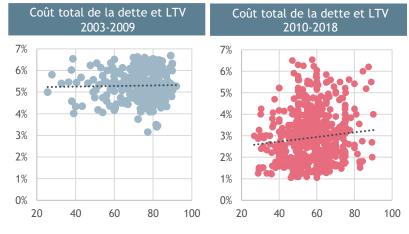
- Pour faire des analyses plus fines des marchés de la dette, nous avons commencé à constituer une base de données avec plus de 1 000 entrées issues de nos données internes et de sources externes.
- Bien qu'ayant des données remontant à 2003, nous avons une couverture modeste jusqu'en 2009.
- Mais, depuis 2010 notre base de données couvre plus de 10% des originations de prêts pour financer de nouvelles acquisitions.
- Sur cette base, nous considérons que nos données granulaires sont une bonne représentation du marché dans sa totalité.



Sources: AEW, CBRE, RCA et REC

UNE PREMIÈRE ANALYSE DES DONNÉES GRANULAIRES FAIT RESSORTIR DES DIFFÉRENCES IMPORTANTES ENTRE LA PÉRIODE AVANT ET APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- Une première analyse de nos données granulaires sur les prêts révèle une forte corrélation entre le ratio de LTV (sur l'axe des abscisses) et le coût total de la dette (sur l'axe des ordonnées) dans la période qui suit la crise financière de 2008. La plus forte dispersion des points de pricing révèle aussi une évaluation du risque plus fine.
- Dans la période avant la crise financière de 2008, la compétition entre les banques et les autres prêteurs était très importante et les taux de swap étaient aussi à un niveau supérieur.
- Comme point de départ pour de futures analyses, il apparait clairement que la date d'origination du prêt est une variable explicative importante du coût total de la dette.



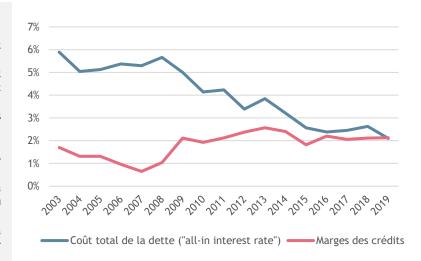
Sources : AEW, CBRE, RCA et REC



SECTION 2 : LES RÉSULTATS DU MODÈLE DE MARGE DES PRÊTS

LE COÛT TOTAL DE LA DETTE A BAISSÉ TANDIS QUE LES TAUX SWAP 5 ANS RESTENT HISTORIQUEMENT BAS

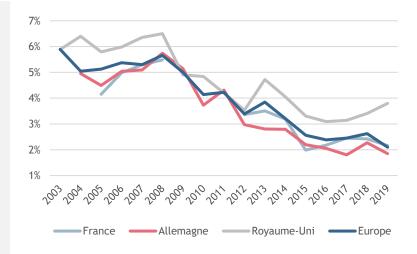
- Les taux d'intérêt « all-in » des prêts immobiliers se situent à 2,1% au 2T 2019.
- Les prêts hypothécaires immobiliers en Europe sont généralement à taux variable, à la différence des prêts aux Etats-Unis à taux fixes.
- Aujourd'hui, les taux se situent à environ 200 pdb au-dessus de l'Euribor ou du LIBOR 3 mois.
- La plupart des banques exigent que ces taux variables à 3 mois fassent l'objet d'un swap ou soient cappés pour être fixes pendant toute la période de maturité du prêt.
- En conséquence, la différence entre le taux « all-in » et la marge est le taux swap 5 ans, qui est à un niveau historiquement bas proche de zéro.
- Les marges des prêts restent élevées comparativement à la période antérieure à 2008, malgré une diminution par rapport au pic de 260 pbs enregistré en 2013.



Sources: AEW, RCA et REC

LES TAUX ALLEMANDS SONT SYSTÉMATIQUEMENT PLUS BAS ET PLUS VOLATILES AU ROYAUME-UNI

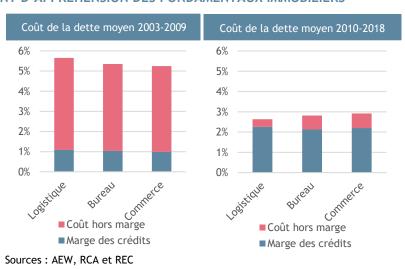
- Les marges des prêts varient dans le temps et selon les marchés.
- Les marges des prêts allemands étaient particulièrement basses par rapport aux autres pays sur la période 2010-2014.
- La forte concurrence et un marché efficace des obligations sécurisées accessible aux banques allemandes peuvent expliquer ces niveaux bas.
- A contrario, les taux au Royaume-Uni sont plus volatiles depuis 2003.
- La part de marché plus importante des CMBS au R-U avant la crise peut expliquer les marges faibles en 2008.
- Les nouvelles réglementations par système de créneaux et leur impact sur la capacité de prêt des banques britanniques expliquent la hausse récente des taux qui se rapprochent des niveaux de 2012.



Sources: AEW, RCA et REC

LES MARGES ET LES TAUX REFLÈTENT LE CHANGEMENT D'APPRÉHENSION DES FONDAMENTAUX IMMOBILIERS

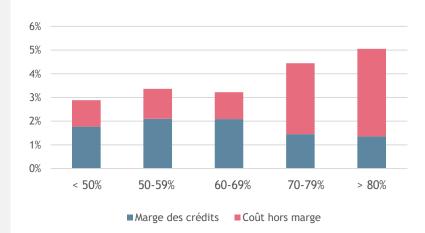
- Les taux "all-in" et les marges de prêts ont aussi sensiblement évolué dans le temps et en fonction du type de sous-jacent immobilier.
- Avant 2008, les marges de prêts différaient peu entre les classes d'actifs immobiliers, reflétant la forte concurrence sur le marché de la dette ainsi que le manque de distinction des différences de risque entre classes d'actifs.
- Depuis 2010 cependant, les marges pour les prêts avec comme sous-jacent immobilier des commerces sont plus élevées que la moyenne, intégrant l'impact négatif croissant du commerce en ligne.
- En parallèle, les marges ont en moyenne baissé pour les prêts ayant pour sous-jacent des actifs logistiques, signe que les prêteurs jugent les fondamentaux du secteur plus solides à long terme.





COÛT TOTAL ET MARGES PAR TRANCHES DE LTV SE COMPORTENT DIFFÉREMMENT SUR LA PÉRIODE 2003-2019

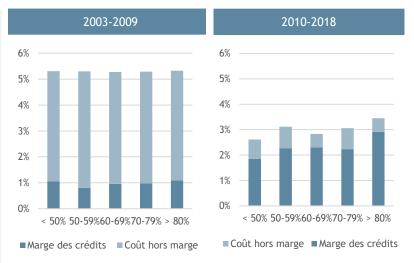
- Sur l'ensemble de la période analysée, le coût total de la dette suit une tendance logique d'augmentation en proportion du ratio LTV (loan to value).
- Cependant, en considérant les marges sous-jacentes de prêts, on s'aperçoit que les tranches avec le ratio de LTV plus élevé ont les marges les plus basses, ce qui peut paraître contre-intuitif.
- Mais nous pouvons dans un deuxième temps affiner l'analyse en regardant les données sur deux périodes.



Sources: AEW, RCA et REC

UNE TENDANCE PLUS COHÉRENTE APRÈS-CRISE ENTRE LES RATIOS LTV ET LES MARGES DES CRÉDITS

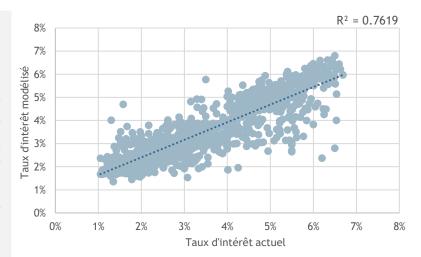
- A l'instar du constat sur les typologies immobilières, la tendance est plus cohérente tant pour les marges que pour le coût total de la dette durant la période qui suit la crise financière.
- Le tableau ci-contre montre un changement flagrant entre la période d'avant-crise (marges faibles et coût total de la dette élevé) et la période 2010-2018 (marges hautes et contexte de coût total de la dette bas).



Sources: AEW, RCA et REC

LE RATIO DE LTV EST UN PARAMÈTRE IMPORTANT DANS NOTRE MODÈLE UNE FOIS LES AUTRES VARIABLES PRISES EN COMPTE

- Notre modèle prédictif du coût total de la dette produit des résultats satisfaisants, comme le montre le graphique ci-contre (le modèle parfait devrait faire apparaître la diagonale).
- Le ratio LTV, la période d'origination, la typologie d'actif immobilier et la localisation du sous-jacent sont les variables clés du modèle.
- Notre modèle peut avoir des applications pratiques pour les emprunteurs, les prêteurs et autres acteurs du marché car il permet d'identifier les situations non-optimales en termes de pricing.
- Une analyse plus poussée pourrait consister à relier les données sous-jacentes aux prêts avec les notations de crédit et/ou les indicateurs économiques, financiers et immobiliers.



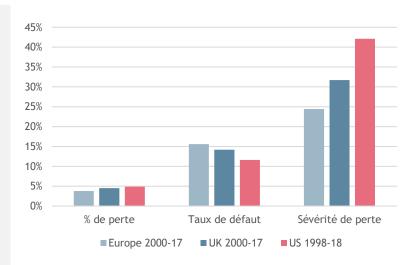
Sources: AEW, RCA et REC



SECTION 3: DÉFAUTS ET PERTES HISTORIQUES

LES PRÊTS FINANCÉS PAR LES CMBS ONT ENREGISTRÉ DES DÉFAUTS ET PERTES CUMULÉES

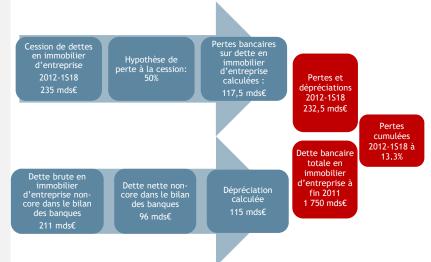
- Le pricing d'un prêt hypothécaire devrait prendre en compte le risque du prêteur en terme de défaut potentiel de l'emprunteur et de sévérité de la perte potentielle.
- Les défauts et pertes historiques ayant eu tendance à se concentrer sur un nombre réduit d'années d'origination en période de haut de cycle, il est nécessaire de considérer les pertes à long terme.
- Les données sur les défauts et les pertes sur les prêts financés par les CMBS sont disponibles depuis 2000 en Europe et au Royaume-Uni et depuis 1998 aux Etats-Unis.
- Les pertes cumulées pour les créances en immobilier d'entreprise des CMBS ont été de 3,8% en Europe et 4,5% au Royaume-Uni. Sur cette période de 18 ans, cela revient à un défaut annuel de 20 à 30 pdb.



Sources: AEW, Moody's et Trepp

LES PERTES BANCAIRES EN IMMOBILIER DUES À LA CESSION DE CRÉANCES DOUTEUSES ET AUX DÉPRÉCIATIONS

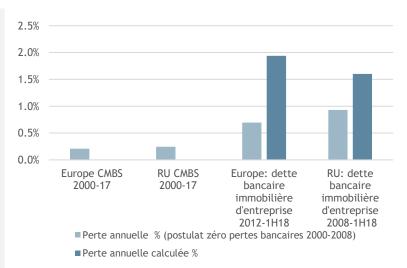
- Nous avons besoin de prendre en compte les défauts et pertes des prêts bancaires en immobilier d'entreprise, puisque les prêts financés par les CMBS ne sont pas représentatifs du marché.
- Evercore suit les cessions de portefeuilles de dette et les dépréciations (« write-downs ») des banques sur une longue période.
- D'après leurs données, nous estimons les pertes des banques européennes à 117,5 milliards d'euros sur les cessions de dettes en immobilier d'entreprise depuis 2012.
- Sur la même période, les dépréciations de prêts en immobilier d'entreprise non-core ont atteint 115 milliards d'euros
- Ainsi, sur 6,5 ans, les pertes et dépréciations cumulées ont été de 232 milliards d'euros sur un volume estimé à 1 750 milliards d'euros, soit 13,3% de perte cumulée ou 190 pdb par an sur la période.



Sources: AEW, C&W, Evercore et IPF

LES BANQUES DEVRAIENT INTÉGRER DANS LEURS MARGES LEURS PERTES HISTORIQUES ESTIMÉES À 70-95 PDB PAR AN

- Pour comparer les prêts financés par les CMBS avec ceux des banques, nous avons besoin des mêmes périodes d'analyse.
- De fait, nous partons du postulat qu'il n'y a pas eu de pertes ni de liquidations entre 2000 et 2008 au Royaume-Uni et jusqu'en 2012 en Europe. L'hypothèse est plausible puisque la plupart des banques ont allongé leurs durées de crédits sur la période et que les pertes sur les prêts financés par les CMBS ont été pratiquement nulles.
- Dès lors, les pertes annualisées sur la dette en immobilier d'entreprise s'établissent à 70 pdb pour les banques européennes et 93 pdb pour les banques britanniques, soit un niveau bien supérieur aux prêts financés par les CMBS de 21 pdb en Europe et de 24 pdb au Royaume-Uni.
- Il serait judicieux que les banques intègrent ces pertes pour déterminer leurs marges et autres frais.



Sources: AEW, C&W, Evercore, IPF, Moody's et Trepp



À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 68,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 Juin 2019. 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 2019, AEW gérait en Europe 31,9 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 20 Mds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



Hans Vrensen MRE, CFA
HEAD OF RESEARCH & STRATEGY
Tel +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



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



Irène Fossé MSc ASSOCIATE DIRECTOR Tel +33 (0)1 78 40 95 07 irene.fosse@eu.aew.com



Dennis Schoenmaker PhD
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +44 (0)20 70 16 48 60
dennis.schoenmaker@eu.aew.com



Tina Diagne ASSOCIATE Tel +33 (0)1 78 40 93 81 tina.diagne@eu.aew.com





Alex Griffiths MSc HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE Tel +44 (0)20 7016 4840 alex.griffiths@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

La présente publication a pour but de fournir des informations aidant les investisseurs à prendre leurs propres décisions d'investissement, et non de fournir des conseils en investissements à un quelconque investisseur en particulier. Les investissements discutés et les recommandations incluses dans les présentes peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs : les lecteurs doivent juger par eux-mêmes de manière indépendante de l'adéquation desdits investissements et recommandations, à la lumière de leur, propres objectifs, expérience, jugement, situation fiscale et financière en matière d'investissements. La présente publication est constituée à partir de sources choisies que nous jugeons fiables, mais nous n'apportons aucune garantie d'exactitude et d'exhaustivité relativement aux, ou en rapport avec les informations présentées ici. Les opinions exprimées dans les présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur ; elles ne reflètent pas forcément les opinions d'AEW ou d'une quelconque société filiale ou affiliée d'AEW et peuvent changer sans préavis. Bien qu'AEW fasse tous les efforts raisonnables pour inclure des informations à jour et exactes dans la présente publication, des erreurs ou des omissions se produisent parfois. AFW décline expressément toute responsabilité, contractuelle, civile, responsabilité sans faute ou autre, pour tout dommage direct, indirect, incident, consécutif, punitif ou particulier résultant de, ou lié d'une quelconque manière à l'usage qui est fait de la présente publication. Le présent rapport ne peut être copié, transmis, ou distribué à une quelconque autre partie sans l'accord express écrit d'AEW. AEW comprend AEW Capital Management L. P. en Amérique du nord et ses filiales détenues à 100 %, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. et AEW Asia Pte. Ltd, ainsi que la société affiliée AEW Ciloger SA et ses filiales