



AEW

# JAHRESAUSBLICK 2019 IN SCHWIERIGEN ZEITEN



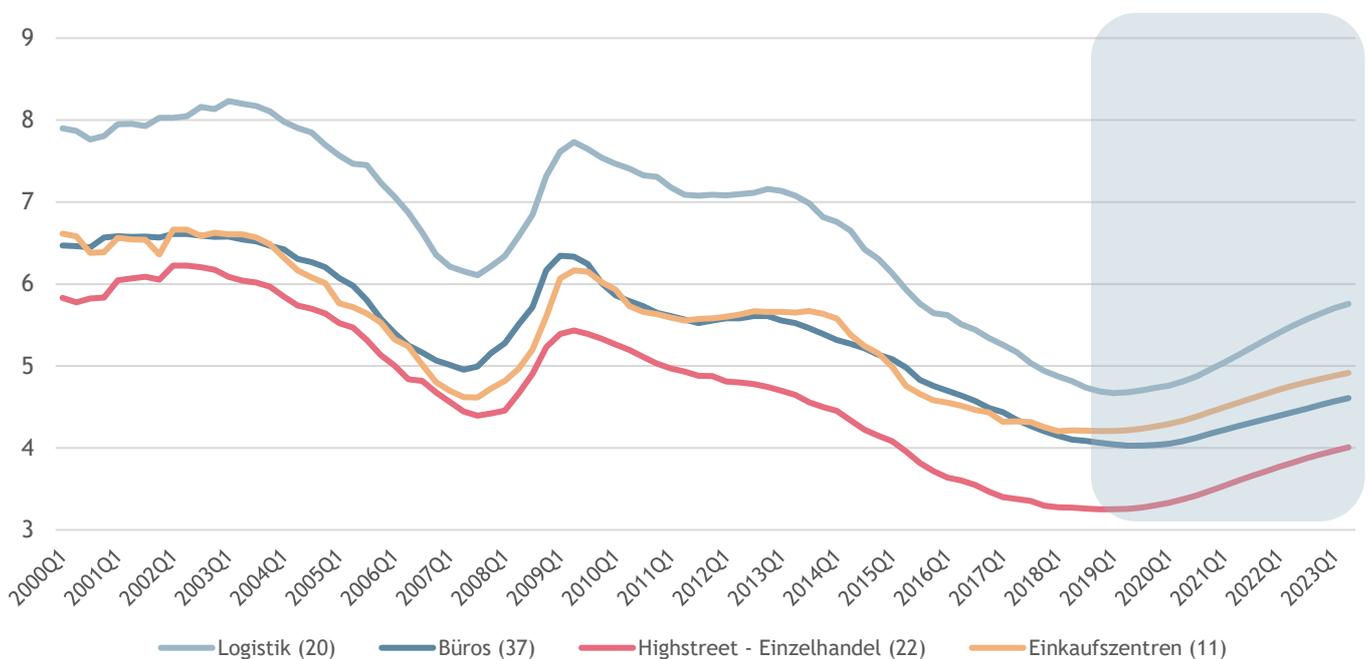
## INHALTSVERZEICHNIS

ZUSAMMENFASSUNG: MEHR ALS DIE HÄLFTE DER MÄRKTE SIND NEUTRAL ODER ATTRAKTIV.....	3
ABSCHNITT 1: WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND.....	4
ABSCHNITT 2: RISIKOBEREINIGTE RENDITEN .....	5
ABSCHNITT 3: METHODIK .....	9
ABSCHNITT 4: ERWARTETE RENDITE .....	10
ABSCHNITT 5: ERFORDERLICHE RENDITEN.....	12

## WELCHE AUSWIRKUNGEN WIRD DIE ZU ERWARTENDE ERHÖHUNG DER IMMOBILIENRENTITEDIFFERENZ HABEN?

In absoluten Zahlen wirkte der europäische Immobiliensektor im vergangenen Jahr teuer, wie an den Renditen auf historischen Tiefständen für alle vier Objektarten zu erkennen ist. Da jedoch die Renditen für Staatsanleihen auf Rekordtief stehen, erzielen die Anleger immer noch erhebliche Überschussrenditen, wenn sie bei Immobilien Risiken eingehen. Zudem wird die Konjunkturerholung sich trotz zunehmender Reibungen in Handelsbeziehungen und politischer Unwägbarkeiten voraussichtlich fortsetzen, wenn auch in etwas langsamerem Tempo. Dies wird vermutlich weitere Zinsanhebungen der Fed und anderer Zentralbanken auslösen, die Renditen für Staatsanleihen in den nächsten fünf Jahren auf ein Niveau steigen lassen dürften, das den historischen Durchschnittswerten entspricht. Vor diesem Hintergrund führen wir unseren Ansatz der risikobereinigten Rendite ein, um die von vielen gestellte durchaus anspruchsvolle Frage zu beantworten: Welche Auswirkungen wird die zu erwartende Erhöhung der Immobilienrenditedifferenz haben?

### HISTORISCHE (Q1/2000 - Q2/2018) UND PROGNOTIZIERTE (BIS Q2/2023) SPITZENRENTITEN NACH OBJEKTART (QUARTALSWEISE)

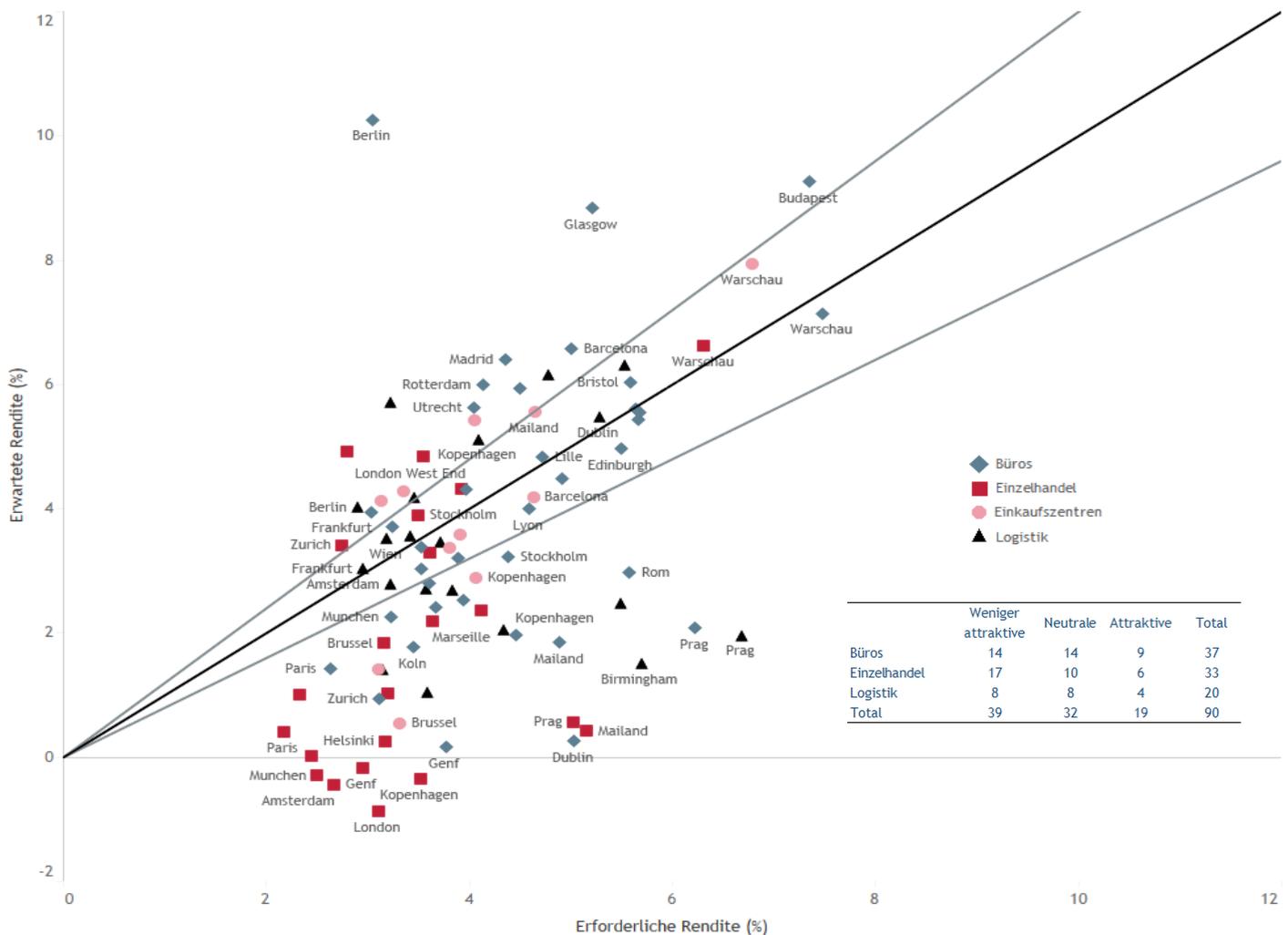


Quellen: CBRE, Natixis und AEW

## ZUSAMMENFASSUNG: MEHR ALS DIE HÄLFTE DER MÄRKTE SIND NEUTRAL ODER ATTRAKTIV

- Nach einer Zeit sich ständig verringernder Immobilienrenditen wird die Normalisierung der Anleiherenditen voraussichtlich zu Spitzenrenditen für Immobilien führen und damit die derzeitige spätzyklische Phase der europäischen Immobilienmärkte bestätigen.
- Durch den erhöhten Gesamtverschuldungsstand sind die großen westlichen Volkswirtschaften anfällig für diese zu erwartenden Zinserhöhungen, auch wenn der gesamtwirtschaftliche Aufschwung an Dynamik gewonnen hat und einstweilen anhalten wird.
- Mit unserem neuen Ansatz risikobereinigter Renditen werden Chancen in 90 europäischen Immobilienmärkten identifiziert, indem die erwartete Rendite mit der für den jeweiligen Markt erforderlichen Rendite verglichen wird. Unser Rückvergleich zeigt, dass dieser Ansatz in früheren Marktzyklen geeignete Indikatoren geliefert hat.
- Angesichts der soliden Dynamik in den meisten Nutzermärkten und dem prognostizierten Mietwachstum in den Hauptmärkten identifiziert unser Ansatz trotz der zu erwartenden Erhöhung der Renditedifferenz 51 der 90 erfassten Märkte als neutral oder attraktiv.
- Der Erwerb attraktiver einzelner Vermögenwerte bleibt auch in weniger attraktiven Märkten möglich, da Stock-Picking nach wie vor die treibende Kraft bei der Wertentwicklung auf Portfolio- oder Fondsebene ist.
- Zu guter Letzt erwarten wir in den nächsten Jahren eine weniger dramatische Abwärtsentwicklung, da das immobilienpezifische Verschuldungsniveau mäßig bleibt und das neue Flächenangebot verglichen mit früheren Zyklen relativ begrenzt ist.

### RISIKOBEREINIGTE RENDITEN FÜR ALLE OBJEKTARTEN

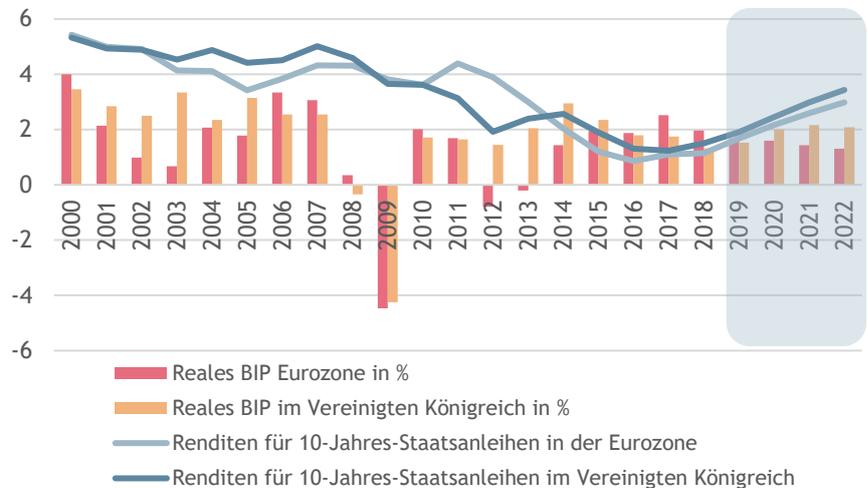


Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

## ABSCHNITT 1: WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND

### RENDITEN FÜR STAATSANLEIHEN WERDEN IN DEN NÄCHSTEN 5 JAHREN VORAUSSICHTLICH STEIGEN

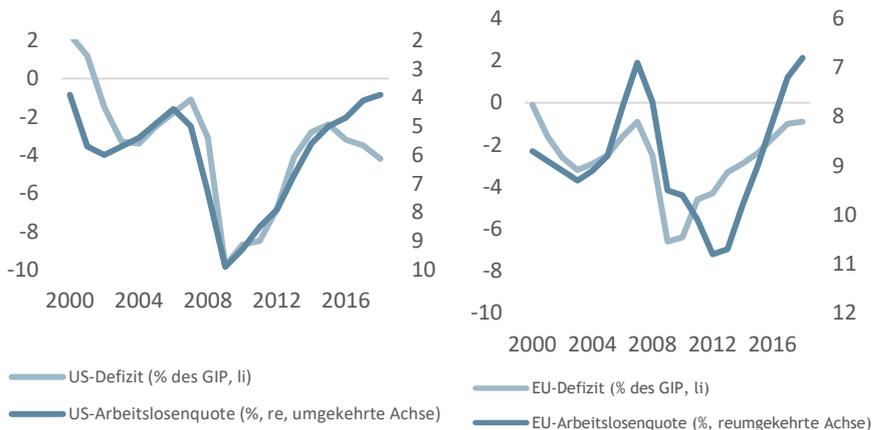
- Trotz zunehmender Reibungen in Handelsbeziehungen und politischer Unwägbarkeiten wird sich die weltweite Konjunkturerholung voraussichtlich fortsetzen.
- In den nächsten fünf Jahren wird sich das BIP-Wachstum in der Eurozone voraussichtlich abschwächen, während im Vereinigten Königreich (eine erfolgreiche Aushandlung eines Brexit-Abkommens vorausgesetzt) voraussichtlich eine Wachstumsbeschleunigung eintreten wird.
- Dieser anhaltende gesamtwirtschaftliche Aufschwung wiederum veranlasst die Zentralbanken zur Anhebung ihrer Basiszinsen und Aufhebung ihrer Maßnahmen zur quantitativen Lockerung (QE).



Quellen: Oxford Economics und AEW

### SICH VERRINGERNDE STAATSDEFIZITE IN EUROPA DÜRFTEN BEI BEDARF RAUM FÜR HAUSHALTSPOLITISCHE KONJUNKTURMASSNAHMEN LASSEN

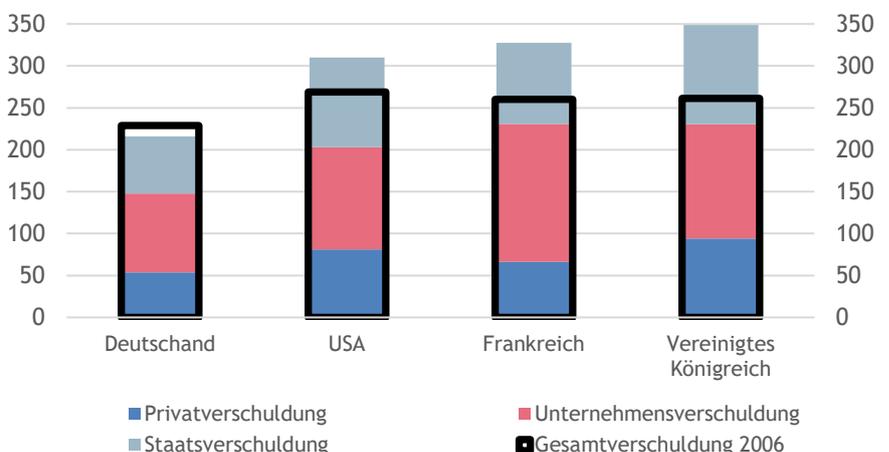
- Sinkende Arbeitslosenzahlen bestätigen die starke Wachstumsdynamik in der EU und in den USA.
- Obwohl in den USA nahezu Vollbeschäftigung herrschte, erhöhte sich jedoch dort das Haushaltsdefizit bereits vor den Steuerenkungen der letzten Zeit, während es in Europa konstant zurückging.
- Aufgrund ihrer prozyklisch verringerten Defizite müssten die europäischen Regierungen im Falle einer künftigen Rezession oder Konjunkturabschwächung mehr Raum für eine expansive Haushaltspolitik haben.



Quellen: OECD, FED, EUROSTAT und AEW

### DURCH ERHÖHTE GESAMTVERSCHULDUNGSSTÄNDE WERDEN DIE GROSSEN VOLKSWIRTSCHAFTEN ANFÄLLIG FÜR ZINSERHÖHUNGEN (VERSCHULDUNG IN % DES BIP)

- Mit Deutschland als einziger nennenswerter Ausnahme haben sich die Staatsschulden ebenso wie die Verschuldung in Unternehmen und Privathaushalten in Frankreich, dem Vereinigten Königreich und den USA seit 2006 erhöht.
- Es ist deshalb damit zu rechnen, dass diese großen Volkswirtschaften anfälliger für die allgemein erwarteten Zinserhöhungen sind.
- Letztlich könnte dies den längeren Zeitraum des Konjunkturaufschwungs begrenzen und die Möglichkeit der Zentralbanken zur Steuerung der Inflation durch Anhebung der Zinsen begrenzen.

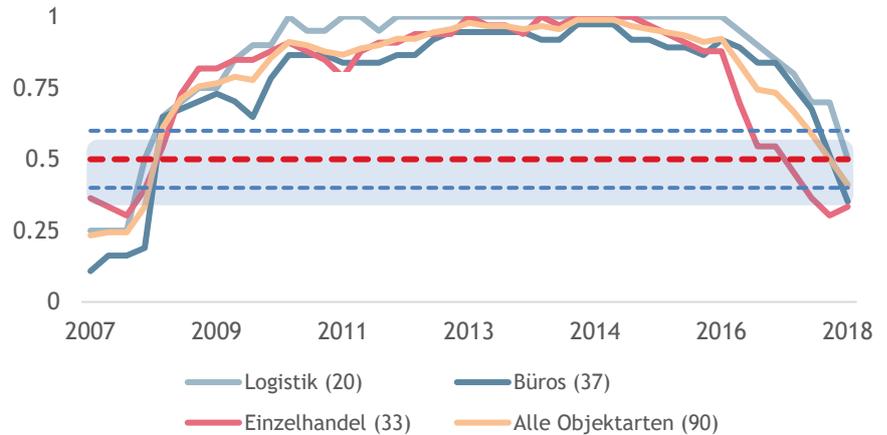


Quellen: Oxford Economics, IWF und AEW

## ABSCHNITT 2: RISIKOBEREINIGTE RENDITEN

### RISIKOBEREINIGTER RENDITE-INDEX BESTÄTIGT SPÄTZYKLISCHE PROBLEME

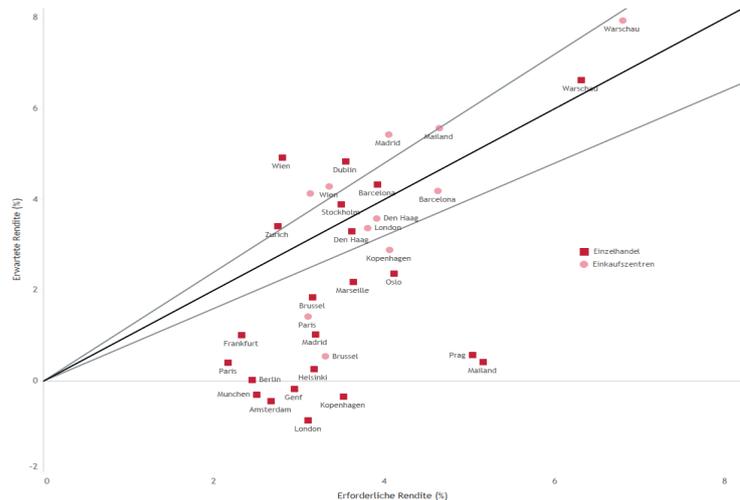
- In unserem risikobereinigten Rendite-Index sind die Ergebnisse aus den im Laufe der Zeit erfassten 90 Marktsegmenten zusammengestellt.
- Rückvergleiche zeigen eindeutig, dass unser Ansatz in der Vergangenheit richtige Indikatoren ergab. Vor der globalen Finanzkrise weist der Index die attraktivsten Märkte im Jahr 2007 aus.
- Die aktuellen Ergebnisse bestätigen, - was die meisten Marktteilnehmer bereits annehmen - dass wir uns in der Spätphase des Zyklus befinden.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

### DER EINZELHANDEL IST DER SEKTOR MIT DEN MEISTEN HERAUSFORDERUNGEN

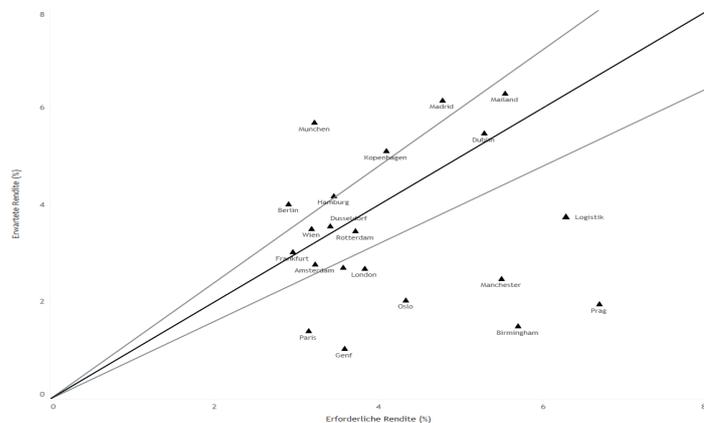
- Die Ergebnisse für alle 33 Einzelhandels-Immobilienmärkte sind als Streudiagramm auf den Achsen erforderliche Rendite (horizontal) und erwartete Rendite (vertikal) dargestellt.
- Zu den wenigen Einzelhandels-Immobilienmärkten, in denen die erwartete Rendite höher ist als die erforderliche, gehören Märkte wie Einkaufszentren (SC) in Madrid und High-Street (HS)-Einzelhandel in Wien, Zürich und Dublin.
- Andererseits kommen Märkte mit einer höheren erforderlichen Rendite im Einzelhandelssektor häufiger als in jedem anderen Sektor vor und beinhalten zum Beispiel den Highstreet-Einzelhandel in London, Amsterdam und Kopenhagen.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

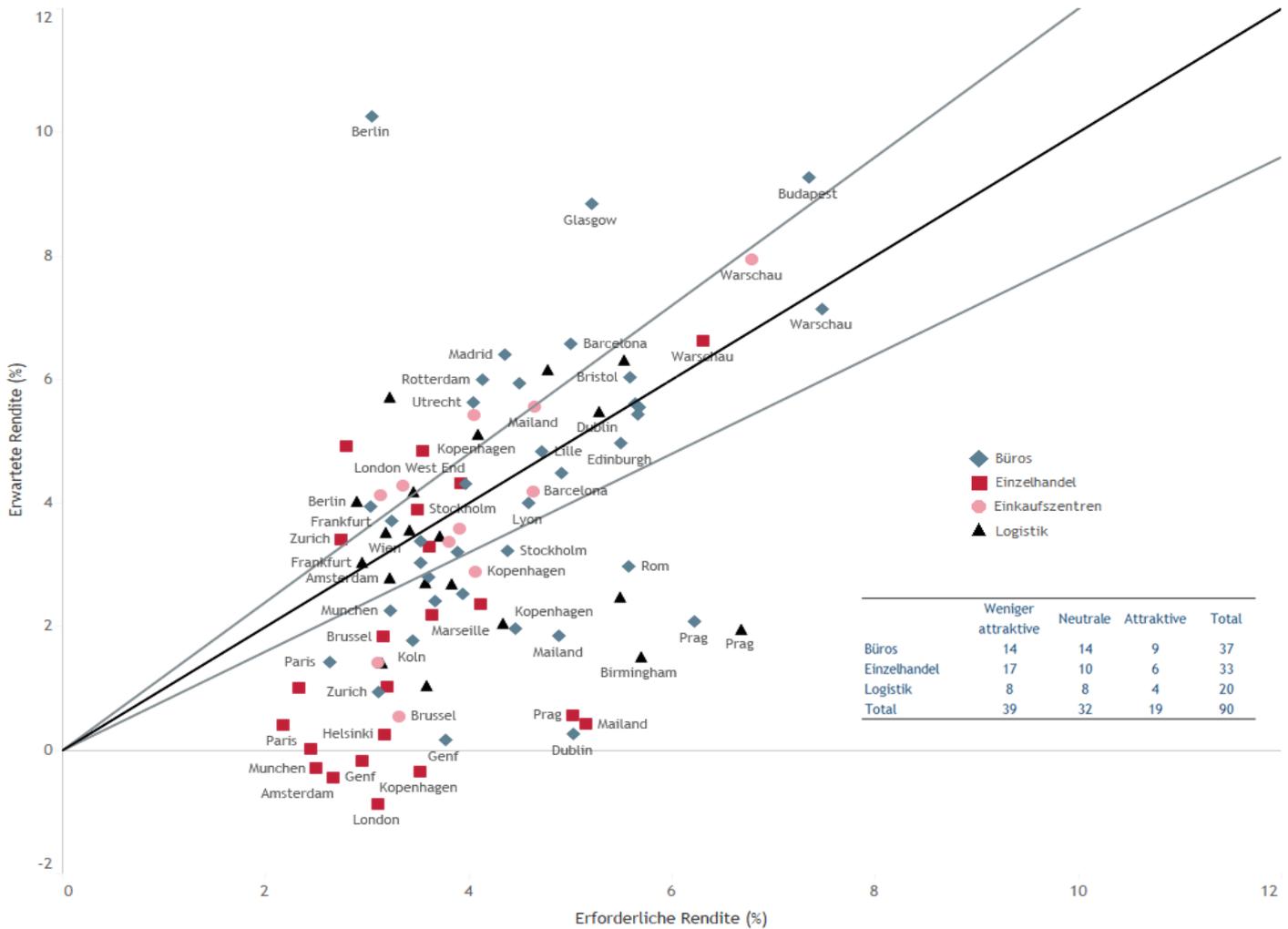
### LOGISTIKMÄRKTE WEISEN ATTRAKTIVERE PREISE AUF

- In unseren 20 Logistikmärkten stufen wir acht Märkte als weniger attraktiv ein, d. h. bei ihnen liegt die erwartete Rendite unter der erforderlichen Rendite.
- Unser Ansatz lokalisiert nur vier attraktive Märkte, in denen die erwartete Rendite höher ist als die erforderliche Rendite. Dies sind München, Berlin, Kopenhagen und Madrid.
- Weitere acht Märkte weisen erwartete und erforderliche Renditen innerhalb einer Bandbreite von 20 % aus (neutral), darunter Frankfurt, Amsterdam, Dublin und Mailand.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

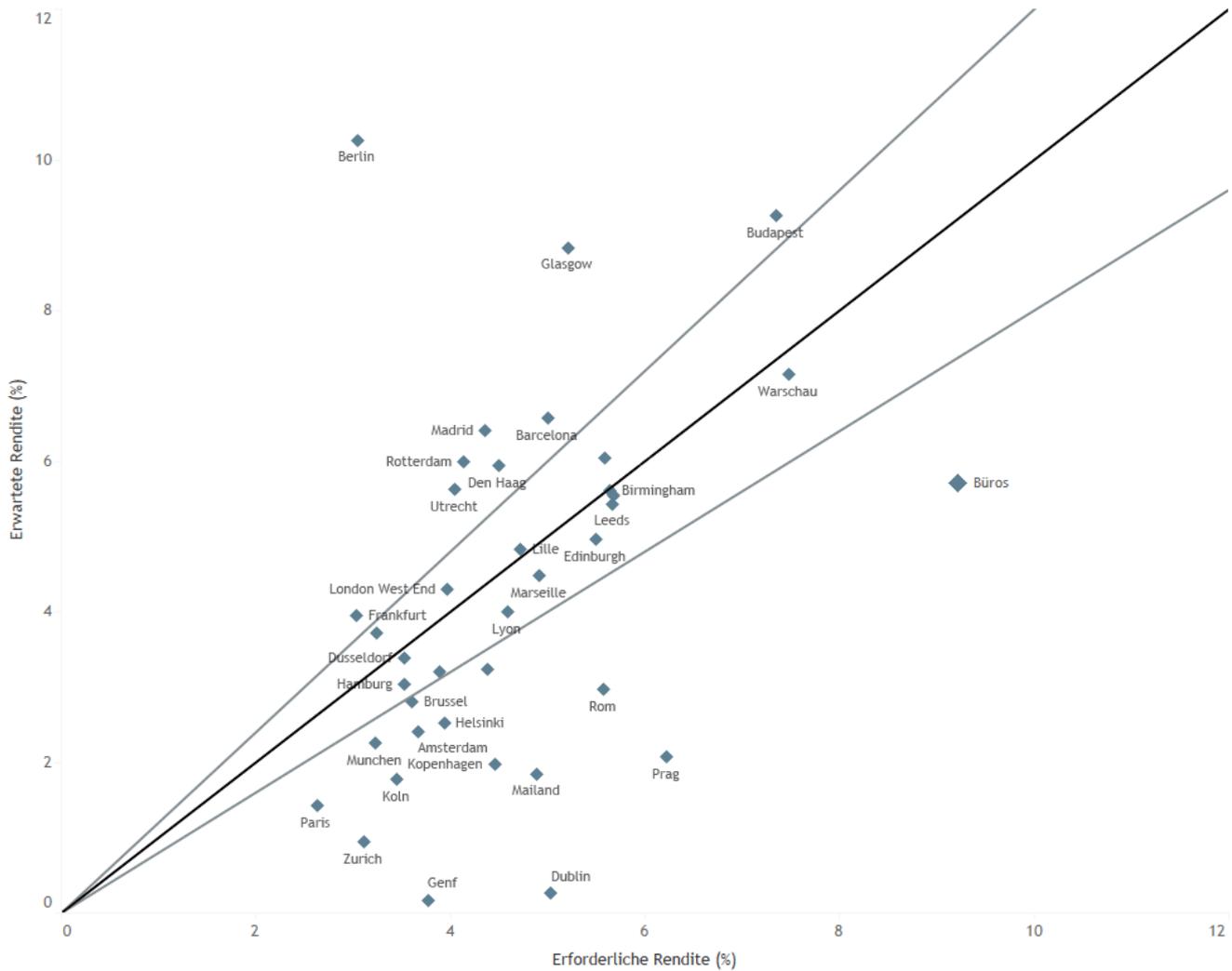
TROTZ DER SPÄTZYKLISCHEN PHASE WERDEN 51 DER 90 ERFASSTEN MÄRKTE ALS ATTRAKTIV ODER NEUTRAL EINGESTUFT



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

- Die Ergebnisse für alle 90 Märkte sind als Streudiagramm auf den Achsen erforderliche Rendite (horizontal) und erwartete Rendite (vertikal) dargestellt.
- Wir teilen unsere Märkte auf Grundlage unserer Analyse in drei Kategorien ein: (1) weniger attraktive Märkte, in denen die erwartete Rendite nicht ausreicht, um die erforderliche Rendite zu decken, (2) neutrale Märkte mit der erwarteten und der erforderlichen Rendite innerhalb einer Bandbreite von 20 %, die an den grauen Linien erkennbar ist, und (3) attraktive Märkte, in denen die erwartete Rendite die erforderliche Rendite übersteigt.
- Wie bereits im Besonderen erwähnt, ist der Einzelhandelssektor mit 17 der als weniger attraktiv eingestuften 33 Märkte das Segment mit den größten Herausforderungen. Dies stimmt mit dem Konsens im Markt überein und kommt überwiegend durch die niedrigen Renditen im Highstreet-Einzelhandelssektor zustande.
- Der Logistiksektor schneidet mit 12 von 20 als neutral oder attraktiv eingestuften Märkten im Durchschnitt besser ab, was einen gewissen herrschenden Optimismus und das in diesem Sektor erwartete zukünftige Mietwachstum widerspiegelt.
- Damit sind Büros der am attraktivsten eingestufte Sektor in unserem Anlageuniversum; hier werden 23 von 37 Märkten als neutral oder attraktiv bewertet.

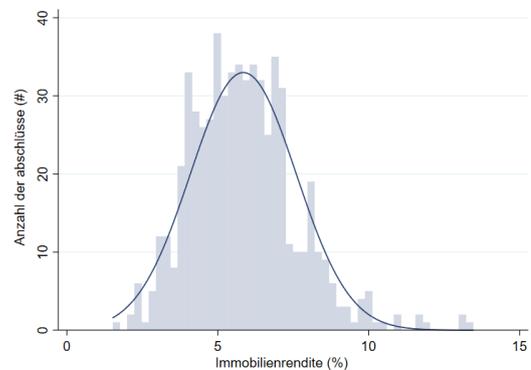
## ERGEBNISSE FÜR DEN BÜROSEKTOR BESTÄTIGEN POSITIVE BEWERTUNGEN FÜR MÄRKTE MIT VERZÖGERTER ERHOLUNG



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

- Die Ergebnisse für unsere 37 Büromärkte zeigen attraktive Einstufungen für Märkte mit länger verzögerter Erholung, wie etwa Glasgow, Madrid und Rotterdam.
- Wie in den anderen Immobiliensektoren gibt es auch hier viele weniger attraktive Märkte, in denen die erforderliche Rendite höher ist als die erwartete, darunter Dublin, Genf und Paris.
- Im Falle von Geschäftszentrum Paris zeigt unsere Bewertung, dass die Anleger im Durchschnitt nicht die erforderliche Rendite erzielen können. Um den Durchschnitt der Hauptmärkte herum ist jedoch ein breiter Bereich von Renditen aus tatsächlichen Abschlüssen verfügbar. Setzen wir diesen Bereich um den Durchschnitt von Geschäftszentrum Paris herum an, ist zu erkennen, dass im Markt einzelne Abschlüsse erzielbar sind, die über der erforderlichen Rendite liegen.
- Die Grafik auf der rechten Seite veranschaulicht deutlich, dass die Anleger von Stock-Picking profitieren und selbst in weniger attraktiven Märkten attraktive Abschlüsse finden können.

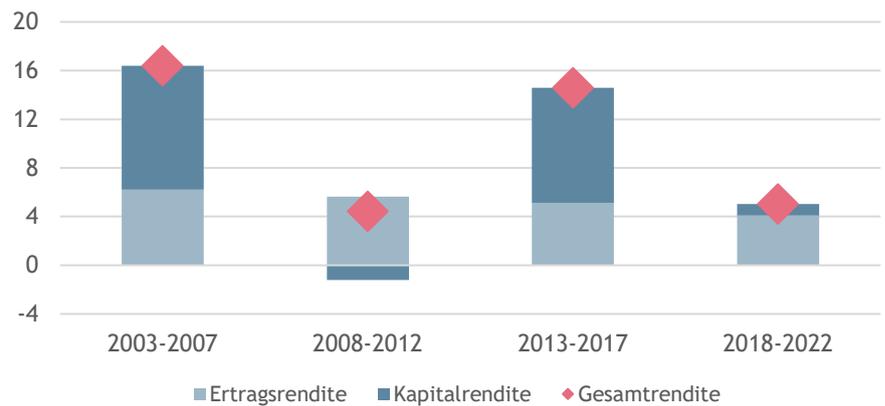
### RENDITEN BEI ERSTABSCHLÜSSEN IN ALLEN 90 MÄRKTEN IN DEN LETZTEN 12 MONATEN



Quellen: RCA und AEW

**ERWARTETE RENDITEN KOMMEN DURCH ERTRÄGE ZUSTANDE, DA DIE ERHÖHUNG DER RENDITEDIFFERENZ DEN KAPITALZUWACHS BEGRENZT**

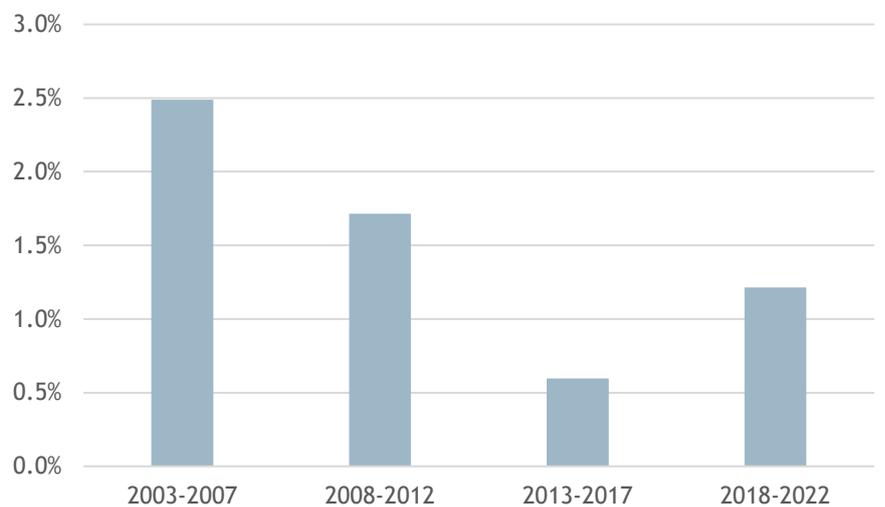
- Die erwarteten Renditen in allen 90 erfassten Märkten kommen überwiegend durch die Erträge zustande. Aus dem Diagramm geht hervor, dass das Kapitalertragsselement der Gesamtrendite langfristig erheblich variiert.
- Für die nächsten fünf Jahre prognostizieren wir nur wenig Kapitalzuwachs in dem von uns erfassten Anlageuniversum.
- Die Unterschiede zwischen den einzelnen Märkten sind erheblich; sie werden in Abschnitt 4 dargestellt und näher erläutert.



Quellen: CBRE, Natixis und AEW

**BEGRENZTES ANGEBOT AN NEUEN FLÄCHEN FÖRDERT MIETZUWÄCHSE IM MARKT**

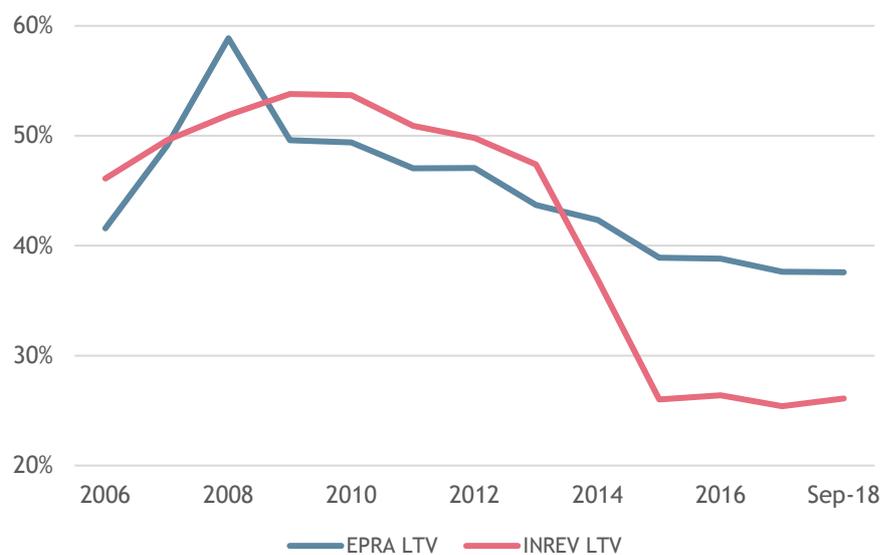
- Das Angebot an neuen Flächen erwies sich in früheren Zyklen als hemmend für Mietzuwächse. Aufgrund der aktuellen Büromarktdaten sehen wir jedoch nun ein begrenzteres Angebot an neuen Flächen als in früheren Zyklen.
- Die Daten zu den Logistik- und Einzelhandelssektoren sind schwerer zu beschaffen, wir vermuten jedoch eine ähnliche Disziplin im Markt.
- Die begrenzte Pipeline von Neuentwicklungen ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die Banken spekulative Neuentwicklungen nicht im gleichen Maße wie in der Vergangenheit finanzieren (dies ist auf neue regulatorische und geschäftliche Beschränkungen zurückzuführen).



Quellen: CBRE und AEW

**MÖGLICHE ZUKÜNFTIGE ABWÄRTSENTWICKLUNG DURCH MÄSSIGE FREMDFINANZIERUNGSHÖHE BEGRENZT**

- Ein weiterer abschwächender Faktor, der den Zyklus diesmal vor einer erheblichen Abwärtsentwicklung schützen wird, ist die Tatsache, dass die Fremdfinanzierung von Immobilien derzeit zurückgeht.
- Die Höhe des Fremdkapitals europäischer Fonds und REITs hat sich gegenüber dem Höchststand im Jahr 2007 verringert und ist seit 2015 stabil. Dies steht im Gegensatz zur steigenden Verschuldung von Unternehmen, Staaten und Verbrauchern.
- Zukünftige Zinserhöhungen in Verbindung mit möglichen Wertminderungen werden heute mit weit geringerer Wahrscheinlichkeit den gleichen Sturm von Ausfällen und gescheiterten Refinanzierungen auslösen wie 2007.

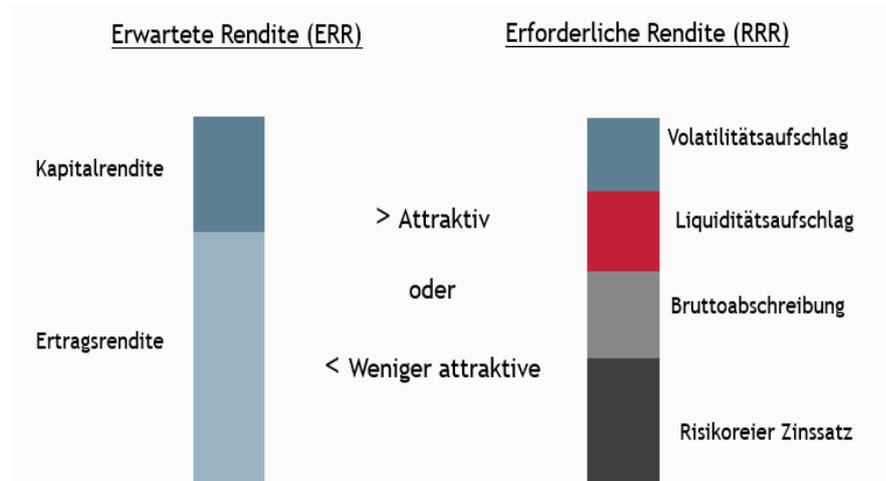


Quellen: EPRA, INREV und AEW

### ABSCHNITT 3: METHODIK

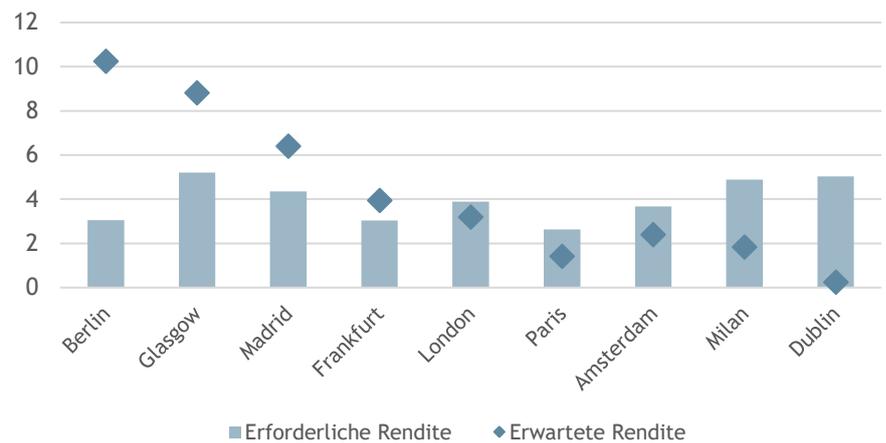
#### ERLÄUTERUNG DER METHODIK DER RISIKOBEREINIGTEN RENDITE

- Unser Ansatz der risikobereinigten Rendite beruht auf einem einfachen Vergleich zwischen der erforderlichen Rendite und den erwarteten Renditen in den nächsten fünf Jahren für den jeweiligen Markt.
- Ist die erwartete Rendite höher als die erforderliche Rendite, stufen wir diesen Markt als attraktiv ein.
- Das bedeutet auch: Ist die erwartete Rendite niedriger als die erforderliche Rendite, stufen wir ihn als weniger attraktiv ein.
- Schließlich haben wir noch die neutrale Kategorie für Märkte, in denen die erwartete und die erforderliche Rendite weitgehend im Einklang miteinander stehen.



#### ERWARTETE RENDITEN FÜR BÜROS AM POSITIVSTEN IN BERLIN UND GLASGOW

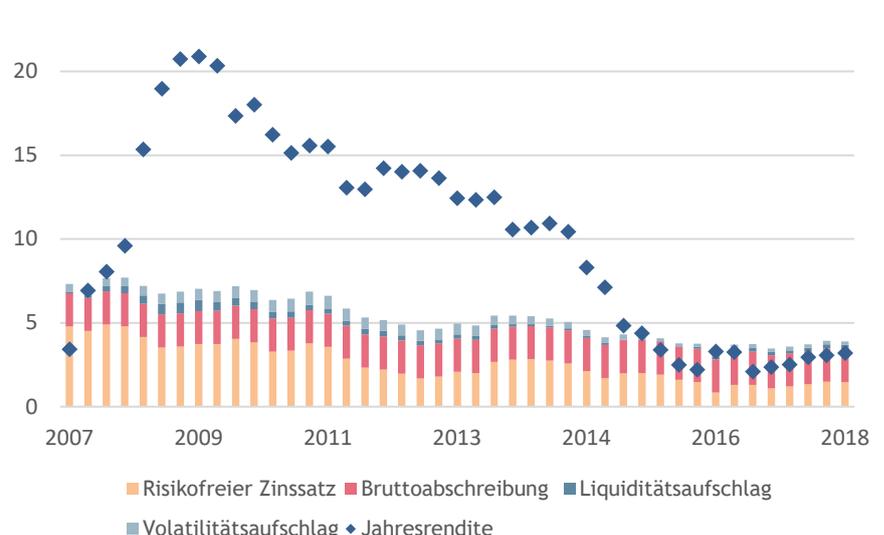
- Zur Veranschaulichung unseres Ansatzes stellen wir einen Vergleich für neun europäische Büromärkte dar. Für jeden Markt spielen beide Elemente, die erwartete Rendite und die erforderliche Rendite, eine Rolle.
- Es ergeben sich positive (Berlin und Glasgow) und weniger positive (Dublin und Mailand) Märkte. Der Vergleich ist durch jede seiner Komponenten erklärbar. Die hohen erwarteten Renditen in Berlin kommen durch die Mietzuwächse zustande, während die zukünftige Erhöhung der Renditedifferenz die mäßigeren Mietzuwächse in Dublin in den nächsten fünf Jahren ausgleicht.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

#### DIE ERFORDERLICHE RENDITE IN LONDON STEIGT, WÄHREND DIE ERWARTETEN RENDITEN DURCH DIE ERHÖHUNG DER RENDITEDIFFERENZ GEDROSSELT WERDEN

- Unser Beispieldiagramm für Büros in der Londoner City zeigt, dass unser Ausblick nicht statisch ist und sich im Laufe der Zeit ändern wird.
- Es überrascht nicht, dass dies auch für die erforderliche Rendite gilt, da die Anleihenmärkte die Preise täglich neu festsetzen. Der risikofreie Zinssatz (oder die Anleiherendite) war in der Tat über die letzten zehn Jahre ein großer Faktor, der für die Abwärtsbewegung verantwortlich war, während dieser Trend sich in den letzten sechs Quartalen umkehrte. Die Bruttoabschreibung ändert sich im Zeitverlauf nicht. Liquiditäts- und Volatilitätsaufschlag haben sich jedoch wie erwartet im Laufe der Zeit verringert.
- In unserem Beispiel sind die tatsächlichen historischen und prognostizierten Renditen volatil als die erforderlichen Renditen.

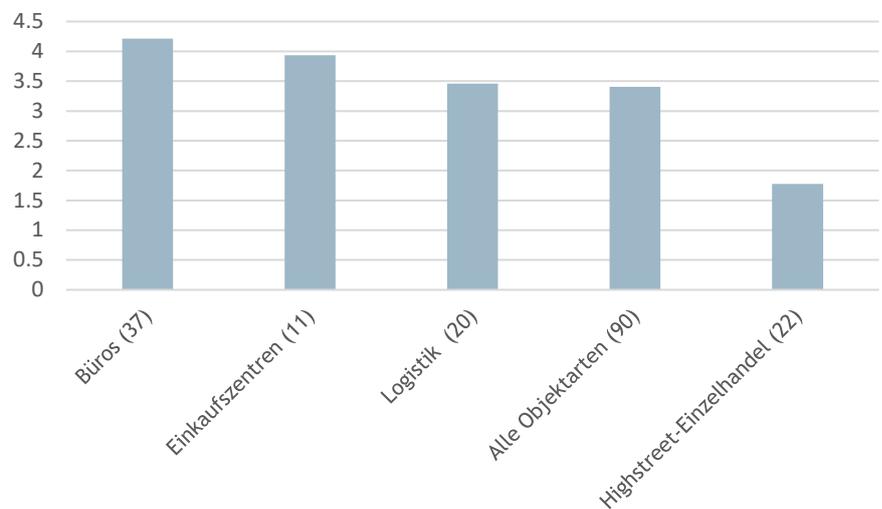


Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

## ABSCHNITT 4: ERWARTETE RENDITE

### PROGNOSE DER HÖCHSTEN ERWARTETEN RENDITE FÜR BÜROS

- Die durchschnittlichen Spitzenrenditen für alle Objektarten werden auf der Grundlage unserer derzeitigen Ertrags- und Kapitalwertprognosen für die nächsten fünf Jahre mit 3,4 % p. a. prognostiziert.
- Der Bürosektor zeigt eine überdurchschnittliche Gesamtrendite von 4,2 % über diesen Zeitraum, während für Highstreet-Premiumlagen Renditen von 1,8 % p. a. prognostiziert werden.
- Auf der nächsten Seite behandeln wir die Renditen auf Sektorebene ausführlicher, um die treibenden Faktoren für diese Unterschiede herauszustellen.



Quellen: CBRE, Natixis und AEW

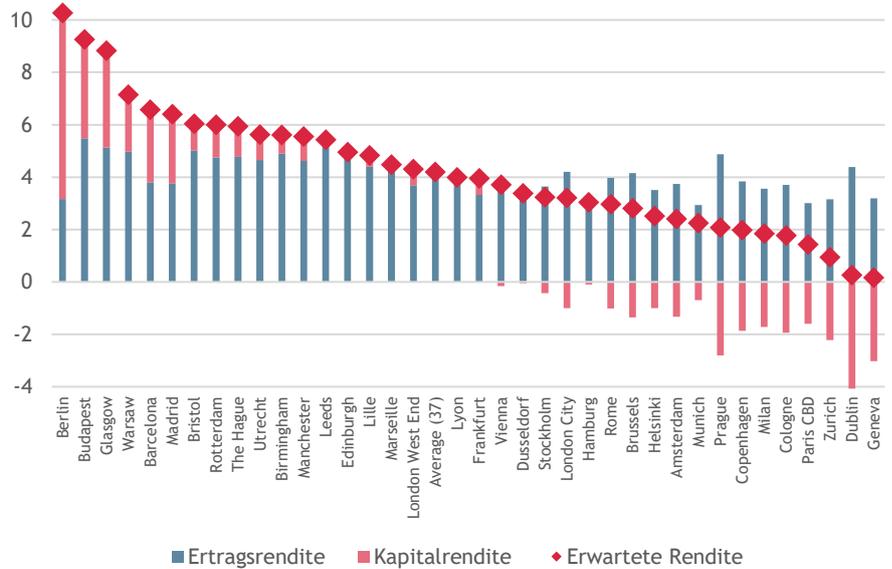
### METHODIK UND ANNAHMEN FÜR PROGNOTIZIERTE RENDITEBERECHNUNGEN

Die AEW-interne Immobilienmarktprognose bildet den Ausgangspunkt für unsere Angaben zur erwarteten Rendite und lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Grundlage unserer Prognosen sind die Daten zu Spitzenobjektmärkten nach Stadtsegment der Objektart, da sie eine signifikante vierteljährliche historisch einheitliche Datenreihe für die Mieten und Rendite der wichtigsten Märkte bieten.
- Auf der Grundlage dieser Daten werden die Gesamtrenditen für jedes Segment entsprechend der Anfangsrendite, den Mietzuwächsen im Markt und der Veränderung des Kapitalwertes berechnet. Bei Letzterem wird sowohl das Wachstum der Mieteinnahmen als auch die Verschiebung der Anfangsrendite nach einer angenommenen Haltedauer von fünf Jahren berücksichtigt.
- Prognosen der Marktmieten basieren auf der prognostizierten Nachfrage nach Flächen in jedem Stadtsegment, gesteuert durch das BIP-Wachstum und andere ökonomische Variablen. Auch das neue Angebot für den jeweiligen Immobiliensektor wird berücksichtigt.
- Darüber hinaus werden Prognosen für Inflation und Renditen für Staatsanleihen berücksichtigt, um eine einheitliche Reihe von Voraussagen zu erhalten.
- Unsere einzigartigen und speziell zugeschnittenen Marktprognosen bieten eine Fünf-Jahres-Voraussage, die jedes Quartal aktualisiert wird, beruhen auf den neuesten gesamtwirtschaftlichen und Kapitalmarktprognosen und den aktuellsten Informationen über die Immobilienmärkte.
- Unser derzeitiges Prognoseuniversum umfasst 44 Bürosegmente, 28 Einkaufszentrumssegmente, 28 Highstreet-Einzelhandelssegmente und 27 Industrie-/Logistikmarktsegmente, die wir in Zukunft noch erweitern wollen. Bitte beachten Sie, dass unser Prognoseuniversum von 90 Segmenten nur Marktsegmente mit genügend Daten für unsere langfristigen historischen Rückvergleiche enthält.

BEI DEN BÜRORENDITEN SIND ÜBERWIEGEND DIE MÄRKTE MIT EINEM SPÄTEM AUFSCHWUNG POSITIV

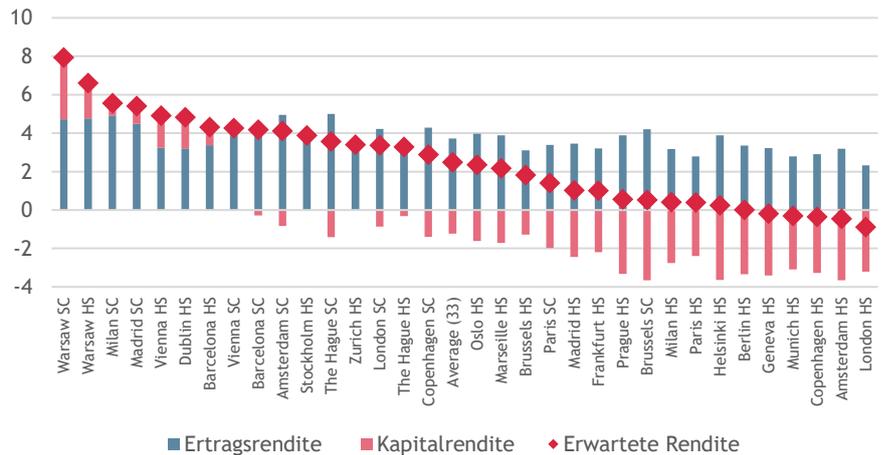
- In unseren 37 erfassten Büromärkten berechnen wir eine durchschnittliche Kapitalwertrendite von nur 0,1 % p. a., während die Ertragsrendite von 4,1 % p. a. den größten Teil der erwarteten Rendite ausmacht.
- Märkte mit spätem Aufschwung wie Glasgow und Barcelona werden voraussichtlich überdurchschnittlich abschneiden, da die Mietzuwächse die Erhöhung der Renditedifferenz ausgleichen.
- Davon setzt sich Berlin ab, dessen Stärke überwiegend durch die hohen Mietzuwächse etwa infolge der zunehmenden Technologie-Start-Ups zustande kommt.
- Keiner der von uns erfassten Büromärkte weist eine negative Gesamtrendite aus, auch wenn einige der Null recht nahe kommen, wie etwa Genf und Dublin.



Quellen: CBRE, Natixis und AEW

DIE EINZELHANDELSRENDITEN HABEN AM MEISTEN MIT DER ERHÖHUNG DER RENDITEDIFFERENZ ZU KÄMPFEN

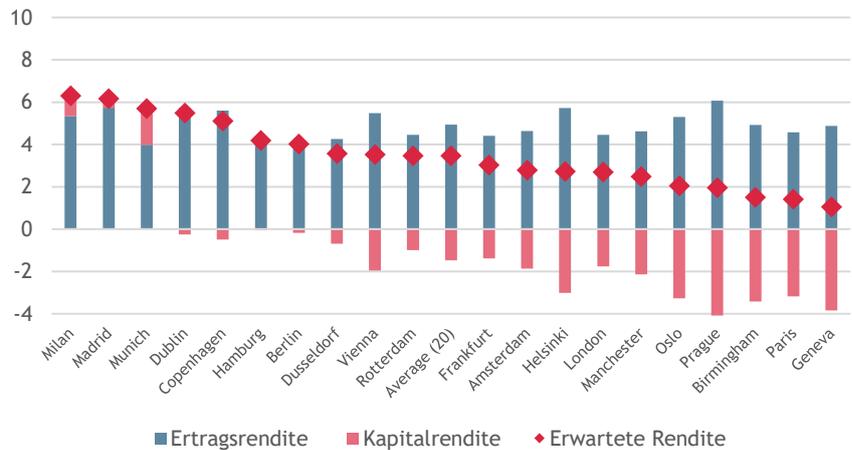
- Die Einzelhandelsmärkte leiden unter beträchtlichen Auswirkungen der Erhöhung der Renditedifferenz - 25 von 33 Märkten weisen einen Rückgang des Kapitalwerts aus, im Durchschnitt um -1,2 % p. a.
- Da insbesondere Highstreet-Einzelhandelsobjekte in Premiulagen von Anfang an niedrige Renditen aufweisen, wird jede Erhöhung der Renditedifferenz in Relation größere Auswirkungen haben.
- Dieses Ergebnis entspricht sogar der Auffassung der meisten Anleger, dass der Einzelhandel der anspruchsvollste Sektor ist.



Quellen: CBRE, Natixis und AEW

ER LOGISTIKSEKTOR KANN DURCH ZU ERWARTENDE MIETZUWÄCHSE DIE ERHÖHUNG DER RENDITEDIFFERENZ AUSGLEICHEN

- Der Logistiksektor hat ebenfalls unter der Erhöhung der Renditedifferenz zu leiden - 17 von 20 Märkten weisen einen Rückgang des Kapitalwerts aus, im Durchschnitt um -1,8 % p. a. (mehr als im Einzelhandelssektor).
- Da der Logistiksektor jedoch hohe Renditen und ein besseres Ertragswachstum aufweist, wird eine Erhöhung der Renditedifferenz in Relation geringere Auswirkungen haben.
- Das bedeutet, dass im Logistiksektor keiner der 20 Märkte den Prognosen zufolge eine negative Gesamtrendite über die nächsten fünf Jahre aufweisen wird.

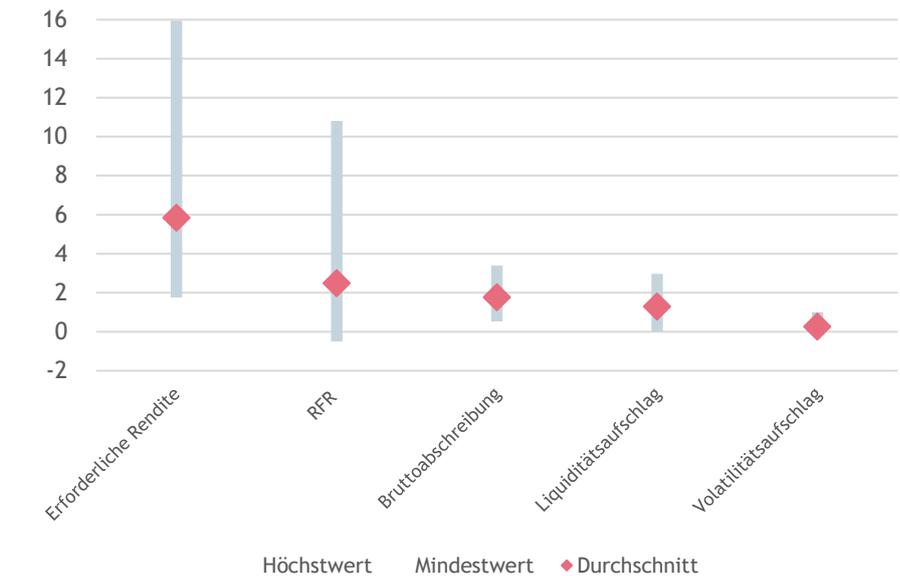


Quellen: CBRE, Natixis und AEW

## ABSCHNITT 5: ERFORDERLICHE RENDITEN

### DIE ERFORDERLICHEN RENDITEN BEZIFFERN DIE MINDESTRENDITE FÜR ANLEGER

- In unserem Ansatz der risikobereinigten Rendite stellt die erforderliche Rendite (*required rate of return*, RRR) unsere Quantifizierung der Mindestrendite dar, die Anleger zum Ausgleich des Risikos im jeweiligen Markt erzielen müssen.
- Die durchschnittliche RRR beträgt 6 % für den gesamten Zeitraum seit Q4/2007.
- Mit einem Tiefstwert von etwa 2 % und einem Höchstwert von 16 % variiert die RRR erheblich, sowohl im Zeitverlauf als auch in den von uns erfassten Märkten.
- Die höchsten Werte in unserer historischen RRR-Spanne wurden in der direkten Folge der globalen Finanzkrise und vor der Inkraftsetzung von QE-Maßnahmen erzielt, als die risikofreien Zinssätze höher lagen.
- Bruttoabschreibung und Liquiditätsaufschlag lagen im Zeitraum von Q4/2007 bis Q2/2018 nicht höher als 3,4 %.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI, Oxford Economics, Natixis und AEW

### METHODIK UND ANNAHMEN FÜR BERECHNUNGEN DER ERFORDERLICHEN RENDITE

Die erforderliche Rendite (*required rate of return*, RRR) wird anhand des risikofreien Zinssatzes zuzüglich dreier Risikoaufschläge berechnet, mit denen die Anleger einen Ausgleich für drei konkrete Risiken erhalten: (1) Abschreibung, (2) Liquidität und (3) Volatilität. Wir haben ferner einen Rückvergleich unseres Ansatzes vorgenommen, um geeignete historische Indikatoren zu überprüfen. Die Annahmen und der Aufbau der Komponenten unserer RRR lassen sich wie folgt zusammenfassen:

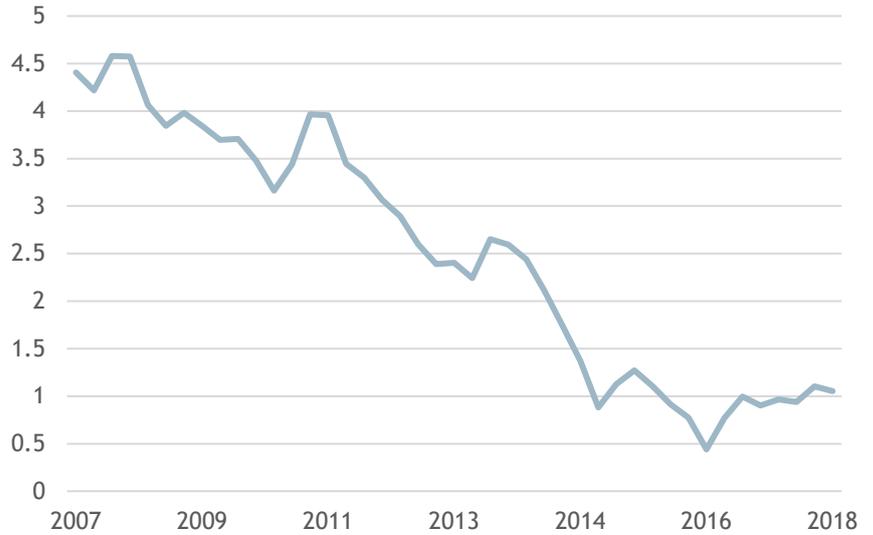
- Der risikofreie Zinssatz wird als die Rendite der 10-Jahres-Staatsanleihen eines Landes (Durchschnitt des Zeitraums) nominal angenommen;
- Abschreibungssätze werden als Bruttoabschreibungssätze dargestellt, wobei sowohl Nettoabschreibung als auch Investitionsausgaben berücksichtigt werden. Unsere Nettoabschreibungs-Komponente beruht auf den neuesten wissenschaftlichen Anwendungen zum Thema, die 2016 in einem Beitrag der Professoren D. Geltner und S. Bokhari\* am Massachusetts Institute of Technology veröffentlicht wurden.
- Nach diesem Ansatz wenden wir das vorgeschlagene einseitige korrigierte Modell auf den europäischen Gesamtbereich der RCA-Datenbank an und berechnen Modelle für alle Objektarten und gesondert für die Segmente Büroflächen, Highstreet-Einzelhandel, Einkaufszentren und Industrie/Logistik. Damit bereinigen wir unsere Modelle auf Stadtebene für alle Objektarten, so dass in einer Umgebung mit unzureichenden Daten eine Variation der Objektarten möglich ist.
- Als nächstes entnehmen wir dem MSCI Zahlen zu Investitionsausgaben, welche die tatsächlichen langfristigen historischen Durchschnittswerte in einem bestimmten Marktsegment wiedergeben. Diese werden dann zu der vorgenannten Nettoabschreibung addiert und ergeben die Bruttoabschreibung. Bitte beachten Sie, dass die Bruttoabschreibung für einen bestimmten Markt im Zeitverlauf konstant bleibt, da der Gebäudebestand sich in den einzelnen Jahren nicht wesentlich ändert.
- Der Liquiditätsaufschlag kann auf unterschiedliche Weise quantifiziert werden: Zeit auf dem Markt, Liquidationsverzerrung und Marktliquidität. Aufgrund der Begrenzungen der Daten konzentrieren wir uns in einem dreistufigen Ansatz ausschließlich auf den Aspekt Marktliquidität:
  - Erstens berechnen wir die gleitenden Durchschnittszahlen über 12 Monate für alle Objektarten und bestimmte Regionen.
  - Zweitens verteilen wir diese Zahlen von hoch bis niedrig in einem linearen Rahmen mit Grenzwerten von Null bis 300, was uns eine Unterscheidung zwischen den Städten und im Zeitverlauf ermöglicht.
  - Im dritten und letzten Schritt verwenden wir Berechnungen aus einer neueren Untersuchung der University of Reading\*\*, um eine Sektorvariation auf Stadtebene anzuwenden.
- Der letzte Risikoaufschlag für Volatilität geht davon aus, dass die Anleger einen Ausgleich für die Marktvolatilität erhalten müssen. Zur Ermittlung dieses Aufschlags berechnen wir eine gleitende 5-Jahres-Standardabweichung und geben diese in einen linearen Verteilungsrahmen ein. Dadurch können wir jedem einzelnen Markt einen Volatilitätsaufschlag zwischen Null und 100 bps für Zeitverlauf und Regionen zuweisen.

\* Geltner, D. & S. Bokhari (2016) 'Characteristics of Depreciation in Commercial and Multi-family Property: An Investment Perspective'

\*\* Marcato, G. (2014) 'Liquidity Pricing of Illiquid Assets'

RENDITE FÜR STAATSANLEIHEN SEIT DER GLOBALEN FINANZKRISE IM ZUSAMMENHANG MIT QE GESUNKEN

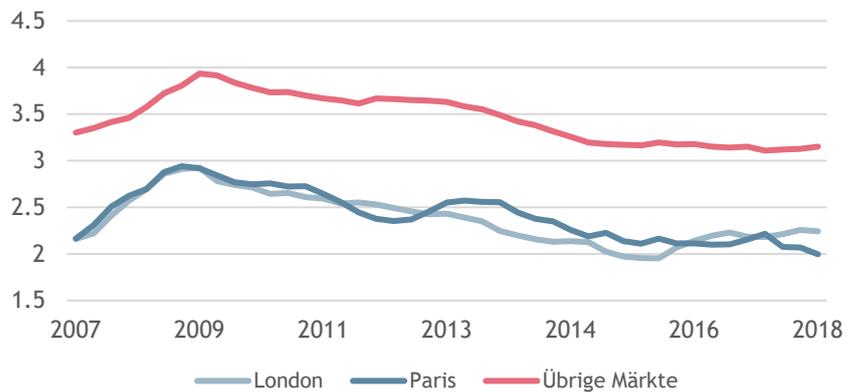
- Als erste Komponente in unserer RRR-Angabe wird der risikofreie Zinssatz (*risk-free rate*, RFR) durch den Zins für 10-Jahres-Staatsanleihen des jeweiligen Landes dargestellt.
- Nach der globalen Finanzkrise ging aufgrund der noch nie dagewesenen Maßnahmen der Quantitativen Lockerung (QE) der Zentralbanken der durchschnittliche RFR in unserem gesamten Anlageuniversum erheblich zurück und erreichte in Q3/2016 einen Tiefstand etwas unter 0,5 %.
- Da der Wirtschaftsaufschwung sich fortgesetzt hat und die QE-Maßnahmen in Zukunft voraussichtlich zurückgenommen werden, ist der RFR unseres Anlageuniversums auf über 1,0 % in Q2/2018 gestiegen.



Quellen: Oxford Economics und AEW

DIE RISIKOAUFSLÄGE FÜR ALLE OBJEKTARTEN GEHÖREN IN LONDON UND PARIS ZU DEN NIEDRIGSTEN IN EUROPA

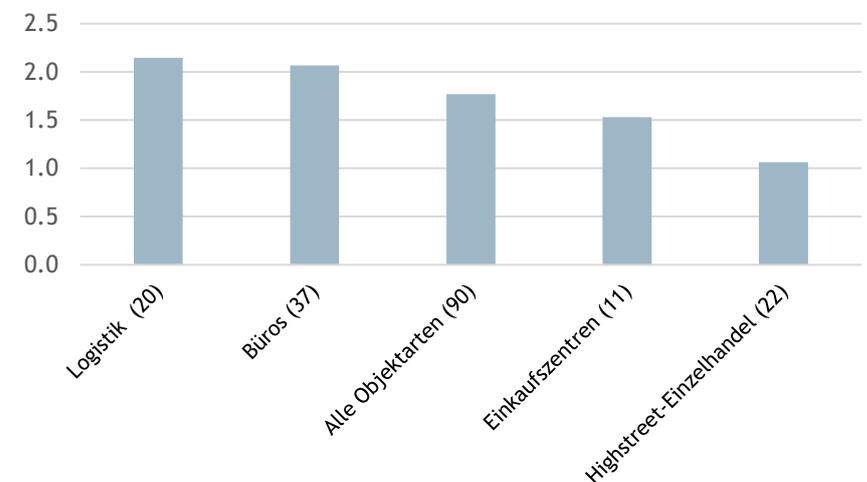
- Auch der kombinierte Risikoaufschlag hat sich seit 2014 in unserem gesamten Anlageuniversum bei rund 3 % stabilisiert. Dies ist unabhängig von der vorstehend beschriebenen Stabilisierung des RFR.
- Die Anleger haben in den letzten fünf Jahren solide Renditen verzeichnet und das Transaktionsvolumen kehrte in allen Märkten auf das historisch hohe Niveau zurück. Der Risikoaufschlag in London ist jedoch leicht gestiegen.
- Daher überrascht es nicht, dass sich der kombinierte Risikoaufschlag für London und Paris auf einem niedrigeren Stand befindet als in den anderen Märkten unseres Anlageuniversums.



Quellen: CBRE, RCA, MSCI und AEW

DIE BRUTTOABSCHREIBUNGSSÄTZE SIND IM LOGISTIKSEKTOR AM HÖCHSTEN, GEFOLGT VOM BÜROSEKTOR

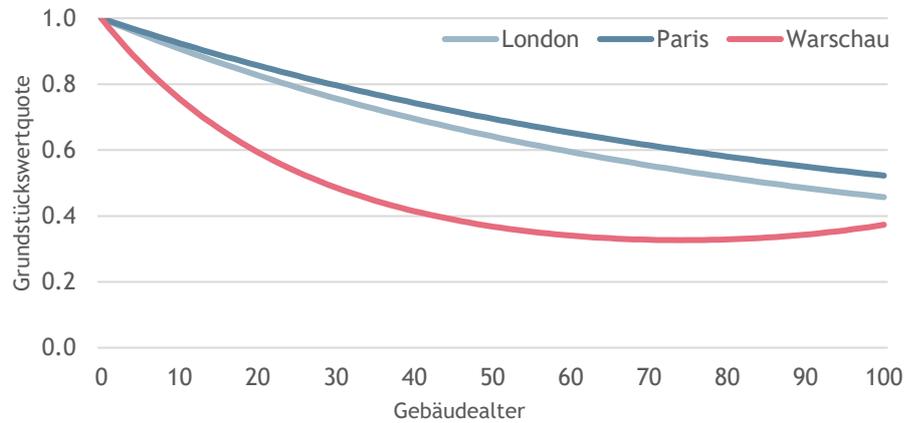
- Die Bruttoabschreibung wird durch den Nettoabschreibungssatz als Funktion des Alters der Gebäude zusammen mit den historischen Investitionsausgaben für einen bestimmten Markt bestimmt.
- Industrieobjekte haben den Berechnungen zufolge eine Bruttoabschreibung von 2 % p. a., das Doppelte der Höhe im Highstreet-Einzelhandel.
- Das ist eine logische Schlussfolgerung, da die Mieten für Spitzenobjekte im Highstreet-Einzelhandel sich weniger nach dem Gebäude richten, sondern eher nach der Lage des Geschäfts im Stadtzentrum. Der umgekehrte Fall gilt für Logistikhäuser, da es hierfür zahlreiche geeignete Standorte gibt und die Anforderungen der Nutzer sich im Laufe der Zeit geändert haben.



Quellen: RCA, MSCI und AEW

### NETTOABSCHREIBUNG IN GATEWAY-STÄDTEN NIEDRIGER ALS IN NICHT-GATEWAY-STÄDTEN

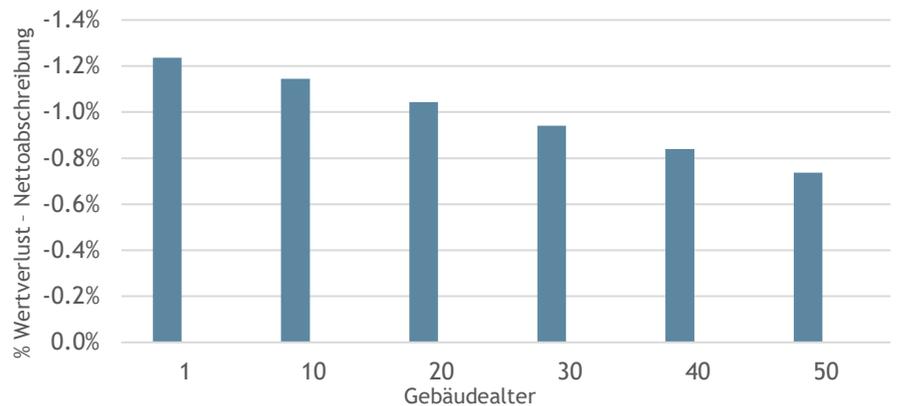
- Die Nettoabschreibung wird durch die nachlassende Fähigkeit einer Immobilie geprägt, attraktive Marktmieten zu erzielen, da das Gebäudealter physische und funktionsbezogene Veralterungserscheinungen mit sich bringt.
- Die indizierte Nettoabschreibung des Gebäudealters stellt den Einfluss der Grundstückswerte in etablierteren Gateway-Märkten wie London und Paris heraus.
- Da der Grundstückwert einen höheren Anteil an den Transaktionspreisen ausmacht, ist die Nettoabschreibung mit 30-35 % Abschreibung über 50 Jahre in Märkten wie London und Paris viel langsamer und niedriger.



Quellen: RCA und AEW

### DIE NETTOABSCHREIBUNG FOLGT DER J-KURVE, DA NEUE GEBÄUDE MEIST SCHNELLER ABGESCHRIEBEN WERDEN

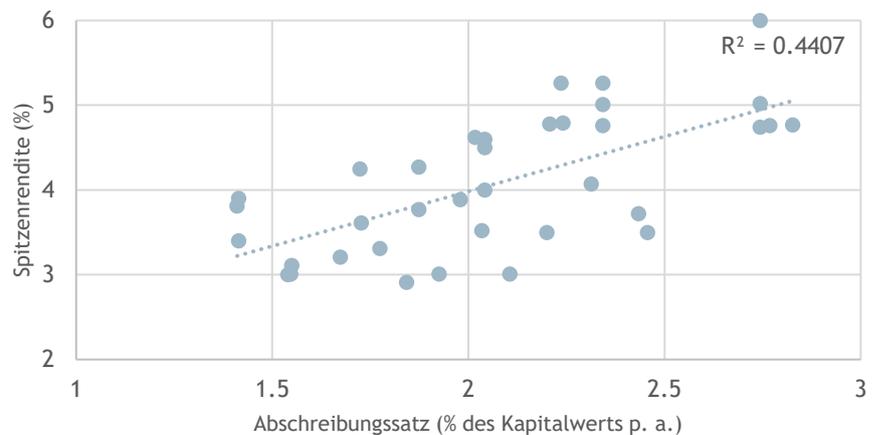
- Unsere Daten zeigen auch, dass neue Gebäude höhere Nettoabschreibungssätze per annum aufweisen als ältere Gebäude.
- Der Grund dafür ist, dass der Wert der Grundstückskomponente steigt, wenn der Gebäudewert im Laufe der Zeit abgeschrieben wird.
- Zu beachten ist, dass unsere Ergebnisse für Europa mit den US-Ergebnissen in dem ursprünglichen MIT-Beitrag, dass neuere Gebäude schneller abgeschrieben werden, übereinstimmen.



Quellen: RCA und AEW

### DIE BRUTTOABSCHREIBUNG IST IN BÜROMÄRKTEN MIT NIEDRIGEN RENDITEN MEIST GERINGER

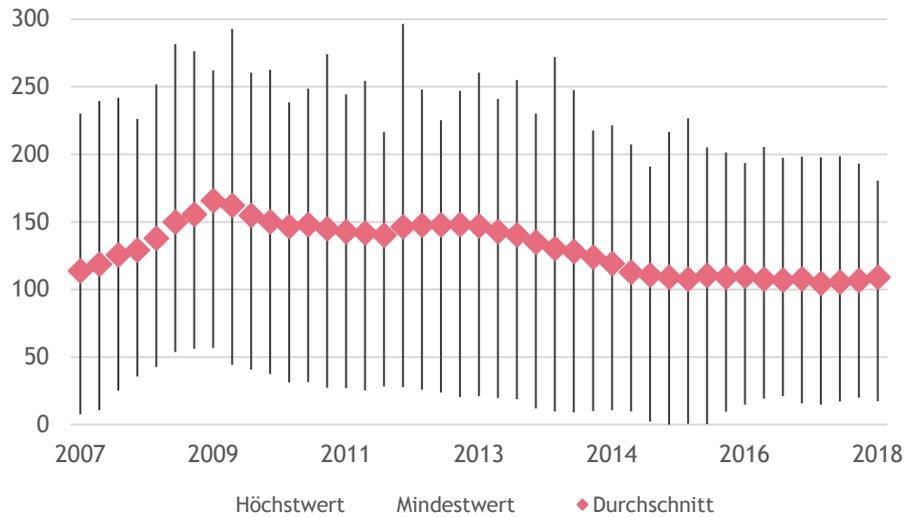
- Eine weitere Bestätigung unserer Ergebnisse findet sich in der Grafik, aus der die Spitzenrenditen und Abschreibungen für alle 37 Büromärkte hervorgehen.
- Die allgemeine Korrelation zeigt, dass Märkte mit niedrigeren Renditen geringere Abschreibungssätze haben.
- Das bedeutet, dass Anleger niedrigere Renditen akzeptieren können, wenn auch die Abschreibung niedriger ist, was vernünftig erscheint und unsere Methode bestätigt.



Quellen: RCA, MSCI und AEW

**LIQUIDITÄTSAUFSCHLAG NACH ABSINKEN INFOLGE DER GLOBALEN FINANZKRISE IM DURCHSCHNITT WIEDER LEICHT GESTIEGEN**

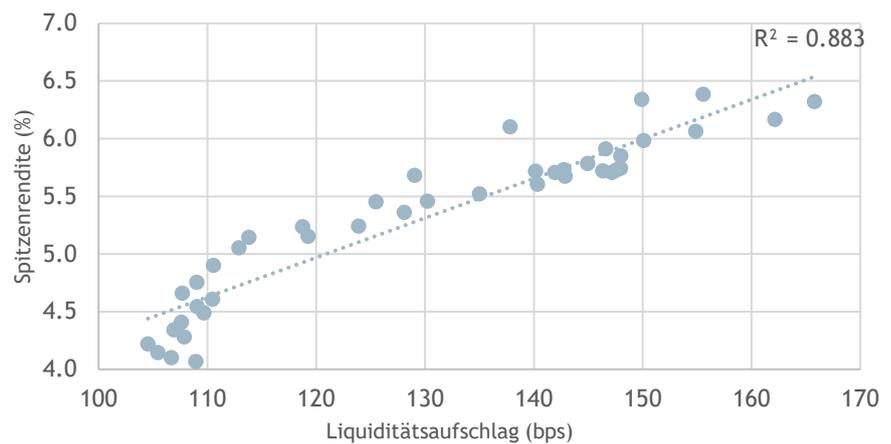
- Wie aus dem Diagramm hervorgeht, erhöhten sich die Liquiditätsaufschläge in unserem gesamten erfassten Anlageuniversum als Nachwirkung der globalen Finanzkrise erheblich auf durchschnittlich 166 in Q3/2009.
- Die Spanne zwischen Tiefstwert und Höchstwert war in Q1/2011 sogar am breitesten, was das erhebliche Maß an Verzögerung bei der Erholung in den einzelnen Märkten bestätigt.
- In letzter Zeit zeigen die Daten einen leichten Anstieg des durchschnittlichen Liquiditätsaufschlags nach einer Periode relativer Stabilität und einer schmalen werdenden Spanne zwischen Tiefstwert und Höchstwert.



Quellen: RCA und AEW

**DER LIQUIDITÄTSAUFSCHLAG IST IN ZEITEN NIEDRIGER RENDITEN GERINGER**

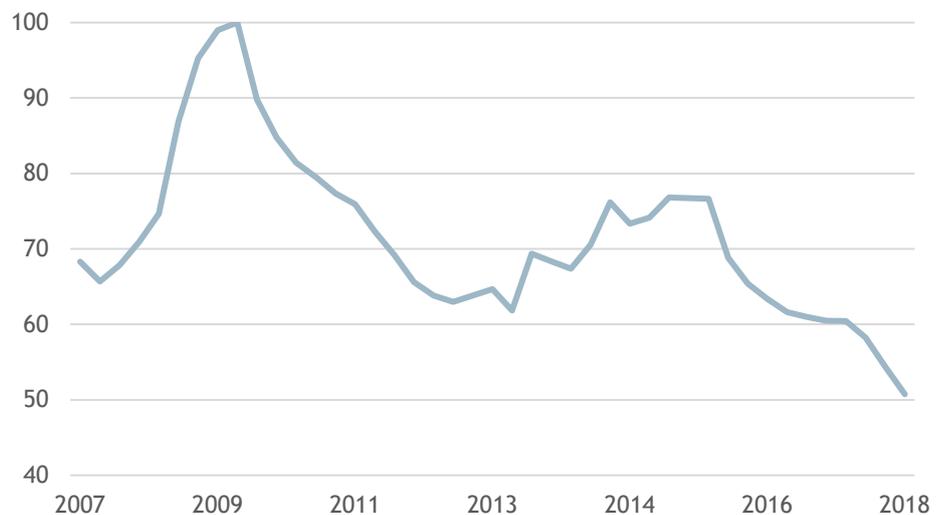
- Der historische durchschnittliche Liquiditätsaufschlag für jedes der historischen 43 Quartale in unserem Datensatz zeigt eine hohe Korrelation mit der durchschnittlichen Spitzenrendite.
- Da niedrige Spitzenrenditen eine höhere Liquidität und damit das Interesse der Anleger wiedergeben, ist dies eine logische Schlussfolgerung.
- Es ist jedoch zweckdienlich, dass die Daten unsere Methodik auf diese Weise bestätigen.



Quellen: RCA und AEW

**DER HÖCHSTAUFSCHLAG FÜR VOLATILITÄT GEHT NACH EINER PAUSE IN 2012-2015 WEITER ZURÜCK**

- Der höchste Volatilitätsaufschlag in dem von uns erfassten Anlageuniversum zeigt ein ganz ähnliches Muster wie der Liquiditätsaufschlag, da er seinen Höchststand von 100 in Q4/2009 erreicht hat.
- Nach einem ersten Rückgang 2012 unter den Wert vor der globalen Finanzkrise zeigen die Daten eine Umkehrung, die in Q4/2015 endet.
- Das bedeutet, dass der Höchstaufschlag für Volatilität sich nun auf einem Niveau weit unter seinem Wert vor der globalen Finanzkrise bewegt. Möglicherweise ist dies langfristig nicht aufrechtzuerhalten.



Quellen: CBRE und AEW

## ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset Manager für Immobilien mit ca. 63,5 Mrd. € an verwalteten Vermögenswerten zum 30. September 2018. AEW hat über 680 Angestellte, ihre Hauptniederlassungen befinden sich in Boston, London, Paris und Hong Kong und sie bietet eine große Vielfalt an Immobilien-Anlageprodukten, dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Wertpapiermandate für das gesamte Spektrum von Anlagestrategien. AEW repräsentiert die Asset-Management-Plattform für Immobilien von Natixis Global Asset Management, einem der größten Asset Manager weltweit.

Zum 30. September 2018 verwaltete AEW c.30 Mrd. € an Immobilienvermögenswerten in Europa im Auftrag einer Reihe von Fonds und Sonderkonten. AEW hat fast 400 Angestellte in neun über ganz Europa verteilten Büros und kann eine langjährige Erfolgsbilanz von erfolgreich umgesetzten Core-, Mehrwert schaffenden und opportunistischen Anlagestrategien im Auftrag ihrer Kunden vorweisen. In den letzten sechs Jahren belief sich das Anlage- und Veräußerungsvolumen von AEW insgesamt auf über 19,4 Mrd. € an Immobilien auf europäischen Märkten.

## ANSPRECHPARTNER RESEARCH UND STRATEGIE



**Hans Vrensen MRE, CFA**  
LEITER RESEARCH & STRATEGY  
Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
DIREKTOR  
Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)



**Irène Fossé MSc**  
ASSOCIATE DIREKTORIN  
Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
ASSOCIATE  
Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@eu.aew.com)

## ANSPRECHPARTNERIN ANLEGERBEZIEHUNGEN



**Guillaume Oliveira MSc**  
ASSOCIATE  
Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com](mailto:guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com)



**Mina Kojuri MSc**  
ASSOCIATE DIREKTORIN  
Tel +44 (0)20 7016 4750  
[mina.kojuri@eu.aew.com](mailto:mina.kojuri@eu.aew.com)

### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | VEREINIGTES KÖNIGREICH

### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANKREICH

### DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | 40212 Düsseldorf | DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Anleger bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Anleger dar. Hierin erwähnte Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für sämtliche Anleger geeignet: Die Leser müssen sich ihr eigenes, unabhängiges Urteil im Hinblick auf die Eignung dieser Anlagen und Empfehlungen vor dem Hintergrund ihrer eigenen Anlageziele, ihrer Erfahrung, ihres Steuerstatus und ihrer Finanzlage bilden. Diese Veröffentlichung basiert auf ausgewählten Quellen, die aus unserer Sicht verlässlich sind; es wird jedoch weder im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin vorgestellten Informationen noch anderweitig diesbezüglich eine Gewährleistung oder Garantie abgegeben. Hierin geäußerte Meinungen stellen die aktuelle Einschätzung des Autors dar: Sie stellen nicht zwangsläufig die Meinung von AEW, Tochtergesellschaften von AEW oder anderen mit AEW verbundenen Unternehmen der AEW-Gruppe dar und sie können sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Informationen in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar für aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.