

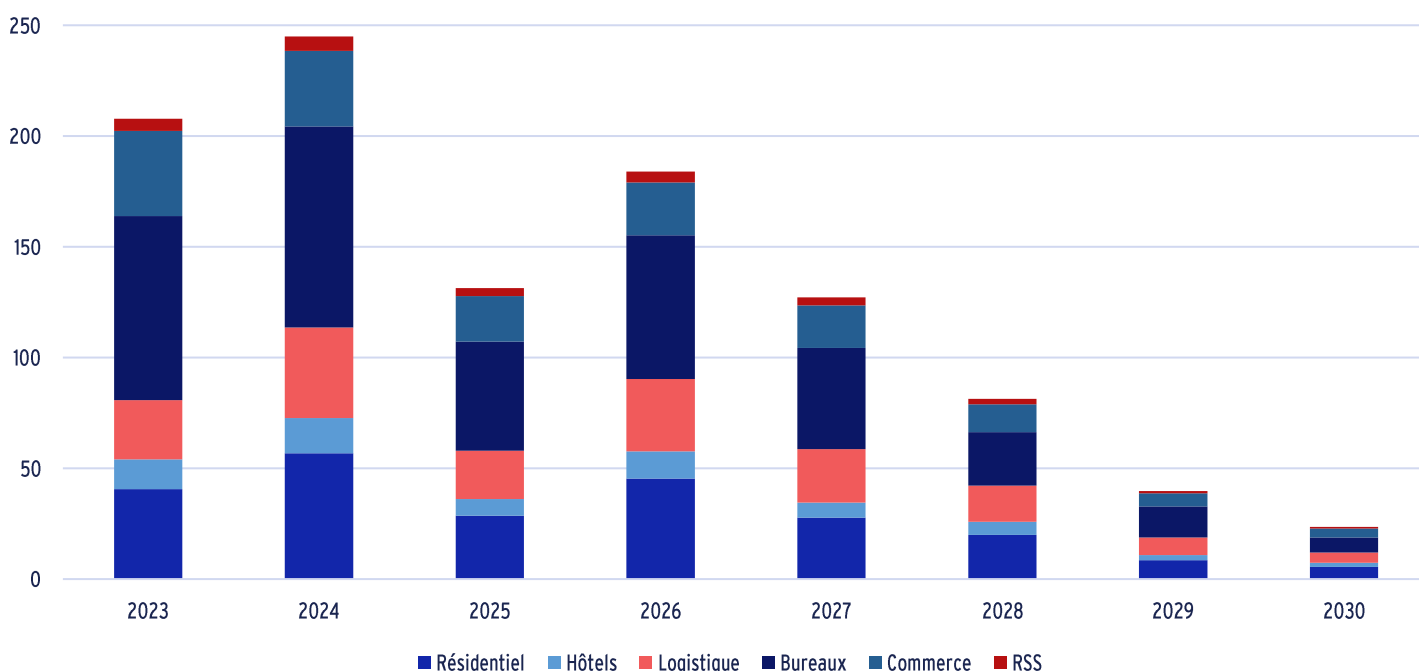
LES DÉFIS DU REFINANCEMENT SONT-ILS DERRIÈRE NOUS ?

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	2
TENDANCES DU MARCHÉ DU FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER EN EUROPE	3
MISE À JOUR MÉTHODOLOGIQUE AVEC PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'OCTROI	6
LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ET LES DÉPRÉCIATIONS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE S'AMENUISENT	7
EXPOSITION DES BANQUES EUROPÉENNES À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE, PROVISIONS ET PRÊTS NON PERFORMANTS	9

- Avec la baisse de l'inflation, la Riksbank de Suède a été la première des banques centrales européennes à baisser ses taux directeurs en mai, suivie par la BCE à deux reprises et la Bank of England en août. Dans un contexte économique encore incertain, de nouvelles baisses de taux sont attendues.
- Notre analyse du déficit de financement (DF) ayant été généralement reçue de manière positive, nous mettons à jour notre estimation du déficit de financement (DF) en prenant en compte les retours de commentaires et davantage de transparence, tout en la replaçant dans le contexte actuel de marché.
- La question la plus fréquemment posée est : le défi du refinancement est-il (enfin) derrière nous ?
- Pour répondre à cette question, nous avons estimé pour la première fois les échéances des prêts en immobilier d'entreprise en Europe, sur la base de nouvelles données de Moody's. Les échéances des prêts en 2023 et 2024 sont estimées à 210 et 240 milliards d'EUR, respectivement. Ces échéances sont désormais passées pour la plupart, même si les prolongations d'échéances se répercutent sur les années suivantes.
- Pour autant, les échéances des prêts en 2025 et au-delà devraient être inférieures à celles de 2023-2024, ce qui pourrait signifier que le paroxysme du déficit de refinancement est désormais passé. Toutefois, le défi demeure pour le refinancement restant et il convient d'analyser la difficulté à refinancer les échéances des prêts à venir en immobilier d'entreprise (même si elles sont moins élevées).

MATURITÉS PASSÉES ET À VENIR DES PRÊTS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN EUROPE (EN MILLIARDS D'EUROS)

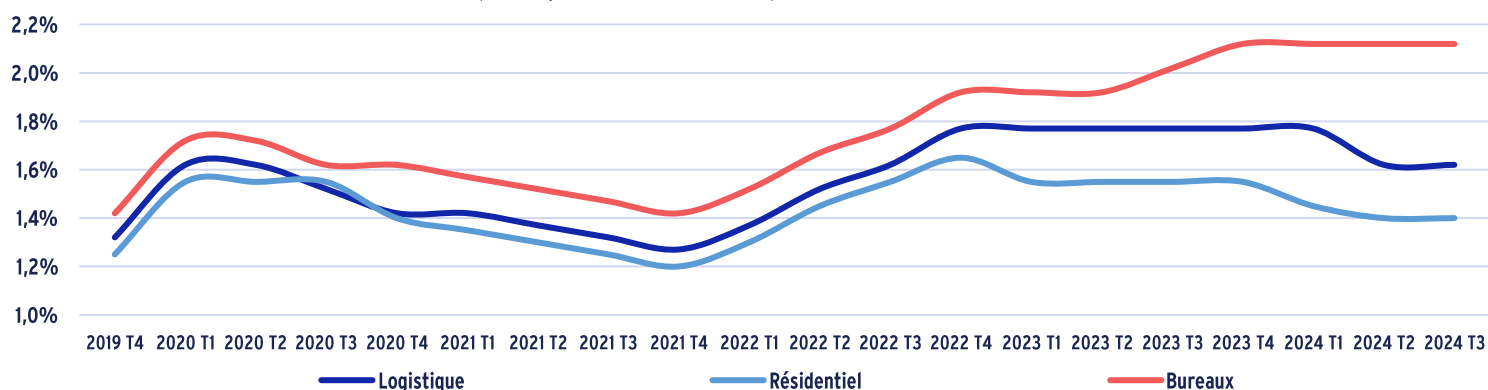


Sources : AEW Recherche & Stratégie, Moody's, MSCI/RCA au T3 2024

LES CONDITIONS DE FINANCEMENT S'AMÉLIORENT À MESURE QUE LE DÉFICIT DE FINANCEMENT S'AMENUISE

- En dépit de la normalisation de l'inflation, les taux swap euro à 5 ans n'ont pas baissé autant que prévu. Toutefois, avec la baisse des taux de la BCE, les coûts d'emprunt en immobilier d'entreprise en zone euro devraient s'établir à 3,6 % d'ici fin 2025, contre 4,9 % au T3 2023. Les coûts d'emprunt au Royaume-Uni devraient baisser quant à eux à 5,4 % d'ici fin 2025, par rapport au pic de 7,1 % du T2 2023.
- Malgré tout, l'écart positif entre les taux de rendement prime immobilier et le coût de la dette est redevenu relatif depuis le T4 2023 en zone euro et depuis le T2 2024 au Royaume-Uni. Cette disponibilité de dette relative devrait encourager les investisseurs à redevenir plus actifs.
- Nos données internes sur la dette privée montrent également une inflexion des coûts d'emprunt en immobilier d'entreprise en 2024, confirmée par la récente tarification des obligations immobilières sur le marché secondaire à 4,2 % qui se rapprochent des coûts d'emprunt.
- Même si les marges et le coût d'emprunt « all-in » (tout compris) s'ajustent, les prêteurs sont davantage sélectifs en fonction du type d'actif. À cet égard, les prêts adossés à des actifs de bureaux se distinguent par des marges plus élevées qu'en logistique et en résidentiel.
- Des premiers signes émergent sur une hausse des ratios de LTV et d'un assouplissement des covenants. Les prêteurs sont moins préoccupés par les risques de baisse de valeurs futures et la concurrence en termes d'offre de prêts augmente. Malgré ces conditions plus favorables aux emprunteurs en immobilier d'entreprise, les problématiques de refinancement de prêts existants persistent du fait de la dépréciation des collatéraux immobiliers.
- Nous estimons le déficit de financement (DF) dans 20 pays européens à 86 milliards d'euros pour 2025-27. Cette estimation du DF indique que près de 13 % des volumes de prêts en immobilier d'entreprise en Europe (en part des prêts octroyés en 2016-23) arrivant à échéance pourraient rencontrer des difficultés de refinancement. Ce taux de 13 % est inférieur à notre estimation d'avril 2024 de 17 % pour 2024-2026 et reflète l'assouplissement des conditions de refinancement en Europe. Notre dernière estimation du DF est basée sur des hypothèses plus précises prenant en compte les années d'octroi et des données de marché complémentaires sur les prolongations d'échéances.
- Par rapport à l'estimation moyenne de 13 %, l'Allemagne et la France restent confrontées à un déficit relativement plus important de respectivement 19 % et 18 %. En outre, nous notons qu'en plus des injections de capitaux propres, le recours à la dette sur dette a également permis de combler en partie le déficit de financement.
- Toutefois, tous les prêts en difficulté ne donneront pas forcément lieu à une défaillance de l'emprunteur ou à une perte pour le prêteur. L'impact sur les différents secteurs dépend du timing, de la situation des collatéraux et des taux dans chaque pays et pour chacun des millésimes 2016-2023. 7,1 % des 700 milliards d'euros de prêts en immobilier d'entreprise octroyés en 2016-23 sont estimés en risque de défaut et les pertes associées sont projetées à 1,8 %. Ces dernières projections sont inférieures aux estimations précédentes de 2,5 % et au 2,3 % de pertes sur prêts en CMBS en Europe pendant la crise financière de 2008.
- Les pertes estimées sur les collatéraux en commerces sont proches de 6 %, soit près du triple de la moyenne tous secteurs en Europe. Au niveau géographique, les pertes sur les prêts allemands sont estimées à 3 %, près du double de la moyenne européenne.
- Les données de l'Autorité bancaire européenne à fin 2023 sont mitigées quant à la capacité des prêteurs à absorber ces pertes potentielles. Un des aspects positifs est que seuls 11 % des prêts en immobilier d'entreprise gérés par les banques de l'UE se situent dans la catégorie +100 % de ratio de LTV.
- Le ratio de prêts non performants (NPL) des banques européennes en immobilier d'entreprise a connu une tendance à la baisse, passant de plus de 8 % en 2020 à 4 % au début de 2023. Au T4 2023, il a toutefois légèrement augmenté pour atteindre 4,5 % en raison de la baisse de valeur des collatéraux immobiliers, notamment avec l'exposition des banques européennes au marché américain.
- Finalement, le ratio relativement bas de NPL et le taux de couverture élevé des banques européennes s'avèrent plus favorables aux emprunteurs en termes de conditions de financement. Cela devrait soutenir le rebond des valeurs vénales et de l'investissement en Europe.

MARGES DES PRÊTS ÉMIS EN EUROPE PAR SECTEUR (FRANCE, ALLEMAGNE ET PAYS-BAS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Chatham Financial au T3 2024

TENDANCES DU MARCHÉ DU FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER EN EUROPE

LA CROISSANCE DES PRÊTS DANS LES FONDS DE DETTE DÉPASSE CELLE DES BANQUES EN 2023

- Le marché de la dette en immobilier d'entreprise en Europe est dominé par les banques (85 % de la dette en circulation). Cependant, les données de l'Autorité bancaire européenne (ABE) sur le bilan des banques indiquent une baisse des prêts en immobilier d'entreprise sur 2021-2023 par rapport à 2016-2018, certainement liée à davantage de restructurations financières, une réglementation plus contraignante et un ralentissement des investissements en immobilier.
- Des enquêtes confirment la part, certes minoritaire, mais croissante des fonds de dette dans les volumes de prêt. Au Royaume-Uni, l'enquête de Bayes montre que la part des fonds de dette est passée de 12 % en 2019 à 20 % en 2023. De même, en France, l'IEIF rapporte une part de 7 % en 2019 à 14 % en 2023.
- Pour mesurer la taille du marché, nous utilisons les données d'INREV qui recensent 407 milliards d'euros d'actifs sous gestion (AUM) dans 96 fonds de dette. À l'instar de l'approche de l'ABE, nous utilisons la variation d'AUM d'une année sur l'autre comme estimation de l'activité de prêt annuelle. Les montants nets de prêt des fonds de dette ont dépassé ceux des banques en 2021 et en 2023. Alors que les banques sont contraintes de réduire leur exposition à l'immobilier d'entreprise, les fonds de dette pourraient prendre le relais.

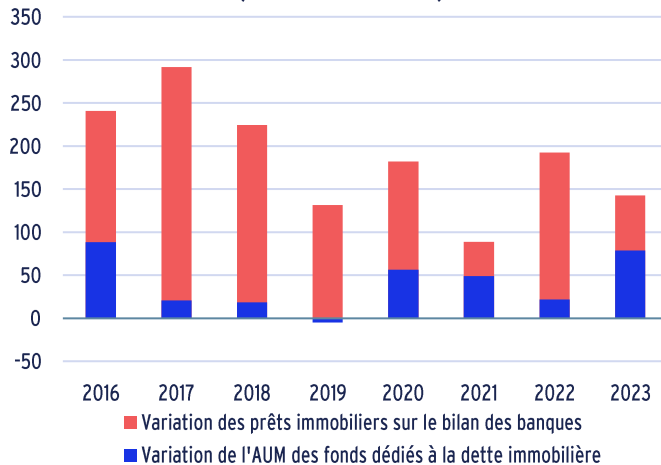
LA DETTE EST À NOUVEAU RELATIVE, NOTAMMENT EN ZONE EURO

- Les taux swap à 5 ans en zone euro et au Royaume-Uni ont baissé et devraient continuer à diminuer en 2025. En conséquence, les coûts d'emprunt pour l'immobilier d'entreprise devraient également diminuer, sans toutefois revenir aux niveaux d'avant 2022.
- Les coûts d'emprunt pour l'immobilier d'entreprise en zone euro devraient légèrement baisser à 3,6 % d'ici le T4 2025, contre 4,0 % au T3 2024. Les taux swap du Royaume-Uni restent plus élevés, et les coûts d'emprunt « all-in » au Royaume-Uni devraient passer de 5,7 % au T3 2024 à 5,4 % au T4 2025.
- Les coûts d'emprunt au Royaume-Uni sont supérieurs de 170 pdb à ceux de la zone euro, avec des marges plus élevées de 40 pdb et des taux swap de 130 pdb plus élevés.
- Les taux de rendement prime tous secteurs confondus devraient atterrir à 5,1 % en zone euro et 6,1 % au Royaume-Uni d'ici fin 2025, rendant la dette immobilière à nouveau relative. L'écart ainsi projeté de 150 pdb d'ici fin 2025 entre les taux de rendement prime en zone euro et les coûts d'emprunt est plus attractif que l'écart de 70 pdb au Royaume-Uni.
- L'amélioration des conditions de prêts est un facteur de rebond de l'activité d'investissement.

LES RATIOS DE LTV EN BAISSÉ POUR LES FONCIÈRES, LES FONDS ET LES PRÊTS

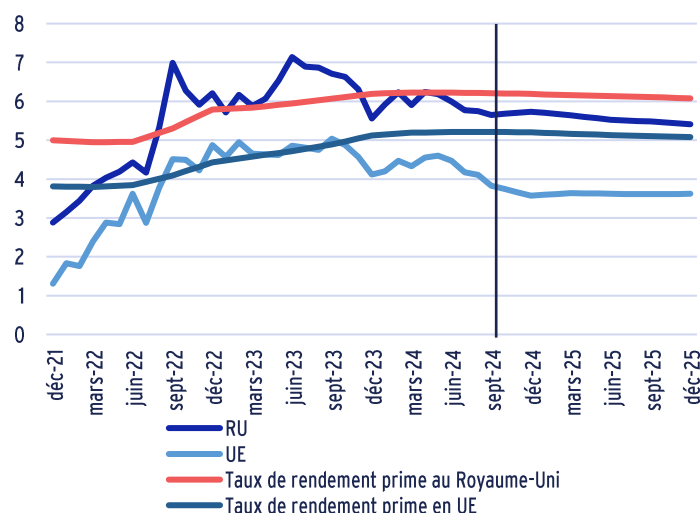
- L'appétence au risque des prêteurs se traduit sur les prix mais également sur les ratios de LTV (Loan-to-Value).
- Les données montrent une stabilisation des ratios de LTV du bilan de l'EPRA (immobilier coté) et des ratios de LTV des fonds immobiliers privés de l'INREV, confirmant un écart persistant au cours des dix dernières années.
- Les derniers chiffres rapportent une LTV INREV de 24 % pour le T2 2024 et une LTV EPRA et Green Street de 39 % et 50 % respectivement pour le T3 2024, indiquant un effet de levier plus élevé sur les marchés cotés.
- Comme dans notre publication d'août 2023, les données de Green Street montrent une tendance à la hausse plus forte pour les ratios de LTV des foncières que pour les données EPRA. Cela est dû à leur définition de la LTV, qui inclut les passifs non financés et est très sensible aux valorisations des capitaux propres.
- Nos données internes sur les LTV prêt par prêt montrent une baisse au T3 2024 à 50 %, après une augmentation non attendue au T3 2023 à 59 %.
- Nos données au niveau des prêts ne tiennent pas compte des transactions d'investissement sans recours à la dette. Les derniers résultats confirment des niveaux de LTV historiquement plus élevés et plus volatils, oscillant entre 52 % et 60 % au cours des dix dernières années.

VOLUMES DES PRÊTS DES BANQUES ET DES FONDS DE DETTE GARANTIS PAR DE L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE (EN MILLIARDS D'EUROS)



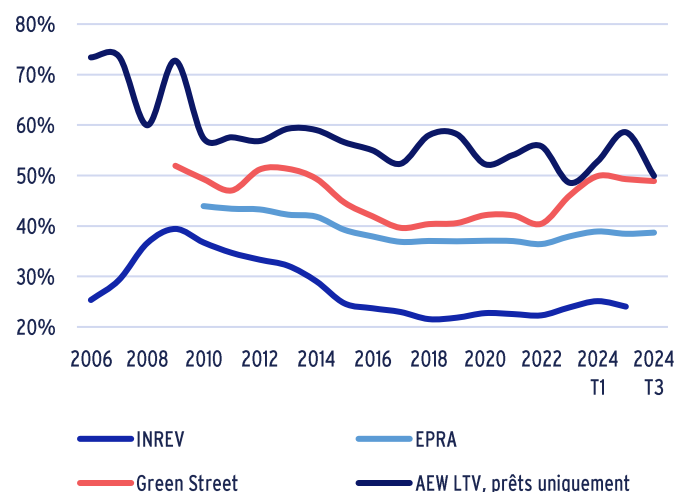
Sources : EBA, INREV, IEIF, Bayes au T2 2024

Taux de rendement prime au Royaume-Uni et en Europe hors R.U. comparés aux coûts d'emprunt « all-in » en EUR et GBP (par an, en %)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, OE, CBRE & Chatham Financial au T3 2024

RATIOS DE LTV DÉCLARÉS DANS LES BILANS & LTV DE TRANSACTIONS DE MARCHÉ



Sources : AEW Recherche & Stratégie, EPRA, Green Street & INREV au T3 2024

DES TAUX PLUS ÉLEVÉS ET DES RATIOS DE LTV TRÈS VARIABLES

- Nous avons mis à jour notre base de données granulaire interne, en rajoutant les prêts émis depuis août 2023, portant la base à 1 553 prêts provenant de trois sources – les plateformes de prêt et de financement d'AEW, RCA/MSCI et REC.
- La base remonte ainsi à 2003 et nous estimons qu'elle couvre environ 10 % des octrois de prêts à l'acquisition depuis 2010 et donne une indication fiable des conditions de prêt du marché.
- Les données de notre graphique de dispersion montrent que les ratios de LTV des prêts émis au cours des quatre derniers trimestres varient largement de 15 % à 83 %.
- Les coûts d'emprunt « all-in » des nouveaux prêts sont systématiquement plus élevés, avec un taux moyen de 5 % contre une moyenne de 3,5 % pour les prêts antérieurs dans la base.
- Nos données granulaires permettent une analyse plus précise de l'impact des chocs exogènes, comme l'augmentation récente des taux swap à 5 ans. Elles permettent également des comparaisons avec d'autres sources, telles que Green Street et Chatham Financial.

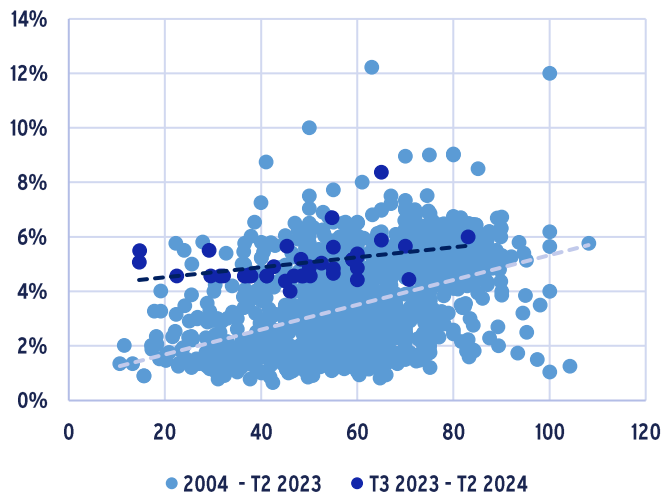
LES TAUX « ALL-IN » EN BAISSÉ PAR RAPPORT AU PIC DE FIN 2023

- Les données granulaires confirment que les coûts d'emprunt « all-in » en Europe, hors Royaume-Uni, sont redescendus à 5,3 % mi-2024, en baisse de 40 pnb par rapport au point haut de 5,7 % en 2023.
- Cela fait suite à une période de taux d'intérêt très bas entre 2016 et 2021, lorsque le coût « all-in » était principalement composé de la marge avec un taux de base proche de zéro.
- Les coûts d'emprunt « all-in » élevés du cycle de réajustement actuel (2022-2024) ont rendu la dette moins attractive pour de nombreux investisseurs. En conséquence, les volumes d'investissement en 2023 ont été réduits de moitié par rapport aux niveaux de 2022.
- Les volumes d'investissement devraient augmenter si la tendance à la baisse du coût de la dette se poursuit et que la dette redevient relative.
- Les investisseurs qui ont eu recours à la dette avant la pandémie ont subi des réajustements de valeur et une hausse du service de la dette lors du refinancement, ce qui limiterait leur capacité à profiter du rebond sur le marché de l'investissement.

LES OBLIGATIONS IMMOBILIÈRES ET LES TAUX D'EMPRUNT EN BAISSÉ

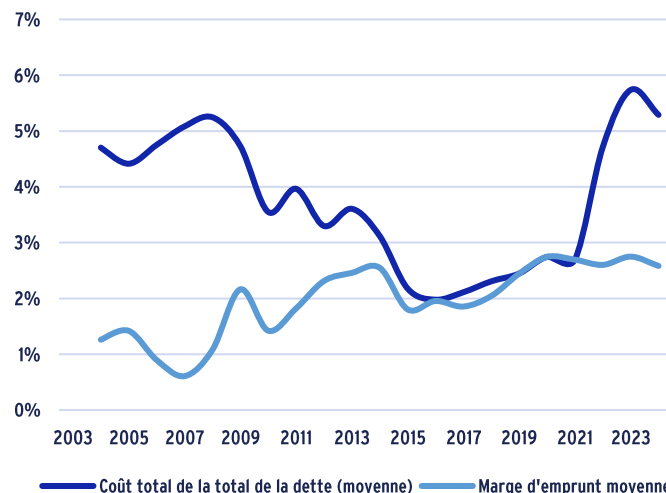
- Les coûts d'emprunt et des obligations en immobilier d'entreprise ont augmenté de 370 pnb et 490 pnb, respectivement, depuis le quatrième trimestre 2021, lorsque nous comparons les taux d'intérêt hypothécaires garantis du marché aux rendements des obligations REIT non sécurisées.
- Les données trimestrielles montrent un record des coûts d'emprunt « all-in » de 6 % au T2 2023, suivi d'une trajectoire volatile terminant vers 5 % au T2 2024. Cette volatilité est probablement due au nombre réduit de prêts octroyés pendant cette période.
- Les rendements obligataires reflètent la tarification secondaire des obligations sur le marché, avec un pic de 5,1 % au T3 2023 suivi d'une baisse à 4,2 % au T2 2024.
- L'écart de près de 200 pnb entre les rendements obligataires et les coûts des prêts privés observé avant la pandémie s'est considérablement réduit, les marchés obligataires ayant réévalué le risque.
- Les données confirment la forte corrélation entre les deux séries sur de longues périodes. Les taux des prêts et les rendements obligataires restent élevés par rapport à la période pré-Covid, car les taux directeurs des banques centrales sont toujours plus élevés en raison de l'inflation et des incertitudes géopolitiques persistantes.

TAUX D'INTÉRÊT GLOBAUX (VERTICAL) ET LTV EFFECTIFS (HORIZONTAL) SUR LA BASE DES PRÊTS 2004-2024



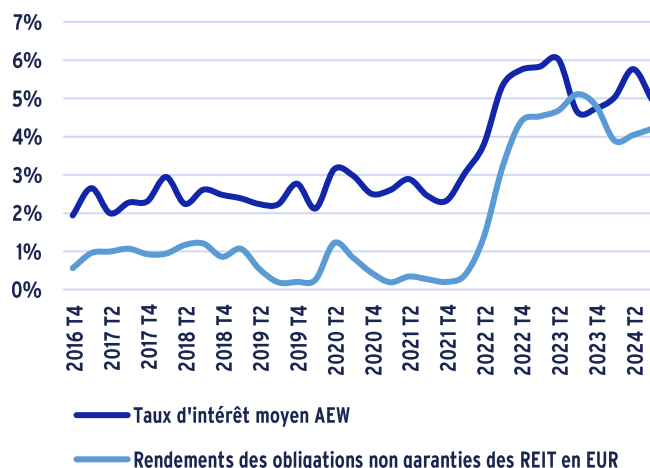
Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI & REC au T2 2023

MARGES MOYENNES SUR LES PRÊTS IMMOBILIERS ET TAUX D'INTÉRÊT GLOBAUX, EUROPE HORS ROYAUME-UNI, EN %.



Sources : RCA, REC & AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

TAUX D'INTÉRÊT AEW GLOBAL VS. GREEN STREET UNSECURED REIT BOND YTM, EUROPE (HORS UK)



Sources : AEW Recherche & Stratégie & Green Street au T3 2024

DES MARGES DE PRÊT VARIABLES SELON LES SECTEURS

- Après le T4 2022, l'évolution des marges de prêt a divergé selon les secteurs. Les marges en résidentiel et en logistique ont baissé, tandis que les marges en bureaux continuaient d'augmenter.
- Au T2 2024, les marges de prêts en Europe du Nord (France, Allemagne et Pays-Bas) s'élevaient à 212 pdb en bureaux, 162 pdb en logistique et 140 pdb en résidentiel.
- La base de Chatham Financial enregistre les octrois de prêts provenant de l'activité de conseil en dette et en couverture, et filtre les prêts seniors avec des ratios de LTV d'environ 50 %.
- Après le choc initial de la Covid au T1 2020, les marges sont revenues à leurs niveaux pré-Covid du T4 2019 au cours des deux années suivantes.
- Cependant, les hausses des taux directeurs des banques centrales ont fait remonter les marges en immobilier d'entreprise au-dessus du pic de la pandémie tout au long de 2023.
- Ce n'est qu'avec la normalisation progressive de l'inflation en 2024 que les marges de prêts en logistique et en résidentiel ont rebaisé, tandis que la hausse des marges en bureaux témoigne des multiples défis que doit relever le secteur.

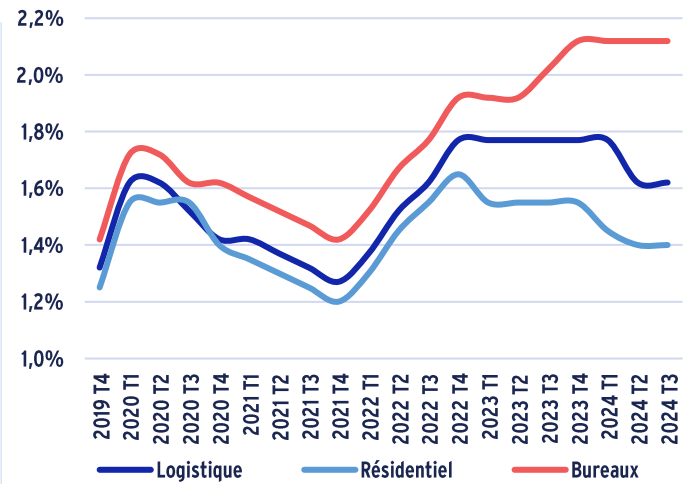
L'ASSOUPLISSEMENT DES COVENANTS DEVRAIT SOUTENIR LE MARCHÉ DE LA DETTE ET DE L'INVESTISSEMENT

- Les dernières données de CREFC Europe pour le T3 2024 indiquent que le resserrement des conditions financières a atteint un pic au T4 2022 et s'est assoupli depuis.
- Le sentiment des prêteurs concernant les marges et les prix s'est dégradé depuis le T1 2023, avec une légère inflexion au T3 2024. Avec la contraction des marges, les prêteurs doivent rivaliser sur les prix et d'autres conditions pour attirer les emprunteurs.
- Cette tendance en termes de prix et de marges s'est partiellement inversée au T3 2024, mais la persistance dépendra du sentiment des investisseurs sur le marché et des perspectives de baisse des taux.
- De même, les covenants (LTV et ICR) ont atteint un pic au T4 2022 et se sont progressivement assouplies à -9 % au T3 2024. Dans notre approche, nous utilisons une moyenne des ratios LTV et ICR car elles sont fortement corrélées et leur combinaison permet une analyse historique plus longue.
- Ces dernières données confirment que lorsque les prêteurs deviennent plus prudents, les garanties financières se resserrent et les marges augmentent.
- Sur cette base, il serait logique de s'attendre à une stabilisation prolongée des marges et à un assouplissement des covenants si les banques centrales continuent de réduire les taux en fonction de l'évolution de la conjoncture économique.

LES RATIOS ACTUELS DE LTV REMONTENT AVEC L'AMÉLIORATION DU SENTIMENT SUR LES COVENANTS

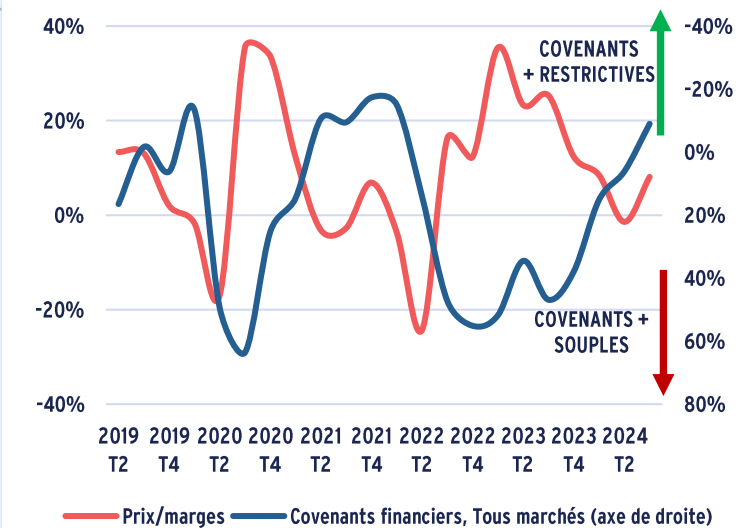
- L'enquête de sentiment de CREFC Europe permet une analyse plus approfondie de nos données internes prêt par prêt pour l'Europe, sans compter le Royaume-Uni.
- Il convient de noter la forte corrélation historique entre l'évolution du sentiment sur les covenants financiers du CREFC et les LTV contractées.
- Des valeurs élevées du sentiment sur les covenants indiquent que les prêteurs sont plus restrictifs en termes de covenants financiers lorsqu'ils fournissent de la dette aux emprunteurs.
- L'augmentation persistante des résultats de l'enquête en 2022-23 indique que les prêteurs exigeaient des covenants financiers stricts, ce qui a conduit à des LTV contractées plus faibles, comme le montre le graphique.
- Alors que les résultats de l'enquête sur le sentiment sur les covenants diminuaient régulièrement en 2024, les niveaux moyens réels des LTV ont augmenté au T3 2024, reflétant un délai de 1 à 2 trimestres.

MARGES DES PRÊTS ÉMIS EN EUROPE PAR SECTEUR ((FRANCE, ALLEMAGNE ET PAYS-BAS)



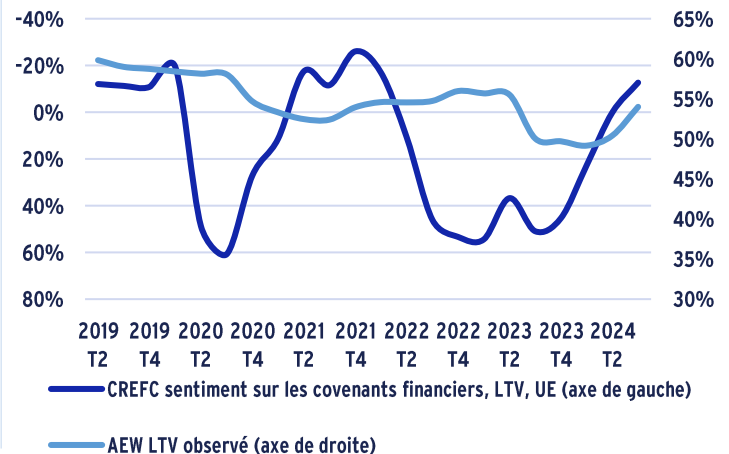
Sources : AEW Recherche & Stratégie & Chatham Financial au T3 2024

INDICE DE SENTIMENT DES MARGES DE PRÊT VS. INDICE DE SENTIMENT DES RATIOS DE LTV



Sources : AEW Recherche & Stratégie & CREFC Europe au T3 2024

LTV EFFECTIF PAR RAPPORT AU SENTIMENT DE LA COMMISSION FINANCIÈRE DE L'UE (HORS ROYAUME-UNI)



Sources : AEW Recherche & Stratégie & CREFC Europe au T3 2024

MISE À JOUR MÉTHODOLOGIQUE AVEC PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'OCTROI

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ESTIMÉ PLUS PRÉCISÉMENT

- De nouvelles données permettent d'estimer plus précisément le déficit de financement (DF) en affinant l'analyse sur : (1) l'échéance des prêts ; (2) le ratio de LTV à l'octroi ; (3) les prolongations d'échéance.
- Par le passé, nous supposions une échéance uniforme de 5 ans pour les prêts. Cependant, notre base de données interne sur les prêts montre que les échéances de nouveaux prêts tendent à être plus courtes quand les taux sont plus élevés.
- Les chiffres de 2020-2021 montrent que la maturité moyenne des prêts a chuté à 4,6 et 4,4 ans, contre 5,3 ans en 2016.
- Des données externes ont également été prises en compte pour supposer que les prêts sont répartis pour chaque année d'octroi en trois groupes de maturité : échéances courtes (3 ans), moyenne (5 ans) et longue (7 ans).
- Deuxièmement, notre ratio de LTV uniforme de 60 % à l'octroi a été mis à jour sur la base de nouvelles données de Moody's, ce qui nous permet de supposer des LTV spécifiques par année d'octroi des prêts, comme indiqué dans le graphique.
- Troisièmement, 50 % des prêts arrivant à échéance en 2023 étaient auparavant supposés être prolongés d'un ou deux ans. Toutefois, des retours récents de marché nous ont permis de supposer que 25 % des prêts arrivant à échéance en 2023-2024 se prolongeaient de deux ans.

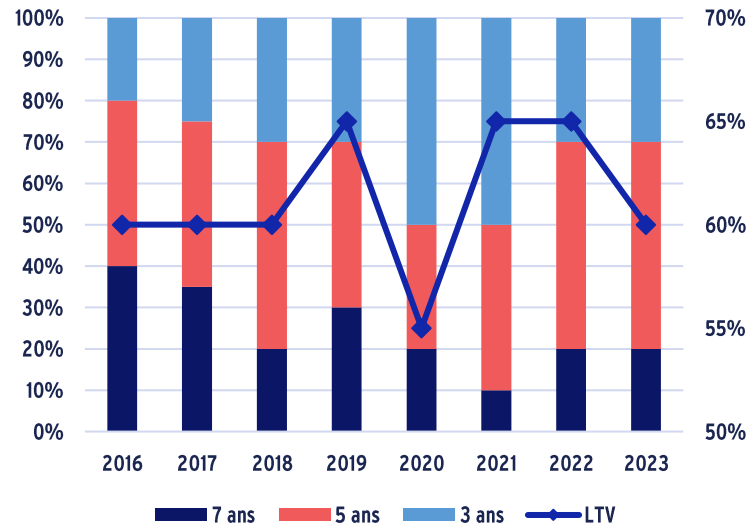
LA PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'OCTROI ALLONGE LA PÉRIODE DE DÉFICIT

- En prenant en compte l'année d'octroi, l'estimation du DF est affinée.
- À titre d'exemple, la méthodologie actualisée se traduit ainsi pour les investissements en bureaux en France en 2022 :
 - ✓ 18 milliards d'euros ont été investis en bureaux en France en 2022.
 - ✓ Ces transactions ont été financées par des prêts à diverses échéances. 30 % des prêts ont une durée de 3 ans, 50 % à échéance 5 ans et les 20 % restants à 7 ans (illustré par la barre cumulée sur le graphique à ci-contre).
 - ✓ Un ratio de LTV de 65 % est pris en hypothèse pour toutes les échéances.
 - ✓ Le graphique détaille l'évolution pour les prêts d'une durée de 5 ans (totalisant 6 milliards d'euros) et la dépréciation des collatéraux de bureaux de 9% (800 millions d'euros) à échéance 2027.
 - ✓ La nouvelle dette est estimée à 4,6 milliards d'euros soit 55 % de LTV de la nouvelle valorisation des sous-jacents à 8,4 milliards d'euros.
 - ✓ Le DF pour les échéances de prêts à 5 ans est estimé à 1,4 milliard d'euros en 2027 en rouge (6 Mds€ initiaux - 4,6 Mds€).
 - ✓ Un déficit de 1,1 milliard d'euros en 2025 pour les prêts à 3 ans et de 0,4 milliard d'euros en 2029 pour les prêts à 7 ans est calculé de la même manière et représenté en traits rouges hachurés.
 - ✓ Le déficit de financement cumulé pour les prêts octroyés en 2022 pour des actifs de bureaux en France s'élève ainsi à 2,9 milliards d'euros à échéances 2025, 2027 et 2029.

LA DETTE SUR DETTE POURRAIT COMBLER EN PARTIE LE DF

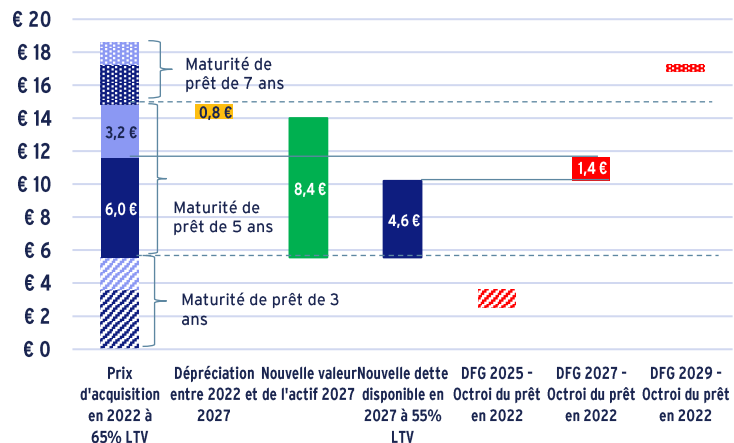
- Nous avons souligné la nécessité pour les investisseurs en fonds propres d'injecter des capitaux supplémentaires pour combler le DF.
- Étant donné que de nombreux fonds font face à des rachats et à un manque de nouveaux capitaux, la plupart des investisseurs en fonds propres n'ont pas été en mesure de financer les déficits.
- Cependant, la dette sur dette offre une autre solution. Elle permet à un nouveau prêteur (généralement non bancaire) de proposer un refinancement à un nouveau ratio de LTV plus élevé sans apport de capital, comme illustré dans le graphique.
- En contrepartie d'un refinancement avec une LTV plus haute, une banque américaine ou un fonds d'opportunité pourrait à son tour financer un nouveau prêteur non bancaire avec un prêt à 55 % de LTV, sans garantie directe sur le sous-jacent.
- Cette nouvelle dette sur dette présente des avantages pour toutes les parties :
 - Le prêteur initial réduit son exposition hypothécaire à risque élevé avec un prêt non garanti à faible risque et des exigences de réserve de capital plus faibles.
 - Le nouveau prêteur non bancaire réduit son financement en capital et le risque implicite à 55-71% LTV et reçoit un financement par emprunt relatif et à faible coût.
 - L'investisseur en fonds propres évite d'engager de nouveaux capitaux ainsi qu'un défaut de paiement risqué, à condition que le revenu locatif puisse couvrir le taux d'intérêt plus élevé.

PROFIL DES MATURITÉS DES PRÊTS À LA DATE D'OCTROI, 2016-2023



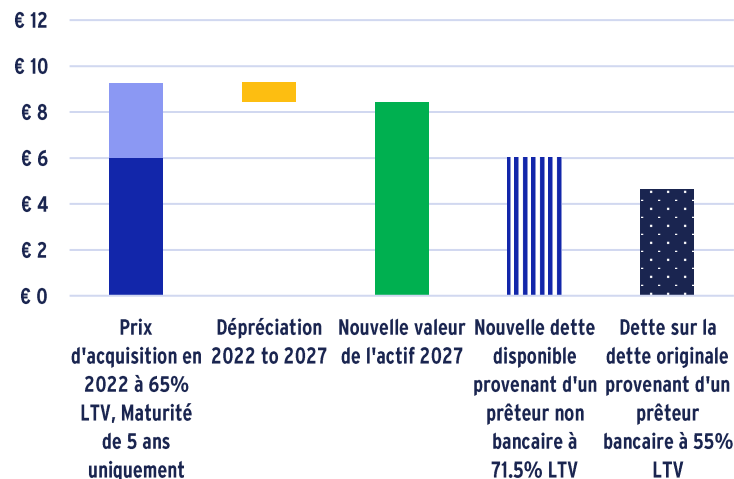
Sources : Moody's and AEW Recherche & Stratégie au T4 2024

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



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T4 2024

ILLUSTRATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DE L'UTILISATION DE LA DETTE SUR LA DETTE POUR COMBLER LE DF POUR LES PRÊTS DE 2022 D'UNE MATURITÉ DE 5 ANS, GARANTIS PAR DES TRANSACTIONS DE BUREAUX EN FRANCE EN MILLIARDS D'EUROS (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = FONDS PROPRES, ORANGE = DÉCLIN DE LA VALEUR, VERT = VALEUR DES ACTIFS, ROUGE = DF)



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T4 2024

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ET LES BAISSSES DE VALEURS S'AMENUISENT

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT (DF) EN EUROPE ATTEINT 86 MD EUR SUR 2025-27

- Avec la méthodologie actualisée, nous estimons un déficit de financement (DF) de 86 Md€ pour les trois prochaines années (2025-2027). Il s'agit d'une réduction par rapport aux 99 Md€ de DF estimé en avril 2023 pour la période 2024-2026.
- Cette baisse est principalement attribuable au fait que la période a été repoussée d'un an, car 2024 présentait un déficit important et que l'année se termine.
- Suite aux retours des experts du marché, nous avons supposé que 25 % des prêts venant à échéance en 2023 et 2024 seraient prolongés de deux ans, augmentant le DF en 2025 et 2026.
- Ces prolongations permettent de bénéficier du rebond prévu des valeurs vénales pris en compte dans l'estimation du DF.
- Sur la période 2025-2027, les échéances de prêts à 5 ans représentent plus de la moitié du DF des trois prochaines années à 44 Md€.
- Par ailleurs, les échéances de prêts à 3 ans et à 7 ans représentent respectivement 20 Md€ et 22 Md€.
- Après 2027, le DF se compose exclusivement de prêts de 7 ans contractés entre 2021 et 2023. Celui-ci pourrait augmenter en raison des prêts à plus court terme émis après 2023, si les valeurs vénales augmentent moins vite que prévu.

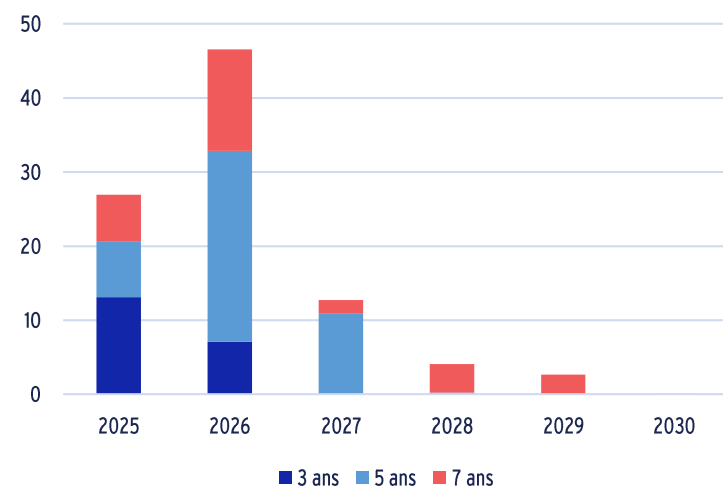
LE DF DE 86 MD EUR PRINCIPALEMENT IMPUTABLE AUX BUREAUX ET AUX COMMERCES

- Les prêts adossés à un collatéral de bureaux représentent 44 % du DF de 86 Md€ dans 20 pays, suivis par les prêts pour du commerce (21 %), du résidentiel (20 %) et le restant à 15 % du DF total sur 2024-2026.
- Avec les nouvelles hypothèses d'échéances de prêts, l'estimation du DF se prolonge jusqu'en 2030, à l'échéance des prêts de 7 ans contractés en 2023.
- Les volumes absolus de DF reflètent assez précisément les périodes et les volumes d'acquisitions et d'octroi de prêt pour chaque classe d'actifs ainsi que les baisses historiques de valeurs vénales et leur évolution future.
- Le classement par typologie fait ressortir une part de 19 % pour le commerce en termes de DF, suivi des bureaux à 16 %, du résidentiel à 12 % et des autres secteurs à 9 % par rapport au volume de prêts respectif de chaque secteur. Ce classement ressortait déjà des analyses précédentes.

LE DF DIMINUE À 13 % CONTRE 17 % EN RELATIF, MAIS L'ALLEMAGNE RESTE EN TÊTE

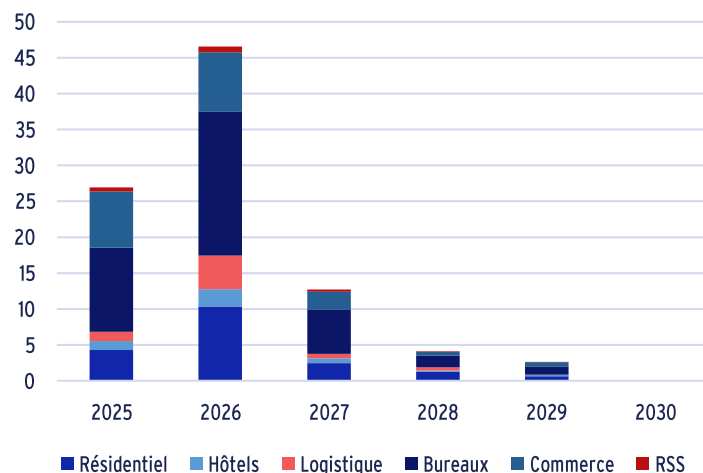
- On peut aussi exprimer la valeur absolue du DF en pourcentage des encours de dette par pays, ce qui permettrait d'identifier les pays les plus à risque de manière relative.
- Avec la méthodologie affinée, le DF en termes relatifs passe à 13 % du total des octrois de prêts pour les trois prochaines années (2025-2027), contre 17 % pour la période 2024-2026 estimé en avril.
- L'Allemagne affiche le DF relatif le plus élevé, parmi les 20 pays couverts, à 31 Md€, représentant 19 % des octrois de prêts entre 2016 à 2023 dans le pays. Le DF en France suit de près à 17 Md€, soit 18 % des prêts contractés. L'Italie et l'Espagne se situent juste en dessous de la moyenne, à 12 %. Le Royaume-Uni est dans la fourchette basse avec un DF relativement modéré de 10 Md€, soit 6 % des volumes de prêts émis.
- Sur tous les pays, les bureaux constituent la plus grande part du DF du fait de la prépondérance historique des investissements en bureaux.
- Le DF en résidentiel est plus important en Allemagne qu'ailleurs, reflétant la part du secteur dans les volumes d'investissement.

DÉFICIT DE FINANCEMENT EN EUROPE ESTIMÉ PAR MATURITÉ DE PRÊT EN MILLIARDS D'EUROS



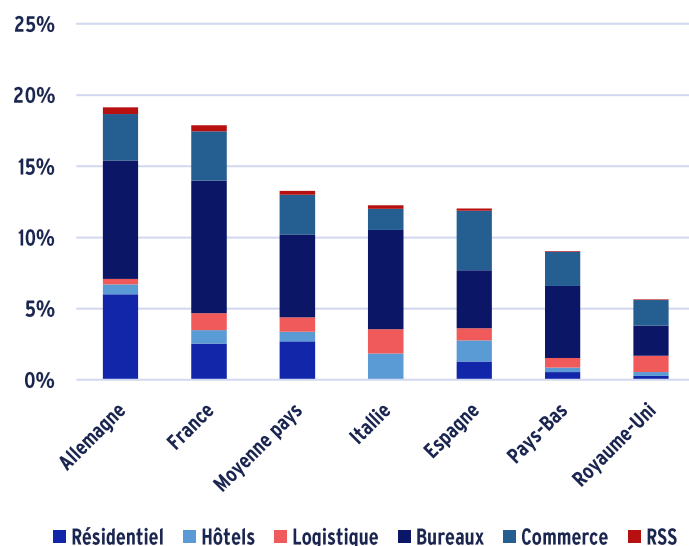
Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

DÉFICIT DE FINANCEMENT EN EUROPE ESTIMÉ PAR SECTEUR EN MILLIARDS D'EUROS



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

POUR 2025-2027 PAR PAYS ET SECTEUR EN % DU MONTANT TOTAL DE PRÊTS OCTROYÉS

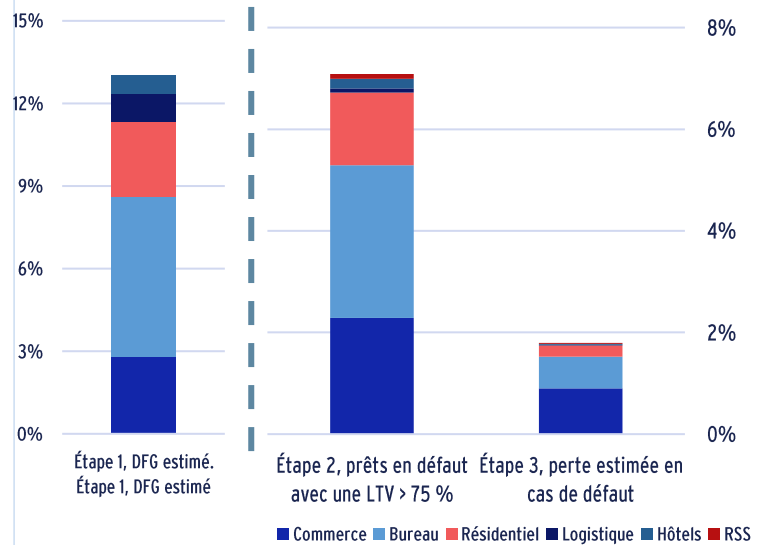


Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

LES PERTES SUR LES PRÊTS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE BIEN INFÉRIEURES AUX PERTES SUBIES PAR LES CMBS PENDANT LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

- Notre estimation du déficit de financement (DF) ne signifie pas systématiquement une perte en valeur pour les prêteurs. Cependant, nous estimons les pertes à travers les six secteurs immobiliers des 20 pays, et huit millésimes de prêts en trois étapes:
 - Nous commençons par le DF estimé à 13 % des octrois de prêts d'origine de 2016 à 2023, comme expliqué précédemment.
 - Les prêts d'une période spécifique sont supposés ne pas être refinancés si le ratio de LTV au moment du refinancement dépasse 75 %. Dans ce cas, le prêt fait défaut, le prêteur reprend possession et vend le collatéral pour récupérer le principal. Nous ne tenons pas compte des intérêts impayés.
 - En cas de défaut, nous supposons des coûts d'exécution de 25 % de la valeur estimée du collatéral à la revente, laissant 75 % à recouvrer par le prêteur pour couvrir sa position.
- Sur cette base, 7,1 % des prêts en immobilier d'entreprise sont estimés en défaut de paiement à échéance et les pertes pour les millésimes 2016-23 s'élèvent à 1,8 %, impliquant une perte estimée de 12,5 Md€.
- L'estimation de perte concerne en majorité les collatéraux en bureaux et en commerces, qui se sont le plus dépréciés depuis 2016.
- Cette estimation de pertes de 1,8 % en valeur est bien inférieure à notre estimation précédente de 2,5 % et aux pertes réelles historiques des CMBS en Europe post-crise financière mondiale de 2,3 %.

APPROCHE EN TROIS ÉTAPES POUR ESTIMER LA PERTE PAR SECTEUR, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS DE 2016 À 2023, TOUS SECTEURS

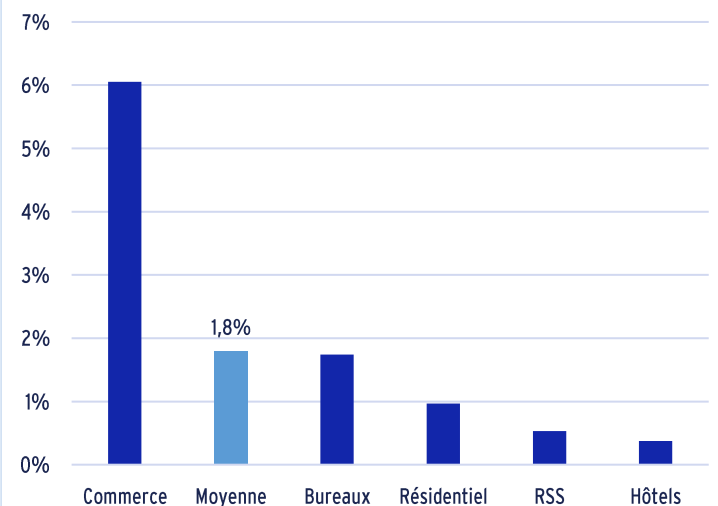


Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

LES PERTES EN COMMERCE 3 FOIS PLUS ÉLEVÉES QUE LA MOYENNE TOUS SECTEURS

- La ventilation des pertes par secteur et pays fait ressortir des points marquants.
- Les pertes estimées pour les prêts adossés à des actifs de commerce pour les exercices 2016-23 s'élèvent à 6 % des prêts contractés en commerces - plus de trois fois la moyenne tous secteurs.
- À cet égard, il convient de rappeler que dans le graphique ci-contre, le dénominateur utilisé pour arriver au pourcentage est le montant total de prêts octroyés par secteur et non le total tous secteurs.
- La perte élevée pour les prêts en commerces est déclenchée par les dépréciations plus importantes et plus précoces du sous-jacent en commerces depuis 2018, accentué par un rebond prévu plus modéré.
- Les pertes adossées à des collatéraux de bureaux sont estimées à 1,7 %, soit juste en dessous de la moyenne. Même si les bureaux ont subi une des baisses de valeur importantes, elles se sont produites plus tard dans le cycle et une reprise est attendue dès 2024.
- Tous les autres secteurs affichent des pertes estimées inférieures à 1,0 %. Les banques peuvent plus aisément provisionner ces pertes modérées au cas où le défaut d'un engagement déclencherait des cash traps.

PERTES POUR CHAQUE SECTEUR EN % DES PRÊTS OCTROYÉS

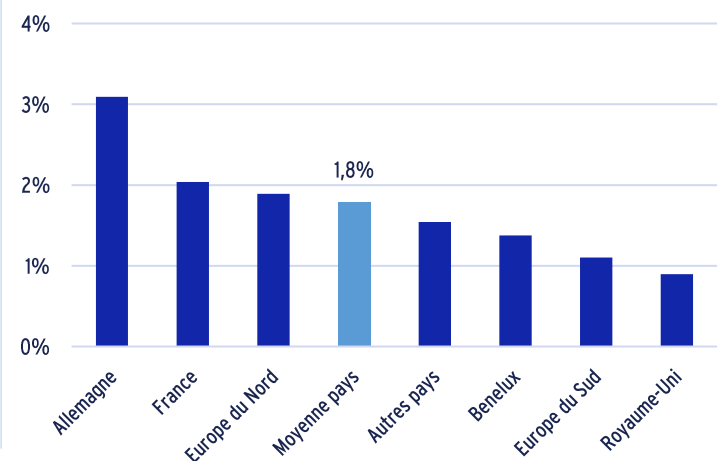


Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

LES PERTES ESTIMÉES SUR LES COLLATÉRAUX EN ALLEMAGNE PLUS IMPORTANTES

- La ventilation géographique fait apparaître des pertes estimées pour les prêts adossés à des collatéraux en Allemagne entre 2016 à 2023 s'élevant à 3,1 % - au-dessus de la moyenne globale de 1,8 %.
- À nouveau, il convient de rappeler que dans le graphique ci-contre, le dénominateur utilisé pour arriver au pourcentage est le montant total de dette octroyé par pays et non le total cumulé des 20 pays couverts.
- La perte estimée en Allemagne est déclenchée par des baisses en valeur vénale importantes en 2022-2023, avec un rebond prévu plus modéré sur les prochaines années que dans d'autres pays.
- Les pertes en France et dans les pays nordiques sont estimées légèrement au-dessus de la moyenne globale, à 2,0 % et 1,9 %.
- Tous les autres pays et régions en Europe affichent des pertes cumulées inférieures à 1,5 %, en dessous de la moyenne globale.
- Ces estimations sont inférieures aux pertes historiques observées sur les prêts CMBS européens post-crise financière mondiale. Les régulateurs pourraient avoir tenu compte de ces pertes comme base pour définir les exigences de réserve en capital des prêteurs.

PERTE ESTIMÉE PAR PAYS ET SOUS-RÉGION, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS DE 2016 À 2023 POUR CHAQUE PAYS OU RÉGION



Sources : AEW Recherche & Stratégie au T3 2024

EXPOSITION DES BANQUES EUROPÉENNES À L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE, PROVISIONS ET PRÊTS NON PERFORMANTS

LES BANQUES FRANÇAISES ET ESPAGNOLES MOINS EXPOSÉES AUX PRÊTS À HAUT RATIO DE LTV

- Pour évaluer l'impact des estimations de pertes sur les prêts en immobilier d'entreprise, nous examinons les ratios de LTV de décembre 2023 issus des données de l'Agence bancaire européenne pour les prêts bancaires en Europe.
- Dans l'ensemble de l'UE 27, les prêts au ratio de LTV <60 % représentent 63 % des prêts, tandis que 11 % des prêts se situent dans le segment à ratio de LTV +100 %.
- Les prêts à ratio de LTV élevé sont évidemment plus susceptibles d'être difficiles à refinancer, de se retrouver en défaut et d'induire des pertes.
- Les banques finlandaises, françaises et espagnoles sont les moins exposées aux prêts à ratio de LTV élevé.
- Les banques irlandaises, portugaises et néerlandaises sont plus exposées aux prêts à ratio de LTV élevé, les banques néerlandaises étant les plus exposées aux ratios de LTV supérieurs à 100 %, (17 % des prêts).
- Les ratios de LTV déclarés peuvent ne pas être entièrement comparables, en fonction de la fréquence de mise à jour des expertises selon les pays.
- Compte tenu des baisses récentes de valeurs de marché, si les prêteurs n'ont pas requis des expertises actualisées, il est moins probable que les ratios de LTV déclarés reflètent les conditions actuelles de marché.

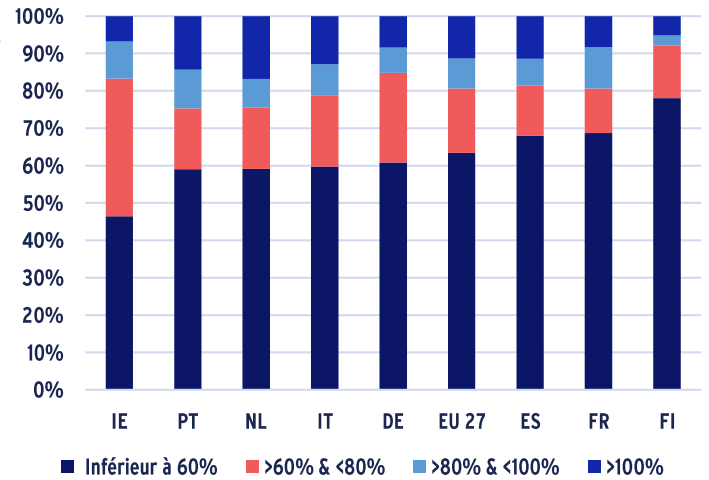
LES RATIOS DE COUVERTURE DES PRÊTS NON PERFORMANTS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE DIMINUENT DE FAÇON NON ATTENDUE

- L'exposition en immobilier d'entreprise reste minoritaire dans l'activité de prêts des banques en Europe, à 7 %. La Suède et l'Allemagne ont une exposition plus importante à 13 % et 10 %, tandis que l'Espagne et la France ne sont qu'à 4 %.
- Les taux de couverture des prêts non performants (NPL) en immobilier d'entreprise montrent le niveau de réserves constituées contre les risques de pertes.
- Compte tenu du récent ajustement des valeurs vénales, les banques européennes auraient dû augmenter les taux de couverture sur des NPL en immobilier d'entreprise.
- Cependant, l'inverse semble s'être produit, les taux de couverture moyens des prêts en immobilier d'entreprise ayant diminué entre le T4 2022 et le T4 2023, passant de 38 % à 33 %.
- Cette diminution est d'autant plus significative pour les banques allemandes, avec un taux de couverture passant de 32 % au T4 2022 à 24 % au T4 2023. L'exposition des banques allemandes aux prêts adossés à de l'immobilier aux Etats-Unis est peut-être relativement plus importante et pourrait avoir augmenté leurs volumes de prêts non performants en 2023 alors qu'elles n'avaient pas (encore) augmenté leurs réserves en capital.
- Compte tenu de nos projections de rebond des valeurs vénales en Europe, il est moins probable que le volume de NPL augmente ou que les ratios de couverture baissent davantage en 2024, même si la situation reste à surveiller.

LES NPL REMONTENT EN 2023 DEPUIS LE POINT BAS

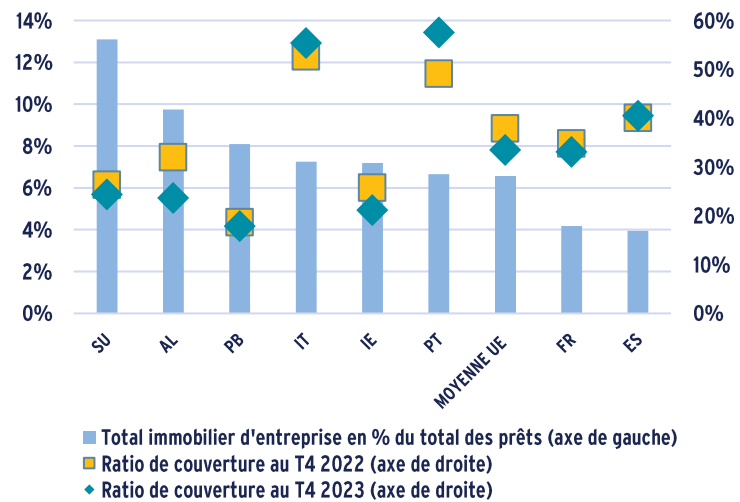
- Le taux de NPL sur les prêts en immobilier d'entreprise des banques européennes était en tendance baissière, passant de plus de 8 % en 2020 à 4 % début 2023 en raison des dépréciations et des ventes de prêts NPL hérités de la crise financière mondiale.
- Cependant, le taux de NPL a commencé à augmenter à partir du T2 2023 pour atteindre 4,5 % au T4 2023 du fait de la baisse des valeurs vénales induite par la hausse des taux d'intérêts. Cela peut s'expliquer en partie par l'exposition des banques européennes à l'immobilier américain.
- Cette augmentation sur l'immobilier d'entreprise contraste avec le taux de NPL stable sur la période sur l'ensemble des prêts bancaires (tous secteurs y compris en immobilier), même si les défauts de paiement des mensualités ont augmenté pour les crédits à la consommation.
- À 4,5 %, le ratio de NPL en immobilier d'entreprise double pratiquement par rapport à la moyenne des prêts bancaires de l'UE, qui est de 2,3 %.
- À mesure que les expertises de valeur des collatéraux s'ajustent à la conjoncture, une augmentation du ratio de NPL des prêts en immobilier d'entreprise peut être attendue à terme.

RATIOS LTV DES PRÊTS BANCAIRES GARANTIS PAR DE L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE PAR PAYS - 2023



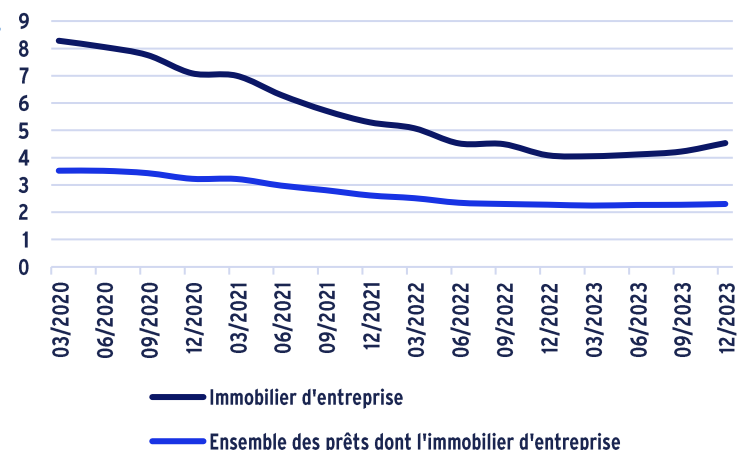
Sources : AEW Recherche & Stratégie, European Banking Agency au T2 2024

IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN % DU TOTAL DES PRÊTS BANCAIRES ET RATIOS DE COUVERTURE DES NPL - T4 2022 ET T4 2023



Sources : AEW Recherche & Stratégie, ECB, Natixis au T2 2024

RATIOS DE NPL : IMMOBILIER D'ENTREPRISE VS TOTAL DES PRÊTS DES BANQUES EUROPÉENNES EN %



Sources : AEW Recherche & Stratégie, ECB, au T2 2024

À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 78,7 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2024. Le groupe AEW compte plus de 860 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 30 juin 2024, AEW gère en Europe² 37,1 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant plus de 9 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 515 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 18,5 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA^{®2}, 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^{®2}
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

1 Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

2 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.

3 AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

4 Classement ASPIM « Les fonds immobiliers grand public 3ème trimestre 2023 » selon la capitalisation totale SCPI, OPCI et SCI grand public.

* Sources : 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).