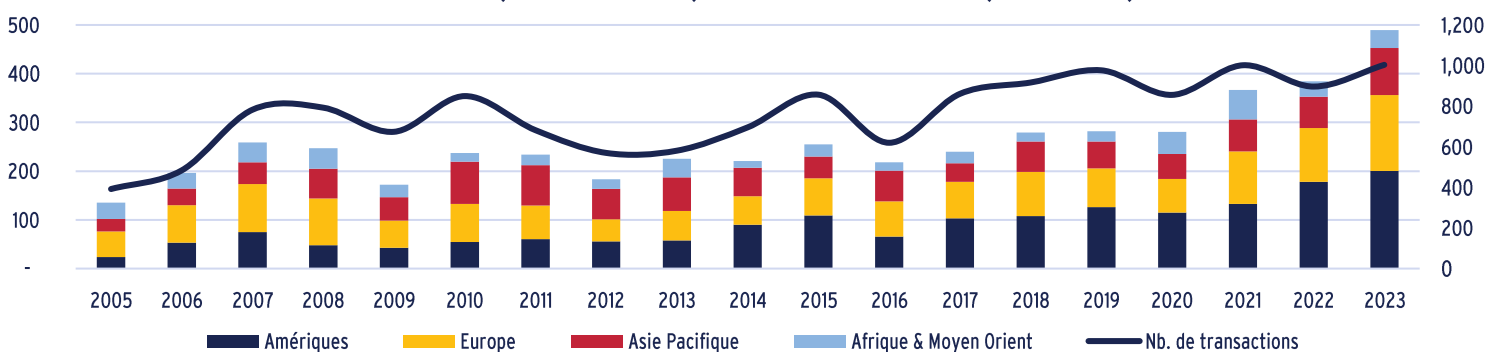


## LES PRÊTEURS EN INFRASTRUCTURE VISENT DES MARGES SOLIDES AVEC UN RISQUE MODESTE

- Nous publions pour la première fois une introduction aux marchés du financement de projets d'infrastructures privées (infra) avec des données sur les émissions passées, les rendements et les risques par région du monde et sous-secteur. L'investissement dans les infrastructures est une classe d'actifs à multiples facettes, fournissant des services essentiels qui sont primordiaux pour le fonctionnement de nos économies, allant des transports aux énergies renouvelables et traditionnelles, en passant par les télécommunications.
- Historiquement, les projets d'infrastructure étaient financés par les entités publiques et semi-publiques ainsi que par les banques privées. Cependant, depuis le début des années 2010, la dette infrastructure est devenue une classe d'actifs plus institutionnalisée, sous l'effet de réglementations bancaires plus contraignantes (Bâle III) et de réglementations favorables pour les compagnies d'assurance (Solvabilité II).
- En raison de pressions toujours plus importantes sur les marges de manœuvre budgétaires, accentuées suite à la pandémie de Covid, les gouvernements mettent de plus en plus à contribution le secteur privé pour combler le déficit d'investissements dans les infrastructures. En raison du resserrement de la politique monétaire, d'un financement bancaire limité et de la hausse des taux d'intérêt, les prêteurs privés bénéficient de marges de crédit attractives.
- Ce changement dans les sources de capitaux est également lié par l'écart croissant entre les besoins futurs de financement des infrastructures et les montants investis. Le G20 estime le déficit d'investissement annuel moyen à 75 milliards de dollars entre 2023 et 2027.
- La dette infra représente généralement 80 % de l'investissement privé dans les infrastructures (avec des ajustements en fonction du risque lié à chaque transaction). Malgré des conditions macroéconomiques peu favorables, une croissance annuelle de 42 % des volumes de dette infra a été enregistrée en 2023 dans le monde.
- Il convient de noter que, contrairement aux financements de dette immobilière, souvent in fine, de nombreux financements d'infrastructures sont structurés avec un profil d'amortissement total. Dans ce cas, la plupart des refinancements d'infrastructures résultent ainsi de changements au sein de la société qui construit et opère l'infrastructure, telles que des fusions-acquisitions ou de la fin de la période de construction.
- En dépit d'une solide performance historique, les indices boursiers mondiaux et européens des infrastructures ont été moins performants que l'indice boursier mondial tous secteurs, après la pandémie de Covid. En ce qui concerne les obligations, l'augmentation de l'inflation et la crainte d'une hausse des taux directeurs des banques centrales ont entraîné un affaiblissement des performances des indices d'obligations d'entreprises tous secteurs et des infrastructures.
- D'après les données de Moody's, le taux de défaillance cumulé moyen des financements de projets d'infrastructure s'élève à 5 %, juste au-dessus de la moyenne des obligations d'entreprise Baa, le secteur des métaux et des mines ainsi que les télécommunications étant plus proches de la moyenne des obligations d'entreprise Baa. Les taux de recouvrement varient de manière significative entre 92 % pour l'énergie et 61 % pour le secteur des métaux et des mines.
- Notre base de données montre que dans les sous-secteurs, la moyenne des marges de prêt se situe entre 200 et 250 points de base. Le secteur des transports présente les marges de prêt les plus faibles sur la période 2002-2022. Les marges sur les énergies renouvelables ont considérablement baissé ces dernières années, car de plus en plus de prêteurs sont désireux d'accroître leur exposition à ce secteur et certains sous-secteurs initialement nouveaux comme l'éolien offshore sont devenus matures.
- Les données crédit par crédit font apparaître une fourchette de marges encore plus large, comprise entre 40 et 600 points de base. Cela confirme l'idiosyncrasie du niveau de marge des financements de projets d'infrastructures, où les spécificités de chaque projet jouent un rôle clé dans le pricing de chaque prêt.

Volumes de dette infrastructure dans le monde (en milliards d'USD) et nombre de transactions (axe de droite)



Sources: IJ Online, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

# INTRODUCTION À LA DETTE INFRASTRUCTURE

## +80% DES PROJETS INFRA PRIVÉS SONT FINANCÉS PAR LA DETTE

- Au cours de la dernière décennie, la part du financement par l'emprunt des projets d'infrastructure privés a évolué entre 73 % en 2012 et 81 % en 2022.
- Cette fourchette reflète le montant et les types de transactions effectuées au cours de ces années (les financements à faible risque ont tendance à avoir une composante dette plus élevée) et moins une conséquence de la baisse des taux d'intérêt au cours de cette période.
- En ce qui concerne la dette, la part des prêts a été affectée par des problèmes de capacité après la crise financière mondiale, les banques traditionnelles devant répondre aux exigences plus strictes de Bâle III en matière de réserves en capital.
- Toutefois, avec une part de près de 60 %, les financements sous forme de prêts restent prédominants en 2022, malgré un déclin au cours des dernières années.
- Cette réduction de la part de marché des prêts peut également être attribuée à l'augmentation des émissions d'obligations et d'autres instruments non commerciaux.
- La part des obligations a augmenté pour atteindre 15 %, car elles offrent aux investisseurs une diversification facile et une opportunité de liquidité secondaire, tandis que les émetteurs ont accès à un large pool d'investisseurs qui recherchent de périodes de maturité longues.
- A 6 % et 7 % respectivement, les obligations et prêts verts deviennent également de plus en plus populaires, mais restent concentrés dans les pays à hauts revenus.

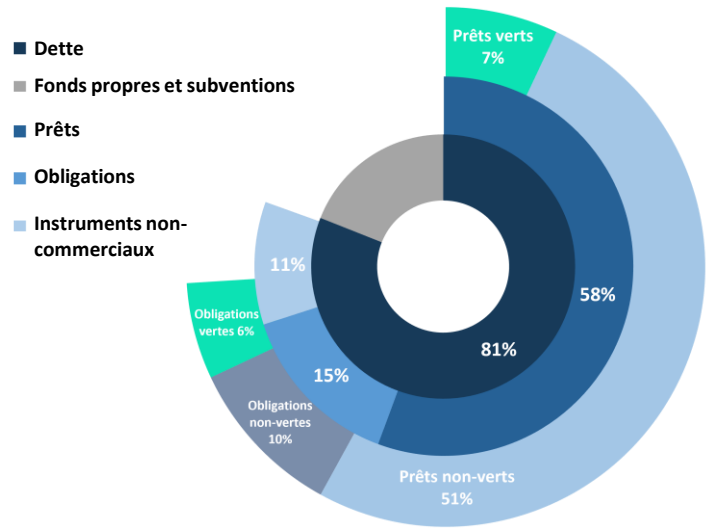
### LES DETTES INFRA ET IMMO DIFFÈRENT À PLUSIEURS ÉGARDS

- La dette infra permet le financement d'installations majoritairement à usages public, et se distinguent ainsi des crédits hypothécaires ayant comme sous-jacent des actifs immobiliers.
- Étant donné la nature publique de ces projets d'infrastructure, les investisseurs peuvent bénéficier d'une concurrence réduite, contrairement aux prêts en immobilier.
- Néanmoins, les risques liés aux projets d'infrastructure peuvent être plus spécifiques et varient par sous-secteur. Par exemple, l'impact de la baisse des revenus disponibles et de la fermeture des routes commerciales sur les transports ou les nouvelles politiques en matière de changement climatique sur les énergies renouvelables, pour n'en citer que quelques-uns.
- Les prêts pour le financement d'infrastructures sont structurés pour répondre à la nature de long terme de ces projets, ce qui se traduit par des ratios prêt/valeur (LTV) plus élevés.
- Malgré des LTV plus élevés en moyenne, le ratio de la dette sur les revenus d'exploitation tend à être plus faible en dette infra qu'en dette immobilière.
- En outre, les prêts infra ont généralement des taux fixes pour une période plus longue ainsi qu'une échéance de prêt plus longues, ce qui réduit l'exposition au risque de taux d'intérêt.
- Les marges plus élevées pour les prêts infra peuvent être liées à des échéances plus longues, ainsi qu'à un degré plus élevé de risque idiosyncratique lié au projet.

### LE VOLUME DE LA DETTE INFRA ATTEINT UN RECORD EN 2023

- Les volumes de dette infra dans le monde ont atteint un nouveau record de près de 500 milliards de dollars en 2023, une augmentation de 26 % en glissement annuel. Cette évolution est due à une croissance annuelle dans les quatre grandes régions en 2023.
- Au cours des dix dernières années, l'Europe (tirée par les énergies renouvelables et les télécommunications) et l'Afrique et le Moyen-Orient (tirés par les ressources naturelles) ont enregistré la croissance la plus rapide des volumes de dette, suivis par les Amériques et l'APAC.
- Malgré cette croissance plus rapide, les Amériques représentent 41 % des volumes totaux en 2023, suivies par l'Europe avec 32 %.
- De même, le nombre d'opérations a culminé en 2023 à 1 004, un niveau légèrement supérieur à celui enregistré en 2021.
- Dans l'ensemble, cette tendance positive est révélatrice des besoins croissants en dette infra, soutenue par ses caractéristiques défensives (notamment des revenus indexés sur l'inflation) en période de crise.
- La diversification des actifs infra qui fournissent des services essentiels à nos sociétés permet aux investisseurs institutionnels de bénéficier de flux de revenus stables et à long terme offerts par cette classe d'actifs.

Investissements privés dans les infrastructures par instrument (% de la valeur totale, milliards d'USD, 2022)



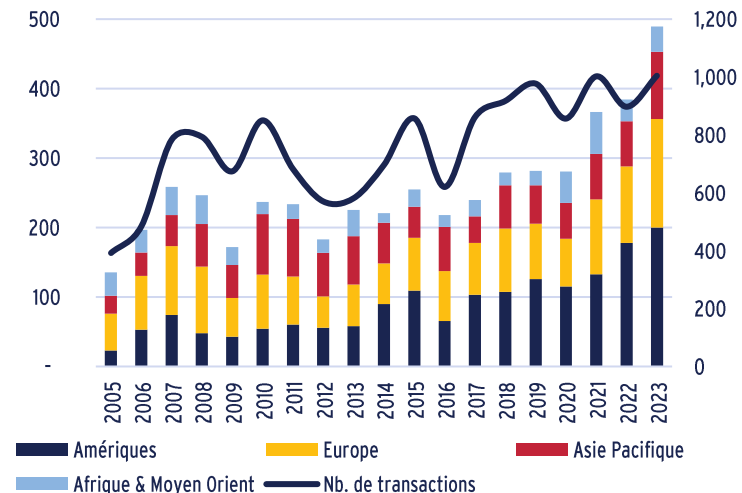
Sources: Global Infrastructure Hub basé sur les données RealFin, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

Tableau comparatif de la dette immobilière et de la dette infrastructure

	Dettes Immo.	Dettes Infra.
<b>Actif sous-jacent</b>	Immobilier d'entreprise	Projets d'infrastructure
<b>Risques</b>	Développement, Marché, Locataire, Opérationnel, Commercialisation, Contrepartie, Réglementaire	Construction, Contrepartie, Performance, Pays, Marché, Opérationnel, Réglementaire
<b>Type de prêt</b>	In fine, non amorti	Amorti (sauf pour les télécoms)
<b>Taux d'intérêt</b>	Flottant mais avec couverture	Fixe ou flottant (avec couverture)
<b>Ratios LTV</b>	50-65%	70-90%
<b>Marges</b>	50-250 pdb	100-300 pdb
<b>Maturité</b>	3-7 ans	5-20 ans

Source: AEW Recherche & Stratégie, T2 2024  
Les KPI pour des prêteurs infra sont les ratios de dette sur fonds propres et de dette sur EBITDA. Ce tableau est à des fins de comparaison avec la dette immobilière.

Volume de dette infrastructure dans le monde (milliards d'USD) et nombre de transactions (axe de droite)



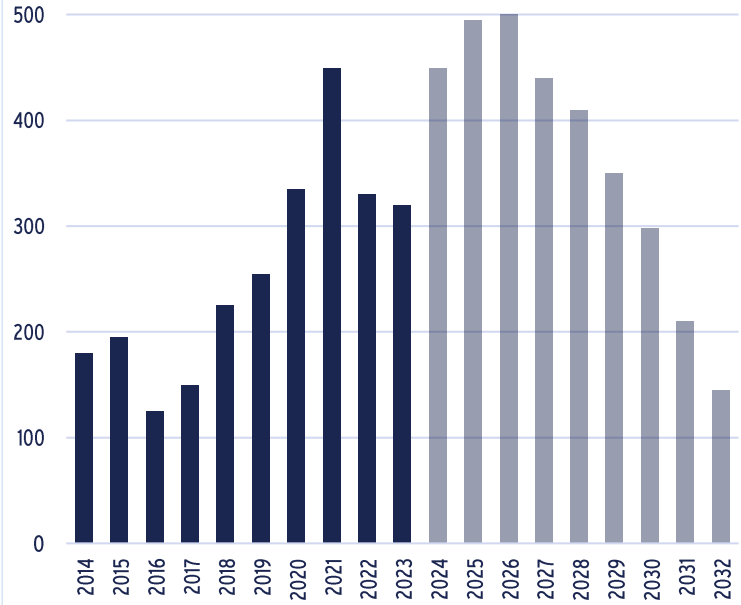
Sources: IJ Online, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

# ÉTUDE APPROFONDIE DES VOLUMES DE DETTE INFRASTRUCTURE

## LES REFINANCEMENTS ENTRAÎNERONT UNE HAUSSE DES VOLUMES

- Les refinancements de la dette infra mondiale varient chaque année en fonction des taux d'intérêt en vigueur et des échéances de prêts à venir.
- En 2021, les refinancements ont atteint 450 milliards de dollars, les investisseurs ayant profité de la baisse des taux d'intérêt.
- A partir des émissions et des échéances de prêts passées, on peut estimer qu'une part importante de la dette mondiale liée aux infrastructures devrait arriver à échéance entre 2024 et 2032, avec près de 500 milliards de dollars de dette arrivant à échéance en 2025 et 2026.
- Cependant, la plupart des financements en infrastructure sont structurés avec un système d'amortissement intégré. Il s'agit là d'une différence essentielle avec l'immobilier, qui explique pourquoi il n'y a pas de déficit de financement de la dette dans le secteur des infrastructures.
- Les refinancements des prêts infras résultent souvent de changements au sein de l'entreprise, comme les fusions et acquisitions, ou au sein du projet, comme la fin de la période de construction, plutôt que de la fin du prêt.
- Malgré un ratio de LTV plus élevé, la sensibilité aux taux d'intérêt dans le secteur des infrastructures est plus faible en raison d'un ratio dette/revenu d'exploitation plus bas, d'une échéance généralement plus longue et d'une fixation des taux également sur des durées plus longues.
- En outre, le durcissement des réglementations bancaires (Bâle III) et des réglementations favorables pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension (Solvabilité II) ont fait des infrastructures une classe d'actifs plus institutionnelle au cours des dix dernières années.

Refinancement de la dette infrastructure mondiale (2014-2023, milliards d'USD) et échéance de la dette (2024-2032, milliards d'USD)

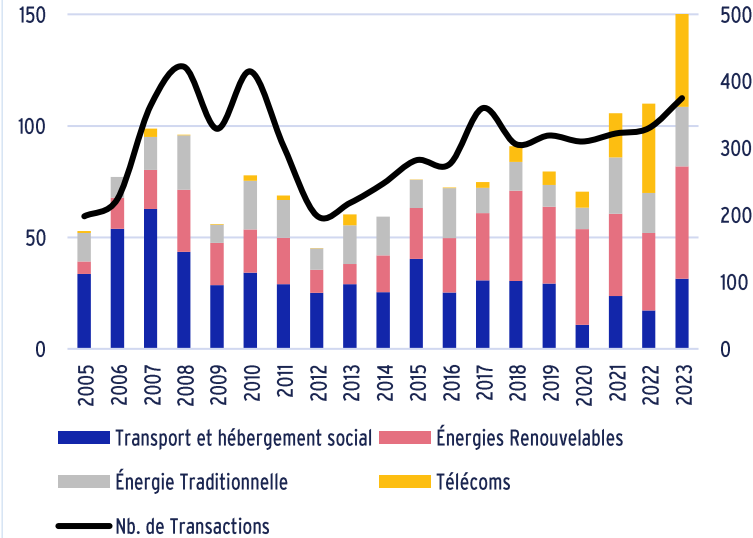


Sources: RealFinX Platform, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

## LES ÉNERGIES RENOUVELABLES ET LES TÉLÉCOMS ENREGISTRENT LA CROISSANCE LA PLUS RAPIDE

- En 2023, les quatre principaux secteurs d'infrastructures ont enregistré des augmentations annuelles dans toute l'Europe, ce qui se traduit par un record de 156 milliards de dollars de volumes de dette infra.
- Il convient de noter qu'il n'existe pas de classification standard des sous-secteurs de l'infrastructure et chaque source utilise sa propre classification.
- Selon les définitions d'IJ, les énergies renouvelables et les télécommunications ont connu la plus forte croissance, tandis que les transports et les infrastructures sociales ainsi que les énergies traditionnelles sont des secteurs orientés à la baisse.
- Les énergies renouvelables sont devenues le secteur le plus recherché, atteignant 32 % des volumes totaux en 2023. Les objectifs ambitieux de réduction des émissions de gaz à effet de serre fixés par les gouvernements et les entreprises contribuent à la croissance de ce secteur.
- Les volumes de dette pour financer le secteur des télécommunications ont augmenté depuis la pandémie, représentant 30 % de la dette infra totale en 2023, car les besoins en stockage de données et en connectivité, par exemple dans les centres de données, augmentent sous l'impulsion du développement du cloud et de l'intelligence artificielle. Cette croissance des volumes de crédit dans le secteur des télécommunications ne reflète toutefois pas une meilleure qualité de crédit.
- Les volumes de dette dans le secteur des transports ont légèrement rebondi après une activité de refinancement limitée pendant la Covid.

Volume de la dette infrastructure en Europe par secteur (milliards d'USD) et nombre de transactions (axe de droite)

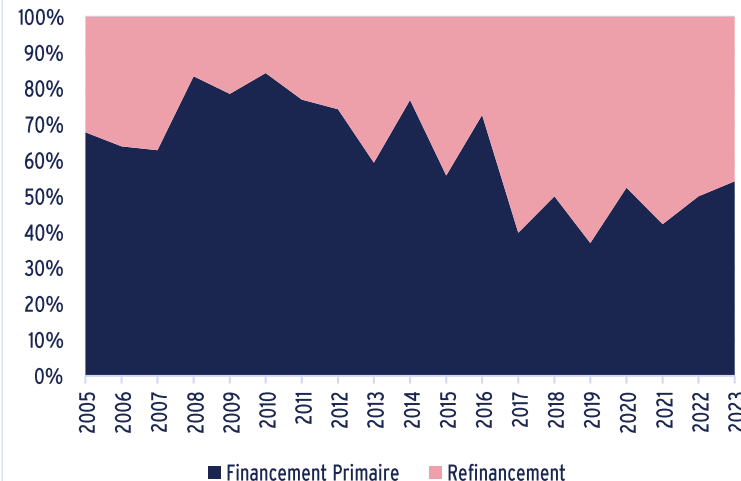


Sources: IJ Online, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

## LA PART CROISSANTE DES REFINANCEMENTS CONTRIBUE À LA STABILITÉ DU SOURCING

- Malgré quelques fluctuations, la tendance générale indique une augmentation de l'activité de refinancement en pourcentage du volume total de la dette en infrastructure en Europe (même données que dans le graphique en haut de page).
- Le niveau de refinancement a augmenté de 130 % entre 2005 et 2023. Dans le même temps, le montant du financement primaire n'a augmenté que de 29 %.
- La hausse des taux d'intérêt a encouragé les investisseurs à maintenir leurs contrats existants. Outre les conditions macroéconomiques, cette hausse reflète également la nature à long terme et l'allongement de la durée des prêts de cette classe d'actifs.
- Le niveau de financement primaire a légèrement augmenté depuis 2021. Cela reste crucial pour combler le déficit de financement d'infrastructures qui existe encore dans de nombreux pays, avec le lancement de nouveaux projets.

Décomposition entre financement primaire et refinancement - Europe



Sources: IJ Online, AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

## DIFFÉRENTS SOUS-SECTEURS ET GRANDES TENDANCES

### LES INVESTISSEMENTS ACTUELS SONT INSUFFISANTS

- Les besoins de financement pour les cinq prochaines années dans tous les sous-secteurs de l'infrastructure sont en moyenne supérieurs de 75 milliards de dollars par an aux investissements actuels.
- Cela représente 0,45 % du PIB dans 9 pays européens selon la dernière estimation du GI Hub de 2022.
- Même les secteurs traditionnels tels que l'énergie et les routes affichent encore un déficit pour les cinq prochaines années, ce qui souligne la nécessité d'investir davantage dans ces secteurs matures.
- Les secteurs des transports, et plus particulièrement les secteurs routier et ferroviaire, affichent les écarts les plus importants en Europe pour les cinq prochaines années, avec respectivement 0,15 % et 0,10 % du PIB. Cela implique une forte demande d'investissement et de financement par la dette pour ces projets.
- En revanche, les secteurs arrivés à maturité, tels que les aéroports, ont déjà des niveaux d'investissement qui correspondent aux besoins anticipés.
- Malgré leur part relativement faible dans le PIB, les projets d'infrastructures hydrauliques sont susceptibles de revêtir une importance stratégique dans le sud de l'Europe, en particulier dans le contexte de l'augmentation des températures et des risques climatiques.

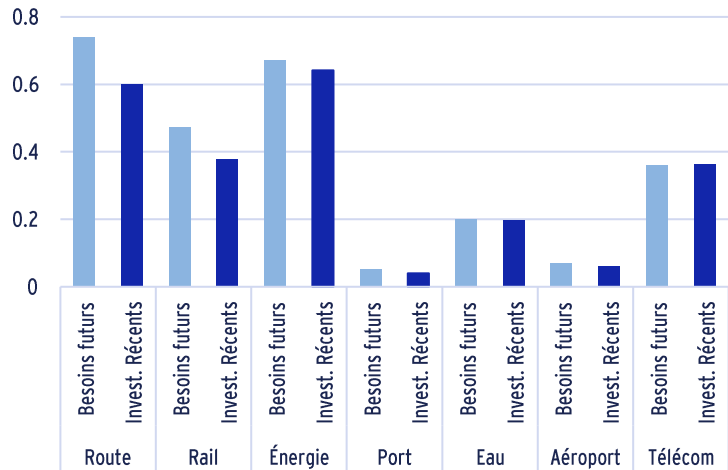
### DEPUIS LA COVID, LES ACTIONS INFRA SOUS-PERFORMENT

- Les indices boursiers dans le domaine des infrastructures affichent une tendance à la hausse sur le long terme, malgré une plus grande volatilité depuis la Covid.
- Depuis 2014, les actions cotées dans le domaine des infrastructures dans le monde ont enregistré des rendements légèrement supérieurs à ceux des actions infra européennes.
- Les indices boursiers mondiaux et européens des entreprises d'infrastructures cotées ont été moins performants que l'indice boursier tous secteurs après la Covid.
- Récemment, les actions d'entreprise d'infrastructure cotées en bourse ont été fortement impactées par la Covid et les hausses des taux d'intérêt réels. La hausse de l'inflation est néanmoins généralement un atout pour les infrastructures, avec souvent une indexation des revenus d'exploitation sur l'inflation.
- Étant donné que le risque perçu pour les infrastructures est plus faible, la probabilité d'une réévaluation à la hausse est plus faible que pour les actions en général.
- Cela explique pourquoi les rendements des indices boursiers sont structurellement plus faibles dans le secteur des infrastructures.
- Il est peu probable que les rendements des actions aient un impact sur les émetteurs d'obligations ou de financements de projets, à moins qu'ils ne soient négatifs pendant une longue période.
- Les investisseurs pourraient être réticents à investir dans les actions du secteur des infrastructures compte tenu de cette récente sous-performance, laissant le marché obligataire répondre aux besoins de financement du secteur.

### PAS DE SUR OU SOUS-PERFORMANCE DES OBLIGATIONS INFRA PAR RAPPORT AUX OBLIGATIONS TOUTS SECTEURS

- Compte tenu de la date de lancement récente de l'indice S&P global infra corporate bond, il n'est pas possible d'effectuer une comparaison des rendements sur le long terme.
- Sur la période disponible à partir de 2019, les obligations d'entreprises infra mondiales ont enregistré des performances similaires à celles des obligations d'entreprises tous secteurs, comme le montre le graphique.
- Immédiatement après la pandémie de Covid, nous constatons une bonne performance des deux indices d'obligations d'entreprises, en raison du programme d'assouplissement quantitatif et d'achat d'obligations des banques centrales.
- Avec l'augmentation de l'inflation et la crainte d'une hausse des taux d'intérêt, la performance des deux indices a baissé.
- Les investisseurs pourraient être réticents à investir dans les obligations d'infrastructure en raison de leur récente sous-performance.
- La durée plus longue des obligations d'infrastructure par rapport aux obligations d'entreprises tous secteurs, recherchées par de nombreux investisseurs, explique en partie la sous-performance relative.
- Néanmoins, depuis la fin de l'année 2022, les investisseurs ont anticipé de futures baisses de taux, ce qui a entraîné un rebond partiel de l'indice.
- Les variations attendues des taux d'intérêt sont susceptibles d'être une source importante de performance.

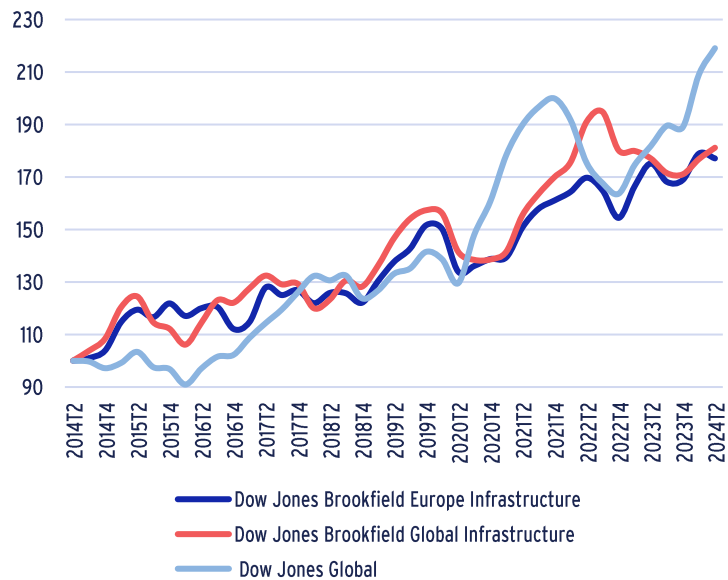
Besoins en investissements privés et publics dans les infrastructures (2023-27) vs. Financement récent (2018-22) par secteur en % du PIB - 9 pays européens\*



Sources: GI HUB a G20 Initiative, et AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

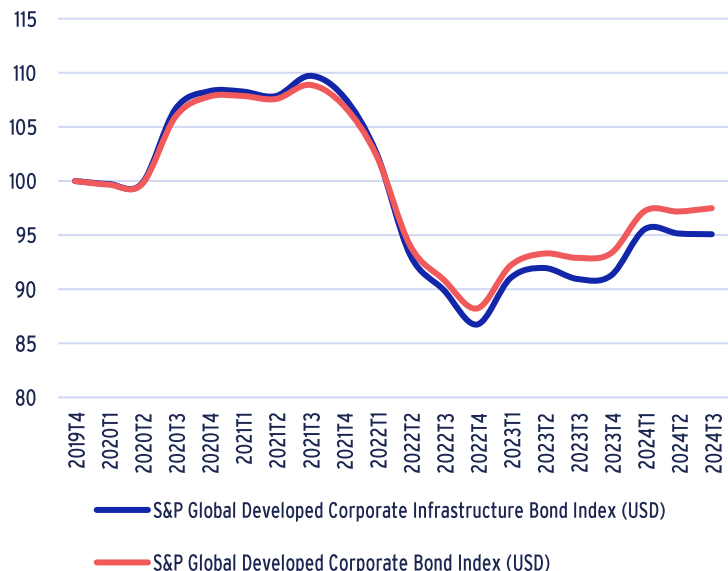
\*Croatia, France, Germany, Italy, Spain, Poland, Romania, Russia, United Kingdom

### Indices boursiers Europe et Monde (2014T2 = 100) - Rendements totaux



Sources: S&P Global et AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

### Indice des obligations d'entreprises en Europe et dans le monde - Infrastructures et tous secteurs (2014T2 = 100) - Rendements totaux



Sources: S&P Global et AEW Recherche & Stratégie, T2 2024

## DÉFAUTS ET RISQUES

### LE TAUX DE DÉFAUT EN INFRA EST PROCHE D' « INVESTMENT GRADE »

- Pour comparer les risques associés à la dette de financement de projet, nous examinons le taux de défaillance cumulé sur 10 ans pour les prêts accordés entre 1990 et 2021 dans les différents sous-secteurs.
- Le financement de projet finance généralement une activité stratégique, sans recours possibles sur les sponsors.
- Le taux de défaillance exprime la part des prêts défaillants au cours de la dixième année suivant le financement ou avant, en pourcentage du total des prêts accordés.
- D'après les données de Moody's, les infrastructures (de transport et sociales) affichent les taux de défaillance cumulés les plus bas (3 %), soit à peine plus que les taux de défaillance des obligations « investment grade » pour la même période.
- Le taux de défaillance cumulé moyen des financements de projets tous secteurs s'élève à 5 %, soit un peu plus que la moyenne des obligations d'entreprise Baa.
- Les secteurs de la métallurgie et de l'exploitation minière ainsi que des télécommunications affichent les taux de défaillance les plus élevés, à savoir 14 % et 10 %, respectivement. Ces taux sont plus proches de la moyenne des obligations « high yield » Baa.

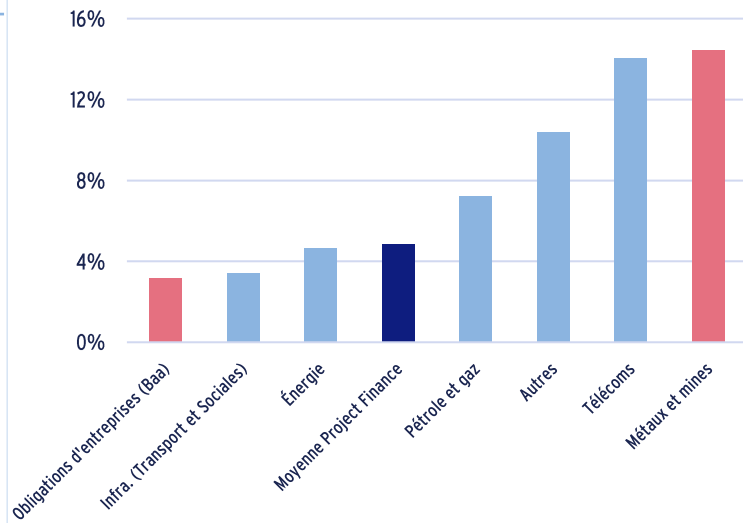
### DES TAUX DE DÉFAUT PLUS FAIBLES EN EUROPE ET AU MOYEN-ORIENT

- Les taux de défaillance des financements de projets varient également d'une région à l'autre.
- Selon les données de Moody's, les taux de défaillance les plus bas concernent les prêts pour des projets au Moyen-Orient, avec un taux de 3 %, soit un peu moins que la dette « investment grade ».
- Les taux de défaut en Europe occidentale sont très proches de ces chiffres, avec un taux moyen de 4 %, alors que le taux moyen mondial s'élève à 5 %.
- L'Asie est en ligne avec la moyenne mondiale avec un taux de défaillance moyen de 5 %, qui est inférieur à celui de l'Amérique du Nord (6 %).
- Le taux de défaut cumulé de la dette de financement de projet dans le reste du monde se situe dans une fourchette comprise entre 5 % et 11 %. Il reste inférieur au taux de défaut de 14 % pour la dette classée comme spéculative par Moody's.
- Il convient de noter que les taux de défaut marginaux des financements de projets chutent de manière significative deux ans après l'octroi du financement pour atteindre des niveaux compatibles avec les obligations « investment grade » lors de la septième année suivant l'octroi du prêt.
- La baisse des taux de défaillance des prêts de financement de projets contraste avec les taux de défaillance marginaux annuels globalement stables que Moody's a observés pour les émetteurs d'obligations d'entreprises « investment grade ».

### UN TAUX DE RECOUVREMENT MOYEN DES PRÊTS EN DÉFAUT DE 80 %

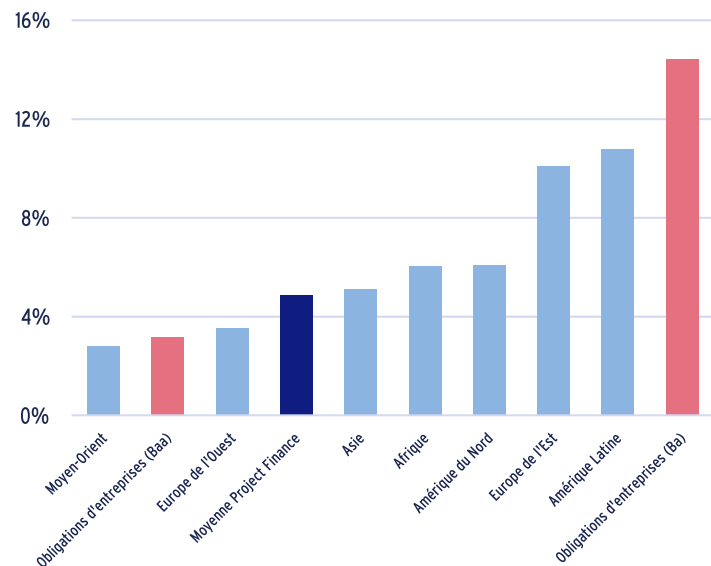
- En cas de défaillance, le taux de recouvrement moyen pour les prêteurs est de 79 %.
- Le secteur de l'électricité affiche le taux de recouvrement le plus élevé, supérieur à la moyenne, soit 92 %.
- Le secteur des infrastructures (de transport et sociales) a un taux légèrement inférieur à la moyenne de 78 %.
- Le secteur où le taux de recouvrement est le plus faible est celui des métaux et des mines, avec un taux de recouvrement de 61 %.
- Néanmoins, le taux de recouvrement final le plus fréquent est de 100 % - en d'autres termes, aucune perte économique - ce qui est le cas dans 62 % des défaillances observées.
- Les taux de recouvrement final des prêts bancaires senior pour le financement de projets sont similaires à ceux des prêts bancaires senior garantis « investment grade » et de l'ensemble des prêts bancaires senior garantis aux entreprises.
- Les prêts senior garantis « investment grade » figurant dans la base de données de Moody's sur les prêts bancaires aux entreprises ont atteint un taux de recouvrement moyen de 83 % (contre 79 % pour l'ensemble des prêts bancaires aux entreprises) entre 1987 et 2021.

Taux de défaut cumulé sur 10 ans 1990-21, Project finance vs. obligations d'entreprises, par secteur d'activité, en %.



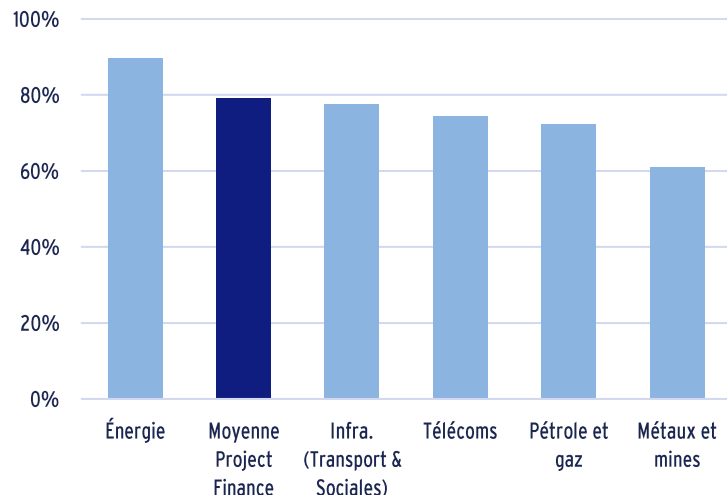
Sources: Moody's, T1 2024 \*Sauf obligations d'entreprise

Taux de défaut cumulé sur 10 ans 1990-21, Project finance vs. obligations d'entreprises, par région, en %.



Sources: Moody's, T1 2024 \*Sauf obligations d'entreprise

Taux de recouvrement des financements de projets - par secteur 1990-21, en %.



Sources: Moody's, T1 2024 \*Sauf obligations d'entreprise

## DÉFAUTS ET RISQUES LA LARGE FOURCHETTE DE SPREADS REFLÈTE LE RISQUE IDIOSYNCRATIQUE

- Notre base de données sur les financements comprend 2 211 prêts de financement de projets octroyés entre 2001 et 2022 dans le monde entier, dont 45 %, soit 984 prêts, étaient destinés à des projets en Europe.
- Les spreads de crédits de financement de projets varient de 40 à 600 points de base en Europe et dans le monde.
- La maturité des prêts varie de 1 à 37 ans, avec une maturité moyenne de 17,5 ans. La maturité des prêts n'est pas en corrélation directe avec les spreads de crédit dans notre échantillon.
- Les maturités de 7, 10, 15 et 20 ans sont les plus courantes pour les prêts de financement de projets.
- Les spreads de crédits indiqués dans le graphique se réfèrent à une multitude de taux de référence liés à la juridiction du projet, par exemple les bons du Trésor américain et l'Euribor 3 mois. Nous n'avons pas normalisé ni les taux de référence, ni les garanties souveraines.
- Ces données confirment l'idiosyncrasie de la fixation des prix dans le financement de projets.

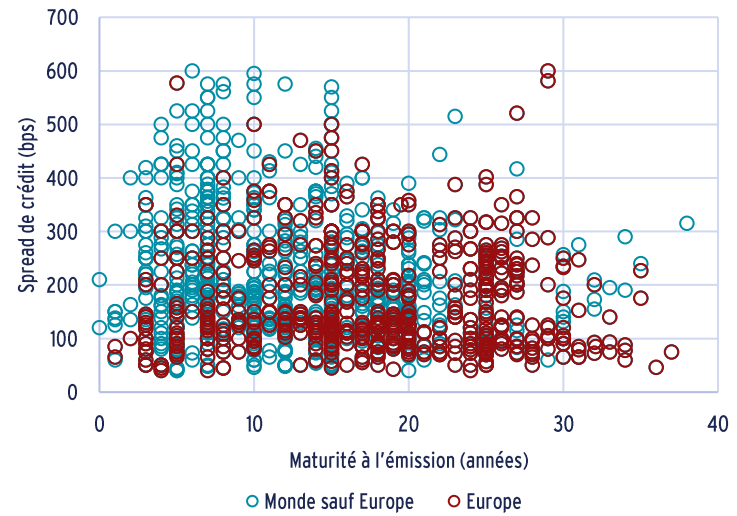
## CONVERGENCE DES MARGES DES DIFFÉRENTS SOUS-SECTEURS

- Notre base de données sur les marges de prêt permet d'effectuer des comparaisons entre les grands sous-secteurs et sur la base d'une moyenne glissante.
- Les transports ont affiché les marges de prêt les plus faibles sur l'ensemble de la période, mais les marges sur les prêts pour financer des projets d'énergies renouvelables se sont considérablement réduites, car de plus en plus de prêteurs sont désireux d'accroître leur exposition à ce sous-secteur.
- Plus récemment, les marges sur les ressources naturelles (pétrole et gaz) se sont resserrées, tandis que les marges sur les télécommunications et les énergies non renouvelables sont restées élevées.
- La forte volatilité des marges, ainsi que l'absence de relation directement observable avec le profil des échéances et les ratios d'endettement, confirment l'idiosyncrasie du financement de projets.
- Les spécificités de chaque projet jouent un rôle clé dans le pricing des prêts, ce qui nécessite des capacités de sourcing diversifiées et la nécessité d'analyser soigneusement les risques.
- Dans tous les sous-secteurs, nous pouvons observer une tendance à la baisse des marges (en plus des taux de référence plus bas) au cours des dix dernières années, car le cadre réglementaire a permis à un plus grand nombre d'institutions non bancaires de devenir des prêteurs actifs dans le secteur des infrastructures.

## LES MARGES EN EUROPE INFÉRIEURES DE PRÈS DE 40 POINTS DE BASE AU RESTE DU MONDE

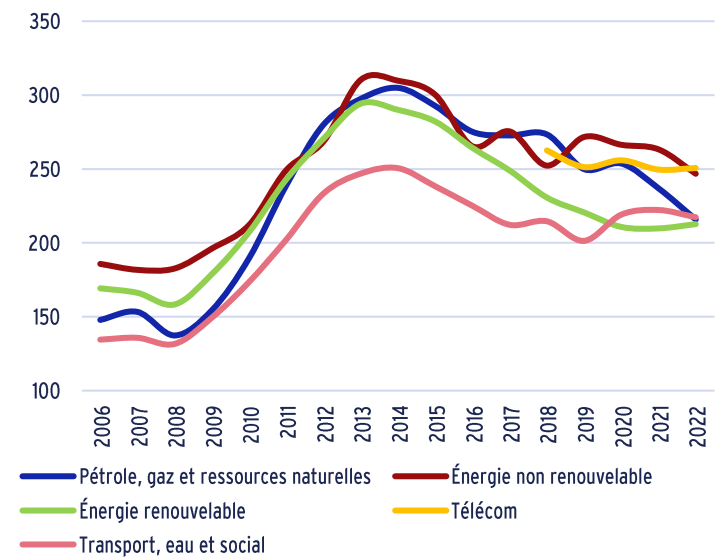
- La ventilation géographique de nos séries de marges montre que les projets européens ont un spread de crédit moyen de 191 points de base par rapport à leurs taux de référence respectif.
- En revanche, dans le reste du monde, le spread moyen des prêts en infrastructure atteint 229 points de base.
- Notre base de données est biaisée en faveur des pays de l'OCDE et ne reflète donc pas les marges dans les pays en développement à plus haut risque.
- Ce biais rend difficile la confirmation d'une prime géographique pour les transactions non européennes, due au risque de change ou politique.
- Les deux séries ont atteint des valeurs minimales juste avant la crise financière de 2008 et ont connu une forte revalorisation après 2009.
- Après avoir atteint un point haut en 2011, les marges ont progressivement diminué pour se rapprocher de leurs moyennes de long terme.
- La période Covid a eu un effet relativement faible sur les marges, en particulier en Europe.
- Ces relations doivent faire l'objet d'un examen plus approfondi afin de déterminer s'il s'agit d'un effet purement géographique ou d'une simple fonction d'autres facteurs sous-jacents qui se concentrent géographiquement, tels que le taux de référence ou le type de projets.

Spreads de crédit des financements de projets (pdb) vs. maturité du prêt (années), 2002-2022



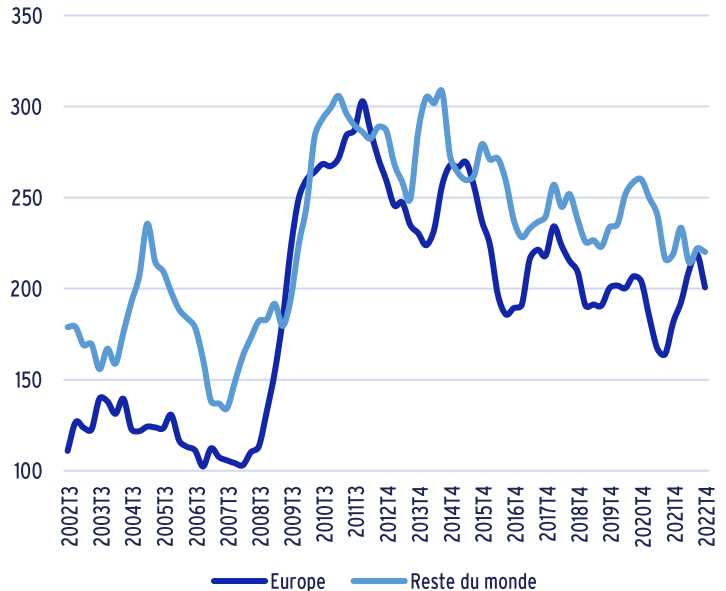
Sources: AEW Recherche & Stratégie, T4 2022

Marges sur les prêts de financement de projet par secteur - moyenne glissante sur 5 ans, points de base



Sources: AEW Recherche & Stratégie, T4 2022

Marges sur les prêts de financement de projet en Europe vs. reste du monde - moyenne glissante sur 4 trimestres, points de base



Sources: AEW Recherche & Stratégie, T4 2022

## À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW<sup>1</sup> est l'un des leaders mondiaux du conseil\* en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 78,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 mars 2024. Le groupe AEW compte plus de 920 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 mars 2024, AEW gérait en Europe<sup>2</sup> 37,2 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 22 SCPI et 2 OPC I grand public en France représentant plus de 10,1 Mds€, qui classent AEW<sup>3</sup> parmi les cinq plus grands acteurs<sup>4</sup> de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 595 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 20 Mds€ en Europe.

## CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



**HANS VRENSEN CFA®<sup>2</sup>, CRE**  
Head of Research & Strategy  
Tel. +44 (0)20 7016 4753  
hans.vrensen@eu.aew.com



**IRÈNE FOSSÉ MSC**  
Director  
Tel. +33 (0)1 78 40 95 07  
irene.fosse@eu.aew.com



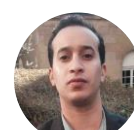
**ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA®<sup>2</sup>**  
Associate Director  
Tel. +44 (0)78 8783 3872  
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



**KEN BACCAM MSC**  
Director  
Tel. +33 (0)1 78 40 92 66  
ken.baccam@eu.aew.com



**RUSLANA GOLEMDJIEVA**  
Analyst  
Tel. +44 (0)20 7016 4832  
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



**ISMAIL MEJRI**  
Associate  
Tel. +33 (0)1 78 40 39 81  
ismail.mejri@eu.aew.com

## CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



**ALEX GRIFFITHS**  
Managing Director  
Tel. +44 (0)20 7016 4840  
alex.griffiths@eu.aew.com



**BIANCA KRAUS**  
Managing Director  
Tel. +49 893 090 80 710  
bianca.kraus@eu.aew.com



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



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

### LONDON

AEW  
Level 42, 8 Bishopsgate  
London EC2N 4BQ  
UNITED KINGDOM

### PARIS

AEW  
43 Avenue Pierre-Mendès France  
75013 Paris  
FRANCE

### DÜSSELDORF

AEW  
Steinstraße. 1-3  
D-40212 Düsseldorf  
GERMANY

<sup>1</sup> 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 soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

<sup>2</sup> Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW Europe LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Classement ASPIM « Les fonds immobiliers grand public 3ème trimestre 2023 » selon la capitalisation totale SCPI, OPC I et SCI grand public.

\* Source: Institutional Real Estate Inc., Global Investment Managers 2023 Special Report

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées appartenant au CFA Institute

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 soeur 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).