

**A MACROECONOMIC OUTLOOK**

- In H2 2025, Europe remained in fragile recovery. Euro-area inflation stabilised near the ECB's 2% target, leading the bank to keep policy steady and the refinancing rate at 2.15%, while weaker growth and easing inflation in the UK led the Bank of England to cut its base to 3.75%
- Bond markets remained volatile: Bond yields fluctuated with repeated 20–25 bps swings, driven by shifting rate expectations, before ending the period around 30 bps higher as the ECB pause causes renewed risk-premium pressures to resurface
- Labour markets stayed tight, with unemployment near 6% and real wages growth supporting demand; real estate followed, as undersupplied living outperformed, logistics stayed resilient, prime offices and retail parks regained interest, and tourism lifted hotel RevPAR by 2-5% YoY
- Overall, H2 2025 showed tentative stabilisation: inflation largely in check, monetary policy steady and financing conditions easing selectively, amid persistent macro and geopolitical uncertainty

**B FINANCING MARKETS**

- Financing conditions improved materially during this semester. While 5-year swap rates remained broadly stable, this was more than offset by margin compression, resulting in lower borrowing cost, particularly in Euro-denominated markets
- Financing terms remain conservative, with senior LTVs at 50–60% and prime margins at 125–190bps. Stretch lending above 70% LTV is mainly offered by debt funds at 6–9%, while junior and mezzanine financing requires 9–14% returns
- Public markets show renewed momentum in H2 2025, with c.€17bn bond issuance, lifting outstanding CRE bonds to around €400bn. CMBS volumes stay concentrated in the UK, while the German Pfandbrief dominates with €400bn outstanding at yields below 3%
- Liquidity is improving and supporting diversification, but lenders still require equity buffers and remain selective on asset quality, location and ESG, widening the divide between resilient prime assets and weaker secondary stock

Evolution of margins and LTVs across Europe

		France	Germany	Iberia	Italy	Netherlands
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)	→	=	=	=	=

→ Increasing | ← Decreasing | = Unchanged

**C H2-25 MILESTONE FINANCINGS**



**Asset:** Residential Portfolio  
**Location:** Spain  
**Loan amount:** €1.5bn  
**Deal:** Refinancing  
**Investors:** Blackstone  
**Lenders:** Apollo Global Management / Ares Management



**Asset:** Office  
**Location:** Paris  
**Loan amount:** €150m  
**Deal:** Refinancing  
**Investors:** South Korean consortium (Hyundai Investment AM)  
**Lenders:** Helaba

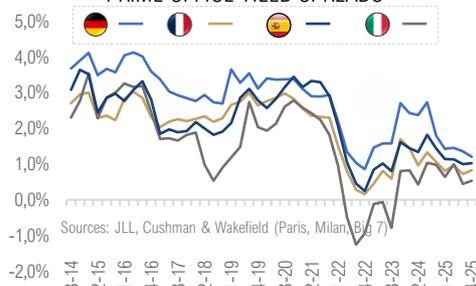


**Asset:** Offices  
**Location:** Milan  
**Loan amount:** €200m  
**Deal:** Acquisition Financing  
**Investors:** Valesco  
**Lender:** BNP Paribas Italy

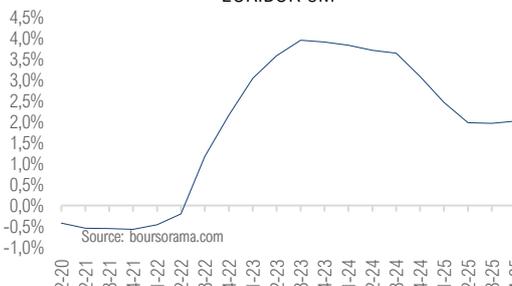


**Asset:** Data Center  
**Location:** Frankfurt  
**Loan amount:** €2.5bn  
**Deal:** Refinancing + Development of new projects  
**Investors:** DTCP  
**Lender:** Bank pool (MUFG)

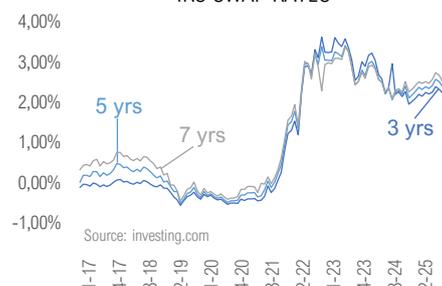
**PRIME OFFICE YIELD SPREADS<sup>1</sup>**



**EURIBOR 3M**



**IRS SWAP RATES**



**D INVESTMENTS**

- **H2 2025:** ~€145bn invested in European real estate (34% YOY increase)
- **Q4 2025:** €89bn transacted (37% YOY increase) following a strong Q3 (+25% YoY), confirming cautious but steady recovery
- **Takeaways:** Prime yields held stable. Activity was driven by private/domestic capital, with institutional and cross-border flows (U.S., Middle East, Asia) returning
- **Sectors in focus (2025):** **Living** (€55.6bn, +14% YoY) driven by structural undersupply, **Offices** (47.2bn, +10%) prime CBD regained momentum, **Industrial & Logistics** (€40.6bn, -3%) despite higher vacancy, **Retail** (€38.4bn, +11%) rebounded via retail park, **Hotels** (€23.3bn, +14%)
- **European RE Investment volumes (2025):** Italy (+36%), led the 17% growth in Europe, followed by Spain (+31%), Sweden (+21%), the Netherlands (+15%), France (+11%), the UK (+9%) and Germany (-5%)

European RE investment volumes



**E COUNTRY OUTLOOK**

**France**

- **H2 2025:** €14.7bn invested | TTM: €21.5bn (+11% YoY)
- Momentum supported by 5 large-cap transactions each exceeding €300m
- Office market: Paris drive growth ; suburban market underperformed
- Retail: Liquidity regained, driven by landmark prime transactions in Q4
- Private domestic investors dominate; institutional re-emerging selectively
- **Emerging trend:** Office-repositioning intensifies as non-ESG-compliant assets face heavier capex needs in central Paris

**Germany**

- **H2 2025:** €18.6bn | TTM: €33bn (-5% YoY)
- Refinancing pressures persist despite improving financing conditions
- Housing and Logistics remain most resilient; Office still split between prime CBD and secondary stock, and is heading towards challenging times
- The main hurdle of the market is acceptance of the new valuations
- **Emerging trend:** Value-add repositioning strategies expanding plays in logistics and hospitality, Lenders focusing on reduction of cost of risk

**Italy**

- **H2 2025:** €6.1bn | TTM: €13.5bn (+36% YoY), driven by hospitality, retail and logistics, together accounting for nearly 70% of total volumes
- Retail (28%) marked a turning point, driven by renewed institutional capital
- Hospitality (20%) benefit from robust international tourism
- Office (13%) remained selective but resilient focused on value add/core +
- **Emerging trend:** Mixed-use projects and ESG-certified developments attracting new capital

**Spain**

- **H2 2025:** €11.05bn | TTM: €18.45bn (+31% YoY)
- Living (29%), Hotels (23%) and retail (15%) accounted for more than two-third of investment
- Prime yields showed signs of stabilization, adjusting in certain sectors
- Domestic capital active alongside selective international inflows
- **Emerging trend:** Alternative living formats expanding

DISCLAIMER: SHIFT CAPITAL is registered at ORIAS (Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances) N°13001739 as Courtier en Opérations de Banque et Services de Paiement (COBSP), member of the CNCEF Credit (association professionnelle soumise au contrôle de l'ACPR) | Financial Guarantee and et Professional Civil Liability MMA IARD, 14 bld Marie et Alexandre Oyon, 72030 Le Mans Cedex 9. This information is intended to assist professional lenders and investors in their decision process. The information does not constitute any commitment to invest and is subject to correction, completion and amendment without notice. All information included is believed to be reliable and current, but accuracy cannot be guaranteed, and SHIFT CAPITAL does not undertake to update any information contained in this document. All assumptions, figures and calculations contained in the information must be independently verified by the professional investor. [1] Prime office yield spreads defined as prime office rental yields [minus] relevant 10-year government bond yield

Sources: H2-25 CBRE European Real Estate Investment volumes, JLL Marketbeat quarterly reports, C&W quarterly reports, Southern Europe Investment RE, BNP REIM Review investing.com, boursorama.com

**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



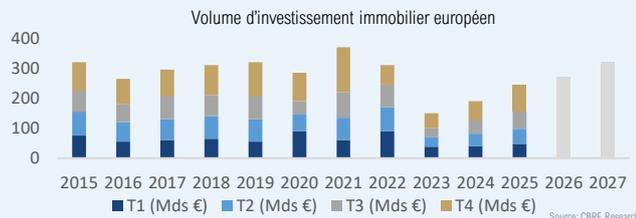
**Actif :** Bureau  
**Localisation :** Milan  
**Montant :** 200 M€  
**Deal :** Acquisition  
**Investisseur :** Valesco  
**Prêteurs :** BNP Paribas Italy



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

**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 de 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 %)



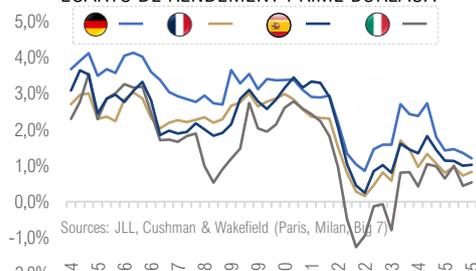
**E PERSPECTIVES PAR PAYS**

- 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 :** Habitats alternatifs en expansion

**ÉCARTS DE RENDEMENT PRIME BUREAUX**



**EURIBOR 3M**



**TAUX SWAP (IRS)**



DISCLAIMER: SHIFT CAPITAL is registered at ORIAS (Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances) N°13001739 as Courtier en Opérations de Banque et Services de Paiement (COBSP), member of the CNCEF Credit (association professionnelle soumise au contrôle de l'ACPR) | Financial Guarantee and et Professional Civil Liability MMA IARD, 14 bld Marie et Alexandre Oyon, 72030 Le Mans Cedex 9. This information is intended to assist professional lenders and investors in their decision process. The information does not constitute any commitment to invest and is subject to correction, completion and amendment without notice. All information included is believed to be reliable and current, but accuracy cannot be guaranteed, and SHIFT CAPITAL does not undertake to update any information contained in this document. All assumptions, figures and calculations contained in the information must be independently verified by the professional investor. [1] Prime office yield spreads defined as prime office rental yields [minus] relevant 10-year government bond yield