

AEW RESEARCH | EUROPA

Jahresausblick 2023 Europa POSITIONIERUNG IN DER DISRUPTION

DECEMBER 2022

Jahresausblick 2023 Europa

DECEMBER 2022

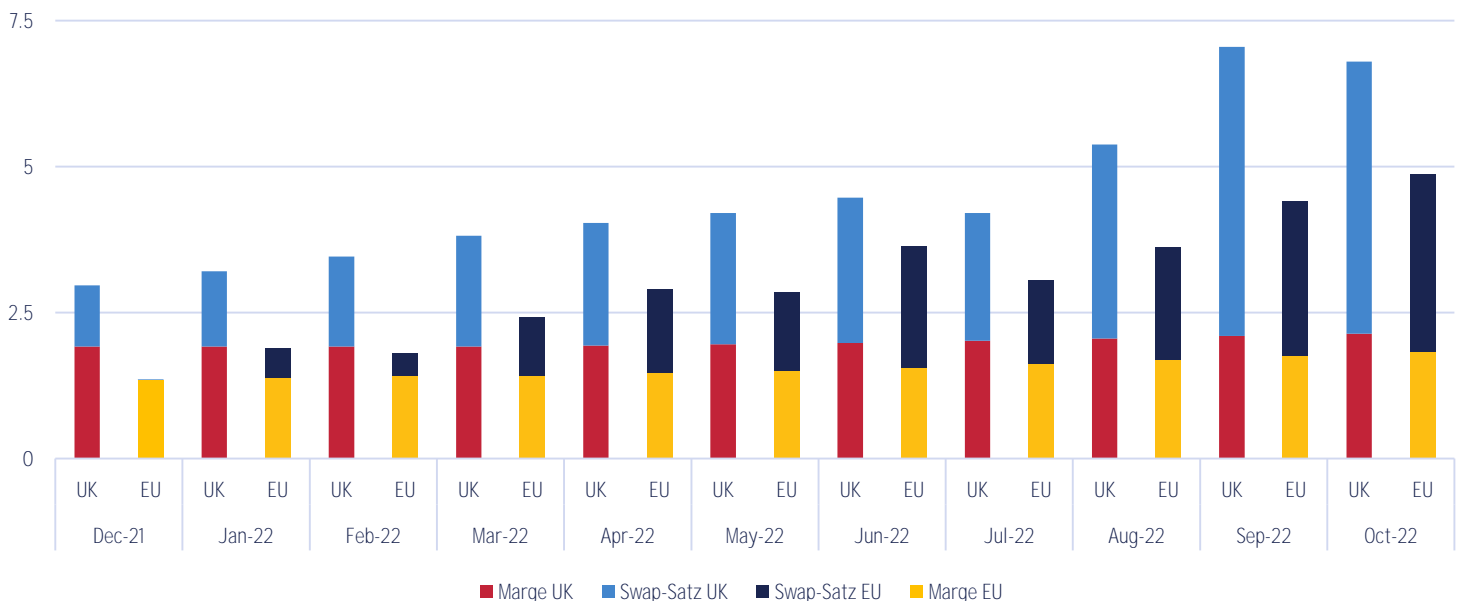
INHALT

Kurzzusammenfassung	3
Abschnitt 1: Wirtschaftlicher Hintergrund	4
Abschnitt 2: Marktübersicht & Ausblick	6
Abschnitt 3: Analyse relativer Wert	10

WIE KANN MAN SICH AM BESTEN IN DER DISRUPTION POSITIONIEREN?

Der erste grenzüberschreitende Krieg in Europa seit 80 Jahren entsprach gewiss nicht den Aufschwungerwartungen nach der Corona-Krise. Die Auswirkungen des Krieges auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise haben im Zusammenspiel mit den bereits belasteten globalen Lieferketten die Inflation in neue Rekordhöhen getrieben. In der Folge haben die Zentralbanken zur Absenkung der Inflation die Leitzinsen angehoben und Maßnahmen zur quantitativen Straffung eingeleitet. Gleichzeitig ergreifen die Regierungen derzeit Maßnahmen zum Schutz der Verbraucher vor den Auswirkungen der Energiekrise. Die Anleihe- und Aktienmärkte haben bereits weitere Leitzinserhöhungen, eine Konjunkturabschwächung sowie die Unsicherheit rund um die künftige Geld- und Fiskalpolitik eingepreist. Wie die Grafik zeigt, haben sich die Gesamtkreditaufnahmen für Immobilienfinanzierungen in den letzten zehn Monaten verdoppelt – was uns wieder in Erinnerung ruft, dass die Immobilienbranche zyklischen Schwankungen unterworfen ist. Die Kernfrage unseres Jahresausblicks für Europa 2023 lautet: Wie können sich Investoren am besten während dieser Marktumbrüche, die den langen Zyklus nach der GFK nun endgültig beenden, positionieren?

GESAMT-FREMDKAPITALKOSTEN (€ & GBP) AUF BASIS DER MARGEN FÜR GEWERBLICHE IMMOBILIENHYPOTHEKEN UND 5-JAHRES-SWAP-SÄTZE (IN % PER ANNUM)

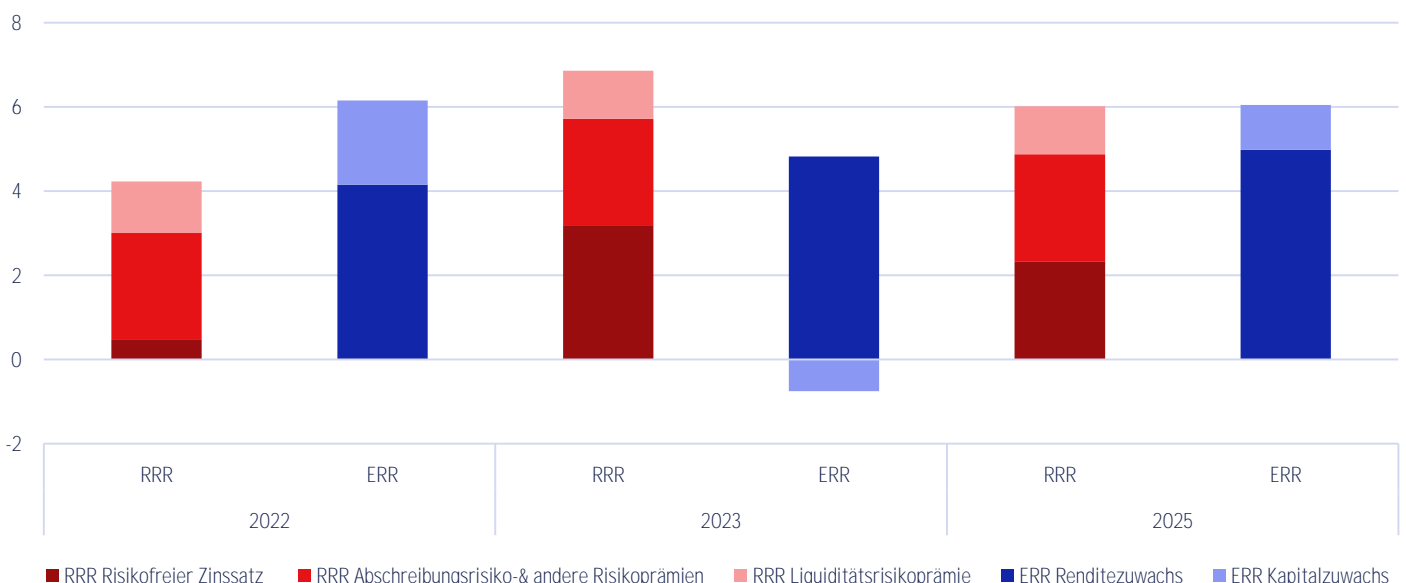


Quellen: CBRE, Chatham Financial, AEW Research & Strategy

KURZZUSAMMENFASSUNG: POSITIONIERUNG IN DER DISRUPTION

- Die wirtschaftlichen Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine spielen in Europa eine zentrale Rolle. Noch ist unklar, ob die rekordhohe Inflation bereits ihren Höhepunkt erreicht hat, da die Zentralbanken noch immer mit Leitzinserhöhungen und quantitativer Straffung reagieren. Aktuelle Tarifabschlüsse und eine expansive Finanzpolitik könnten die Inflation längerfristig auf hohem Niveau halten.
- Vor dem Hintergrund wachsender Unsicherheit skizzieren wir anhand unserer Szenarien die möglichen Auswirkungen. Unser neues Ausgangsszenario geht für 2023 von einer Normalisierung der Inflationsrate und einer kurzen und flachen Rezession aus. Unser gleichermaßen wahrscheinliches Negativszenario unterstellt eine anhaltende Inflation und in der Folge einen längeren und tieferen Abschwung.
- Unsere Prognosen beleuchten den Wohnimmobilien- und den Logistiksektor als resilienteste Sektoren beim Mietzuwachs. Ein entscheidender Faktor ist hier das begrenzte Angebot, das sich vor dem Hintergrund gestiegener Fremdkapital- und Baukosten und strengerer ESG-Vorschriften weiter verknappen könnte. Dies dürfte in den meisten Sektoren einen Schutz vor den Auswirkungen der Rezession auf die Flächennachfrage bieten. Zudem ist der Home Office-Effekt auf die Büroflächennachfrage geringer als erwartet.
- Am Investmentmarkt sind die Umsatzvolumen rückläufig, da fremdfinanzierte Investoren durch höhere Finanzierungskosten ausgebremst werden. Mit steigenden Kreditzinsen setzte im 2. Quartal 2022 sektorenübergreifend eine Renditeausweitung gegenüber den jüngsten Rekordtiefs ein. Diese Disruption bei den Fremdkapitalkosten markiert das Ende des über ein Jahrzehnt andauernden Post-GFK-Zyklus.
- Die gestiegenen Fremdkapitalkosten werden zudem in einigen Fällen zu Problemen mit der Refinanzierung bestehender Kredite führen, die darüber hinaus vom Wertverfall der Kreditsicherheiten sowie niedrigeren Beleihungsquoten der Kreditgeber für die Refinanzierung betroffen sind. Die entstehende Kreditfinanzierungslücke wird mit 24,2 Mrd. EUR beziffert und bietet Chancen für neue Eigenkapital- und Fremdkapitalquellen zur Überbrückung der Lücke.
- Die höchsten Renditen werden im Logistiksektor mit 5,4 % per annum verbucht, wo solide Mietzuwächse die Renditeausweitung ausgleichen. Den zweiten Platz belegen Premium-Einkaufszentren, die im Zuge aktuell hoher Erträgen mit Renditen von 5,1 % per annum aufwarten. Die Renditeausweitung hat die Renditeprognosen für den Zeitraum 2023-27 in allen 196 Sektoren auf 4,0% per annum gedrückt (gegenüber 5,8% im Vorjahr).
- Unsere Analyse des relativen Werts, in deren Rahmen die erwartete Rendite mit der erforderlichen Rendite verglichen wird, bestätigt diese Trendumkehr gegenüber dem Vorjahr. An allen 168 untersuchten Märkten wird infolge der Auswirkungen höherer risikofreier Zinssätze derzeit eine negative Überschussdifferenz von nahezu 280 Basispunkten zwischen der aktuell erwarteten Rendite (ERR) von 4,1 % und der erforderlichen Rendite (RRR) von 6,9% verzeichnet. Zurückzuführen ist dies auf den doppelten Effekt, der sich aus dem Anstieg um 270 Basispunkten bei unserer durchschnittlichen Staatsanleiherendite ergibt und der unsere RRR nach oben und unsere ERR nach unten getrieben und damit unsere vorteilhafte Überschussdifferenz von 190 Basispunkten vom Vorjahr umgekehrt hat (siehe Grafik).
- Trotz dieses schwierigen Marktumfelds werden noch 30% oder 52 der 168 untersuchten europäischen Märkte als neutral (47) bzw. attraktiv (5) klassifiziert, an denen Investoren ihre RRR erzielen können. Die fünf attraktiven Märkte sind Light Industri in Paris, der Logistiksektor in Berlin und Kopenhagen und Einkaufszentren in Stockholm und London.
- Geografisch belegen UK und Benelux die Spitzenpositionen, das Schlusslicht bilden die MOE-Märkte. Der Logistiksektor ist mit nahezu 50% (oder 17 von 37) als attraktiv klassifizierten untersuchten Märkten unser attraktivster Sektor. Der Bürosektor ist mit 41 von 43 als weniger attraktiv klassifizierten Büromärkten der am stärksten belastete Sektor.

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) ALLE SEKTOREN EUROPA - 2022 vs. 2023, AUSGANGSSZENARIO



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - DAS ENDE LÄNGERFRISTIG NIEDRIGER ANLEIHERENDITEN

STRAFFUNG DER GELDPOLITIK ZUR EINDÄMMUNG DER INFLATION

- Seit Beginn des Ukraine-Kriegs im Februar haben die damit verbundenen Handelsembargos sowie Energie-, Rohstoff- und Arbeitskräfteknappheit die durchschnittliche Inflation in der Eurozone auf 10% per annum getrieben.
- In einigen MOE- und südeuropäischen Ländern ist die Inflation allerdings weit höher, wie der Min/Max-Bereich zeigt.
- Die durchschnittliche Inflationsrate unserer 19 Länder erreichte laut Oxford Economics bereits im Juli ihren Höhepunkt und dürfte bis Anfang 2024 unter die anvisierten 2% sinken.
- Im April 2021 leiteten die Zentralbanken Maßnahmen zur quantitativen Straffung und zur Reduzierung der Geldmenge (M3) ein. Hält die langfristige Beziehung zwischen Inflation und M3 nun an, dürfte die Inflation nach unten tendieren.
- Da die Zentralbanken wie auch Konsensprognosen seit geraumer Zeit mit der Inflation Schritt zu halten versuchen, erscheint es klug, von einem alternativen längerfristig höheren Inflationsszenario auszugehen.
- Da die Inflation zumeist von externen Faktoren abhängt, ist die Reduzierung der Binnennachfrage mit Zinserhöhungen möglicherweise kein probates Mittel zur Bekämpfung der Inflation.

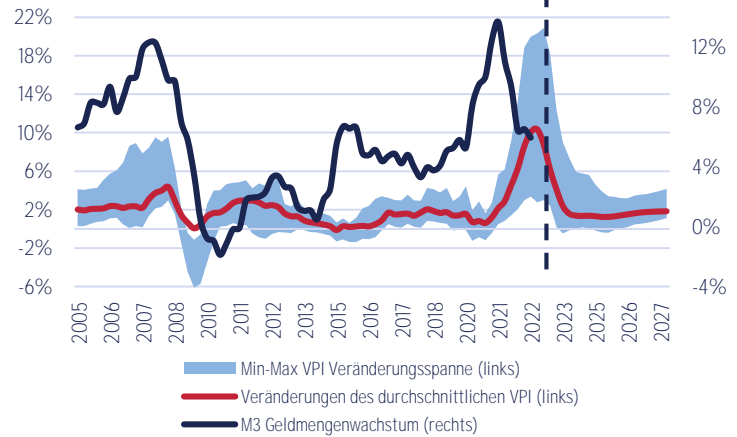
LOHNWACHSTUM HÄLT INFLATION AUF HOHEM NIVEAU

- Die Inflation hat bereits Auswirkungen auf die Wirtschaft, da die Realeinkommen der Haushalte zurückgehen.
- Während die Inflation ständig neue Rekordwerte erreicht, liegt der Fokus bislang zumeist auf externen Treibern, wie Energie-, Rohstoff- und Nahrungsmittelkosten.
- Einige der angeführten Gründe für die Annahme eines mittelfristigen Rückgangs der Inflationsrate haben mit der zunehmenden Dynamik der Deglobalisierung, wachsenden Handelsspannungen und Dekarbonisierung ihre Grundlage verloren.
- Die Regierungen wollen ihre Wähler vor den Auswirkungen der Energieinflation schützen, und die Gewerkschaften wollen den jüngsten Rückgang der Realeinkommen zu einem Zeitpunkt (derzeit noch) niedriger Arbeitslosenquoten rückgängig machen.
- Diese Trends könnten die Inflationsdebatte in Richtung dezentral ausgehandelter Lohnerhöhungen verschieben. Ihr Einfluss auf die gesamten Verbraucherpreisindex-Niveaus ist in den Konsensprognosen möglicherweise noch nicht vollumfänglich abgebildet.
- Trotz aller Bemühungen der Zentralbanken ist eine klassische Lohn-Preis-Spirale unter Umständen nicht völlig zu vermeiden. Ein längerer Zeitraum mit hohen Inflationsraten kann daher Bestandteil eines Negativszenarios sein.

REKORDINFLATION BEENDET LÄNGERFRISTIG NIEDRIGE ZINSPERIODE

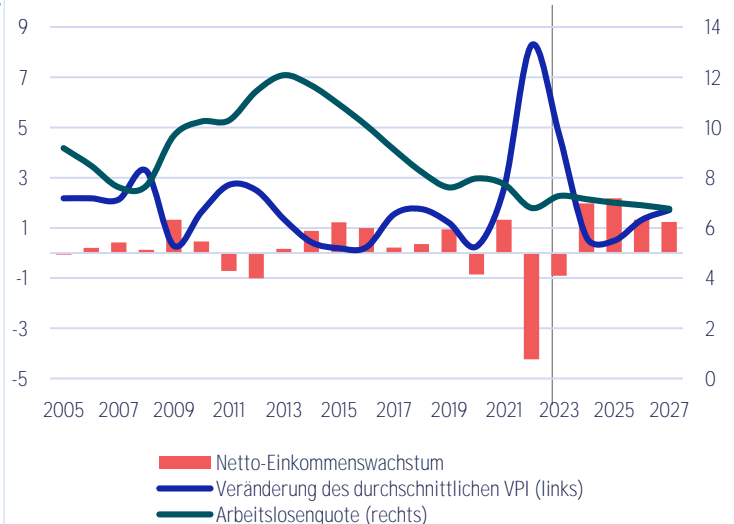
- Seit Anfang 2022 sind die Staatsanleiherenditen im Zuge steigender Inflationsraten und Leitzinserhöhungen der Zentralbanken zur Bekämpfung der Inflation bereits um 286 Basispunkte gestiegen.
- Aufgrund dieser Neubewertung können längerfristig niedrigere Anleiherenditen kein Hauptmotiv für Immobilien mehr sein.
- Während der jüngsten Veränderungs- und Volatilitätsphase haben wir erlebt, dass die prognostizierten Anleiherenditen von den tatsächlichen Renditen überholt wurden.
- Trotz dieser Ereignisse wollen wir ähnliche Schwankungen in unseren Prognosen vermeiden. Deshalb berücksichtigen wir in unseren Modellannahmen den Quartalsdurchschnitt für Anleiherenditen.
- Unser Ausgangsszenario von Oxford Economics geht davon aus, dass die Anleiherenditen 2023 mit 3% ihren Höchststand in unserer 20-Länder-Gruppe erreichen werden.
- Positiv- und Negativszenario beruhen auf historischen Schwankungen historischer Prognosen. Die durchschnittlichen jährlichen Anleiherenditen dürften in diesen Szenarien mit 3,6% bzw. 2,4% ihren Höchststand erreichen.

VERÄNDERUNGEN IM DURCHSCHNITTLICHEN VERBRAUCHERPREISINDEX (VPI) MIT MIN.-MAX.-SPANNE FÜR 19 EUROPÄISCHE LÄNDER UND M3-WACHSTUM FÜR 2005-2026 (IN % PER ANNUM)



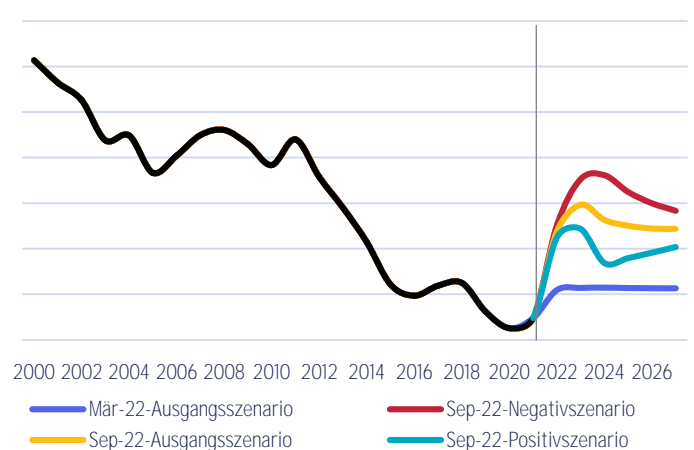
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

DURCHSCHNITTLICHES NETTO- & BRUTTOEINKOMMENSWACHSTUM IN DER EUROZONE, VPI (P.A. %-VERÄNDERUNG) & ARBEITSLOSENQUOTE 2005-2027



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

10-JAHRES-STAATSANLEIHERENDITEN (IN %, EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT IN 20 LÄNDERN)



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - LÄNGERFRISTIG HÖHERE INFLATION LÖST REZESSION AUS

ENERGIEKRISE STELLT POLITIK VOR PROBLEME

- Die Zentralbanken haben im 2. Halbjahr 2021 begonnen, eine quantitative Straffung (QS) zur Bekämpfung der Inflation vorzubereiten. In der Tat haben die Anleihemärkte den Verlust ihres größten Investors eingepreist.
- Dennoch erreichen die Zentralbankguthaben weiterhin ein Rekordniveau. Da die Anleiherenditen in Erwartung der QS bereits steigen, könnte dies die tatsächliche Umsetzung der quantitativen Straffung durch die Zentralbanken ohne eine weitere Steigerung der Renditen erschweren.
- Gleichzeitig mussten die Regierungen während der Corona-Lockdowns ihre Ausgaben erhöhen, was sich im Haushaltsdefizit niederschlägt.
- In der aktuellen Energiekrise werden die meisten Regierungen erneut zur Deckelung der Gaspreise und zur Subventionierung der Energiekosten gezwungen sein.
- In der Folge des Kriegs in der Ukraine werden zudem die Ausgaben für Wiederaufbau und Wiederaufrüstung steigen, ohne dass unmittelbare Produktivitätssteigerungen erzielt werden.
- Nicht berücksichtigt sind hier die notwendigen Ausgaben für die Dekarbonisierung.
- Das zentrale Dilemma politischer Entscheidungsträger besteht darin, dass die expansive Finanzpolitik - welche triftigen Gründen ihr auch zugrundeliegen - dazu führt, dass die Zentralbankmaßnahmen zur Bekämpfung der Inflation größtenteils unwirksam werden.

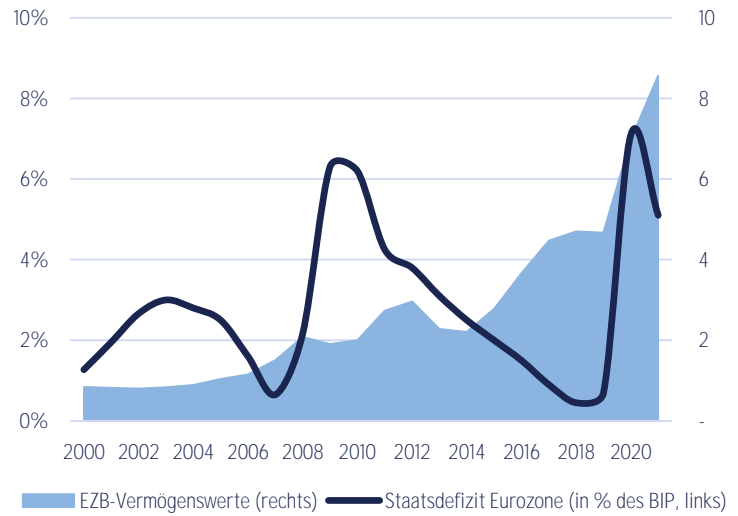
REKORDHOHE SCHULDENSTÄNDE ZEIGEN SCHWACHSTELLEN AUF

- Die jüngsten Daten zum Gesamtschuldenstand aller Regierungen, Haushalte und Wirtschaftssektoren verweisen auf eine Reihe interessanter Trends.
- Ein Vergleich der aktuellen Schuldenstände mit dem Schuldenständen vor Corona (1. Qu. 2020) zeigt, dass die Pandemie insbesondere in Frankreich (und Japan) die Schulden im Verhältnis zum BIP erheblich in die Höhe getrieben hat. Eine Rolle spielt hierbei auch das negative BIP-Wachstum.
- Sogar in Deutschland liegen die Schuldenstände inzwischen über dem Niveau vor der GFK (4. Qu. 2007). Sie könnten weiter steigen, da Deutschland ein umfangreiches Energiekostenzuschussprogramm aufgelegt hat.
- Bei meist sehr niedrigen Zinsen im Zeitraum gab es für die G20-Staaten keinerlei Anreiz zur Senkung ihrer Schuldenstände.
- Damit werden die Treiber des Wirtschaftswachstums, wie Konsumausgaben und Unternehmens- und Staatsinvestitionen, anfälliger angesichts der gestiegenen Kosten für die Bedienung bestehender Schulden.
- Die Schuldenstände für Gewerbeimmobilien liegen im Vergleich zur GFK nach wie vor auf niedrigem Niveau, könnten jedoch noch einige Probleme mit sich bringen.

AUSGANGSSZENARIO: KURZE & FLACHE REZESSION

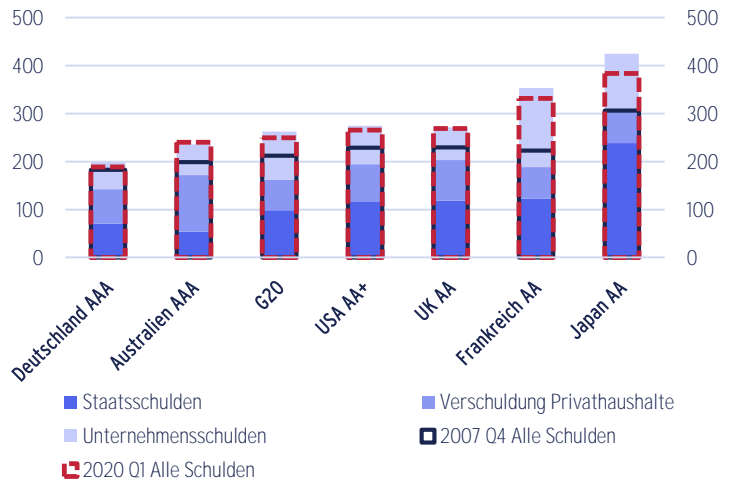
- Trotz der niedrigen Arbeitslosigkeit und eines erfolgreich verwalteten Aufschwungs nach den Corona-Lockdowns scheint eine Rezession derzeit in den meisten europäischen Volkswirtschaften unvermeidlich.
- Unser Ausgangsszenario von Oxford Economics geht von einer kurzen, flachen Rezession im 4. Quartal 2022 und nahezu dem gesamten Jahr 2023 aus, was angesichts der aktuellen schlechten Nachrichten allerdings immer weniger wahrscheinlich erscheint.
- Um das Risiko längerfristig höherer Inflationsraten und Staatsanleiherenditen sowie die größere Anfälligkeit angesichts höherer Zinsen widerzuspiegeln, erwarten wir im Negativszenario einen tieferen und längeren Abschwung und eine höhere Inflation bis 2024.
- Unser Positivszenario geht von einer sofortigen Beilegung des Kriegs in der Ukraine aus. Dadurch würden die Inflationsraten und Zinssätze rasch sinken. Aber auch hier gilt: Dieses Szenario ist noch unwahrscheinlicher als das Ausgangsszenario.
- Die geschätzten Wahrscheinlichkeiten in unseren Szenarien unterstreichen unsere erhöhte Unsicherheit: Im Ausgangsszenario betragen sie 50%, im Negativszenario 45% und im Positivszenario 5%.

STAATSDEFIZIT EURORAUM (IN % DES BIP, LINKS) & GUTHABEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK IN EURO (IN BILLIONEN)



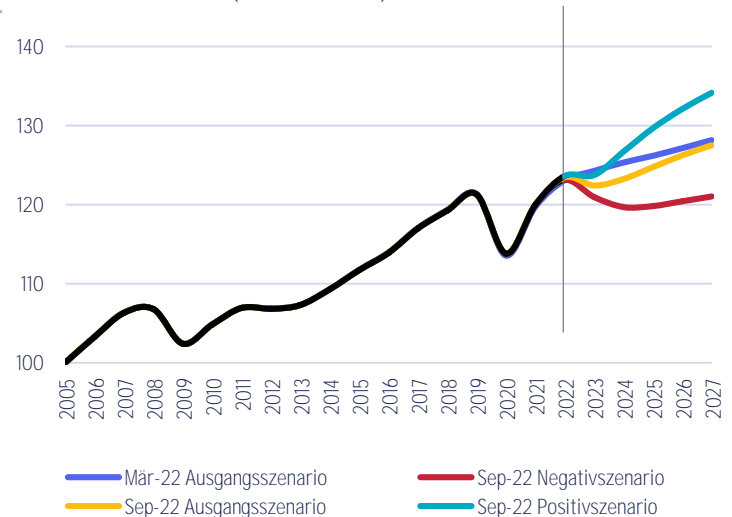
Quellen: ECB, Eurostat und AEW Research & Strategy

3. Qu. 2022 SCHULDENSTANDSQUOTE NACH WIRTSCHAFTSSEKTOR (IN % DES BIP)



Quellen: BIS und AEW Research & Strategy

EUROPÄISCHER BIP-INDEX (IN % PER ANNUM)



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

MARKTÜBERSICHT - LOGISTIK & BÜRO: EIN NEUES GLEICHGEWICHT FINDEN

MODERATER ANSTIEG DES LEERSTANDS IM LOGISTIKSEKTOR

- Die steigende Nachfrage nach Logistikflächen hat die Erschließung neuer Flächenangebote in den letzten fünf Jahren beschleunigt.
- In Zukunft rechnen wir mit einer Stabilisierung von Angebot und Nachfrage auf relativ ausgeglichenem Niveau.
- Das Angebot an Neuflächen birgt möglicherweise auch Risiken. Neben erhöhten Baukosten ist dies teilweise auch auf die voraussichtlich weiter steigende Grundstücksknappheit für gewerbliche Bauvorhaben zurückzuführen.
- Die EU steuert bis 2050 das Netto-Null-Ziel beim Flächenverbrauch an. Mit einem geringeren Bestand verfügbarer Grünflächen müssen Bestandsflächen für die Konversion oder Brachflächen berücksichtigt werden.
- Die durchschnittliche Leerstandsrate im europäischen Logistiksektor dürfte auf knapp über 3% steigen, da die Nettoaufnahme voraussichtlich das niedrige Niveau künftiger Fertigstellungen ausgleichen wird.

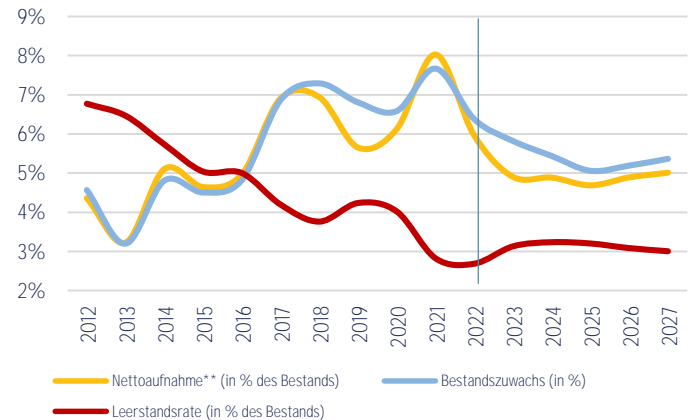
LIEFERKETTEN AUF NORMALISIERUNGSKURS

- Mit weitgehender Aufhebung der Corona-Beschränkungen nimmt auch der Druck auf die globalen Lieferketten ab. Der Globale Lieferkettendruck-Index (GSCPI) zeigt einen nachlassenden Trend, verharrt jedoch im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie auf hohem Niveau.
- Der europäische Container-Verkehr, der sich vor dem Hintergrund des Handelskriegs zwischen den USA und China bereits abschwächte, brach Anfang 2020 dramatisch ein.
- Der Konflikt in der Ukraine scheint sich bislang nicht wesentlich auf den Container-Verkehr in den meisten europäischen Häfen auszuwirken. Eine Ausnahme bilden Häfen mit einer starken Verbindung zu Russland wie Rotterdam.
- Sobald die Folgen des Abschwungs in China und der bevorstehenden Rezession in Europa aufgefangen worden sind, rechnen wir mit einer Stützung der Nachfrage nach Logistikflächen durch den globalen Handel und den europäischen Schiffsverkehr.
- Bis dahin halten Lieferverzögerungen bei Bau- und Rohstoffen sowie Konsumgütern die Inflation auf hohem Niveau.

BEGRENZTES BÜROFLÄCHENANGEBOT GLEICHT NACHFRAGENACHTEIL AUS

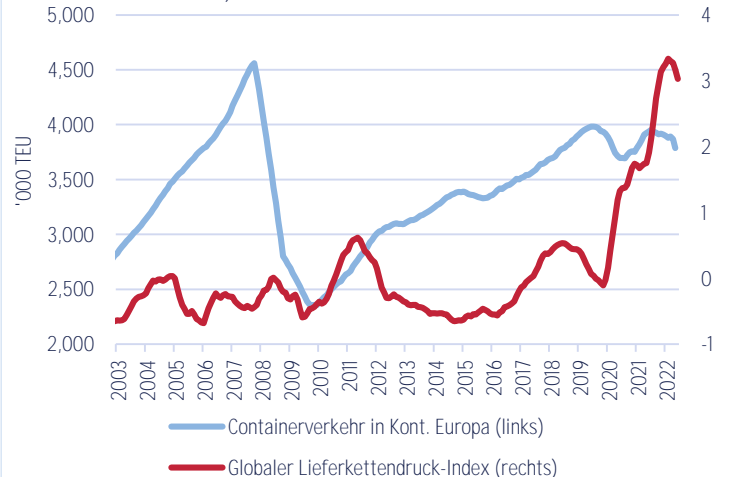
- Die größte Sorge bei den Büroflächen bezieht sich auf die Nachfrageseite des Markts. Dabei muss auch das Neuflächenangebot im Bürosektor betrachtet werden.
- Künftige Bestandszuwächse bei Büroflächen dürften geringer ausfallen, weil:
 - ✓ höhere Baukosten (Material und Löhne) die Rentabilität zahlreicher geplanter Bauvorhaben belasten werden.
 - ✓ nach den jüngsten Leitzinserhöhungen weniger Fremdmittel für neue Bauvorhaben zur Verfügung stehen. Zudem steigen die Zinsen.
 - ✓ bevorstehende Regulierungsaufgaben des EPC und / oder ESG den Fokus stärker auf die Sanierung bestehender und weniger auf die Schaffung neuer Gebäude legen werden.
- Nach den jüngsten CBRE-Prognosen werden die Nettoabsorptionen höher sein als die Neuzugänge zum Bürobestand.
- Das heißt, die durchschnittliche Leerstandsrate an den 32 Büromärkten wird 2022 mit 7,1% voraussichtlich ihren Höchststand erreichen und bis 2017 auf unter 6% sinken.
- Allerdings dürften die CBRE-Prognosen zur Nettoaufnahme die Entwicklung im Bereich der hybriden Arbeitsmodelle noch nicht hinreichend widerspiegeln.

NETTOAUFNAHME, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IM LOGISTIKSEKTOR EUROPA*



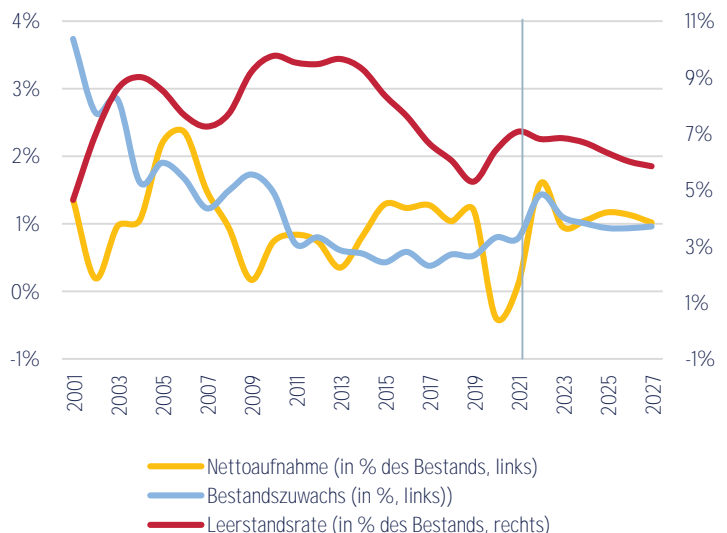
Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy
 * Deutschland, Frankreich, UK, Polen, Niederlande, Tschechische Republik, Italien, Spanien, Belgien
 ** Nettoaufnahme = Veränderung im vermieteten Flächenbestand

GLEITENDER JAHRESDURCHSCHNITT DES GLOBALEN LIEFERKETTENDRUCK-INDEX (GSCPI) UND CONTAINERVERKEHR KONTINENTALEUROPA* ('000 TEU**, MONATSDURCHSCHNITT)



Quellen: ISL, NY FED, AEW Research & Strategy
 * Ohne Russland
 ** TEU: Zwanzig-Fuß-Standardcontainer

NETTOAUFNAHME IM BÜROSEKTOR, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IN



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

* 30 Märkte für Bestandsimmobilien und ohne regionale Städte im UK und Stockholm für Leerstandsrate und Nettoaufnahme

MARKTÜBERSICHT - EINZELHANDEL: ALLMÄHLICHE STABILISIERUNG IM STATIONÄREN HANDEL

AUSWIRKUNGEN DES HO AUF NACHFRAGE GERINGER ALS BEFÜRCHTET

- Die Auswirkungen neuer hybrider Arbeitsmodelle und der Zunahme des Home Office (HO) sind geringer als erwartet.
- Laut unserer Prognosen würden 35,5% der vor Ort tätigen Mitarbeiter in Europa bis 2026 von zu Hause arbeiten.
- Im Vergleich dazu arbeiteten vor der Pandemie 27,5 % und auf dem Höhepunkt der Pandemie im Juli 2020 66,4 % der Büroangestellten von zu Hause aus.
- Wir haben unsere Schätzungen zum HO-adjustierten Büroflächennutzungszuwachs von 0,5% unserer früheren Schätzung auf noch immer moderate 0,8% per annum an allen unseren 32 Märkten nach oben korrigiert.
- Der um den HO-Effekt adjustierte annualisierte Büroflächennutzungszuwachs im Zeitraum 2022-2026 zeigt in London, Amsterdam und Den Haag äußerst kräftige Verbesserungen gegenüber unseren Prognosen.
- Unterdurchschnittlich schneiden demgegenüber die deutschen Märkte ab. Auch Barcelona und Paris verzeichnen schlechtere Wachstumsprognosen bei der Büroflächennutzung.

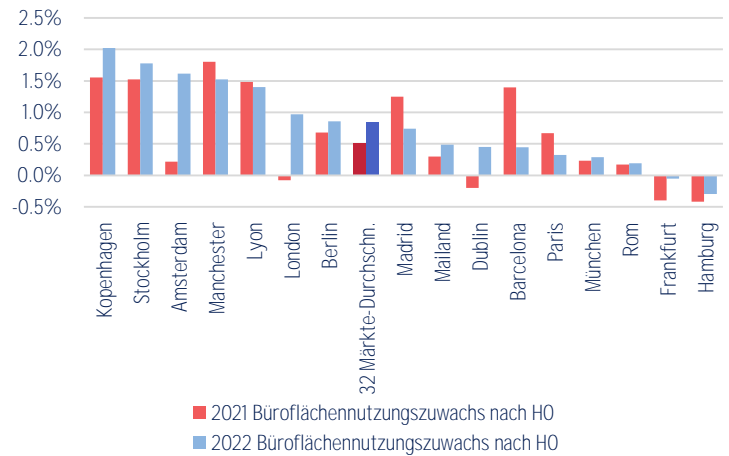
SPITZENMIETEN IM EINZELHANDEL STABILISIEREN SICH NACH DER CORONA-KRISE

- Der europäische Einzelhandel in Haupteinkaufstraßen verzeichnete im Zeitraum 2012-15 Mietzuwächse von 9% p.a. (davon 4% bei Einkaufszentren), die über den Zahlen in den Sektoren Büro und Logistik lagen.
- Nach 2018 wurde ein negativer Mietzuwachs bei Premium-Einkaufszentren verbucht, da dieser Teilsektor schwerer von dem wachsenden Anteil des Online-Handels betroffen war und die meisten Einzelhändler in ihren Outlets mehr auf Qualität als Quantität setzten.
- Infolgedessen eröffneten oder erweiterten viele Einzelhändler (Flagship-)Stores in zentralen Lagen und förderten damit das Mietwachstum in den Haupteinkaufsstraßen.
- Die im Zusammenhang mit der Corona-Krise 2020 verhängten Lockdowns und Schließungen hatten gravierende Auswirkungen auf die Spitzenmieten im Einzelhandel auf Haupteinkaufsstraßen (-16%) und für Einkaufszentren (-20%).
- Zahlreiche Einzelhändler mussten 2020 Einnahmeeinbußen hinnehmen, und viele waren gezwungen ihre Ladenfläche zu verkleinern. Einige Läden mussten sogar schließen.
- Mit Aufhebung der Lockdowns konnten die Mietkassiquoten durch Wiedereröffnungen auf ein normales Niveau zurückgeführt und Spitzenmieten stabilisiert werden.
- Einige Märkte müssen nach wie vor Abstriche bei den berichteten Spitzenmieten hinnehmen, insbesondere wenn die Konsumausgaben während der bevorstehenden Rezession zurückgehen.

STATIONÄRER HANDEL STABILISIERT SICH BIS 2027

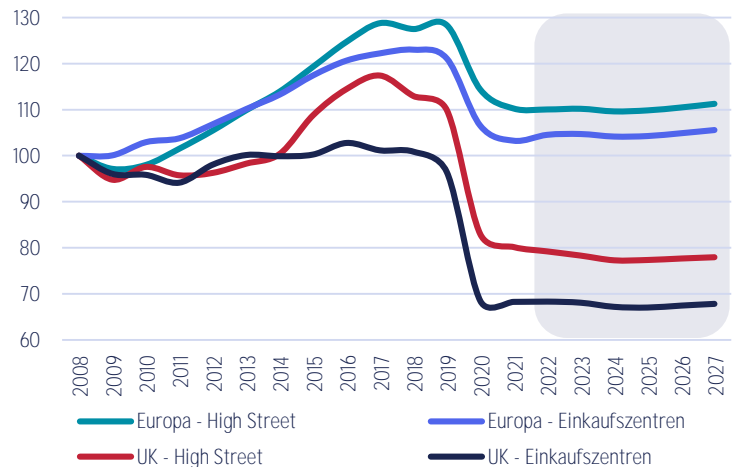
- Die realen Jahresumsätze im Einzelhandel werden 2022 voraussichtlich eine deutliche Abschwächung gegenüber dem Vorjahr erfahren (UK: -4,5% und Kontinentaleuropa: +0,2%), wenn die Inflation die Kaufkraft der Verbraucher schwächt.
- Auch 2023 dürfte das reale Umsatzwachstum im Einzelhandel voraussichtlich schwach bleiben. Mit einer Erholung ist 2024 zu rechnen. Insgesamt dürfte das reale Umsatzwachstum im Einzelhandel in den nächsten fünf Jahren 2,2% per annum im UK und 1,8% per annum in Kontinentaleuropa erreichen.
- Dieses Gesamtumsatzwachstum ist nahezu ausschließlich auf Zuwächse im Onlinehandel zurückzuführen. In den nächsten fünf Jahren wird mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 7% (UK) bzw. 9% per annum (Kontinentaleuropa) gerechnet.
- Im stationären Handel dürfte der Umsatzzuwachs weiterhin sowohl in der UK (0,2% p.a.) als auch in Kontinentaleuropa (0,3% p.a.) leicht positiv sein.

HO-ADJUSTIERTER NUTZUNGSZUWACHS AUSGEWÄHLTER BÜROFLÄCHEN (IN % PER ANNUM) 2022-2026*



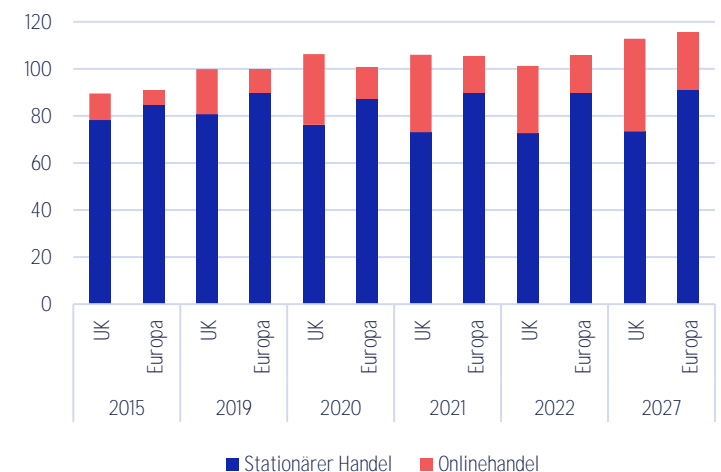
Quellen: Oxford Economics, Urbanite, Eurostat, AEW Research & Strategy
* Bitte beachten Sie, dass sich die 2021-Schätzungen auf den Zeitraum 2021-2025 beziehen.

SPITZENMIETENZUWACHS IM EZH AUF HAUPT-EINKAUFSSSTRASSEN & BEI EINKAUFZENTREN (2008 = 100)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

REALE UMSÄTZE NACH ABSATZKANAL (ONLINE / STATIONÄR), UK VS. KONTINENTALEUROPA (2019=100)



Quellen: CBRE, Oxford Economics und AEW Research & Strategy

MARKTÜBERSICHT - HÖCHSTER MIETZUWACHS IM WOHNIMMOBILIEN- & LOGISTIKSEKTOR

MIETZUWACHS IM WOHNIMMOBILIENSEKTOR LAUT PROGNOSE BEI 3,0%

- Auch hier konzentrieren sich unsere Prognosen auf Neubauwohnungen, die an den meisten Märkten von Mietpreisbindungsmechanismen ausgenommen sind.
- Der Mietzuwachs im Premiumwohnmobiliensektor wird in unserem Ausgangsszenario im Zeitraum 2023-27 mit 3,0% per annum gegenüber 2,6% per annum im vorhergehenden Fünfjahreszeitraum beziffert.
- Mit 3,0% liegt der Mietzuwachs deutlich über der von uns im Ausgangsszenario für denselben Zeitraum veranschlagten Inflationsrate von 1,8%. Allerdings liegt der Mietzuwachs leicht unter dem letzten Fünf-Jahres-Durchschnitt (3,5% p.a.).
- In diesen aktualisierten Prognosen zeichnet sich kein klarer Trend ab, da für Hauptstädte keine einheitlich höheren oder niedrigeren Zuwachsqoten als für regionale Städte prognostiziert werden.
- Zudem nehmen wir in unseren Prognosen keine geografische Unterscheidung zwischen Norden und Süden oder zwischen Ländern vor. Eine sorgfältige Markt- und Bestandsauswahl ist daher unerlässlich.

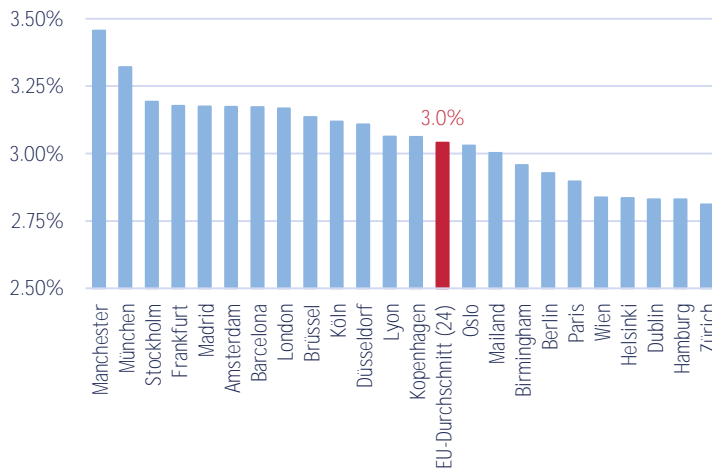
BEGRENZTES ANGEBOT AUFGRUND VERZÖGERTER BAUGENEHMIGUNGEN

- Trotz der postpandemischen Erholung blieb die Zahl der Baugenehmigungen für Wohnimmobilien 2022 in den EU27 niedrig.
- Angesichts der jüngsten Erhöhungen bei den Finanzierungs- und Baukosten, könnten Baugenehmigungen künftig nicht zu neuen Wohnimmobilien-Bauvorhaben führen.
- Die Rentabilität der Bauunternehmen könnte - insbesondere an Märkten mit Mietpreisbindung - so stark belastet sein, dass neue Bauvorhaben entweder verschoben oder aufgegeben werden.
- Nach wie vor bestehen deutliche Unterschiede zwischen den Ländern. Spanien und Italien haben im Vorjahr einen Aufschwung bei den Baugenehmigungen erfahren. In Dänemark, den Niederlanden und in Schweden zeigt sich ein völlig anderes Bild.
- Infolgedessen werden die meisten Städte mit begrenztem Angebot voraussichtlich noch stärker unter der Angebotsknappheit leiden.

AUCH KÜNFTIG MODERATER MIETZUWACHS

- Unsere Prognosen für einen durchschnittlichen Mietzuwachs von 1,3% p.a. sind seit März weitgehend unverändert und weisen den Wohnimmobilien- und Logistiksektor beim Mietzuwachs als resilienteste Sektoren aus.
- Im Logistiksektor stieg der Mietzuwachs auf knapp über 2,5% p.a. Die Spitzenposition behaupten können allerdings unsere Wohnimmobilienmärkte mit einem Zuwachs von 3,0% p.a. im nächsten Fünfjahreszeitraum.
- Da wir mit einer weiteren Marktdurchdringung im Onlinehandel rechnen, stimmen unsere aktuellen Prognosen nach wie vor mit unserem Halbjahres-Update überein.
- In unseren drei aktuellen Szenarien liegt der Mietzuwachs sektorenübergreifend zwischen 0,9% und 1,7% per annum.
- Im Einzelhandel zeigen unsere 5-Jahres-Mietprognosen - wengleich auf niedrigerem Niveau als vor einigen Monaten erwartet - nach wie vor positive Zuwächse sowohl im Einzelhandel auf Haupteinkaufsstraßen als auch für Einkaufszentren.
- Neuverhandlungen bei Mietverträgen auf breiter Basis während der Corona-Lockdowns dürften nachhaltigere Mietverträge ermöglicht und die strukturelle Anpassung des Sektors an die Zeit nach Corona erleichtert haben.

MIETZUWACHS IM PREMIUMWOHNIMMOBILIENSEKTOR (IN % P.A.) - 2023-2027



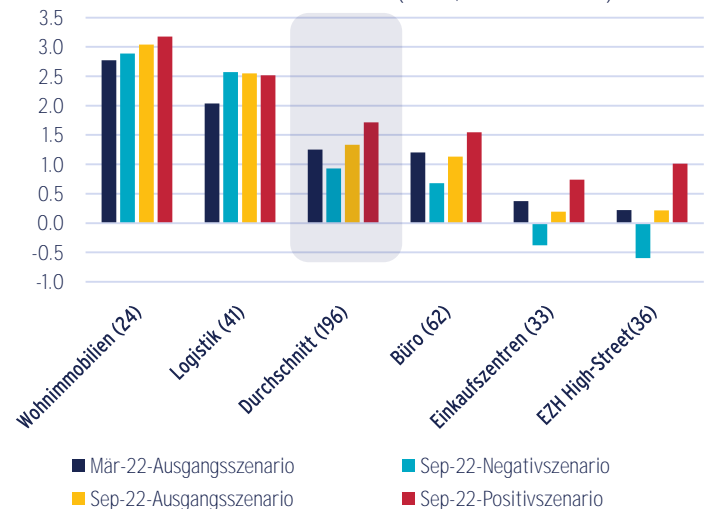
Quellen: Catella und AEW Research & Strategy

EU27 - WOHNIMMOBILIEN-BAUGENEHMIGUNGSINDEX



Quellen: Eurostat und AEW Research & Strategy

EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT: PREMIUM-MIETZUWÄCHSE NACH IMMOBILIENTYP IN DEN NÄCHSTEN 5 JAHREN (23-27, IN % PER ANNUM)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

MARKTÜBERSICHT - ABSCHWÄCHUNG DER INVESTITIONSAKTIVITÄTEN NACH ANPASSUNG DER IMMOBILIENRENDITEN

NACH EINEM STARKEN 1. HJ 2022 SCHWÄCHERE AKTIVITÄTEN

- Nach der Rekordsumme von 350 Mrd. €, die 2021 am europäischen Immobilienmarkt investiert wurde, rechnet AEW 2022 mit einem Investitionsvolumen von 260 Mrd. €, davon 218 Mrd. € in den ersten drei Quartalen.
- Mit gestiegenen Finanzierungskosten und Unsicherheiten in Bezug auf den Umfang der Neubewertung wurden Investitionen in großer Zahl zurückgezogen.
- Während der Markt noch im Preisfeststellungsmodus verharrt, haben zahlreiche Immobilienanleger eine Investitionspause eingelegt. In der Folge werden für 2023 niedrigere Investitionsvolumen als in den vorherigen Jahren erwartet.
- Bestätigt wird dies durch ausstehende Investitionsvolumen, die seit dem 1. Quartal im Trend zurückgehen und Ende September bei 18 Mrd. EUR - dem niedrigsten Stand im 3. Quartal seit 2013 - standen.
- Notverkäufe blieben zwar die Ausnahme, dürften allerdings im kommenden Jahr häufiger werden. Zum Verkauf gezwungen könnten Verkäufer wie REITs, Bauunternehmer, Investoren und Fonds gehören, die Schwierigkeiten bei der Refinanzierung haben.

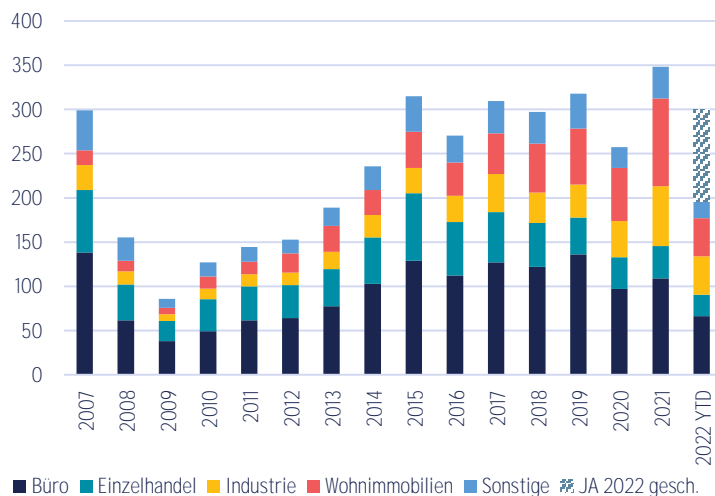
AUSWEITUNG DER SPITZENRENDITEN GEGENÜBER HISTORISCHEN TIEFSTÄNDEN

- 2022 stiegen die Spitzenrenditen für alle Immobilientypen, die durchweg von höheren Swap-Sätzen und damit verbunden höheren Gesamtfremdkapitalkosten betroffen waren.
- In einer Trendwende gegenüber den Vorjahren verzeichnete der Logistiksektor 2022 mit durchschnittlich 50 Basispunkten von allen Sektoren die größte Renditeausweitung. In anderen Sektoren lag die Ausweitung bei den Spitzenrenditen dagegen bei durchschnittlich 30-40 Basispunkten.
- Seit 2018 ist eine Renditeausweitung um über 150 Basispunkte bei Premium-Einkaufszentren und um 80 Basispunkte im Einzelhandel auf Haupteinkaufsstraßen zu beobachten.
- Diese bedeutende Neubewertung der letzten vier Jahre im Einzelhandel bedeutet, dass in den nächsten fünf Jahren mit einer weiteren Ausweitung von weniger als 30-40 Basispunkten zu rechnen ist.
- In den Nicht-Einzelhandelssektoren dürften die Spitzenrenditen in den nächsten fünf Jahren um weitere 40 bis 60 Basispunkte steigen und so die Auswirkungen höherer Anleiherenditen und Fremdkapitalkosten widerspiegeln.

IMMOBILIENRENDITEN LEIDEN UNTER RENDITEAUSWEITUNG

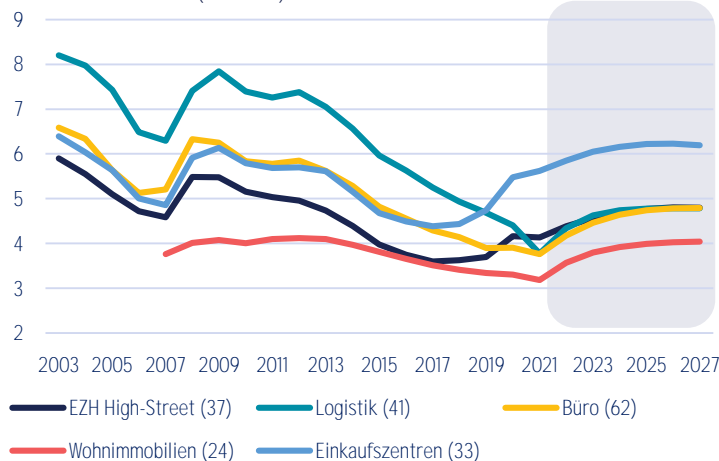
- Die prognostizierte Renditeausweitung hat die Renditen in allen Sektoren von 4,7% p.a. in unserem Halbjahresausblick auf 4,0% p.a. für den Zeitraum 2023-27 gedrückt.
- Die höchsten Renditen dürften an den Logistikmärkten zu verzeichnen sein. Hier werden aufgrund des nach wie vor prognostizierten soliden Mietzuwachses in den nächsten fünf Jahren 5,4% p.a. erwartet.
- Auf den zweiten Platz abgefallen sind Premium-Einkaufszentren. Die Renditen von 5,1% p.a. sind vor dem Hintergrund höherer aktueller Renditen und niedrigerer Mietzuwachsprognosen gegenüber unseren Halbjahresprognosen zu sehen.
- Bitte beachten sie, dass unsere gesamten Renditeberechnungen auf aktuellen Spitzenmarktmieten beruhen und Einnahmesteigerungen aus inflationsgeschützten oder Mietverträge unter Marktpreis nicht berücksichtigen.
- Unser Negativszenario geht vor allem aufgrund der stärkeren Renditeausweitung von durchschnittlichen Renditen aller Sektoren von unter 3% p.a..

JÄHRLICHE INVESTITIONSVOLUMEN IN EUROPA NACH IMMOBILIENTYP (in MRD. €)



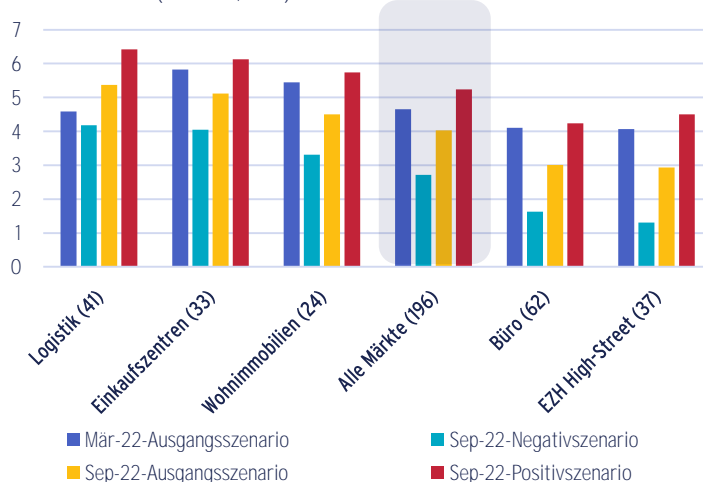
Quellen: RCA und AEW Research & Strategy

DURCHSCHNITTLICHE PREMIUMRENDITEN IN EUROPA NACH IMMOBILIENSEKTOR - AUSGANGSSZENARIO (in % P.A.)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT: PREMIUMGESAMTRENDEITEN NACH IMMOBILIENTYP (2023-27, in %)



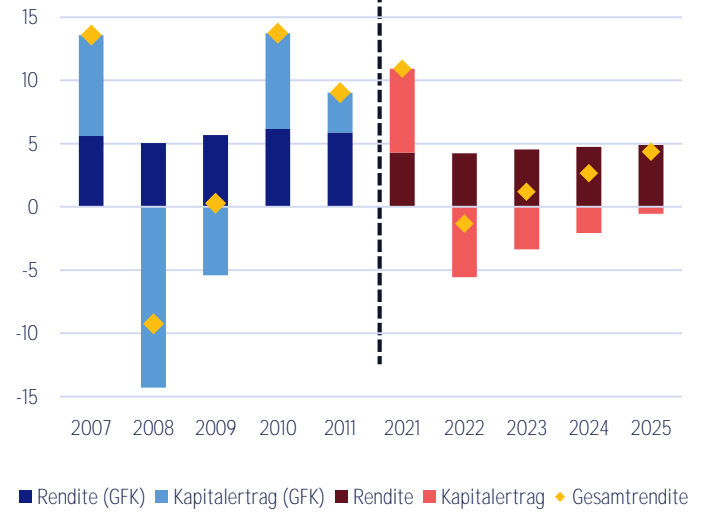
Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

MARKTAUSBLICK - MIETZUWACHS GLEICHT RENDITEAUSWEITUNG TEILWEISE AUS

GENAUE ZYKLUSZEIT SCHWER ZU PROGNOTIZIEREN

- Unser kumulativer Kapitalwertrückgang von -12% im Ausgangsszenario geht mit negativen Kapitalerträgen in den nächsten drei Jahren einher.
- Rückblickend waren die Kapitalwertverluste während der Globalen Finanzkrise (GFK) dramatischer. Damals wurde in nur zwei Jahren (2008-09) ein kumulativer Verlust von -20% verzeichnet.
- Allerdings fiel die ausgleichende Erholung der Kapitalwerte nach der GFK 2010 mit +7% sehr hoch aus.
- Unsere quantitativen Prognosemodelle erwarten keine nennenswerte Erholung im Zeitraum 2023-25.
- Die ausbleibende Erholung wird in unseren Modellprojektionen ausgeglichen. Sie zeigen einen weit langsameren und allmählicheren Rückgang der Kapitalwerte als im GFK-Zeitraum.
- Der genaue Zeitpunkt und Umfang eines Konjunkturabschwungs ist schwer vorherzusagen. Dennoch sind wir sicher, dass unsere insgesamt prognostizierten Veränderungen in dem jeweiligen Kontext fundiert sind.

AUFSCHLÜSSELUNG DER GESAMTRENDITEN IM EUROPÄISCHEN DURCHSCHNITT (HISTORISCH & PROGNOSE, IN % P.A.)

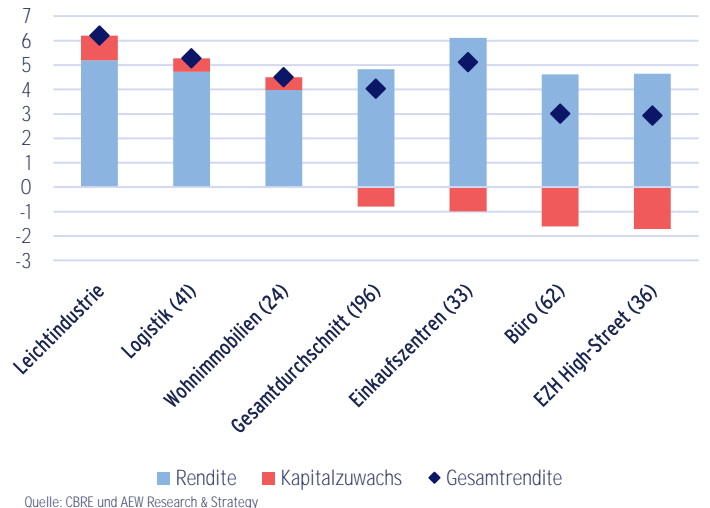


Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

LOGISTIK- UND WOHNIMMOBILIENWERTE RESILIENT

- Eine vertiefende Analyse unserer Gesamtrenditeprognosen zeigt signifikante Unterschiede zwischen den für die verschiedenen Sektoren bestimmenden Komponenten auf.
- Die Sektoren Logistik und Wohnimmobilien zeichnen sich durch einen positiven Kapitalwertzuwachs in den nächsten fünf Jahren aus.
- Allerdings sind die Gesamtrenditen im Einzelhandel und im Bürosektor durch Kapitalwertverluste belastet. Die schwersten Auswirkungen hat dies im High Street-Einzelhandel.
- Diese Renditeprognosen im Ausgangsszenario variieren zwar, bleiben jedoch relativ stabil. Der beste Einkommen generierende Sektor sind Einkaufszentren.
- Um zu erläutern, was die Kapitalwertveränderungen bewirkt, haben wir den Kapitalzuwachs in die Komponenten Rendite- und Mietzuwachs untergliedert.

GESAMTRENDITE, EINKAHMESTEIGERUNG UND WERTÄNDERUNGSRENDITE NACH IMMOBILIENTYP (2023-27, in %)

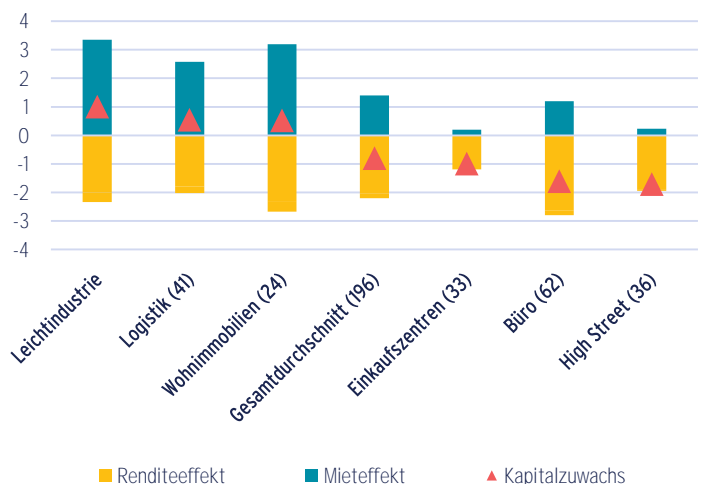


Quelle: CBRE und AEW Research & Strategy

MIETZUWACHS GLEICHT RENDITEAUSWEITUNG TEILWEISE AUS

- Anhand der Aufschlüsselung des Kapitalertrags nach Rendite-(Ausweitung)Effekt und Miet-(Zuwachs)Effekt können wir ermitteln, was die Kapitalwertveränderungen in den einzelnen Sektor bedingt.
- Wie bereits aufgezeigt, gleicht der solide Mietzuwachs sowohl im Logistik- als auch im Wohnimmobiliensektor die Renditeausweitung aus und befördert den Kapitalwertzuwachs in den positiven Bereich.
- Im Gegenzug stellen wir fest, dass die Sektoren Büro und Einzelhandel keinen hinreichenden Mietzuwachs verzeichnen, um diese Renditeausweitung auszugleichen.
- Hier registrieren wir allerdings den Zeitfaktor des Renditeeffekts. Beide Einzelhandelssektoren verzeichnen eine geringere Renditeausweitung als der Bürosektor, da hier in den letzten Jahren bereits Anpassungen stattgefunden haben.
- Für den Bürosektor bedeutet dies, dass trotz des höheren Mietzuwachses die ausgebliebene Renditeausweitung (vor 2023) dazu führt, dass die Kapitalwerte künftig stärker sinken dürften.

AUFSCHLÜSSELUNG DES KAPITALERTRAGS NACH IMMOBILIENSEKTOR (2023-27, IN %)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

MARKTAUSBLICK – REFINANZIERUNGEN STEHEN VOR HERAUSFORDERUNGEN

GERINGERE KAPITALWERTE FÜHREN ZU REFINANZIERUNGSPROBLEMEN

- Der kumulative Kapitalwertrückgang kann zu Problemen bei der Schuldenfinanzierung führen, wenn LTV-Klauseln einen Verzug auslösen oder die Refinanzierung von Krediten bei Fälligkeit schwierig werden könnte.
- Die kumulativen Wertminderungen variieren in den einzelnen Sektoren und unseren Szenarien (siehe Grafik). Die in unserem Negativszenario prognostizierten Wertminderungen erreichen nahezu die nach der GFK verzeichneten Werte.
- Bitte beachten Sie, dass in den Einzelhandelssektoren vor 2022 erhebliche Wertverluste verbucht wurden. Die dramatischsten Kapitalwertverluste verzeichnet der Einzelhandel seit 2018 und bis 2023 im UK (-50%), in Deutschland (-30%) und in Frankreich (-23%).
- Die Refinanzierung von ab 2023 fällig werdenden Krediten wird aufgrund der Wertverluste der zugrunde liegenden Sicherheiten seit der Kreditvergabe problematisch.
- Kapitalwertverluste sind der erste Faktor zur Quantifizierung des Refinanzierungsproblems. Wir betrachten darüber hinaus das Jahr der Kreditvergabe sowie den Umfang der jährlichen Erwerbungen in den einzelnen Sektoren.
- Ausgehend von einer durchschnittlichen Kreditlaufzeit von 5 Jahren wurden 2023 fällig werdende Kredite also im Jahr 2018 vergeben.

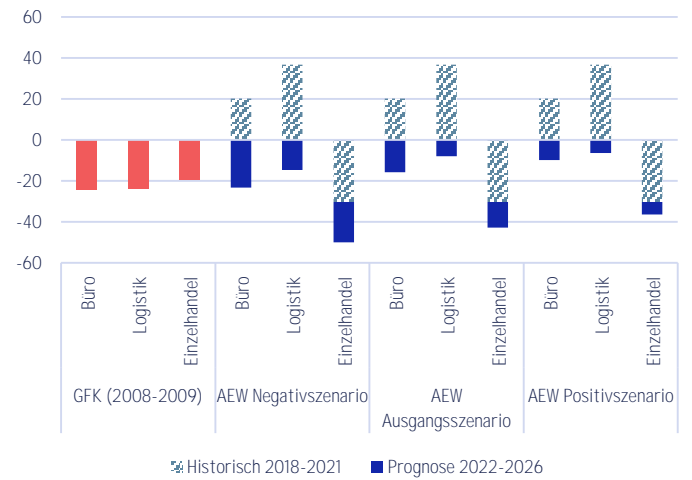
NIEDRIGERE REFINANZIERUNGS-LTVS DER KREDITGEBER VERSCHÄRFEN DAS PROBLEM

- Neben dem Wertverfall der Kreditsicherheiten besteht zudem die Möglichkeit, dass Kreditgeber nicht mit der ursprünglichen Beleihungsquote refinanzieren wollen.
- In der Tat zeigen die Ergebnisse der jüngsten CREFC-LTV-Stimmungsumfrage, dass führende Kreditgeber ihre aktuellen tatsächlichen LTVs auf 45-50% nach unten korrigieren dürften. Wir nehmen daher in unserer Analyse eine Refinanzierungs-LTV von 50% an.
- Als Beispiel legen wir unsere geschätzte Kreditfinanzierungslücke (KFL) für alle 2018 vergebenen UK-Kredite, die durch Einzelhandelsicherheiten unterlegt sind, vor:
 - Die Investitionsvolumen sind um nicht-fremdfinanzierte Investitionen bereinigt (17% des Volumens im UK-Einzelhandel 2018)
 - Der durchschnittliche Beleihungswert für den Markt im Jahr 2018 (60% für UK-Einzelhandel laut hausinterner Daten) wird beim Kauf angesetzt.
 - Die 5-Jahres-Kapitalwert-Prognose für den UK-Einzelhandel ergibt einen Wertverfall von -50% zwischen 2018 und 2023.
 - Das neue Anleihevolumen wird mit einem LTV von 50% vom neuen Wert veranschlagt.
 - Zur Vermeidung eines Kreditausfalls wird zusätzliches Eigenkapital (oder nachrangige Fremdmittel) benötigt (rot markiert als Kreditfinanzierungslücke).

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2023-25 MIT 24 MRD. EUR BEZIFFERT

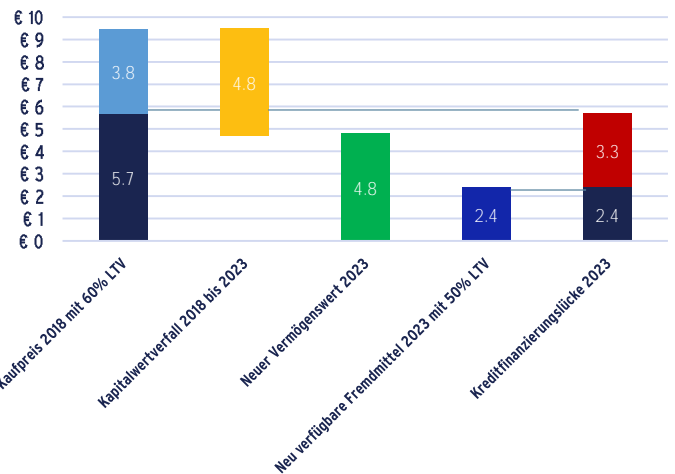
- Auf Grundlage des vorstehenden Fünf-Stufen-Ansatzes für die jedes einzelne der fünf betroffenen Segmente rechnen wir in den nächsten drei Jahren mit einer KFL von 24,2 Mrd. EUR.
- Über die Hälfte dieser Finanzierungslücke bezieht sich auf Immobilienkredite im UK (12,8 Mrd. EUR), gefolgt von Deutschland (6,2 Mrd. EUR) und Frankreich (5,2 Mrd. EUR).
- In allen Sektoren entfallen nahezu 60% der KFL auf den Einzelhandel (14,3 Mrd. EUR), gefolgt vom Bürosektor mit 8 Mrd. EUR und dem Wohnimmobiliensektor mit 1,9 Mrd. EUR.
- Relativ gesehen, stellt die Kreditfinanzierungslücke von 24,2 Mrd. EUR nahezu 9% der historischen Investitionsvolumen der letzten drei Jahre in den betroffenen Marktsegmenten dar.
- Laut unserer aktuellen Schätzungen beträgt die KFL bei den Gewerbeimmobilien im UK im Zeitraum 2023-2025 rund 11 Mrd. €. Sie ist damit deutlich kleiner als in unserer früheren Schätzung vom September 2020 (30 Mrd. €). Und noch weit kleiner als die KFL in der Folge der Globalen Finanzkrise (GFK) (70 Mrd. €).
- Die kleinere KFL im Zeitraum 2023-2025 ist hauptsächlich auf strengere Bankvorschriften nach der GFK und eher konservative LTVs für Akquisitionen zurückzuführen. Zudem liegen die prognostizierten Kapitalwertverluste in unserem Ausgangsszenario unter dem GFK-Niveau.
- Zu beachten ist hier, dass unsere Prognosen zu Marktmieten und Renditen diese Refinanzierungsprobleme nicht ausdrücklich berücksichtigen.

KUMULATIVER KAPITALWERTVERLUST NACH IMMOBILIENTYP (IN %, GFK HISTORISCH & PROGNOSE 1. QU. 22 BIS 2. QU. 26)



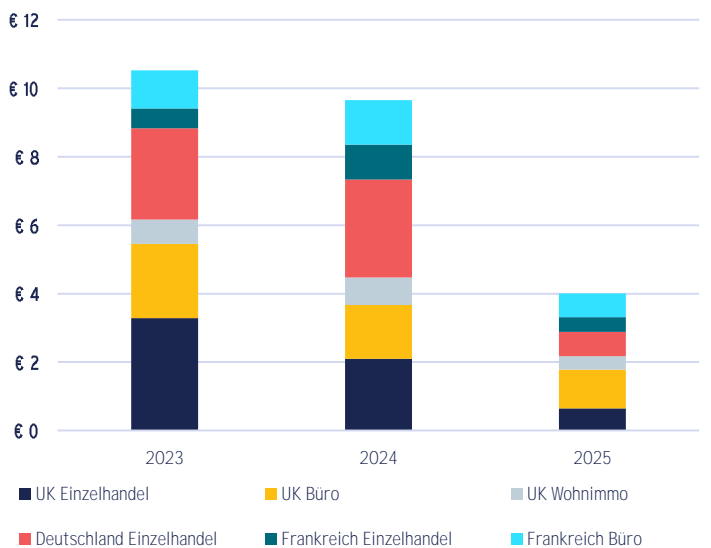
Quelle: CBRE und AEW Research & Strategy

SCHRITT-FÜR-SCHRITT-SCHÄTZUNG DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR ALLE 2018-KREDITE; DIE DURCH UK-EINZELHANDELSTRANSAKTIONEN IN MRD. EUR BESICHERT SIND (DUNKELBLAU = SCHULDEN, HELLBLAU = EIGENKAPITAL, GELB = WERTVERFALL, GRÜN = VERMÖGENSWERT, ROT = KFL)



Quellen: AEW Research & Strategy

MARKTWEITE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE (KFL) AN AUSGEWÄHLTEN MÄRKTEN IN MRD. EUR



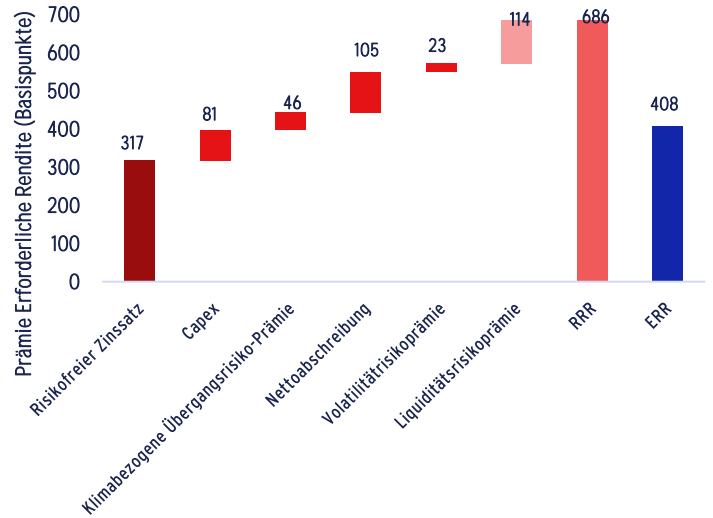
Quellen: AEW Research & Strategy

ANALYSE RELATIVER WERT: ÜBER 30% DER MÄRKTE ERREICHEN NACH WIE VOR DIE ERFORDERLICHEN RENDITEN

DURCHSCHNITTLICHE ÜBERSCHUSSDIFFERENZ UNZUREICHEND FÜR RISIKEN

- Auch hier beruht unser risikoadjustierte Renditeansatz auf einem Vergleich zwischen der erforderlichen Rendite (RRR) und der erwarteten Rendite (ERR) bezogen auf die nächsten fünf Jahre.
- Unsere Grafik zeigt, dass die auf Basis des Durchschnittswerts aus unseren 168 europäischen Märkten ermittelte RRR bei 686 Basispunkten (dies entspricht nahezu einer Verdopplung des Vorjahreswerts von 345 Basispunkten) und die ERR bei 408 Basispunkten (gegenüber 565 Basispunkten) liegt.
- Das bedeutet, dass die ERR über eine negative Überschussdifferenz von 278 Basispunkten gegenüber der RRR verfügt. Sie ist damit von einer positiven Überschussdifferenz von 220 Basispunkten gegenüber der RRR in unserem Ausblick 2022 gesunken.
- Aufgrund der jüngsten Anleiherenditeausweitung ist der risikofreie Zinssatz derzeit die größte Komponente der RRR, während die anderen Risikoprämien stabil blieben.
- Kurz gesagt, werden Investoren im Durchschnitt nicht für die Risiken entschädigt, die sie an allen europäischen Immobilienmärkten eingehen.
- Durch Vergleich der (ERR) mit der (RRR) können wir Märkte jedoch als attraktiv, neutral oder weniger attraktiv klassifizieren.

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) IN BPS - DURCHSCHNITT ALLER IMMOBILIENTYPEN IN EUROPA (2023-27)

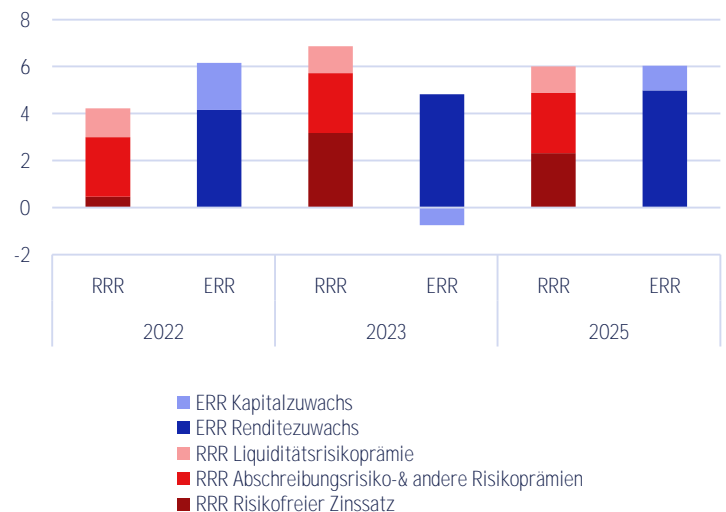


Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

HÖHERE ANLEIHERENDITEN BEFÖRDERN DRAMATISCHE TRENDWENDE

- Was für ein Unterschied gegenüber dem Vorjahr! In unserer Bewertung des relativen Werts für den Vorjahres-Ausblick sahen wir eine günstige Überschussdifferenz von über 190 Basispunkten zwischen der ERR (6,1%) und der RRR (4,2%).
- Allerdings hat der Anstieg unserer durchschnittlichen 20-Länder-Staatsanleiherendite um 270 Basispunkte einen doppelten Effekt. Er hat aufgrund der künftigen Immobilienrenditeausweitung unsere RRR nach oben und unsere ERR nach unten getrieben.
- Infolgedessen besteht nun eine negative Überschussdifferenz von nahezu 280 Basispunkten zwischen der aktuellen ERR von 4,1% und der RRR von 6,9%. Dies entspricht einer dramatischen Trendwende in unserer Bewertung gegenüber dem Vorjahr.
- Fazit: Immobilieninvestoren sehen sich mit einem schwierigen Marktumfeld konfrontiert. Geschuldet ist dies dem zeitversetzten Effekt aus dem Umfeld, in dem diese Investoren an Aktien- und Anleihemärkten tätig waren.
- Da institutionelle Anleger direkt an lokalen Märkten oder über Fonds investieren, müssen geographische und sektorspezifische Ergebnisse unserer Marktclassifikationen zum relativen Wert unbedingt berücksichtigt werden.

VERÄNDERUNGEN DER ERFORDERLICHEN RENDITE (RRR) VS ERWARTETEN RENDITE (ERR) ALLE SEKTOREN EUROPA - 2022 vs. 2023 IM AUSGANGSSZENARIO, IN %

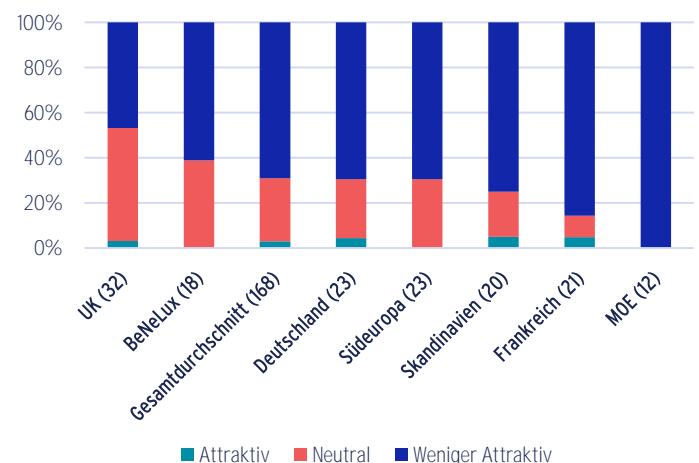


Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

UK IST (ERNEUT) UNSER ATTRAKTIVSTES LAND

- Von den 168 untersuchten Märkten werden 52 Märkte als neutral (47) oder als attraktiv (5) klassifiziert. Das bedeutet, Investoren können die RRR an über 30% der europäischen Märkte erreichen.
- Zwischen den Ländern bestehen große Unterschiede. UK und Benelux verfügen über einen überdurchschnittlich hohen Anteil neutraler und attraktiver Märkte. UK war bereits im Vorjahr unser Top-Pick.
- Zurückzuführen ist dies vor allem auf UK-Anleihe- und Immobilienrenditen, die aufgrund des Brexit und früherer Zinserhöhungen der BoE in den letzten Jahren im Vergleich mit Kontinentaleuropa besser abschneiden.
- Die MOE, Frankreich und Skandinavien verfügen über wenige neutrale oder attraktive Märkte, während Südeuropa und Deutschland beide ungefähr im Durchschnitt liegen.
- Unser Streudiagramm zeigt eine genauere Bewertung für jedes Marktsegment einer Stadt. Detaillierte Ergebnisse können auf Wunsch zur Verfügung gestellt werden.
- Obwohl nahezu 70% der Märkte als weniger attraktiv klassifiziert werden, sollte es insbesondere für Broker mit lokaler Präsenz nach wie vor möglich sein, attraktive individuelle Investitionen zu finden und abzuschließen.

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT UND LAND - AUSGANGSSZENARIO 2023-27



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

ANAYLSE RELATIVER WERT: LOGISTIK IST ATTRAKTIVSTER SEKTOR

LOGISTIK WIRD ATTRAKTIVSTER SEKTOR

- Unsere sektorspezifischen Ergebnisse im Ausgangsszenario für Europa im Zeitablauf bestätigen die vorstehend erörterten insgesamt dramatischen Veränderungen.
- Aufgrund des soliden prognostizierten Mietzuwachses ist der Premiumlogistiksektor derzeit der attraktivste Sektor. 17 der 47 untersuchten Märkte gelten auf der Grundlage unserer Methode als attraktiv oder neutral.
- Da die Spitzenrenditen im Einzelhandel in den letzten drei Jahren bereits eine Ausweitung erfahren haben, werden 24 der 63 untersuchten Einzelhandelsmärkte als attraktiv klassifiziert. Diese Märkte halten also eine große Auswahl bereit.
- Der Bürosektor ist von allen Sektoren am stärksten betroffen. Mit Ausnahme von zwei Märkten werden alle 43 untersuchten Märkte als weniger attraktiv klassifiziert. Zurückzuführen ist dies auf schlechtere Mietzuwachsprognosen und die Renditeausweitung.
- Neben dem Bürosektor bestätigen auch die Veränderungen gegenüber der Wohnimmobilienmarkt-Klassifizierung des Vorjahres die dramatische Trendwende. In diesem Fall haben wir noch 8 neutrale Wohnimmobilienmärkte.

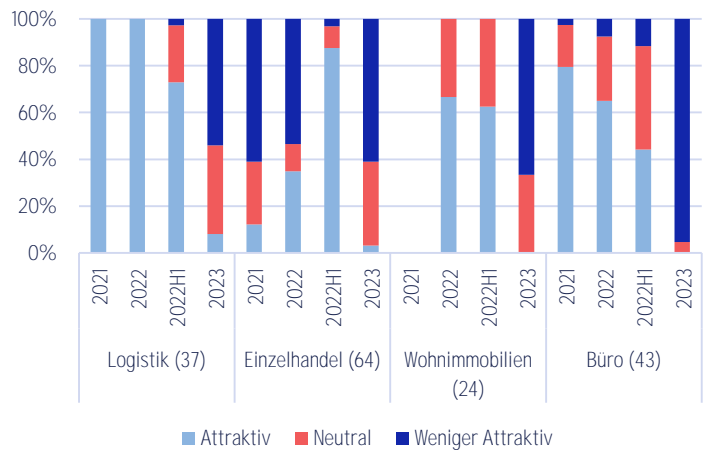
BÜROSEKTOR LEIDET IM AUSGANGSSZENARIO AM STÄRKSTEN

- Betrachten wir die Unterschiede zwischen unserem Ausgangsszenario, Positivszenario und Negativszenario, stellen wir fest, dass die Auswirkungen folgerichtig über die einzelnen Sektoren verteilt sind.
- Insgesamt geht unser Negativszenario von höheren Anleihe- und Immobilienrenditen aus, die zusätzlich von einer länger andauernden Rezession und langsameren Mietzuwächsen betroffen sind.
- Das Positivszenario zeichnet ein gegenteiliges Bild.
- Renditebewegungen, insbesondere in dem aktuellen steigenden Zinsumfeld, zeigen substantiellere Auswirkungen auf Kapitalwerte und Gesamttrenditen als Veränderungen des BIP und des Mietzuwachses.
- Da der Wohnimmobiliensektor anfangs die niedrigsten Renditen von allen Sektoren erzielt, erstaunt es nicht, dass er sowohl im Positiv- als auch im Negativszenario am stärksten von dem Gefälle in der Renditeausweitung betroffen ist.
- Warum sind andererseits an den Büromärkten die Auswirkungen der verschiedenen Szenarien auf die Attraktivität am geringsten?

BÜROSEKTOR MUSS DIE GRÖßTE LÜCKE SCHLIEßEN

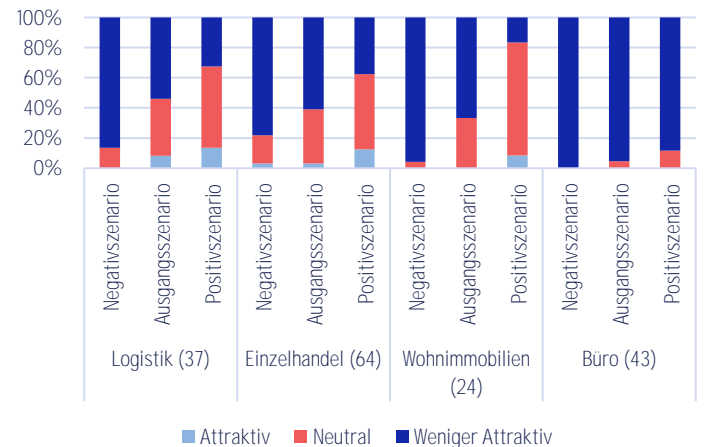
- Der Bürosektor reagiert am wenigsten auf Veränderungen der makroökonomischen Szenarien: Die Differenz (oder Lücke) zwischen der ERR und der RRR ist von allen Sektoren unserer Untersuchungsgruppe hier am größten.
- Wie bereits erörtert, ist dies auf eine Kombination moderater Mietzuwächse und einer deutlichen prognostizierten Renditeausweitung zurückzuführen, wohingegen andere Sektoren höhere Mietzuwächse oder geringere Renditebewegungen verzeichnen.
- Daneben verzeichnet der Bürosektor eine höhere Abschreibungsrisikoprämie, da die Anpassung zur Einhaltung von Energieeffizienz-Verfahren und der neuen flexiblen Arbeitsmodelle erheblichere Investitionen erfordert.
- Besonders deutlich wird dies, wenn wir die ERR in den verschiedenen Szenarien mit der RRR für Wohnimmobilien und Einkaufszentren und in geringerem Umfang den Logistiksektor vergleichen.
- Bitte beachten Sie, dass in unserer Logistikgruppe eine größere Anzahl MOE-Märkte und südeuropäische Märkte enthalten sind, die den ERR-Sektordurchschnitt drücken und den RRR-Sektordurchschnitt heben.
- Zu beachten ist, dass es sich bei unseren Sektordurchschnittswerten nicht um kapitalgewichtete Werte, sondern ungewichtete Durchschnittswerte handelt.

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT (AKTUELLES VS FRÜHERES AUSGANGSSZENARIO)



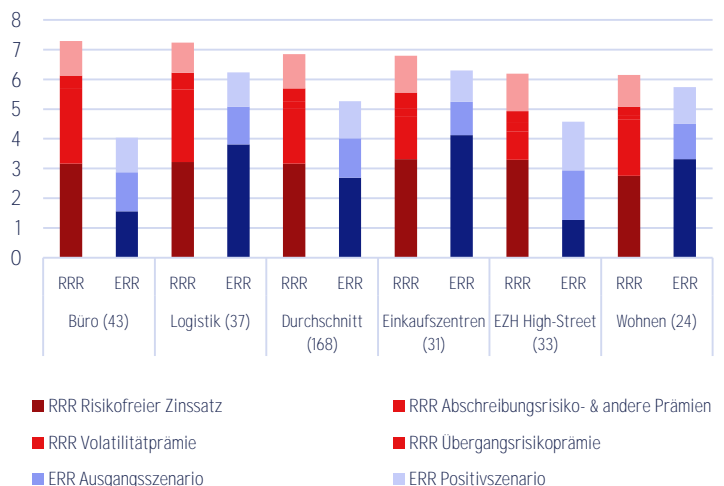
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy(dots)

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT (AKTUELLE SZENARIEN)



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) NACH IMMOBILIENTYP IN %

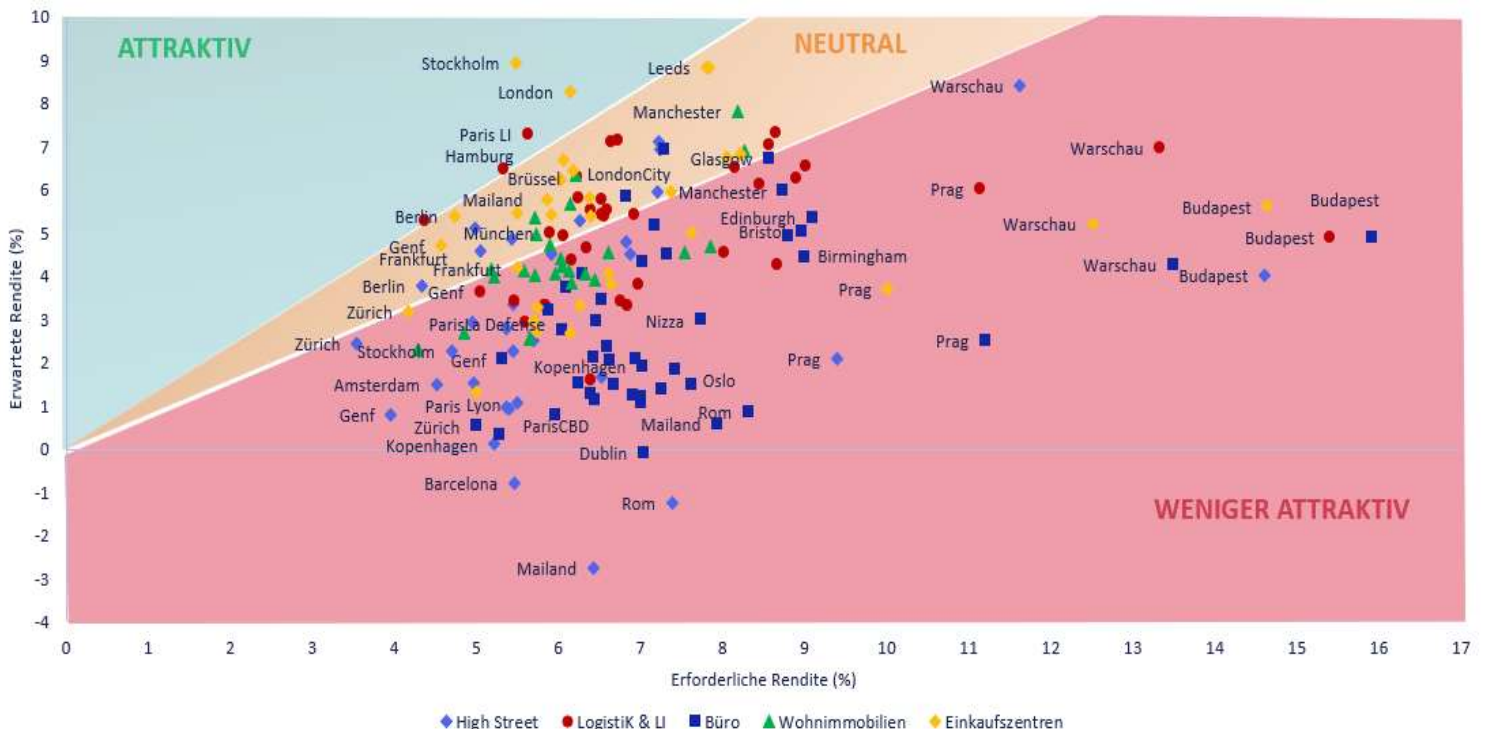


Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

ANALYSE RELATIVER WERT (AUSGANGSSZENARIO) - ERGEBNISSE FÜR 168 MÄRKTE

- Das folgende Streudiagramm kann wie folgt interpretiert werden: Auf der horizontalen Achse sehen wir die erforderliche Rendite (RRR) und auf der vertikalen Achse die erwartete Rendite (ERR) bezogen auf die nächsten fünf Jahre.
- Die Märkte im grünen Bereich weisen ERR, die ausreichend über dem RRR liegen, als attraktiv aus. Die Märkte in der roten Zone sind als weniger attraktiv klassifiziert, da ihr ERR nicht der RRR entspricht.
- Der gelbe Hintergrund markiert eine Spanne von 20%, die der Differenz zwischen beiden Renditen entspricht und eine angemessene Spanne darstellt, innerhalb welcher die Märkte weder über- noch unterbewertet sind. Infolgedessen sind die Märkte innerhalb dieser mittleren gelben Spanne als neutral gekennzeichnet.
- Analog zum Vorjahr umfasst unsere Gruppe 168 Märkte aus allen fünf Immobiliensektoren. Wie vorstehend hervorgehoben, bestätigt das Streudiagramm die Schwäche der meisten Sektoren, wobei die meisten Märkte in der weniger attraktiven Zone liegen.
- Der attraktiven Kategorie sind noch fünf Segmente zugeordnet, darunter Logistik und Einkaufszentren: Einkaufszentren in Stockholm und London. Die drei übrigen attraktiven Märkte gehören durchweg zum Logistik- und Light Industrial Sektor: Light Industrial in Paris und die Berliner und die Kopenhagener Logistik.
- Zahlreiche weitere Logistik- und Einkaufszentrumsmärkte sind in der neutralen Zone angesiedelt, darunter einige Wohnimmobilien- und Einzelhandel auf Haupteinkaufsstraßen. Einige Segmente im neutralen Grafik-Bereich, wie die Einkaufszentren in Leeds oder die Logistik in Brüssel und Zürich, liegen äußerst nah am attraktiven Bereich.
- Lediglich zwei Büromärkte im UK sind der neutralen Kategorie zugeordnet: Die Märkte im Südosten und der London City-Markt.
- Auch andere Märkte des Wohnimmobilien- und des Einzelhandels auf Haupteinkaufsstraßen erscheinen in der neutralen Zone. Hierzu gehören vor allem Segmente aus dem UK und Deutschland, wie der Wohnimmobilienmarkt in Manchester, die Münchner Einkaufszentren und Düsseldorfer Logistik.
- Die Büro-Märkte und der Einzelhandel in Haupteinkaufsstraßen sind vorwiegend in der weniger attraktiven Zone angesiedelt. Wohnimmobilien und Einkaufszentren liegen demgegenüber näher am neutralen Grafik-Bereich. Die große Mehrheit der Märkte zeigt dabei nach wie vor positive erwartete Renditen.
- Ähnlich wie bei den Vorjahresergebnissen stellen wir fest, dass sowohl die MOE- als auch die italienischen Märkte weniger resilient sind als andere Märkte. Zurückzuführen ist dies vor allem auf deutlich höhere Staatsanleiherenditen, die die erforderliche Rendite nach oben treiben.

AUSGANGSSZENARIO 2023-27 - ERWARTETE VS ERFORDERLICHE RENDITEN



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



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



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



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



RUSLANA GOLEMDJIEVA
Analyst
Tel. +44 (0)20 7016 4832
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



ISMAIL MEJRI
Datenanalyst
Tel. +33 (0)1 78 40 39 81
ismail.mejri@eu.aew.com

KONTAKT INVESTOR RELATIONS



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



BIANCA KRAUS
Executive Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
Tel. +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com

LONDON
AEW
33 Jermyn Street
London, SW1Y 6DN
UK

PARIS
AEW
43 avenue Pierre Mendes France
75013 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.

