

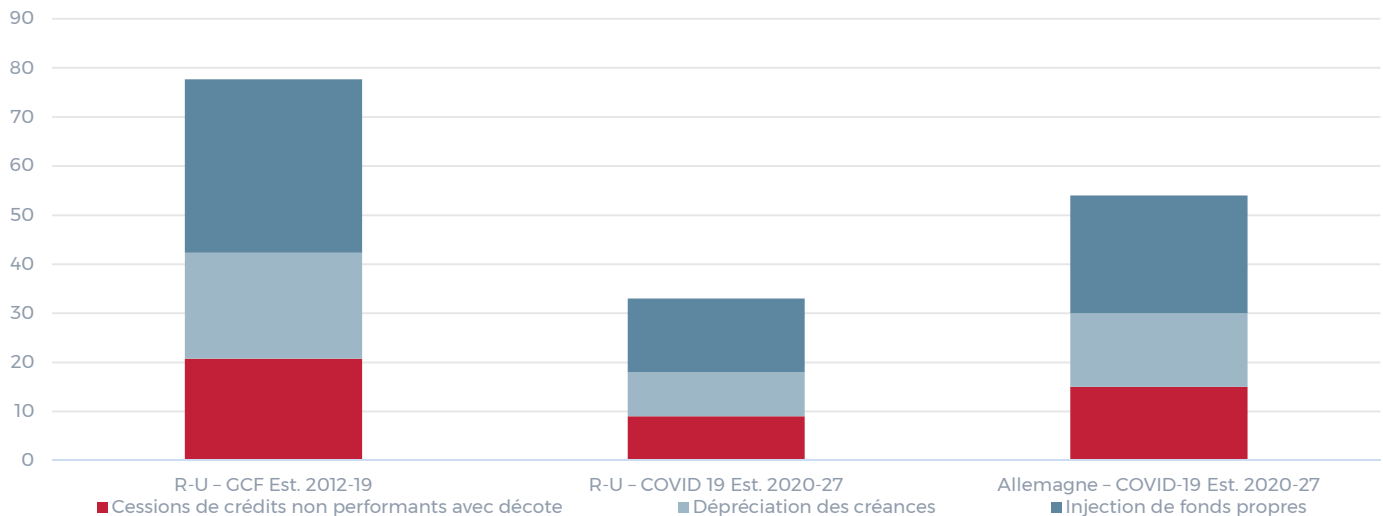
AEW Research Flash Report

EUROPE | 30 SEPTEMBRE 2020

LA COVID-19 POURRAIT DÉCLENCHER DES PROBLÉMATIQUES DE REFINANCEMENT À HAUTEUR DE LA MOITIÉ DES NIVEAUX DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE DE 2008

- Le refinancement de la dette immobilière pourrait s'avérer plus délicat dans les années à venir, dans un marché où les valeurs vénales pourraient être impactées par la pandémie de la Covid-19 et où les conditions de financement se sont durcies, et ce malgré des niveaux de ratio d'endettement (LTV) pré-Covid-19 relativement plus modérés que pendant la crise financière mondiale de 2008.
- Notre méthodologie d'estimation du déficit de financement de la dette compare l'encours total des prêts avec les montants de refinancement disponibles dans les marchés en immobilier d'entreprise au Royaume-Uni et en Allemagne.
- Le déficit de financement au Royaume-Uni toucherait majoritairement le secteur des commerces qui pourrait représenter près de 50% du déficit total, les autres typologies s'avérant plus résilientes.
- Au Royaume-Uni, le déficit de financement est estimé à 30 milliards £ sur la période 2020-2023, soit 16% des encours. C'est moitié moins que pendant la période 2008-2011 de la Grande Crise Financière (70 milliards £, soit 30% des créances).
- En valeurs absolues, le déficit de financement en Allemagne atteindrait 54 milliards €, soit un montant supérieur à celui estimé pour le Royaume-Uni. Mais par rapport à la taille du marché allemand, le déficit ne représenterait que 10,5% des encours. Le manque de données ne permet pas de comparer d'autres pays pour le moment.
- Pendant les huit années suivant la Grande Crise Financière, le déficit de financement au Royaume-Uni avait été couvert, selon une étude réalisée précédemment, par une combinaison de pertes actées sur les cessions avec décote de prêts non performants (NPL), de dépréciation des créances ainsi que d'injections de fonds propres par les investisseurs.
- Une approche négociée comparable entre prêteurs et investisseurs pour compenser le déficit de financement prévisible post Covid-19 induirait une injection de 39 milliards € de la part des investisseurs au Royaume-Uni et en Allemagne sur les 8 prochaines années (2020-27) pour sécuriser leurs investissements initiaux financés par des prêts.
- Les banques allemandes et britanniques disposent des ratios de fonds propres les plus élevés en Europe et sont mieux positionnées pour assumer des pertes, ce qui pourrait bénéficier cette fois-ci aux investisseurs en immobilier d'entreprise ayant recours à l'emprunt.
- Enfin, les premières estimations indiquent que les ratios de crédits non performants pour les banques allemandes ne dépassent pas leur maximum historique, contrairement à plusieurs pays du sud de l'Europe, ce qui pourrait conforter les positions des investisseurs.

DÉFICITS DE FINANCEMENT DE LA DETTE ESTIMÉS APRÈS LA CRISE DE 2008 ET POST-COVID (R.-U. ET ALLEMAGNE) EN MDS D'€



Sources : AEW, Cass, IPF et IREBS

Cette étude a été réalisée en collaboration avec le Real Estate Research Centre de la Cass Business School.

DES RATIOS LTV PRÉ-COVID MODÉRÉS PAR RAPPORT À LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- Le ratio d'endettement (LTV) de 50% en moyenne pour des acquisitions en Europe est relativement modéré comparé aux niveaux d'avant crise financière qui dépassaient les 70%.
- La baisse des volumes d'investissement de 20% en 2020, à ce jour, se répercute aussi sur les nouveaux prêts.
- Surtout, les prêteurs ont durci leurs conditions vis-à-vis des LTV suite à la crise de la Covid-19 et on peut s'attendre à ce que le ratio d'endettement moyen passe sous les 50% d'ici la fin de l'année.
- Avec ce niveau de LTV, les marchés européens sont en situation plus favorable pour absorber les effets prévisibles de baisse des valeurs vénales et d'un durcissement supplémentaire des conditions de financement, dans un contexte où la Covid-19 continue de peser sur la récession et la reprise économique.

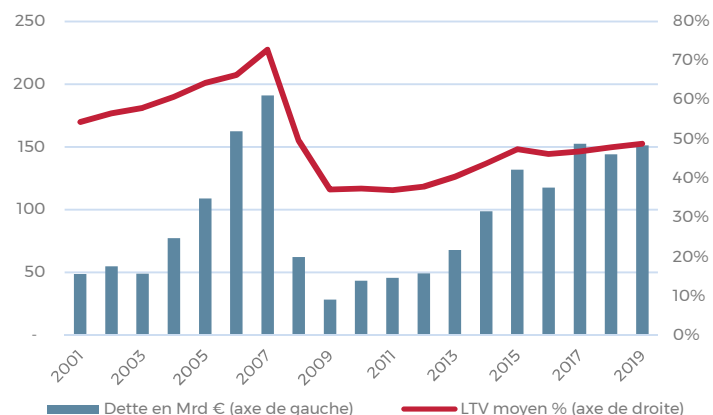
LES VALEURS VÉNALES EN COMMERCE PLUS IMPACTÉES PAR LA COVID

- Nous avons souligné dans nos précédentes études les conséquences des mesures de confinement sur la croissance du PIB, la solvabilité des locataires et les primes de risque de volatilité. Par répercussion, nous prévoyons une baisse des valeurs vénales.
- Les valeurs vénales en commerce devraient être davantage impactées que celles des bureaux ou de la logistique. Les fermetures pendant le confinement ont fragilisé financièrement les enseignes et en conséquence le revenu locatif, et les répercussions devraient être durables pour les enseignes avec un effet sur les exigences de rendement des investisseurs.
- Nous avons indexé sur 2015 les valeurs vénales en partant du postulat que les prêts hypothécaires ont généralement une maturité de cinq ans. Cela signifie que la LTV d'un prêt émis en 2015 et appelé à être refinancé en 2020 s'appuie sur la valeur d'origine de 2015.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT QUANTIFIE LE RISQUE DE REFINANCEMENT

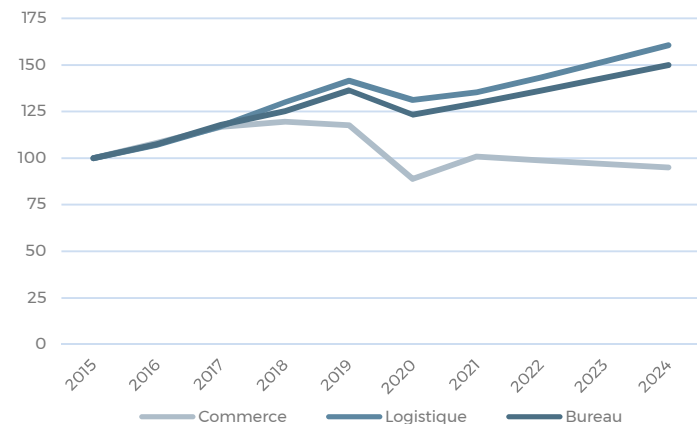
- Pour quantifier l'impact sur le marché immobilier d'un endettement élevé et d'une baisse des valeurs vénales, nous illustrons le déficit de financement par un exemple dont les conditions sont les suivantes :
 - Acquisition initiale d'un actif de commerce type à 200 millions € en 2016 avec un emprunt de 75%
 - Dépréciation de la valeur de l'actif de commerce de 37,5% quatre ans plus tard, suite à la Covid-19
 - Refinancement de la nouvelle valeur d'actif avec un prêt bancaire à 60% de LTV
 - Le déficit de financement est estimé 75 millions €, soit la différence entre les 150 millions € de la dette initiale et le nouveau refinancement de 75 millions €
- Investisseurs et prêteurs doivent combler ce déficit pour rééquilibrer leurs positions. Le prêteur peut déprécier ou vendre sa position. De son côté, l'investisseur peut injecter de nouveaux fonds propres pour protéger l'investissement initial d'une saisie bancaire. Nous reviendrons sur cette dernière éventualité.
- Nous mesurons d'abord l'ampleur de la problématique, notamment le déficit de financement au Royaume-Uni.

Montants annuels des prêts émis pour financer des acquisitions et LTV moyen



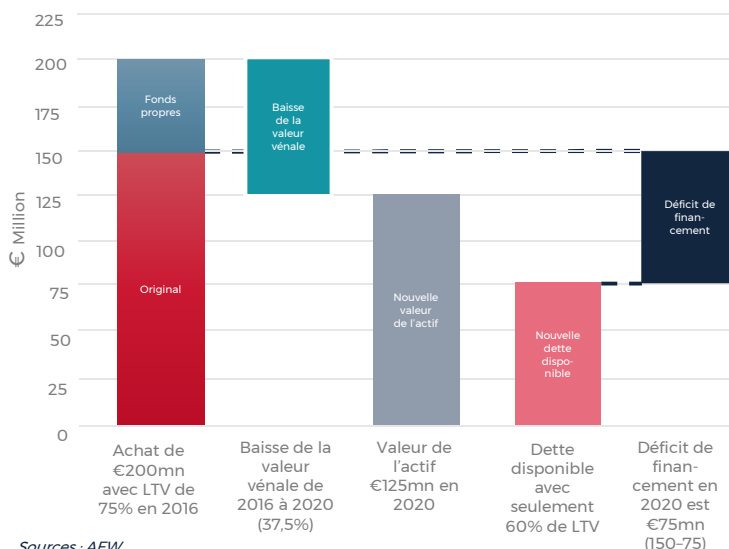
Sources : AEW, CBRE & RCA

Valeurs vénales en Europe estimées par typologie (indice 2015 = 100)



Sources : AEW & CBRE

Chronologie du déficit de financement d'un actif de commerce type



Sources : AEW

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT POST-COVID AU ROYAUME-UNI ESTIMÉ À MOINS DE LA MOITIÉ DU DÉFICIT CONSTATÉ PENDANT LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- Nous estimons le déficit de financement de la dette en immobilier d'entreprise au Royaume-Uni à environ 30 milliards £, soit 16% des créances à recouvrer sur la période 2020-2023. C'est significativement moins que les 70 milliards £, ou 30% des encours, suite à la crise financière mondiale de 2008.
- Les principales explications du déficit de financement moindre sur 2020-2023 sont, d'une part, la réglementation bancaire plus stricte et les ratios d'endettement plus conservateurs. D'autre part, nous nous attendons à une baisse des valeurs vénales moins sévère que pendant la crise financière.
- Dans le scénario stress test, nous partons d'une baisse des valeurs comparable à celle de la Grande Crise Financière pour toutes les typologies. Le déficit de financement atteindrait un niveau plus élevé que dans le scénario principal, à 60 milliards £ soit 35% des encours sur la période 2020-2023. Ce pourcentage serait d'ailleurs supérieur au niveau constaté après la crise financière mondiale de 2008 pour le déficit de financement au Royaume-Uni.

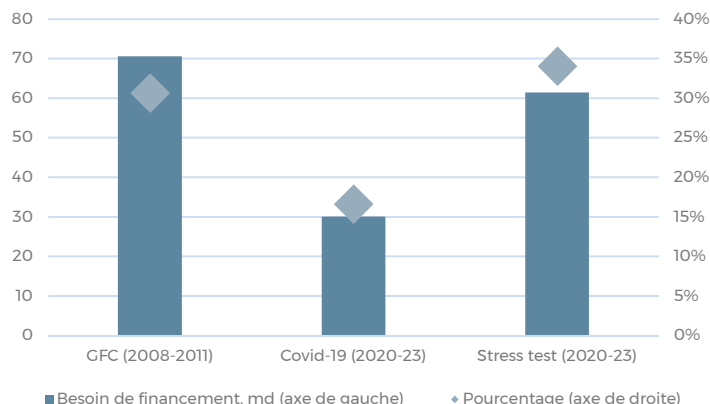
LA TYPOLOGIE DES COMMERCES DEVRAIT REPRÉSENTER LA PART LA PLUS IMPORTANTE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT AU ROYAUME-UNI

- Le déficit de financement provoqué par la pandémie de la Covid-19 au Royaume-Uni toucherait majoritairement le secteur des commerces qui pourrait représenter 45% du déficit total. Par contraste, la logistique et le résidentiel s'avéreraient plus résilients et représenteraient une part moindre du déficit de financement.
- Cela contraste avec la période suivant la crise financière mondiale, quand le déficit de financement était plus systématique, avec des baisses de valeurs et une réduction du financement disponible touchant toutes les typologies d'actifs.
- Enfin, le stress test montre la baisse plus généralisée des valeurs vénales avec un déficit de financement réparti plus équitablement entre les typologies, à l'exception de la logistique.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT DEVRAIT ATTEINDRE UN POINT HAUT EN 2022

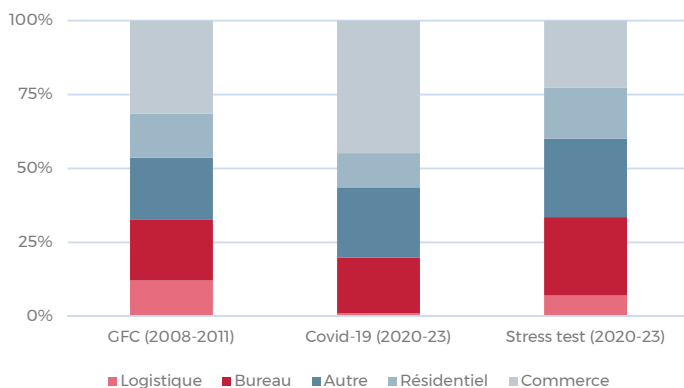
- Le déficit de financement devrait évoluer sur les quatre prochaines années (2020-2023) avec des pics en 2022 (6,2 milliards £) et 2020 (6,1 milliards £). Cela reflète la forte augmentation des valeurs vénales constatées sur la période 2015-2018.
- Le secteur résidentiel illustre bien ce constat avec un déficit de financement attendu au plus haut en 2022 et 2023 après une hausse des valeurs vénales en 2016 et 2017. En d'autres termes, l'augmentation des valeurs vénales compenserait la baisse des valeurs en 2020 et devrait davantage affecter les prêts concédés plus récemment.
- Enfin, les valeurs vénales en logistique devraient être moins impactées grâce à l'effet positif du commerce en ligne sur le secteur. Par ailleurs, l'augmentation des valeurs vénales en 2016-2019 avait été importante et amortit le déficit de financement en logistique.
- À noter que nous avons retiré la typologie "Autre" dans le graphique.

Déficit de financement au Royaume-Uni en £ milliards et % de l'encours total des prêts



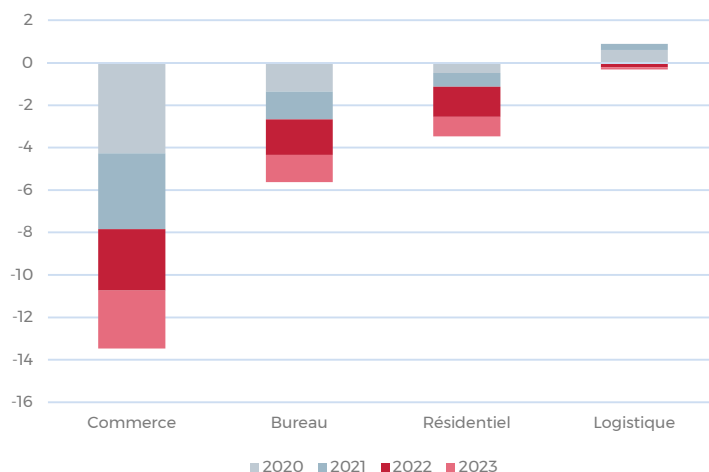
Sources : Cass Business School, CBRE & AEW

Déficit de financement au Royaume-Uni en £ milliard et % du total



Sources : Cass Business School, CBRE & AEW

Déficit de financement au Royaume-Uni par typologies en £ milliard



Sources : Cass Business School, CBRE & AEW

L'ALLEMAGNE DEVRAIT ÊTRE PLUS RÉILIENTE

- Nous estimons que le déficit de financement allemand est d'environ 10,5% de l'encours total des prêts, bien inférieur au déficit de financement de 16,6% au Royaume-Uni.
- En raison du manque de disponibilité des données, une comparaison entre la crise financière mondiale de 2008 et la crise sanitaire actuelle n'est pas possible en Allemagne.
- En termes absolus, le déficit de financement allemand, qui est estimé à 54 milliards d'euros, serait plus important que les 33 milliards d'euros du Royaume-Uni.
- Mais le marché allemand de la dette est beaucoup plus important que le marché britannique, avec un encours de 515 milliards d'euros en immobilier d'entreprise, ramenant à un plus faible pourcentage.
- La différence de ratio de déficit de financement peut s'expliquer en partie par le fait que le marché allemand devrait être plus résilient à la Covid-19, ce qui se traduirait par des baisses de valeurs vénales moins importantes que celles prévues au Royaume-Uni.
- Le manque de données ne permet pas de comparer d'autres pays.

LA MAJORITÉ DU DÉFICIT DE FINANCEMENT ALLEMAND PORTERAIT SUR LE COMMERCE

- Le déficit de financement en Allemagne devrait être largement concentré dans le secteur du commerce, et est estimé à 36 milliards d'euros, soit environ 66% du déficit de financement allemand. Malheureusement, nous ne disposons pas de données spécifiques aux prêts sur la logistique pour le marché allemand.
- En revanche, le secteur allemand des bureaux devrait se démarquer, avec de bons résultats en termes de croissance récente des valeurs vénales, soutenus par de faibles taux de vacance et une offre future réduite.
- Ces bons fondamentaux pourraient minimiser la baisse potentielle des valeurs vénales à venir et induire l'absence de problématique de financement pour le marché allemand des bureaux.
- En outre, la situation du marché résidentiel est relativement stable, puisque l'on estime que seulement 6% du secteur sera confronté à un éventuel déficit de financement au cours de la période 2020-2023.

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ALLEMAND DEVRAIT S'ACCENTUER EN FIN DE PÉRIODE

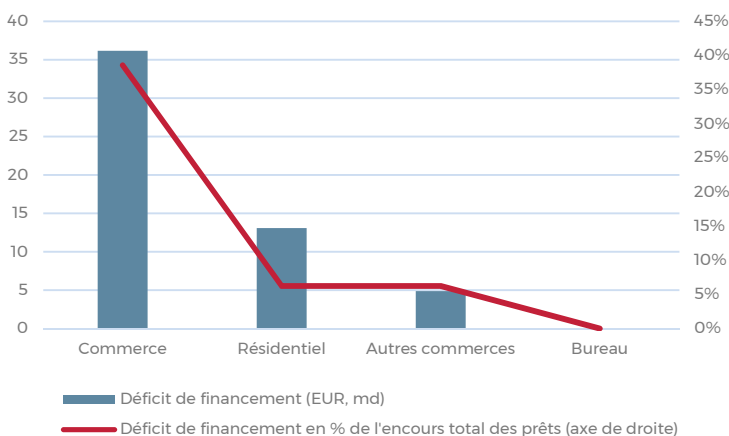
- La majeure partie du déficit de financement devrait se situer en fin de période, ce qui indique que les opérations d'origine plus récente devraient rencontrer davantage de problèmes de financement par rapport aux prêts émis au cours de la période 2016-2017. Cela sous-tend la forte croissance que la plupart des secteurs ont connue au cours de la période 2016-2019.
- Par conséquent, nous prévoyons que la plus grande contribution au déficit de financement sera en 2023, avec 18 milliards d'euros, suivie par 2022 avec environ 16 milliards d'euros, ce qui représenterait ensemble plus de 60% du déficit de financement total estimé en Allemagne.
- Enfin, nous observons que l'impact sur le commerce est réparti de manière assez égale sur les quatre années, reflétant la tendance de fond que connaît le secteur.

Déficit de financement en € milliard et % de l'encours total des prêts



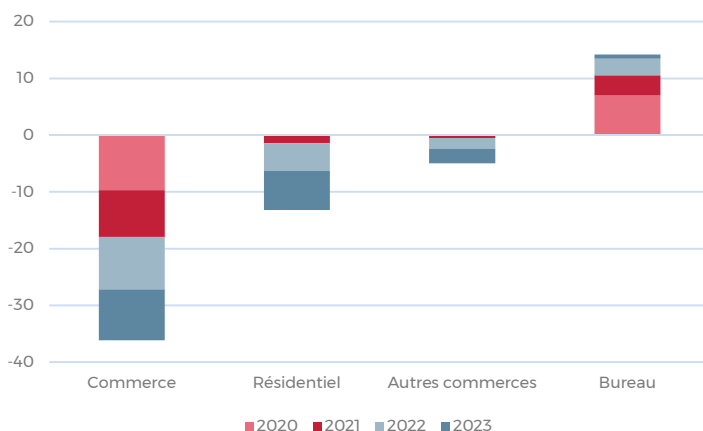
Sources : IREBS, Cass Business School, CBRE & AEW

Déficit de financement en Allemagne en € milliard et % de l'encours total des prêts



Sources : IREBS, CBRE & AEW

Déficit de financement en Allemagne par typologies en € milliard



Sources : IREBS, CBRE & AEW

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT COMBLÉ PAR DES PERTES BANCAIRES ET DES INJECTIONS DE FONDS PROPRES

- Comme rappelé le tableau ci-contre, le déficit de financement était estimé à 71 milliards £ lors de la crise financière de 2008 au Royaume-Uni et il aurait été comblé à hauteur de 55% par des cessions de crédits non performants avec décote et des dépréciations de créances, les 45% restants provenant d'injections de fonds propres.
- Si l'on utilise le même pourcentage d'allocation que lors de la crise financière britannique pour notre déficit de financement 2020-23 lié à la COVID-19, on estime que les investisseurs en capitaux propres devraient injecter 39 milliards d'euros supplémentaires en Allemagne et au Royaume-Uni combinés au cours des 4 à 8 prochaines années.
- Cela nécessiterait des discussions ardues entre les investisseurs et les prêteurs, mais compte tenu de la relative modestie des LTV à l'échelle du système, il semble raisonnable que de nombreux investisseurs en fonds propres complètent leur apport pour protéger leur investissement principal.

LES BANQUES ALLEMANDES ET BRITANNIQUES SONT MIEUX PLACÉES POUR ASSUMER LES PERTES

- Malgré l'amélioration significative des ratios de fonds propres de base des banques françaises et italiennes, il ressort clairement des données que les banques britanniques et allemandes sont mieux placées pour absorber les pertes que leurs homologues européennes.
- Il est clair que les réserves en capital combinées avec la rentabilité de chaque banque auront un impact sur l'ampleur et la rapidité avec laquelle elles pourront déprécier leurs actifs ou pourraient être obligées de vendre des portefeuilles de crédits non performants avec des discounts plus ou moins élevés.
- Étant donné les ratios globaux plus élevés par rapport à la crise financière mondiale, il semble raisonnable de s'attendre à une résolution plus proactive et plus rapide des prêts immobiliers non performants post-COVID-19.

L'IMMOBILIER FAIT PARTIE DE LA NOUVELLE VAGUE COVID-19 DES PRÊTS NON PERFORMANTS

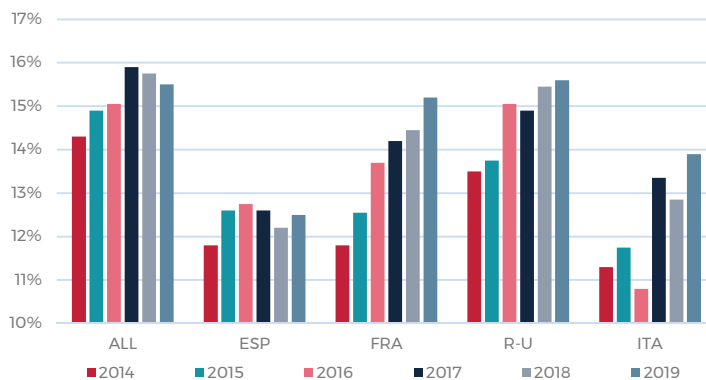
- Le ratio moyen des prêts non performants européens par rapport au portefeuille de prêts est tombé à un niveau record de 3% en 2019, les prêts non performants ayant été comprimés de plus de 1,15 trillion d'euros en 2015 à 636 milliards d'euros.
- Comme pour le sous-jacent immobilier, la COVID-19 devrait avoir un impact sur la qualité de crédit des prêts bancaires pour la plupart des secteurs et des emprunteurs, et inverser une grande partie des mesures proactives de restructuration des prêts dans les banques.
- Le consultant NPL Markets estime que les ratios de prêts non performants dépasseront leurs maximums historiques en Italie, en Espagne, en France et aux Pays-Bas post-Covid. Le Royaume-Uni et l'Allemagne affichent également des augmentations, mais ne devraient heureusement pas battre de nouveaux records.
- En raison de l'augmentation des ratios de prêts non performants liée à la Covid-19, il est probable que les banques recommenceront un cycle d'augmentation des réserves, de réduction de valeur, de cessions des portefeuilles de prêts non performants et de restructuration des prêts existants. Nos analyses de déficit de financement confirment cette tendance.

Estimation des déficits de financement et solutions

	Royaume-Uni - GFC 2008-11 (GBP Mrd)	% Allocation Royaume-Uni - 2008	Royaume-Uni - COVID 19 2020-23 (EUR Mrd)	Allemagne-COVID-19 2020-23 (EUR Mrd)
Déficit de financement	70,7	100%	33	54
Cessions de crédits non performants avec décote 2012-18	18,9	27%	9	15
Dépréciation des créances 2012-18	19,6	28%	9	15
Injection de fonds propres 2012-18	32,2	45%	15	24

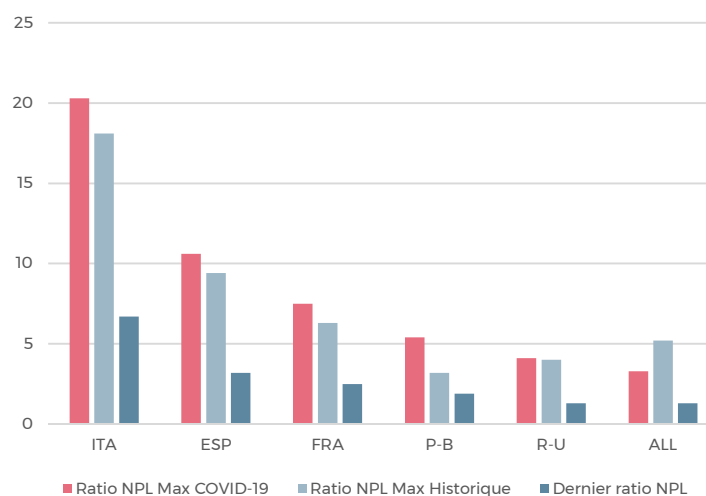
Sources : AEW, CBRE, Evercore & IPF

Évolution des ratios de fonds propres de base des banques dans une sélection de pays



Sources : AEW & BCE

Le ratio de crédits non performants (NPL) devrait augmenter suite à la COVID-19 (%)



Sources : AEW & NPL Markets

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 70,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2020. 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 2020, AEW gère en Europe 33,6 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 20 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
ASSOCIATE 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

CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS

Cette étude a été réalisée en collaboration avec



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



Dr Nicole Lux
Project Director- Real Estate Lending Research
Real Estate Research Centre,
The Business School (formerly Cass)
106 Bunhill Row
London EC1Y 8TZ

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. AEW 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.