

A PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

- Au second semestre 2025, l'Europe est restée en reprise fragile. L'inflation de la zone euro s'est rapprochée des 2 %, poussant la BCE à maintenir sa politique inchangée, tandis que le ralentissement britannique a conduit la Bank of England à baisser son taux directeur à 3,75 %
- Les marchés obligataires sont restés volatils : les rendements du Bund ont connu des variations fréquentes de 20 à 25 bps avant de finir environ 30 bps plus hauts, la politique inchangée de la BCE ravivant les pressions de prime de risque
- Le marché du travail est resté tendu (6% taux de chômage), soutenant la demande. Dans l'immobilier, le résidentiel de par l'offre insuffisante, a surperformé, la logistique est restée solide, les actifs prime ont regagné en intérêt et le tourisme a fait progresser le RevPAR hôtelier de 2 à 5%
- Globalement, le S2 2025 a montré des signes de stabilisation : inflation maîtrisée, politique monétaire stable et conditions de financement plus souples, malgré une incertitude persistante

B MARCHÉ DU FINANCEMENT

- Les conditions de financement se sont nettement améliorées : si les swaps 5 ans sont restés globalement stables, la baisse des marges a réduit les coûts d'emprunt, surtout sur les marchés libellés en euros.
- Les conditions de financement restent prudentes : les LTV seniors se situent à 50-60 % avec des marges prime de 125-190 bps. Au-delà de 70 % de LTV, le financement est principalement assuré par les fonds de dette à 6-9 %, tandis que les tranches junior et mezzanine exigent 9-14 %
- Les marchés publics ont regagné en dynamisme au S2 2025, avec ~17 Md€ d'émissions portant l'encours obligataire immobilier à ~400 Md€. Les CMBS restent centrés au Royaume-Uni, tandis que le Pfandbrief allemand domine avec un encours similaire et des rendements sous 3 %
- La liquidité s'améliore et favorise la diversification, mais les prêteurs exigent encore des coussins en fonds propres et restent sélectifs sur la qualité des actifs, l'emplacement et l'ESG, accentuant l'écart entre les actifs prime résilients et le stock secondaire plus fragile

Évolution des marges et des ratios LTV en Europe

		France	Allemagne	P. Ibérique	Italie	Pays-Bas
Margins (bps)	Core	125-200	100-220	160-220	150-250	135-220
	Value-add	240-350	230-375	260-390	250-400	275-400
	Trend (qoq)	←	←	=	←	=
LTV (%)	Core	50-60	50-65	55-70	50-65	55-70
	Value-add	55-60	50-65	50-60	50-60	50-60
	Trend (qoq)	→	=	=	=	=

→ En hausse | ← En baisse | = Inchangé

C H2-25 FINANCEMENT MARQUANTS



Actif : Portefeuille résidentiel
Localisation : Espagne
Montant : 1,5 Mds€
Deal : Refinancement
Investisseur : Blackstone
Prêteurs : Apollo Global Management / Ares Management



Actif : Bureau
Localisation : Paris
Montant : 150 M€
Deal : Refinancement
Investisseur : Consortium Sud-Coréen (Hyundai Investment AM)
Prêteurs : Helaba

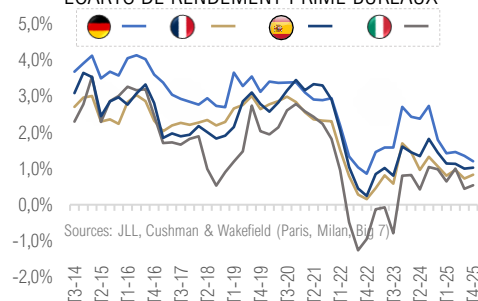


Actif : Bureau
Localisation : Milan
Montant : 200 M€
Deal : Acquisition
Investisseur : Valesco
Prêteurs : BNP Paribas Italy

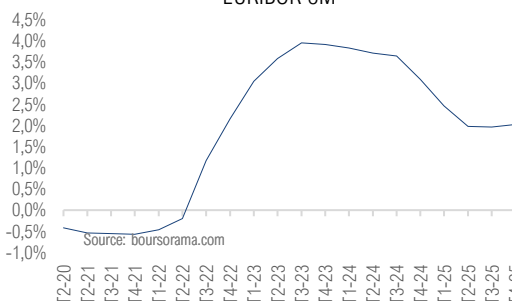


Actif : Data Center
Localisation : Francfort
Montant : 2,5 Mds€
Deal : Refinancement
Investisseur : DTCP
Prêteurs : Pool bancaire (MUFG)

ÉCARTS DE RENDEMENT PRIME BUREAUX



EURIBOR 3M



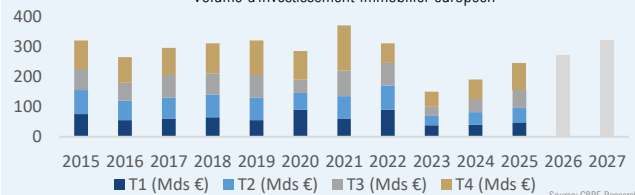
TAUX SWAP (IRS)



D INVESTISSEMENT

- **S2 2025 :** ~145 Md€ investis dans l'immobilier européen (+34 %)
- **T4 2025 :** 89 Md€ de transactions (+37 % en g.a.), après un T3 déjà solide (+25 %), confirmant une reprise prudente mais régulière
- **Points clés :** les rendements prime sont restés stables. L'activité a été portée par les capitaux privés et domestiques, tandis que les flux institutionnels et internationaux (États-Unis, Moyen-Orient, Asie) ont fait leur retour
- **Secteurs clés (2025) :** Résidentiel (55,6 Md€, +14 %) porté par une offre limitée ; Bureaux (47,2 Md€, +10 %) avec un regain du prime CBD ; Industriel & Logistique (40,6 Md€, -3 %) ; Commerce (38,4 Md€, +11 %) soutenu par les retail parks ; Hôtellerie (23,3 Md€, +14 %)
- **Volume d'investissement en Europe (2025) :** l'Italie (+36 %) mène la croissance avec 17 %, l'Espagne (+31 %), la Suède (+21 %), les Pays-Bas (+15 %), la France (+11 %), le Royaume-Uni (+9 %) et l'Allemagne (-5 %)

Volume d'investissement immobilier européen



E PERSPECTIVES PAR PAYS

France

- **S2 2025 :** 14,7 Mds€ investis | TTM : 21,5 Mds€ (+11% YoY)
- Momentum soutenu par cinq transactions large-cap dépassant 300 M€
- Bureau : Paris a tiré la croissance ; la périphérie a sous-performé
- Commerce : liquidité améliorée, portée par des transactions prime au T4
- Les investisseurs privés dominent ; les institutionnels reviennent
- **Tendance émergente :** l'intensification du repositionnement de bureaux, les actifs non conformes ESG nécessitant davantage de capex dans Paris centre

Allemagne

- **S2 2025 :** 18,6 Mds€ | TTM : 33 Mds€ (-5% YoY)
- Les pressions de refinancement persistent malgré de meilleures conditions
- Résidentiel et logistique restent résilients ; les bureaux, entre prime et secondaire, se dirigent vers une phase plus difficile
- L'obstacle majeur du marché reste l'acceptation des nouvelles valorisations
- **Tendance :** le repositionnement value-add progresse en logistique et hôtellerie, et les prêteurs réduisent le coût du risque

Italie

- **S2 2025 :** 6,1 Mds€ | TTM : 13,5 Mds€ (+36% YoY), porté par l'hôtellerie, le commerce et la logistique, représentant ~70 % des volumes totaux
- Commerce (28 %) : retournement porté par le retour du capital institutionnel
- Hôtellerie (20 %) : portée par un tourisme international solide
- Bureaux (13 %) : Sélectif mais résilient, centré sur le value-add/core+
- **Tendance :** Les projets mixtes et les développements certifiés ESG attirent de nouveaux capitaux

Espagne

- **S2 2025 :** 11,05 Mds€ | TTM : 18,45 Mds€ (+31% YoY)
- Le résidentiel (29%), l'hôtellerie (23%) et le commerce (15%) ont représenté plus des deux tiers de l'investissement
- Rendements primes : signes de stabilisation, avec ajustement sectoriels
- Capitaux domestiques actifs, avec des flux internationaux plus sélectifs
- **Tendance :** Build-to-sell et habitats alternatifs en expansion