

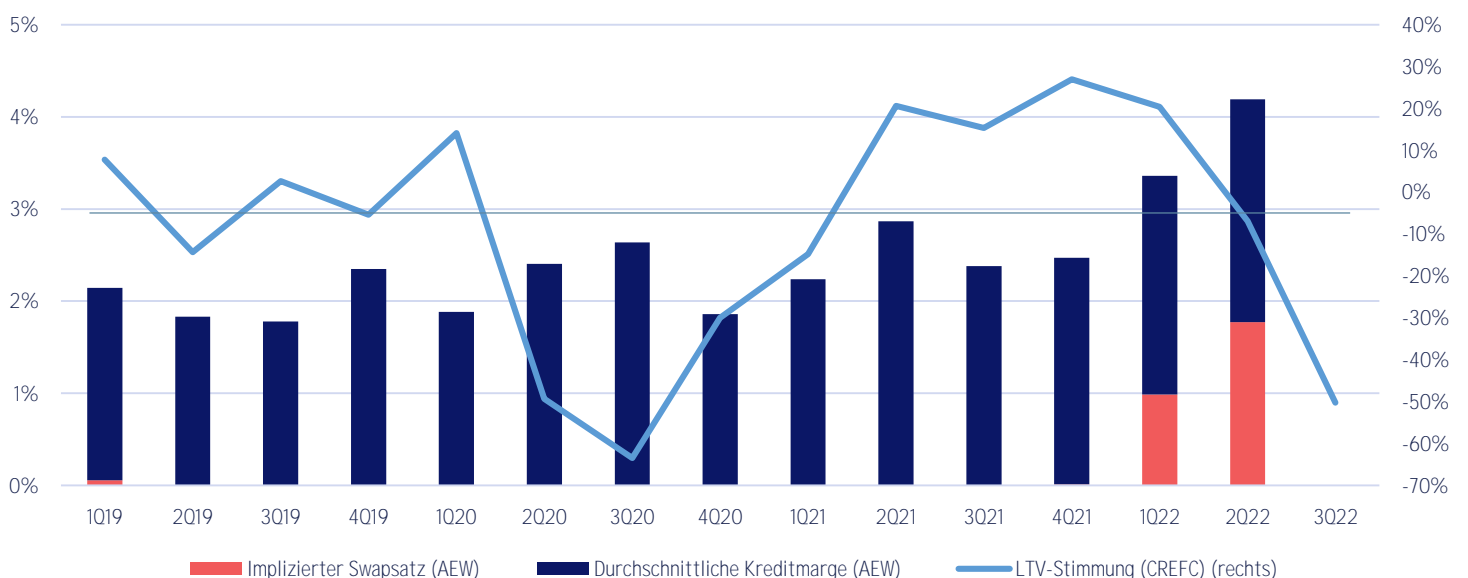
# Monatlicher Research Report

SEPTEMBER 2022

## EUROPÄISCHE IMMOBILIENKREDITMÄRKTE RICHTEN SICH NEU AUS

- Die 5-Jahres-Swapsätze haben die All-in-Immobilienzinsen auf über 4% getrieben - ihr höchster Stand seit 2013. Auslöser waren die extrem hohe Inflation, Zinserhöhungen der Zentralbanken und ein unsicherer makroökonomischer Ausblick.
- Im Gegensatz zu diesen dramatischen Zinsschritten bleiben die traditionellen Beleihungsquoten (LTV) auf Sektorebene relativ stabil und ohne Anzeichen größerer marktweite systemischer Risiken.
- Unsere aktualisierten granularen Darlehnsdaten zeigen nicht nur höhere All-in-Zinsen für die postpandemische Zeit, sondern auch dauerhaft moderate LTVs. Dies gilt durchweg für alle Immobiliensektoren wie auch die großen deutschen und französischen Märkte.
- Die Green Street-Daten zu den traditionellen gesicherten Fremdkapitalkosten von REITs lassen einen ähnlichen Trend wie unsere AEW-internen Schätzungen zum All-in-Zinsaufwand erkennen. Beide Quellen bestätigen die Auswirkungen der gestiegenen 5-Jahres-Swapsätze, der ersten Corona-Lockdowns und des Ukraine-Kriegs.
- Die Daten von Chatham Financial zeigen weiterhin stabile Kreditmargen. Die Kreditmargen unserer internen Datenbank sind volatil, wobei der höchste Ausschlag im 2. Quartal 2021 verzeichnet wird. Zurückzuführen ist dies möglicherweise auf die zweite Corona-Lockdown-Phase sowie begrenzte hausinterne Daten.
- Gemäß der CREFC-Marktklima-Umfrage wirken sich die zu erwarteten LTVs mit zeitlicher Verzögerung auf die tatsächlich verzeichneten LTVs in unseren internen Daten aus. Die jüngste Verschlechterung des LTV-Klimas im 3. Quartal 2022 dürfte zu einem Rückgang der tatsächlichen Beleihungsquoten im Rest des Jahres 2022 um 45-50% führen.
- Die potentiell niedrigeren LTVs bei Refinanzierungen könnten im Zusammenspiel mit bereits rückläufigen Kapitalwerten einiger zugrunde liegender Sicherheiten und verstärkt durch höhere Zinsen zu erheblichen Refinanzierungsproblemen bei Krediten mit Laufzeiten bis 2023-25 führen.
- Zunächst bewerten wir den Umfang der Refinanzierungsprobleme, indem wir die Schuldenfinanzierungslücke bewerten. Als Schuldenfinanzierungslücke wird die Lücke bezeichnet zwischen der ursprünglichen Schuldenhöhe, die bei Kreditfälligkeit zahlbar ist, und dem neuen Fremdkapital, das für die Rückzahlung zur Verfügung steht.
- Unsere ersten Schätzungen ergeben für die kommenden drei Jahre eine potentielle kumulierte Schuldenfinanzierungslücke von 24 Milliarden EUR für die UK, Frankreich und Deutschland.
- Aufgrund der Erfahrungen mit der globalen Finanzkrise dürfte diese relativ moderate Lücke voraussichtlich durch eine Kombination aus Kapitalerhöhungen, Junior Debt Plugs, Verlängerung erstrangiger Kredite & Umschuldungen, Wertberichtigungen von Krediten und der Veräußerung von Forderungen mit Preisnachlass zu füllen sein.

### All-in Zinsen vs. Stimmungswandel bei LTV laut CREFC



Quellen: AEW Research & Strategy, CREFC Europe

Anmerkung: Der veröffentlichte CREFC LTV Sentiment Index wird berechnet, indem die LTV-Erwartungen der Umfrageteilnehmer gewichtet werden - deutlich oder moderat höher oder niedriger

## DURCHSCHNITTLICHE ANKAUFS-LTVS IN 2021 BEI MODERATEN 50%

- Laut unserer jüngsten Daten und Prognosen stiegen die Fremdmittel zur Finanzierung von Neuerwerbungen 2021 gegenüber dem Vorjahr um 32% auf 170 Mrd. EUR - ein neuer Höchststand nach der Globalen Finanzkrise (GFK).
- Zurückzuführen ist dies auf die äußerst lebhafteste Akquisitionstätigkeit in der Phase des Aufschwungs nach der Corona-Krise, in der die europäischen Investmentmärkte die während der Pandemie verlorene Zeit durch Investitionen in Rekordhöhe nachholten.
- Trotz dieser neuen Rekordwerte, verharrt der gesamte Fremdkapitalanteil gegenüber dem Akquisitionsvolumen (oder LTV) auf einem Niveau knapp unter 50%.
- Die Situation 2021 dürfte sich als weniger besorgniserregend erweisen als vor der GFK. 2007 lagen die geschätzten Akquisitionsverbindlichkeiten bei 191 Mrd. EUR bei durchschnittlichen LTV von 73%.
- Die Nachfrage nach Kreditfinanzierungen war 2021 aufgrund der historisch niedrigen Zinsen hoch, da zahlreiche Investoren die niedrigen Zinsniveaus in der Erwartung von Zinserhöhungen im 2. Halbjahr 2021 absicherten.
- Die Bereitstellung von Fremdmitteln durch alternative Kreditgeber nahm zu, obwohl die Kreditvergabe durch Banken nach wie vor durch das breite Spektrum an Vorschriften, insbesondere die Tier 1-Kapitalanforderungen, beschränkt wird.

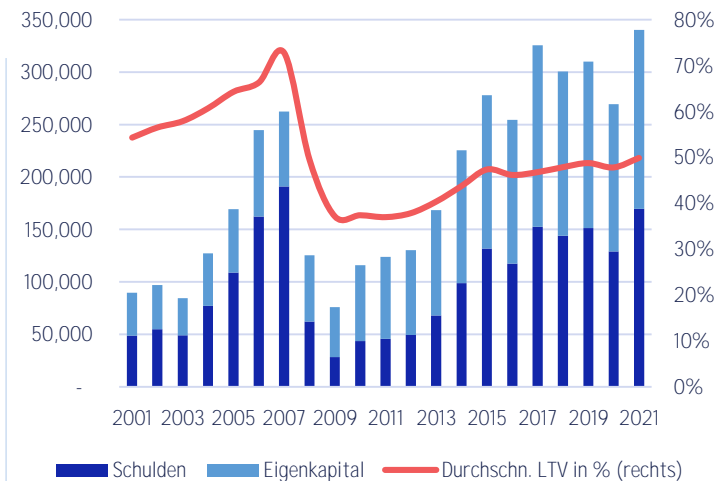
## BERICHTETE LTVS BEI REITS ÜBERSCHREITEN PRIVATE FONDS

- Neuste Zahlen lassen eine hohe Stabilität der aktuell (2022) von EPRA (börsennotierte Immobiliengesellschaften, einschließlich REITs) und INREV (private Immobilienfonds) vorgelegten LTVs erkennen.
- Im Laufe des Jahres 2021 und seit Jahresbeginn 2022 sind die von INREV und EPRA verzeichneten LTVs vor allem infolge steigender Kapitalwerte um 230 bzw. 200 Basispunkte gesunken.
- Einen anderen Trend lassen dagegen die Zahlen von Green Street erkennen. In ihrer Analyse kehren die REIT-LTVs zu den im Zusammenhang mit der Corona-Krise verzeichneten Höchstständen von 43,4% im Jahr 2020 zurück. Zurückzuführen ist dies vermutlich auf die rechtzeitige Anpassung der Schätzwerte gegenüber den von EPTRA berichteten LTV-Werten.
- Bei all diesen Unterschieden bewegen sich die berichteten Beleihungsquoten doch in dem engen Spektrum von 40-45% für REITs (EPRA-Zahlen) und von 20-25% für private Immobilienfonds (INREV-Zahlen).
- In beiden Fällen liegen die berichteten LTVs deutlich unter den Rekordniveaus von 2008-2009. Sie bestätigen damit unsere vorstehenden Zahlen zu LTVs für Akquisitionen.
- Zum Schluss ergänzen wir unsere AEW-internen LTV-Daten auf Einzelkreditenebene, die lediglich die Passivseite der Kreditvergabe abbilden und daher höher sind als die anderen Reihen. Sie zeigen einen volatileren Trend zwischen 52% und 60% in den letzten 10 Jahren.

## 5-JAHRES-SWAPSÄTZE TREIBEN ALL-IN ZINSSÄTZE NACH OBEN

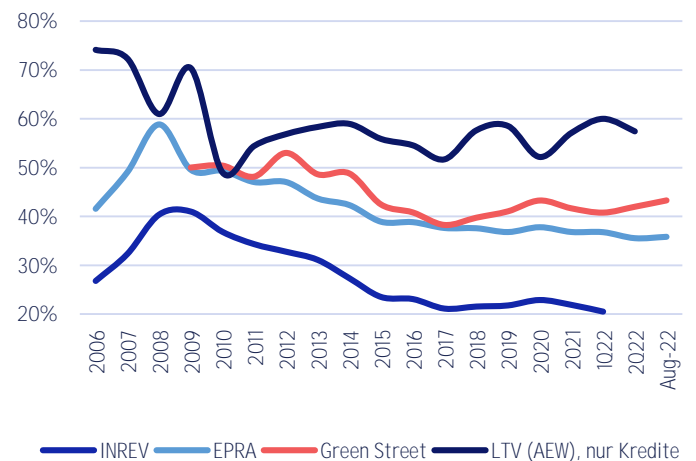
- Aufgrund der anhaltend hohen Inflationsrate haben die Zentralbanken Ende 2021 begonnen, ihre Leitzinsen zu erhöhen. Dies hat zu weiteren Aufwärtstrends bei anderen Zinsen geführt.
- Seit Ende 2021 stiegen die 5-Jahres-Swapsätze sowohl beim 3-Monats-SONIA (UK) als auch beim Euribor deutlich um 2,2% bzw. 1,9%.
- Zusammen mit steigenden Kreditmargen hat dies zu einer Erhöhung der All-in-Zinssätze um 250 bis 260 Basispunkte geführt. In der Folge erreichten beide Sätze mit 5,5% (UK) bzw. 3,7% (Europa) Rekordhöhen.
- Diese Erhöhungen haben nach unserer Einschätzung verschiedene Konsequenzen:
- Weniger Investoren werden diese teurere Fremdfinanzierung für Neuerwerbungen in Anspruch nehmen, da sie auf diesem Niveau nicht mehr rentabel ist.
- Werden fremdfinanzierte Käufer über den Preis verdrängt, könnten die Investitionsvolumen zurückgehen; zudem dürften die Anfangsrenditen sinken.
- Bei der Refinanzierung bestehender Kredite zu diesen höheren Zinssätzen könnte es zu Problemen mit dem Zinsdeckungsgrad (ICR) / Schuldendienstdeckungsgrad (DSCR) kommen.
- Der Abwärtsdruck auf die Preise könnte sich auf den Beleihungswert auswirken und für Kreditgeber die LTV-Hürden für neue Kreditaufnahmen und Refinanzierungen beeinflussen.

Jährliche Kreditvergabe für Akquisitionen (in Mio. EUR) mit marktweiter Beleihungsquote.



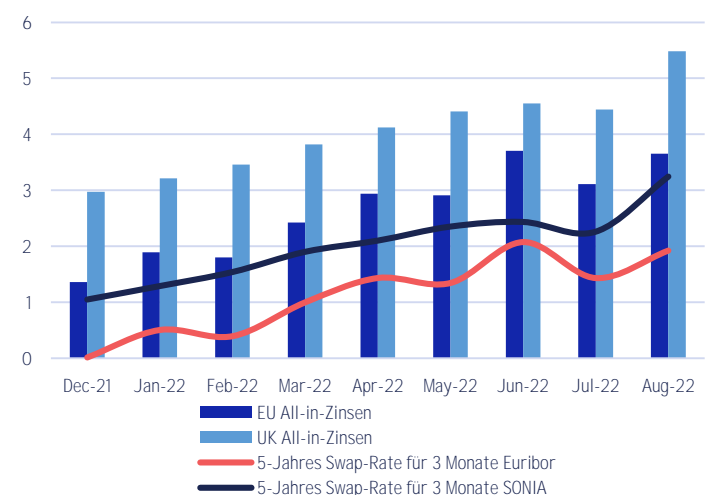
Quellen: RCA, CBRE, AEW & Research

Berichtete durchschnittliche LTV & AEW-LTV nur für Kredite (rechts)



Quellen: Green Street, INREV & EPRA

Neue Trends bei den All-in-Fremdkapitalkosten und 5-Jahres-Swapsätze, UK und Kontinentaleuropa (in % per annum)



Quellen: AEW Research & Strategy, Chatham Financial, CBRE

## POSTPANDEMISCHE KREDITE ZU HÖHEREN ZINSEN & NIEDRIGEN LTVS

- Wir haben unsere granulare Datenbank zu Einzelkrediten mit weiteren 100 Datensätzen zu den seit August 2021 vergebenen Krediten aktualisiert und unseren Datenbestand damit auf nahezu 1.350 Kredite aus unseren drei Quellen - AEW-Kredit- und Finanzierungs-Plattformen, RCA/MSCI und REC - aufgestockt.
- Auch hier reichen unsere Daten bis 2003 zurück. Wir gehen davon aus, dass sie etwa 10% der Kreditvergaben für Akquisitionen seit 2010 abdecken.
- Für diese und folgende Grafiken definieren wir den vorpandemischen Zeitraum als Zeitraum von 2003 bis zum 1. Quartal 2020, die Pandemiezeit als Zeitraum vom 2. Quartal 2020 bis zum 4. Quartal 2021 und den postpandemischen Zeitraum als den Zeitraum seit 2022. Der postpandemische Zeitraum fällt zeitlich mit der russischen Invasion der Ukraine zusammen.
- Unser Streudiagramm zeigt, dass die postpandemischen Kredite (gelb) weiterhin in der niedrigeren LTV-Kategorie angesiedelt sind. Im Vergleich zu Krediten, die in der Pandemiezeit (rot) vergeben wurden, sind die Zinsen allerdings höher.
- Auch hier können wir wieder die Auswirkungen externer Marktshocks, wie die jüngste Erhöhung der 5-Jahres-Swapsätze, anhand unserer granularen Ausleihdaten zu Einzelkrediten genauer untersuchen.
- Sie ermöglichen auch einen Vergleich mit neuen Daten aus anderen Quellen, wie Green Street und Chatham Financial.

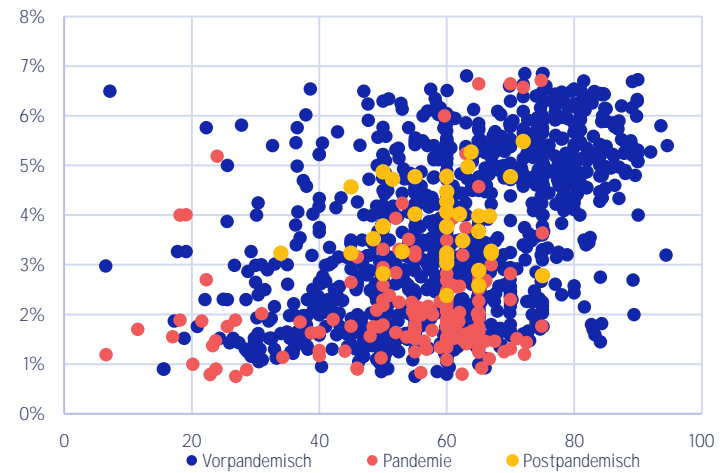
## ALL-IN-ZINSSÄTZE AUF HÖCHSTEM NIVEAU SEIT 8 JAHREN

- Aufgrund der außerordentlichen Erhöhung der Fünf-Jahres-Swapsätze, erreichten die Zinsen Mitte 2022 mit 3,8% den höchsten Stand seit 2013.
- Laut unserer granularen Daten zu Einzelkrediten (Loan-by-Loan) wiesen die Margen seit Jahresbeginn 2022 einen leichten Rückgang von 270 Basispunkten (2021) auf durchschnittlich 240 Basispunkte auf.
- Die durchschnittliche Erhöhung der All-in-Zinssätze um 1,1% zwischen 2021 und 2022 hat die Kreditfinanzierung für die meisten fremdfinanzierten Anleger unrentabel gemacht.
- Da die Spitzenimmobilienrenditen weniger stark gestiegen sind als die All-in-Fremdkapitalkosten, ist anzunehmen, dass die meisten fremdfinanzierten Anleger bis auf eine weitere Neubewertung von Immobilien von weiteren Akquisitionen absehen.
- Die reduzierte Zahl der (fremdfinanzierten) aktiven Investoren am Markt könnte die Ankaufsrenditen noch weiter schwächen.

## ERHÖHUNG DER ALL-IN-ZINSSÄTZE AN ALLEN GROSSEN MÄRKTEN

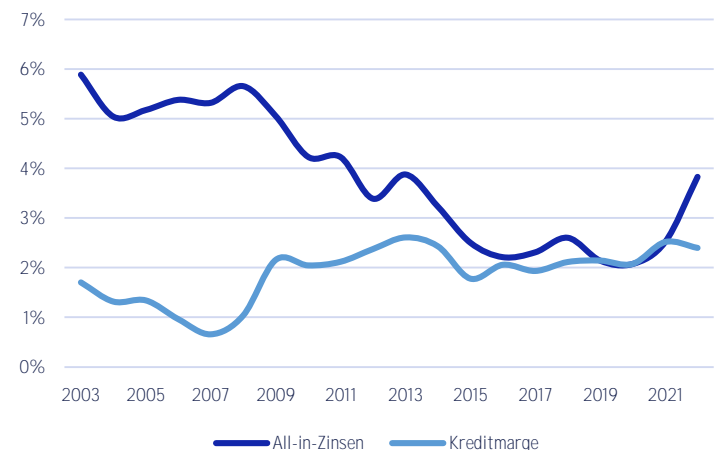
- Unsere granularen Daten bestätigen die bereits aufgezeigten Trends übereinstimmender europäischer All-in-Zinssätze an allen großen inländischen Märkten.
- In Frankreich sind die All-in-Zinssätze seit 2021 um beachtliche 200 Basispunkte gestiegen. Mit 4,3% haben sie ein 10-Jahres-Allzeithoch erreicht.
- Die deutschen All-in-Zinssätze stiegen 2022 um moderatere 70 Basispunkte seit Jahresende 2021 und liegen damit auf ihrem höchsten Stand seit 2012.
- Unsere internen UK-Kreditdaten können aufgrund unzureichender qualifizierter Beobachtungen bisher nicht für eine Schätzung der durchschnittlichen All-in-Zinssätze für 2022 herangezogen werden. Grund hierfür ist vor allem die Konzentration unseres Kreditgeschäfts auf Nicht-UK-Märkte.

All-in-Zinssätze und tatsächliche LTVs auf Einzelkreditebene 2003-2022



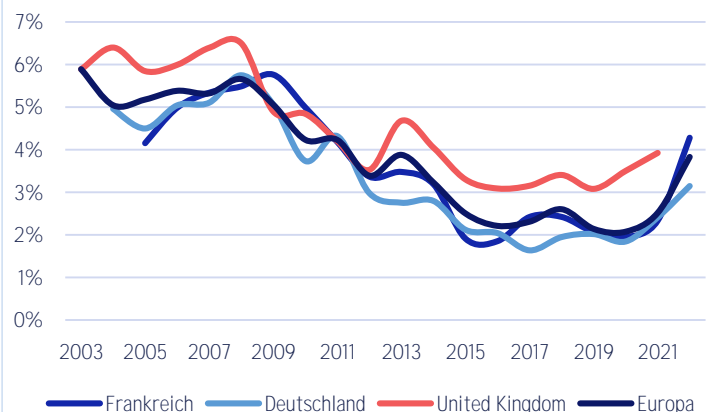
Quellen: RCA/MSCI, REC & AEW Research & Strategy

Durchschnittliche europäische CRE-Kreditmargen & All-in-Zinssätze



Quellen: RCA, REC, AEW Research & Strategy

All-in-Zinssätze nach Land

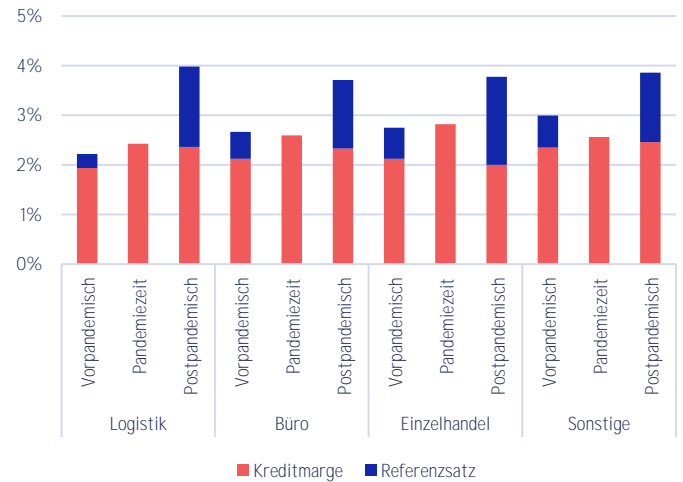


Quellen: RCA, REC, AEW Research & Strategy

### ZINSERHÖHUNGEN NACH DER PANDEMIE DURCH SWAPSÄTZE BEFÖRDERT

- Unsere Aufschlüsselung nach Sektoren zeigt deutlich die Auswirkungen des erhöhten 5-Jahres-Swapzinssatzes und dessen durchweg dramatische Folgen für die All-in-Zinssätze.
- Infolgedessen erreichen die All-in-Zinssätze in allen europäischen Immobiliensektoren Post-GFK-Rekordwerte.
- Unsere Daten zeigen zudem, dass die Margen im Einzelhandel und im Bürosektor im postpandemischen Zeitraum leicht rückläufig waren (1. Halbjahr 2022).
- Gleichzeitig werden für Kredite im Logistiksektor die höchsten Durchschnittsmargen verzeichnet. Ein möglicher Grund dürfte die Sorge der Kreditgeber angesichts der Ankündigung von Amazon vom April sein, keine weiteren Flächen zu benötigen - aus unserer Sicht eine Überreaktion, wenn man allein den europäischen Markt betrachtet.

Kreditmargen nach Immobilientyp für vor-, postpandemische und Pandemie-Zeiten

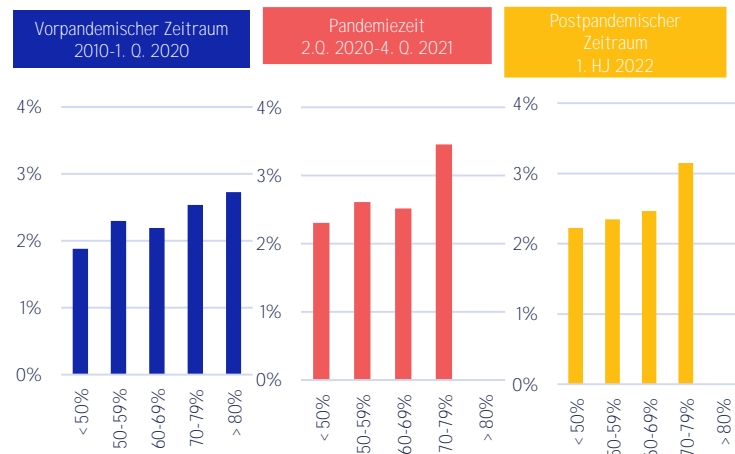


Quellen: RCA, REC & AEW Research

### POSTPANDEMISCH HOHE LTV-KREDITMARGEN BLEIBEN WEITERHIN HOCH

- Unsere jüngsten Daten zeigen deutlich, dass sich die Kreditmargen der einzelnen LTV-Buckets gegenüber der Pandemiezeit nicht wesentlich verändert haben.
- Seit Beginn der Pandemie lagen die LTVs nicht über 80%.
- Die Margen für Kredite mit LTVs zwischen 70 und 79% liegen bei 3,1% und damit 60 Basispunkte über dem vorpandemischen Zeitraum.
- Für niedrige Kredite und Kredite mit einem LTV von unter 50% blieben die Margen im Zeitraum hingegen weitgehend unverändert.
- Beide Datenpunkte stimmen überein und bestätigen, dass die Kreditgeber im postpandemischen Zeitraum ihre "risikoscheue" Haltung während der Pandemie beibehalten haben.
- Im postpandemischen Zeitraum größerer Ungewissheit rund um Inflation, Basiszinssätze und eine mögliche Rezession ist dies eine umsichtige Herangehensweise.

Kreditmarge nach LTV-Bucket für den vor- vs. postpandemischen Zeitraum

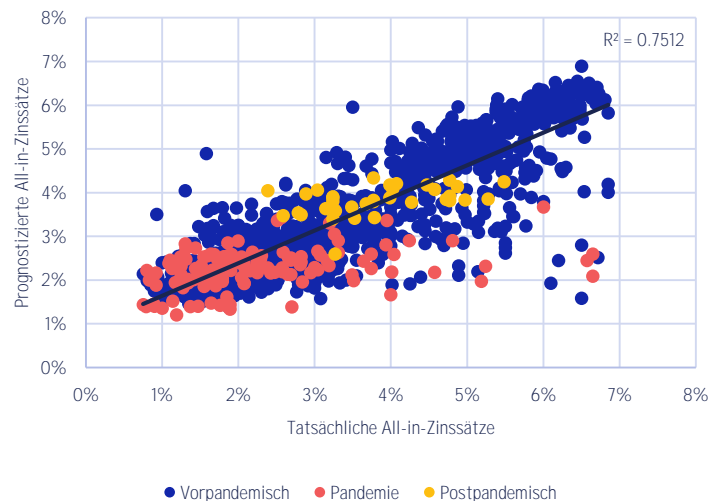


Quellen: RCA, REC, AEW Research & Strategy

### QUANTIFIZIERUNG DER KREDITKOSTEN DURCH GRANULARE DATEN

- Wie in unseren beiden vorhergehenden Reports zum europäischen Kreditmarkt haben wir unser Modell zur Prognose der All-in-Zinssätze auf der Basis von Schlüsselvariablen für die Kreditbewertung, wie LTV, Ausgabejahr, Immobiliensektor und Sicherheiten-Standort, aktualisiert.
- Im Vergleich zu unseren Ergebnissen von 2020 und 2021 fällt auf, dass die Aussagekraft unseres Modells nach wie vor bei einem R<sup>2</sup> von 75% liegt.
- Die postpandemischen Kredite in orange zeigen eine gute Anpassungsgüte und weniger Ausreißer als in der Pandemiezeit (rot) und im vorpandemischen Zeitraum (blau).
- Es ist beruhigend, dass sich die robuste Prognosequalität unseres Modells in Zeiten postpandemischer Verunsicherung im Zusammenhang mit geopolitischen Risiken, der Geldpolitik und makroökonomischen Unsicherheiten bestätigt.

Tatsächliche vs. prognostizierte All-in-Zinssätze (CRE)



Quellen: RCA, REC, AEW Research & Strategy

## GREEN STREET AUF GESICHERTER & UNGESICHERTER RENDITESPUR

- Die historischen Daten von Green Street ermöglichen einen interessanten Vergleich zwischen den Kosten (Rendite bei Fälligkeit) für zwei der Hauptfinanzierungsquellen europäischer und UK REITs.
- Der erkennbare Renditevorsprung von REITs beim Einsatz unbesicherter Anleihen wird durch die Tatsache verzerrt, dass die meisten ungesicherten REIT-Anleihen in Pfund von REITs mit Sitz im UK ausgegeben werden, wo die Anleiherenditen höher waren.
- Tatsächlich lag die durchschnittliche Differenz zwischen ungesicherten Anleihen und gesicherten Anleihen von 2014 bis Ende des Jahres 2021 bei 100 - 150 Basispunkten.
- Zum Teil lässt sich dies auf das von der BoE eingeleitete aktivere EZB-Programm zur quantitativen Lockerung (QE-Programm) zurückführen.
- Das Programm ermöglichte der EZB den Kauf von REIT-Unternehmensanleihen bei Ausgabe und drückte Unternehmens- und Staatsanleiherenditen in der Eurozone auf historische Tiefstände.
- Aufgrund der anhaltenden, rekordhohen Inflation sahen sich die Zentralbanken in jüngster Zeit gezwungen, die Leitzinsen zu erhöhen und ihre QE-Programme auszusetzen oder gar rückgängig zu machen, was zu einer Ausweitung der Anleiherenditen geführt hat.

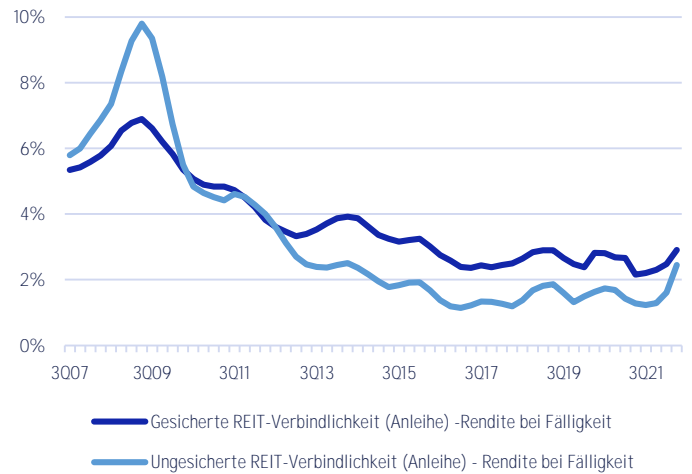
## UNGESICHERTE ANLEIHEN MIT HÖHEREN RENDITEN ALS GESICHERTE ANLEIHEN

- Betrachten wir die jüngsten Quartalsdaten, wird deutlich, dass der Anleihemarkt auf die aktuellen makroökonomischen Sorgen reagiert hat.
- Die hohe Korrelation zwischen Renditen für gesicherte und ungesicherte Anleihen beruht weitgehend auf dem Green Street-Ansatz, da die Quartalsrenditen auf der Preispolitik am Sekundärleihemarkt basieren.
- Das heißt, es handelt sich um eine Spotmarktpreis-Rendite auf börsennotierte gesicherte und ungesicherte REIT-Anleihen. Hierzu gehören nicht nur Renditen auf Anleihen aus der Erstemission in dem betreffenden Quartal.
- Die Renditeausweitung bei ungesicherten Anleihen im Laufe der letzten zwei Quartale hat deren Renditen erstmals seit 10 Jahren über die gesicherten Anleihe-Renditen getrieben.
- An einem normal funktionierenden Markt, an dem die Zentralbanken weniger aktive Anleger sind, würden wir bei vergleichbaren Fremdkapitalanteilen erwarten, dass gesicherte Anleihen niedrigere Renditen erzielen als ungesicherte Anleihen, da sie in der Zahlungsrangfolge erstrangig sind.

## HOHE KORRELATION ZWISCHEN PRIVATEN SCHULDEN UND STAATSSCHULDEN

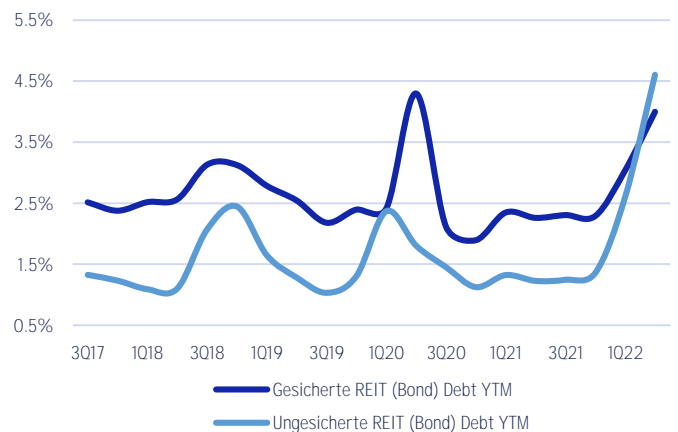
- Wir können die Green Street-Anleihedaten für einen Vergleich mit unseren AEW-internen Daten zum All-in-Zinsaufwand heranziehen.
- Wir vergleichen unsere hausinternen gesicherten All-in-Hypothekenzinsen mit ungesicherten REIT-Anleiherenditen.
- Grundsätzlich ist eine hohe Korrelation zwischen den beiden Datenreihen - insbesondere in den letzten sechs Quartalen - festzustellen.
- In diesem Fall weisen unsere AEW-internen Datenreihen zum All-in-Zinsaufwand eine geringere Volatilität auf als die Green Street-Daten.
- Unsere All-in-Zinssätze belegen die Auswirkungen der ersten Corona-Lockdowns im 2. und 3. Quartal 2020, allerdings in weit geringerem Maß als die Green Street-Daten, die eine unmittelbarere Reaktion im 1. Quartal 2020 zeigen.
- Der Einfluss des Ukraine-Kriegs im 2. Quartal 2022 zeigt sich in beiden Quellen in einem ähnlicheren Anstieg, der hauptsächlich auf die Erhöhung des 5-Jahres-Swapsatzes in dem Zeitraum zurückzuführen ist.
- Die QE-Politik der Zentralbanken hat die Anleiherenditen auf niedrigerem Niveau gehalten als gesicherte Hypothekenkredite, die nicht Bestandteil der Ankaufprogramme waren.

Rendite bei Fälligkeit auf europäische REIT-Anleihen, Durchschnitt der vergangenen 4 Quartale



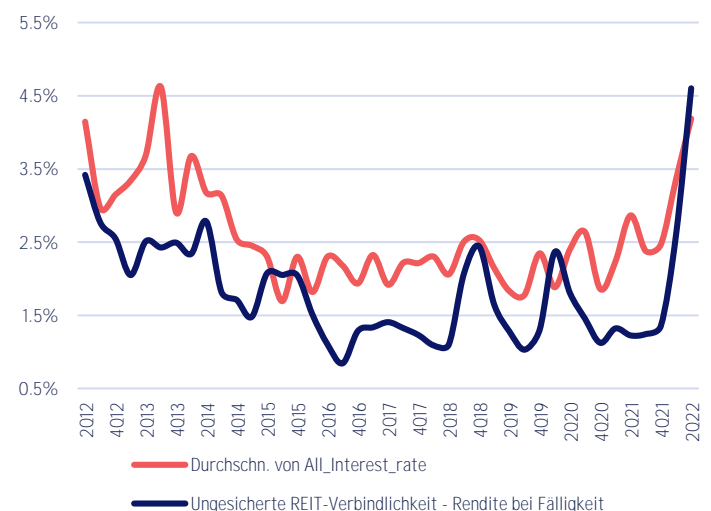
Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street

Fälligkeitsrenditen auf europäische REIT-Anleihen



Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street

All-in-Zinsen (AEW) vs. Rendite bei Fälligkeit auf unbesicherte REIT-Anleihen (Green Street)



Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street

## CHATHAM-MARGEN ZEIGEN AUSWIRKUNGEN VON CORONA-KRISE & UKRAINE-KRIEG

- Die historischen Quartalsdaten von Chatham Financial zeigen, dass sich die CRE-Kreditmargen an den nordeuropäischen Märkten (Frankreich, Deutschland & Niederlande) in den letzten drei Jahren in dem engen Spektrum von 120 bis 170 Basispunkten bewegt haben.
- Die Chatham Financial-Daten stützen sich auf Kreditvergabeunterlagen auf Basis ihrer Kredit- und Hedging-Beratungsgeschäfte und Filter für erstrangige Kredite mit LTVs von rund 50%.
- Bemerkenswert ist, dass die Kreditmargen im Bürosektor im Zeitraum durchweg 15-20 Basispunkte über den Kreditmargen im Logistik- und im Wohnimmobiliensektor liegen.
- Die Kreditmargenausweitung von 30 Basispunkten im 1. Quartal 2020 ist unmittelbar auf die Corona-Lockdowns in allen drei Sektoren zurückzuführen.
- Nach diesem anfänglichen Schock bewegen sich die Margen in den beiden Folgejahren wieder auf den Vorkrisen-Niveaus vom 4. Quartal 2019.
- Die Auswirkungen der russischen Invasion in die Ukraine im 1. Quartal 2022 hat in den letzten beiden Quartalen zu einer sektorenweiten Ausweitung der Kreditmargen um 25 Basispunkte geführt.

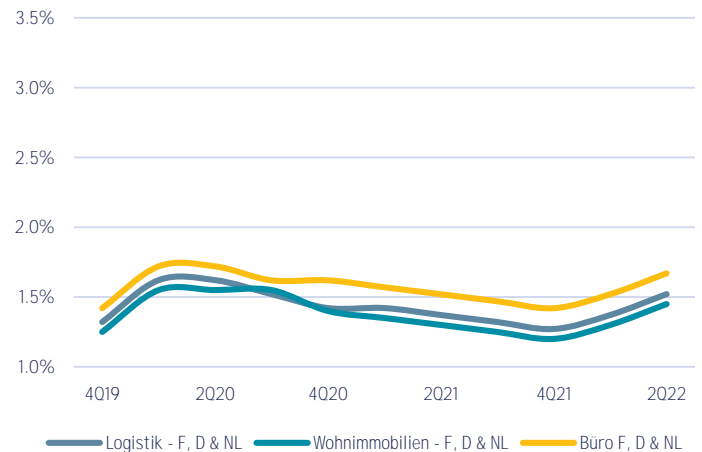
## HÖHERE KREDITMARGEN IN DER UK, INSBESONDERE IM WOHNIMMOBILIENSEKTOR

- Betrachten wir als nächstes die historischen Quartalsdaten allein für das UK, stellen wir einige interessante Ähnlichkeiten und Unterschiede fest.
- Erstens liegen die Margen für Büro- und Logistikflächen im UK 35-40 Basispunkte über den nordeuropäischen Durchschnittswerten. Ein Grund hierfür könnten die höheren Finanzierungskosten der UK-Banken gegenüber europäischen Banken sein.
- Zweitens liegen die Kreditmargen für Wohnimmobilienprojekte mehr als 100 Basispunkte über den nordeuropäischen Durchschnittswerten, was durch den höheren Anteil der Entwicklungskredite in der UK-Stichprobe erklärt werden kann.
- Die Ähnlichkeiten zwischen der UK und Nordeuropa ergeben sich aus dem Zeitpunkt der Margenveränderungen über den verfügbaren Zeitraum, im dem die Corona-Krise und der Ukraine-Krieg die Margen beeinflusst.

## MEHR VOLATILITÄT BEI HAUSINTERNEN DATEN

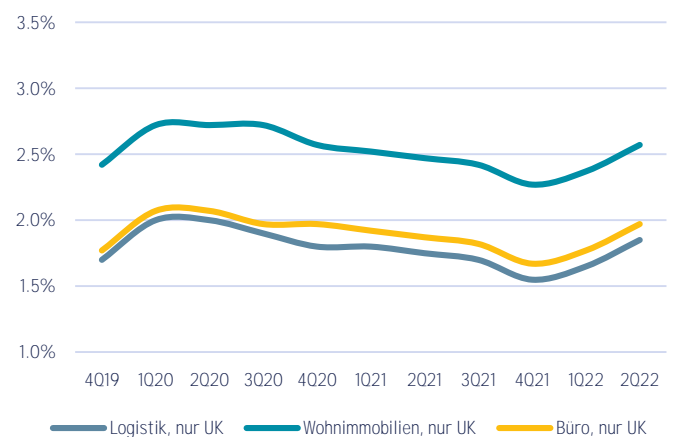
- Die Chatham Financial-Kreditmargendaten erlauben auch einen Vergleich mit unseren AEW-internen Kreditmargendaten.
- Am besten geeignet für einen solchen Vergleich in allen Sektoren ist das Nordeuropa-Segment, in dem beide Quellen hinreichend große Stichproben erheben.
- Unsere AEW-Kreditmargendaten weisen ein volatileres und extremeres Muster auf als die Chatham-Daten.
- Wie bei Chatham zeigen unsere Margen die Auswirkungen der ersten Corona-Lockdowns im 1. Quartal 2020 und der Ukraine-Krise im 2. Quartal 2022.
- Den größten Anstieg verzeichnen die AEW-Margen allerdings im 2. Quartal 2021, was den zweiten Corona-Lockdowns geschuldet sein dürfte. Die Chatham Financial-Daten registrieren einen abschwächenden Trend und keine Ausweitung.
- Diese Unterschiede sind mit großer Sicherheit auf die Belastbarkeit der zugrundeliegenden Datensätze zurückzuführen. Unsere AEW-Daten für die zu Vergleichszwecken ausgewählte Untergruppe zählen knapp über 40 Kredite in den letzten sechs Quartalen.
- Unsere begrenzten Datenpunkte dürften für einige Aufregung sorgen, wenn sie auf Quartalsbasis verglichen werden und damit die Notwendigkeit einer branchenweiten Datenquelle zu Einzelkrediten zur Zusammenführung dieser Daten deutlich wird.

Kreditmargen in Nordeuropa (Frankreich, Deutschland & Niederlande) nach Immobiliensektor



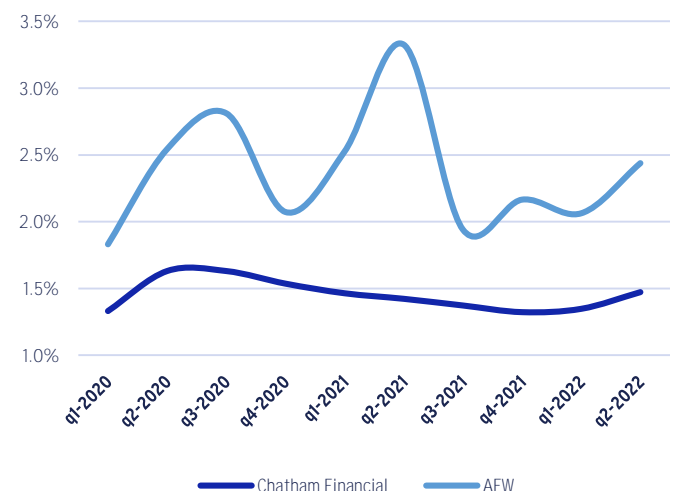
Quellen: AEW Research, Chatham Financial

Kreditmargen nur im UK nach Immobiliensektor



Quellen: AEW Research, Chatham Financial

Kreditmargen (Quartalsdurchschnitt) in allen Immobiliensektoren (ohne Einzelhandel) Nordeuropas (FR, DE & NL)



Quellen: AEW Research & Strategy, Chatham Financial

CREFC EUROPE-UMFRAGE ZUM MARKTKLIMA

- Die historischen Trenddaten von CREFC Europe (der Handelsverband für Immobilienfinanzierung) zeigen, dass mit Beginn der Corona-Lockdowns im 2. Quartal 2020 mit einem Anstieg der Kreditmargen gerechnet wurde.
- Ein ähnlicher Anstieg der Kreditmargenerwartungen als Reaktion auf die anhaltende Ukraine-Krise, die auf Rekordhöhe gestiegene Inflation und die jüngsten Basiszinserhöhungen der Zentralbank geht auch aus den aktuellen Antworten der vierteljährlichen Umfrage hervor.
- Bei einer weiteren Verschlechterung des makroökonomischen Ausblicks mit möglichen Stromausfällen und Rationierung in den kommenden Wintern ist mit einer weiteren Margenausweitung zu rechnen.
- Nach Einbeziehung zusätzlicher Daten zu den erwarteten Kreditkonditionen stellen wir einen deutlichen Zusammenhang mit den Margen-Perspektiven fest. Steigen die Margenerwartungen, werden die Kreditkonditionen in geringerem Maß verschärft.
- All diese Beobachtungen sind das Ergebnis einer Umfrage unter 60-80 kreditgebenden Banken, Versicherern, Rentenfonds, Kreditgebern und Beratern in ganz Europa, einschließlich dem UK.
- Bitte beachten Sie, dass der veröffentlichte CREFC LTV Sentiment Index durch die Gewichtung der Antworten der Umfrageteilnehmer zu den LTV-Erwartungen - deutlich oder moderat höher oder niedriger - berechnet wird.

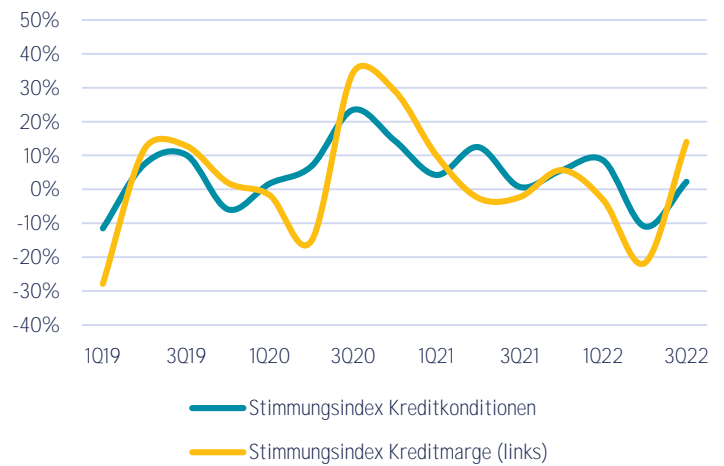
NEGATIVE KORRELATION ZWISCHEN LTV- & MARGENSTIMMUNG

- Diese Logik des europäischen Kreditmarkts bestätigt sich zusätzlich, wenn wir diese Stimmungsdaten zu Kreditmargen mit den Umfrageergebnissen zur Entwicklung der Beleihungsquoten vergleichen.
- LTV- und Kreditmargen-Stimmung korrelieren negativ. Das heißt, agieren die Kreditgeber vorsichtiger, sinken die Beleihungsquoten und steigen die Margen.
- Dies war eindeutig die Reaktion auf die Corona-Lockdowns im 2. Quartal 2020, aber auch in jüngerer Zeit im 3. Quartal 2022.
- Mit einer weiteren Ausweitung der Margen und einem weiteren Rückgang der Beleihungsquoten ist also zu rechnen, wenn die EBZ der Bank of England folgt und eine Rezession vorhersagt sowie die Leitzinsen zur Bekämpfung der Inflation weiter erhöht.

STIMMUNG SIGNALISIERTE RÜCKLÄUFIGE LTVs

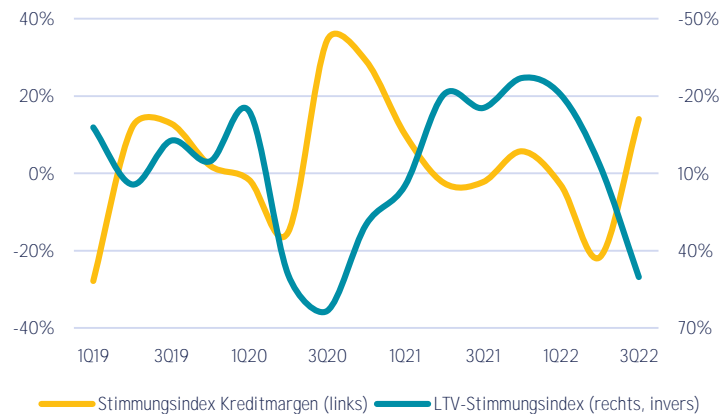
- Anhand der CREFC Europe-Klimaumfrage können wir unsere hausinternen Daten zu Einzelkrediten für Europa ohne das UK in allen Immobiliensektoren näher analysieren.
- Die hohe Korrelation zwischen dem Stimmungswandel bei LTVs der CREFC-Umfrage und den tatsächlich verzeichneten Kredit-Beleihungsquoten ist bemerkenswert.
- Der Stimmungswandel bei LTVs im Zusammenhang mit der Corona-Krise im 2. und 3. Quartal 2020 zeigt sich mit zeitlicher Verzögerung in dem tatsächlichen LTV-Rückgang von 60% auf 45% im 4. Quartal 2020.
- Die Ergebnisse des jüngsten Stimmungswandels bei LTVs im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise im 3. Quartal 2022 (vergleichbar mit den Corona-Auswirkungen im 2. Quartal 2020) könnten einen ähnlichen Rückgang bei den tatsächlichen LTVs im zweiten Halbjahr 2022 auf 45 - 50% bewirken.
- Senken die Kreditgeber ihre tatsächlichen LTVs entsprechend den Schlussfolgerungen der CREFC-Klimaumfrage, könnte dies in den Folgejahren zu erheblichen Refinanzierungsproblemen führen, wenn die Kredite in den nächsten drei Jahren fällig werden.
- Wir hatten auf diese Problematik in unserem Sept-20-Kreditmarkt-Report hingewiesen und können sie heute präzisieren, da einige Banken unter den aktuellen Marktbedingungen nicht mehr tätig sind.

Stimmungswandel bei Kreditmargen & Kreditkonditionen



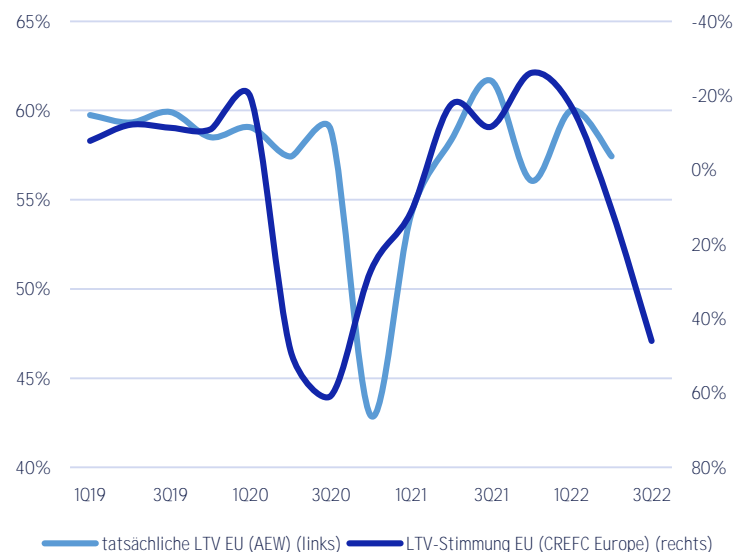
Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Kreditmargen-Stimmungsindex vs. Beleihungsquoten-Stimmungsindex



Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Tatsächliche LTV (AEW) vs. LTV-Stimmung (CREFC EU) (ohne UK)



Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Anmerkung: Der veröffentlichte CREFC LTV Sentiment Index wird berechnet, indem die LTV-Erwartungen der Umfrageteilnehmer gewichtet werden - deutlich oder moderat höher oder niedriger

## BELEIHUNGSWERTE STELLEN HERAUSFORDERUNG FÜR DIE REFINANZIERUNG DAR

- Betrachten wir die Refinanzierung von ab 2023 fällig werdenden Krediten, muss in einem ersten Schritt geprüft werden, wie sich die zugrundeliegenden Beleihungswerte seit Kreditvergabe entwickelt haben.
- Aus unserer bisherigen Arbeit wissen wir, dass die europäischen Kreditlaufzeiten mit 3 bis 7 Jahren kein Standard sind. Dies führt uns zu der Annahme, dass die durchschnittliche Kreditlaufzeit 5 Jahre beträgt.
- 2023 fällig werdende Kredite wurden demzufolge 2018 vergeben. Auf dieser Grundlage können wir die Kapitalwerte für einige der größten Sektoren im UK, in Frankreich und Deutschland bewerten. Der Einfachheit halber beschränken wir uns auf diese drei Länder.
- Erwartungsgemäß ist im Einzelhandel seit 2018 der dramatischste Einbruch der Kapitalwerte zu verzeichnen. Bis 2023 wird er im UK bei -50%, in Deutschland bei -30% und in Frankreich bei -23% liegen. Andere Sektoren verzeichnen seit 2018 verschiedene Kapitalwertsteigerungen.
- Um die Kreditjahrgänge 2019 und 2020 bewerten zu können, beziehen wir die Jahre nach 2023 ein, für die 2024 bzw. 2025 eine Refinanzierung erforderlich wird.

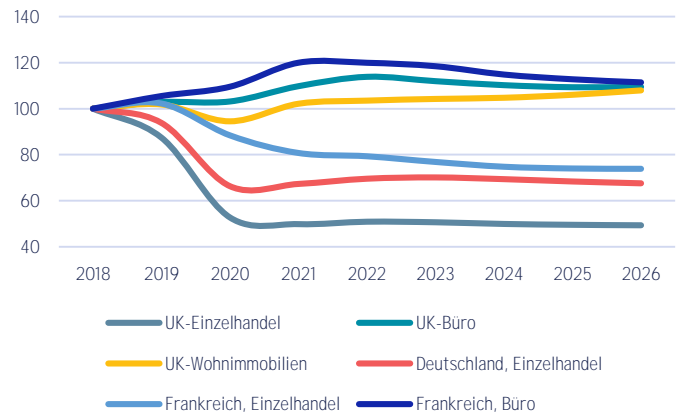
## REFINANZIERUNG DER LTVS VERSTÄRKT DAS PROBLEM

- Neben einem Rückgang des Beleihungswerts, besteht zudem die Gefahr, dass die Kreditgeber nicht zur Refinanzierung des Kredits mit der ursprünglichen Beleihungsquote bereit sind.
- In der Tat zeigen die CREFC-Umfrageergebnisse zur LTV-Stimmung, dass die (Haupt-)Kreditgeber ihre tatsächlichen Beleihungsquoten voraussichtlich auf 45-50% senken werden. Wir gehen in unserer Analyse daher von einer Refinanzierungs-LTV von 50% aus.
- Als Beispiel geben wir unsere Schätzung der Schuldenfinanzierungslücke (SFL) für alle durch UK-Einzelhandel gesicherten Kredite in 2018, wie folgt an:
  - Die Investitionsvolumen werden um nicht fremdfinanzierte Transaktionen bereinigt (17% des Investitionsvolumens im UK-Einzelhandel 2018).
  - Die durchschnittlichen LTVs für den Markt im Jahr 2018 (60% für den UK-Einzelhandel laut hausinterner Daten) wird beim Kauf angesetzt.
  - Die Prognose für den 5-Jahres-Kapitalwert im UK-Einzelhandelssektor geht von einem Wertverlust von -50% zwischen 2018 und 2023 aus.
  - Das neue Anleihevolumen wird mit einem LTV von 50% vom neuen Wert geschätzt.
  - Zur Vermeidung von Kreditausfällen wird zusätzliches Kapital (oder nachrangige Darlehen) benötigt. Wir haben dies rot als die Schuldenfinanzierungslücke gekennzeichnet.

## SCHULDENFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2023-25 MIT 24 MRD. EUR BEZIFFERT

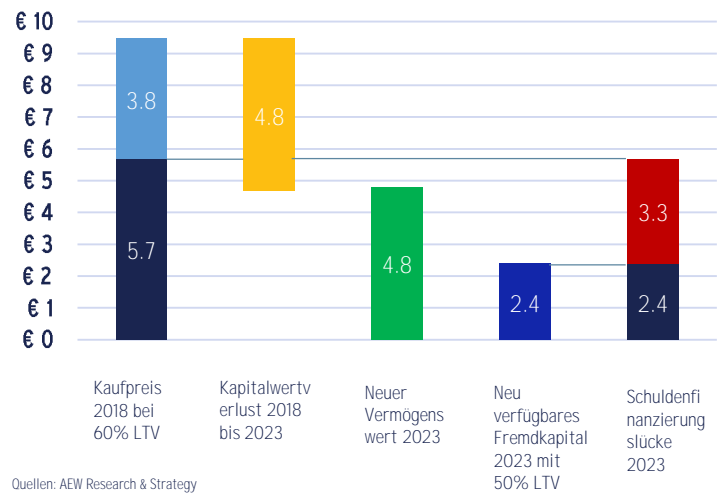
- Auf der Grundlage des oben beschriebenen fünfstufigen Ansatzes für jedes der fünf betroffenen Segmente gehen wir in den nächsten drei Jahren von einer SFL von 24,2 Mrd. EUR aus.
- Mehr als die Hälfte dieser Finanzierungslücke ergibt sich aus Immobilienschulden im UK (12,8 Mrd. EUR), gefolgt von Deutschland (6,2 Mrd. EUR) und Frankreich (5,1 Mrd. EUR).
- Auf den Einzelhandel entfallen in allen Sektoren nahezu 60% der SFL (14,3 Mrd. EUR), gefolgt vom Bürosektor mit 8 Mrd. EUR und dem Wohnimmobiliensektor mit 1,9 Mrd. EUR.
- In relativen Zahlen bildet die Schuldenfinanzierungslücke von 24,2 Mrd. EUR nahezu 9% der historischen Investitionsvolumen der vergangenen drei Jahre in den betroffenen Marktsegmenten.
- Laut unseren aktuellen Schätzungen liegt die SFL bei Gewerbeimmobilien im UK im Zeitraum 2023-2025 bei rund 77 Mrd. €. Damit bleibt sie deutlich unter unserer früheren Prognose vom September 2020 von 30 Mrd. €. Auch dieser Betrag liegt weit unter den 70 Mrd. €, die nach der Globalen Finanzkrise beobachtet wurden.
- Der Grund für die kleinere SFL im Zeitraum 2020-2025 ist vor allem bei strengeren Bankvorschriften nach der Krise und konservativere Kauf-LTVs zu suchen. Zudem gehen wir davon aus, dass die Kapitalwertverluste im Vergleich zur GfK weniger gravierend sein werden.

Kapitalwert ausgewählter europäischer Immobilienmärkte (2018 - 100)



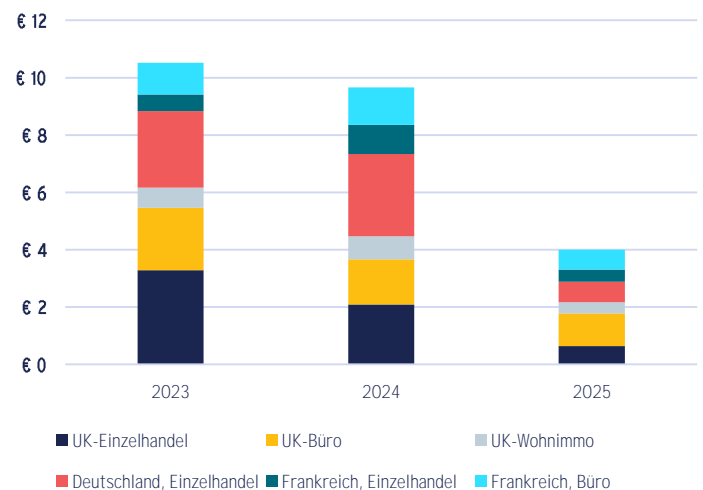
Quelle: AEW Research & Strategy

Stufenweise Bewertung der Schuldenfinanzierungslücke für alle durch UK-Einzelhandel gesicherten Kredite in 2018, in EUR Mrd. (dunkelblau = Schulden, hellblau = Eigenkapital, orange = Wertverlust, grün = Vermögenswert, rot = SFL)



Quellen: AEW Research & Strategy

Marktweite Schuldenfinanzierungslücke (SFL) an ausgewählten Märkten in EUR Mrd.



Quellen: AEW Research & Strategy



## NOTLEIDENDE KREDITE VORLÄUFIG WEITERHIN IM ABWÄRTSTREND

- Angesichts der jüngsten Zinserhöhungen und der sich infolge des Ukraine-Konflikts erneut abschwächenden Konjunkturerholung nach der Corona-Krise, müssen die potentiellen Probleme mit der Refinanzierung von Altkrediten betrachtet werden.
- Zur Bewertung des Risikos von erheblichen Notlagen traditioneller Immobilienkreditgeber sind die EBA-Daten zu notleidenden Krediten (NPL) hilfreich.
- Insgesamt ist europaweit durchweg ein deutlicher Rückgang bei den NPLs von Kreditnehmern aus dem Nicht-Finanzunternehmensbereich wie aus dem Gewerbeimmobilienbereich auf ein Niveau zwischen 2-5% zu beobachten.
- Diese historischen NPL-Daten sind selbstverständlich nicht zukunftsgerichtet und berücksichtigen nicht die Auswirkungen potentieller Kapitalwertveränderungen von Sicherheiten für in den nächsten Jahren fällige Kredite.
- Mit welchen NPLs wir es künftig auch zu tun haben werden, die nahezu vollständige Verwertung der während der GFK vergebenen Kredite ist ein positives Zeichen.
- Offenkundig verfügen Banken über die entsprechende Infrastruktur, um mit der kommenden Flut potentieller NPLs umgehen zu können.

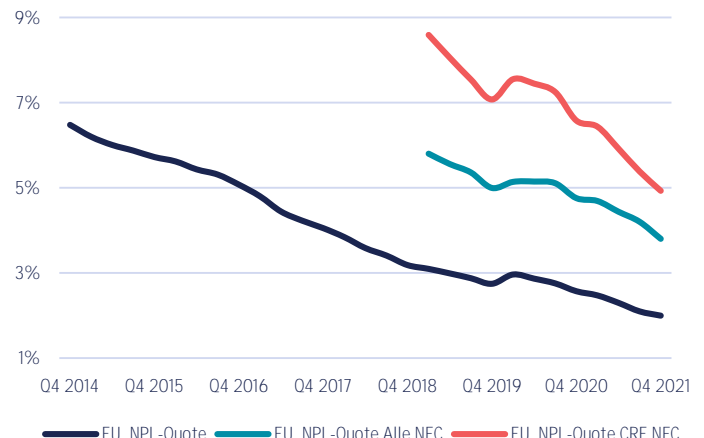
## NACH DER CORONAKRISE BEFÜRCHTETE NPL-SPITZE NOCH NICHT EINGETRETEN

- Zur weiteren Analyse der aktuellen Notlage im Immobilienkreditgeschäft betrachten wir die nationalen NPL-Quoten.
- Ungeachtet der Auswirkungen der Corona-Krise lag unsere europäische NPL-Quote (Sechs-Länder-Durchschnitt) am Jahresende 2021 auf dem rekordverdächtigen Tiefstand von 2,2%.
- Wir haben unlängst darauf hingewiesen, dass die Corona-Krise die Qualität von Bankkrediten, darunter auch mit Immobiliensicherheiten unterlegte Bankkredite, beeinträchtigen könnte.
- In ihrem April-22-Update gehen die NPL-Markt-Berater davon aus, dass die NPL-Quoten ihre historischen Höchststände bei weitem nicht überschreiten werden. Damit nehmen sie praktisch die Prognose von 2020 zurück.
- Vor diesem Hintergrund müssen die Banken möglicherweise noch nicht erneut in den Kreislauf von Rückstellungsaufstockungen, Abschreibungen, Veräußerung notleidender Kreditportfolios und Umschuldung bestehender Kredite eintreten.
- Diese NPL-Marktprognosen sind allerdings nicht immobilien-spezifisch. Das heißt, Probleme bei der Immobilien-Refinanzierung könnten aufgefangen werden, da andere Sektoren laut Prognose nicht in Notlage geraten dürften.

## BANKEN BESSER IN DER LAGE, VERLUSTE AUSZUGLEICHEN

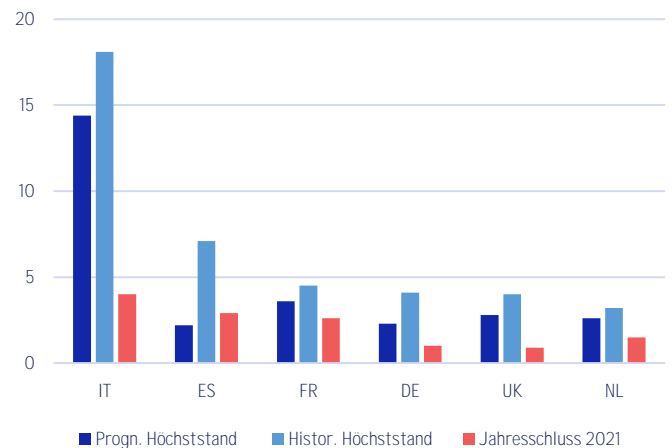
- Abschließend ist ein Blick auf die Fähigkeit europäischer Banken künftige Verluste auszugleichen hilfreich.
- Seit 2019 haben sich die Tier 1-Kapitalquoten aller europäischen Banken mit Ausnahme deutscher Banken deutlich verbessert.
- Damit bestätigt sich, dass die Banken heute besser in der Lage sind, Verluste auszugleichen, als vor der Corona-Pandemie.
- Die Kapitalreserven und die Rentabilität jeder einzelnen Bank werden sich darauf auswirken, in welchem Umfang und wie schnell sie Kreditabschreibungen vornehmen oder NPL-Portfolios mit Abschlägen verkaufen kann.
- Aufgrund der im Vergleich zur GFK insgesamt höheren Tier 1-Kapitalquoten, ist eine proaktivere und raschere Abschreibung notleidender Immobilienkredite zu erwarten.

## Historischer Trend der NPL-Quote (in % des gesamten Kreditportfolios)



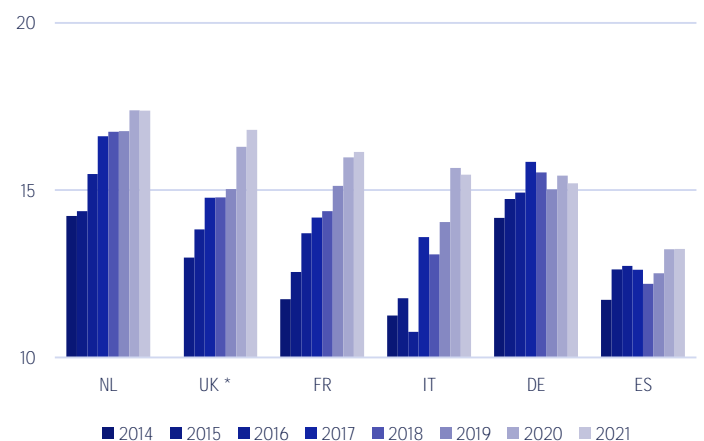
Quelle: EBA, JLL, AEW Research & Strategy

## Aktuelle europäische NPL-Quoten nach Land im Vergleich zum historischen und prognostizierten Höchststand.



Quellen: AEW Research & Strategy, NPL Markets

## Entwicklung der Tier 1-Kapitalquoten der Banken, ausgewählte Länder



Quellen: AEW, BoE & ECB (\* bitte beachten Sie, dass die BoE-Definition von der EZB-Definition abweichen kann)

## ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 87,7 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 30. Juni 2022). Mit über 800 Mitarbeitern und Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Hongkong bietet AEW eine breite Palette an Immobilienanlagen, darunter Poolfonds, Individualfonds und REITS über das gesamte Spektrum an Investmentstrategien. AEW ist die Real Estate Investment Management Plattform von Natixis Investment Managers, einem der weltweit größten Vermögensverwalter.

In Europa managed AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 39,7 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30. Juni 2022). AEW beschäftigt europaweit über 450 Mitarbeiter in zehn Büros und kann einen langen Track Record in der erfolgreichen Umsetzung von Core, Value Add und opportunistischen Investmentstrategien für seine Kunden vorweisen. Das Transaktionsvolumen (Käufe und Verkäufe in ganz Europa) der vergangenen fünf Jahren beläuft sich auf über 20 Milliarden Euro.

## KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



**HANS VRENSEN CFA, CRE**  
**Head of Research & Strategy**  
 Tel. +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



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



**ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA**  
**Associate**  
 Tel. +44 (0)78 8783 3872  
[alexey.zhukovskiy@eu.aew.com](mailto:alexey.zhukovskiy@eu.aew.com)



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



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



**ISMAIL MEJRI**  
**Data Analyst**  
 Tel. +33 (0)1 78 40 39 81  
[ismail.mejri@eu.aew.com](mailto:ismail.mejri@eu.aew.com)

## KONTAKT INVESTOR RELATIONS



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



**BIANCA KRAUS**  
**Executive Director**  
 Tel. +49 893 090 80 710  
[bianca.kraus@eu.aew.com](mailto:bianca.kraus@eu.aew.com)

**LONDON**  
 AEW  
 33 Jermyn Street  
 London, SW1Y 6DN  
 UK

**PARIS**  
 AEW  
 22 rue du Docteur Lancereaux  
 75008 Paris  
 FRANKREICH

**DÜSSELDORF**  
 AEW  
 Steinstraße, 1-3  
 D-40212 Düsseldorf  
 DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Investoren bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Investoren dar. Hierin beschriebene Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für alle Investoren geeignet. 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 können sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenem 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.

