

AEW RESEARCH | EUROPE

Halbjahresausblick 2022 Europa UMGANG MIT DOPPELTEM ÄRGER

APRIL 2022

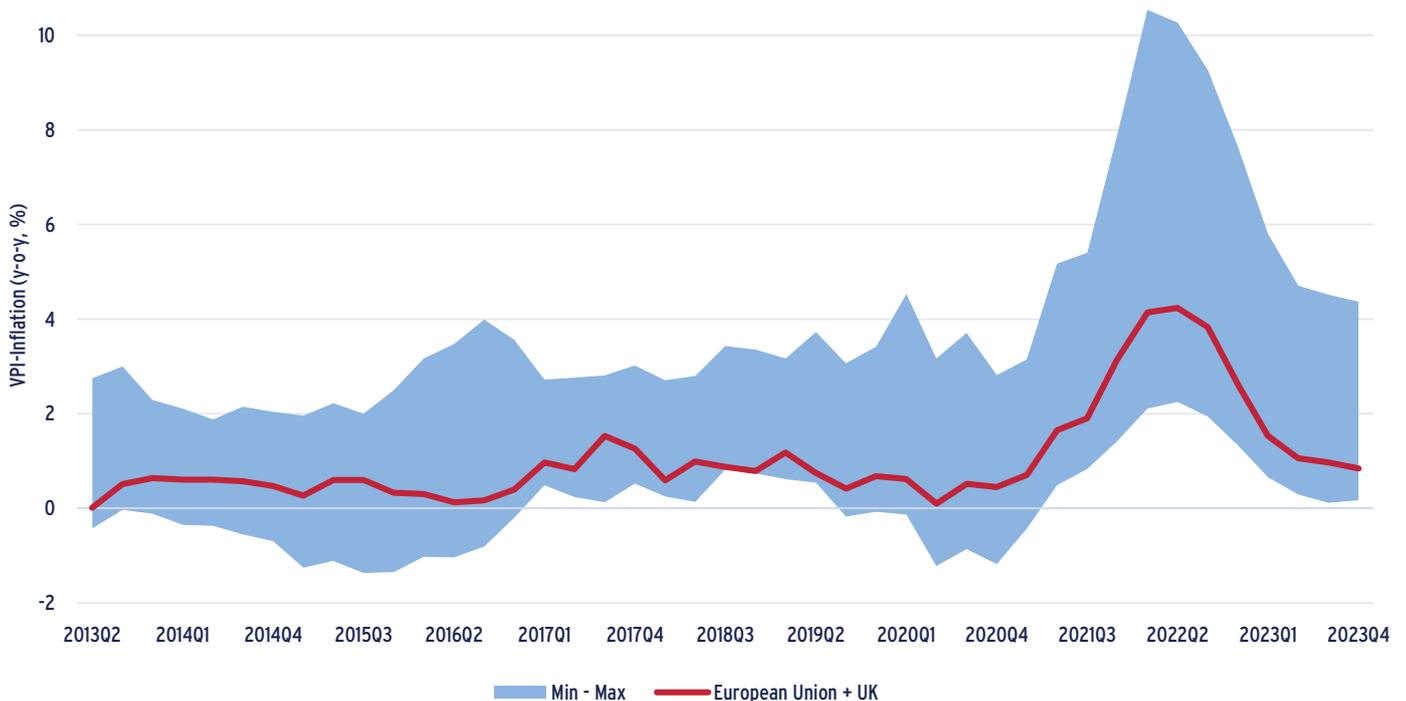
INHALT

Zusammenfassung	3
Abschnitt 1: Update Wirtschaft & Politik	4
Abschnitt 2: Ausblick auf Mieter- & Anlegermarkt	6
Abschnitt 3: Bewertung relativer Wert	8

UMGANG MIT DEOPPELTEM ÄRGER

Auch wenn die Regierungen die langfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie erfolgreich begrenzt haben, stellt der Konflikt in der Ukraine eine unerwartete neue Herausforderung für die Märkte dar. Die Auswirkungen des Krieges und der damit verbundenen Wirtschaftssanktionen haben die wirtschaftliche Erholung nach der Covid-Krise verlangsamt. Die Situation in der Ukraine verschärft die bereits bestehenden Probleme in der Versorgungskette zwischen Covid-19 und die steigenden Energie- und Lebensmittelpreise treiben die ohnehin schon hohe Inflation weiter in die Höhe. Da die Inflation höher als erwartet ausfiel, konzentrierte sich die Politik der Zentralbanken stärker auf die Erreichung ihrer Ziele, wobei die EZB hinter der Fed und der Bank of England zurückbleibt. Die Anleihemärkte haben begonnen, Leitzinserhöhungen und ein Auslaufen der quantitativen Lockerung einzupreisen. Daraus ergibt sich die naheliegende Frage für unseren Halbjahresausblick - Europa 2022: "Wie können europäische Immobilieninvestoren am besten mit dem doppelten Problem der hohen Inflation und des nachlassenden Wirtschaftswachstums umgehen?"

CVI-Inflation (% p.a.) Stand März 22



Quellen: Oxford Economics, Eurostat, AEW Research & Strategy

ZUSAMMENFASSUNG: DOPPELTEN ÄRGER BIS AUF WEITERES VERMEIDEN

- Seit unserer Jahresendprognose haben die Sanktionen gegen die Ukraine und die anhaltenden Abriegelungsmaßnahmen Chinas den Aufschwung des BIP nach der Covid-Krise gebremst und die ohnehin schon hohe Inflation weiter ansteigen lassen. Aufgrund dieser doppelt problematischen Kombination aus geringerem Wachstum und höherer Inflation ist die Stagflation unser neues Basisszenario.
- Da die Inflation weiterhin über dem Zielwert liegt, haben die Anleiheinvestoren in der Eurozone Zinserhöhungen und ein Tapering für 2023 eingepreist. In unserem Basisszenario gehen wir von nur begrenzten Zinserhöhungen aus und davon, dass die Renditen von Staatsanleihen noch länger niedrig bleiben, während wir in unserem Upside- und Downside-Szenarios von einer aktiveren Straffung und einer Normalisierung der Anleiherenditen ausgehen.
- Nach den Lockdowns tritt eine gewisse Normalisierung in Richtung Mietermarkt ein. Dies zeigt sich nach der Rückkehr der Verbraucher in die Läden in einer partiellen Trendumkehr von dem rekordhohen Anteil des Online-Handels am Gesamtumsatz. Aktuelle Zahlen zu Mobilität und Vermietungsstand bestätigen zudem eine Rückkehr in die Büros mit einigen deutlichen Unterschieden zwischen den Städten.
- In unserem aktuellen Basisszenario gehen wir von einer begrenzten Ausweitung der Anleiherenditen aus. In Anbetracht unserer Annahme niedrigerer Anleiherenditen für einen längeren Zeitraum und der geringen historischen Sensitivität der europäischen Immobilienrenditen gegenüber Anleiherenditen sind unsere Projektionen für einen Anstieg der Immobilienrenditen in den nächsten fünf Jahren bescheiden.
- Unser aktuelles Basisszenario für die Gesamterträge aller Sektoren für die nächsten fünf Jahre liegt bei 4,9 % p.a. und basiert hauptsächlich auf unseren niedrigeren BIP- und Mietwachstumsprognosen. Das sind 120 Basispunkte weniger als in unserem Basisszenario vom September.
- Die höchsten Renditen (6,0 % p.a.) aller Sektoren werden in den nächsten fünf Jahren für erstklassige Logistikinvestitionen prognostiziert, was auf das starke Mietwachstum und die prognostizierte Renditestabilität zurückzuführen ist. Die Renditen für erstklassige Einkaufszentren liegen aufgrund der hohen Einstiegsrenditen mit 6,0 % pro Jahr in den nächsten fünf Jahren an zweiter Stelle.
- Unser aktualisierter risikoadjustierter Renditeansatz zeigt eine durchschnittliche positive Überschussspanne der erwarteten Rendite (ERR) gegenüber der erforderlichen Rendite (RRR) von 25 Basispunkten für die 168 erfassten Märkte. Dies bedeutet einen deutlichen Rückgang der Überschussspanne um 165 Basispunkte gegenüber dem vorherigen Basisfall.
- Diese Umkehrung ist auf einen Rückgang der ERR um 120 Basispunkte zurückzuführen, der in erster Linie auf niedrigere Kapitalwachstumsprognosen zurückzuführen ist. Außerdem stieg unsere RRR um 45 Basispunkte, was hauptsächlich auf die jüngste Ausweitung der Staatsanleiherenditen zurückzuführen ist.
- Diese Trendumkehr ist auf den Einbruch der ERR um 120 Basispunkte zurückzuführen, der sich vor allem in niedrigeren Kapitalzuwachsprognosen infolge niedrigerer Mietzuwächse manifestiert. Auch unsere RRR stieg hauptsächlich infolge der jüngsten Renditeausweitung bei Staatsanleihen um 60 Basispunkte.
- Insgesamt werden von den 168 Märkten 65 als attraktiv, 65 als neutral und 38 als weniger attraktiv eingestuft. Mit anderen Worten: Die europäischen Märkte bieten eine große Auswahl, denn sie sind nach wie vor in einer soliden Position, um die gegenwärtigen doppelten Probleme zu bewältigen.

ÜBERSCHUSSDIFFERENZ BEI ERWARTETER RENDITE (ERR) UND ERFORDERLICHER RENDITE (RRR) RENDITEN ALLE IMMOBILIENTYPEN EUROPA, 2022-2026 BPS P.A.



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

ABSCHNITT 1: UPDATE WIRTSCHAFT & POLITIK

STAGFLATION IST DAS NEUE AUSGANGSSZENARIO

- Als größter Konflikt in Europa seit dem Zweiten Weltkrieg hat der Krieg in der Ukraine erhebliche Auswirkungen auf die wirtschaftliche Erholung nach der Pandemie.
- Die einschneidenden wirtschaftlichen und finanziellen Sanktionen gegen Russland könnten dauerhafte Auswirkungen auf das Wachstum haben, da die hohen Energiepreise die Inflation langfristig hoch halten und den Welthandel schwächen.
- Mit steigenden Staatsausgaben infolge der Maßnahmen der Regierung zur Stärkung der Kaufkraft, der Flüchtlingskrise und der erforderlichen Erhöhung der Verteidigungsausgaben werden die Staatsschulden weiter wachsen.
- Im Gegenzug wird die Stimmung unter Verbrauchern und Investoren durch den realen Einkommens- und Vermögensverlust infolge des anhaltenden Konflikts getrübt.
- Vor diesem Hintergrund übernehmen wir das Stagflationsszenario als neues Ausgangsszenario, in dem beim BIP im Zweijahreszeitraum 2022-23 ein Rückgang von 2,5% gegenüber unserem vorherigen Ausgangsszenario berücksichtigt ist.
- Unser Stagflationsszenario geht von längerfristig niedrigeren Staatsanleiherenditen aus, da die Anleihemärkte auch für 2022 nicht mit einer Zinserhöhung durch die EZB rechnen.
- Unser Positivszenario nimmt eine raschere Beilegung des Konflikts und Rückkehr zum vorherigen Post-Corona-Aufschwung und einer damit verbundenen Normalisierung der Staatsanleiherenditen an.
- Unser Negativszenario prognostiziert schließlich sowohl ein geringeres Wirtschaftswachstum (wie im Stagflationsszenario) als auch eine Normalisierung der Anleiherenditen (wie im Positivszenario).

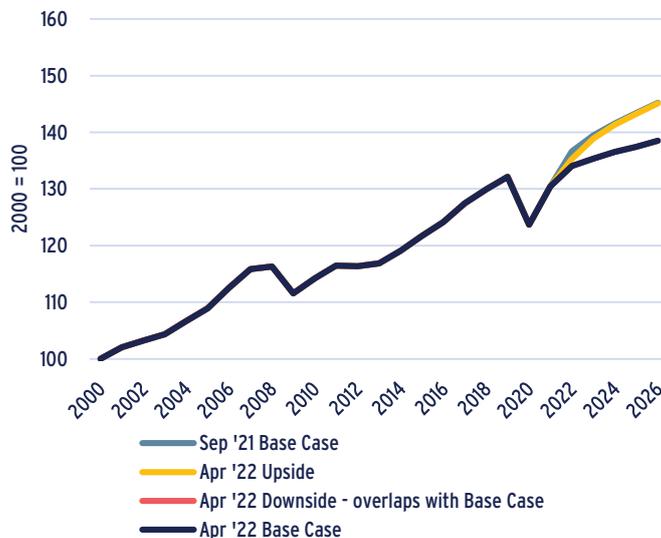
AUSWIRKUNGEN DES UKRAINE-KONFLIKTS KÖNNTEN NOCH ZUNEHMEN

- Nachdem der anfängliche Schock des Konflikts überwunden war, begannen einige Wirtschaftsforscher die langfristigen Effekte auf das BIP-Wachstum zu untersuchen.
- In der Frage der Dauer des Konflikts und seiner Beilegung herrscht große Unsicherheit, die zu unterschiedlichen Annahmen führt.
- Zudem hängt der Nettoeffekt auf das BIP-Wachstum auch von der Ausgangsprognose für den Wirtschaftsaufschwung vor Ausbruch des Kriegs ab.
- Alle verfügbaren Prognosen verweisen auf kumulierte Effekte auf das BIP-Wachstum von insgesamt 2-3%, die den Aufschwung nach der Corona-Krise abschwächen.
- Einige Wirtschaftsforscher haben vor dem Risiko einer Rezession in der Eurozone gewarnt, wenn ein vollständiges Embargo auf russische Öl- und Gasimporte verhängt werden sollte.
- Durch den Dominoeffekt eines negativen Nettolohnwachstums auf das Verbrauchervertrauen könnten die Prognosen für das BIP künftig weiter nach unten korrigiert werden.

HOHE SENSITIVITÄT DER MIETEN GEGENÜBER BIP-WACHSTUM

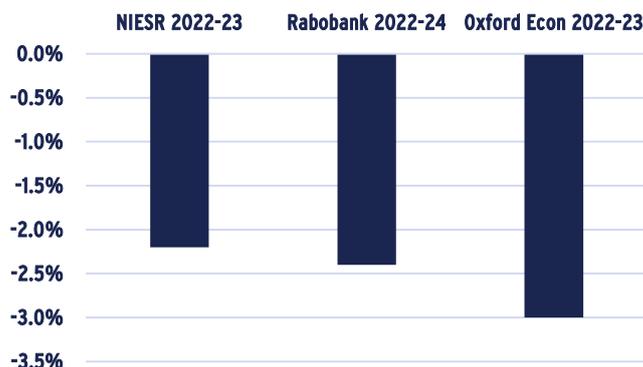
- Unsere Modellierung verweist auf zwei zentrale Übertragungskanäle für makroökonomische Treiber zu unseren Immobilienmarktvariablen.
 - BIP-Wachstum ist der wichtigste Treiber für den Mietzuwachs
 - Staatsanleiherenditen sind die treibende Kraft hinter Immobilienrenditen
- Ein Blick auf den ersten Übertragungskanal ergibt eine relativ hohe Sensitivität der Spitzenrenditen gegenüber Veränderungen des BIP-Wachstums.
- Unsere Ergebnisse zeigen, dass historisch betrachtet ein um 100 Basispunkte verändertes BIP-Wachstums mit einer Veränderung beim Spitzenmietwachstum von 100 Basispunkten verbunden wäre.
- Dabei bestehen erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Sektoren. Die Sensitivität der Mieten im Einzelhandel und im Bürosektor ist mehr als doppelt so hoch wie im Logistik- und im Wohnimmobiliensektor.
- Große Unterschiede bestehen auch zwischen den Ländern. Spanien und die UK gehören zu den sensitivsten, Deutschland und die Niederlande zeigen sich dagegen weit unterdurchschnittlich sensitiv.
- Anhand der Zahlen der letzten 30 Jahre haben wir die Regressionskoeffizienten des Spitzenmietwachstums und BIP-Wachstums für jeden Sektor und jedes Land ermittelt.

Der europäische BIP-Wachstumsindex (2000 = 100, auf Basis des 20 Länder-Durchschnitts)



Quellen: OECD, Oxford Economics und AEW Research & Strategy

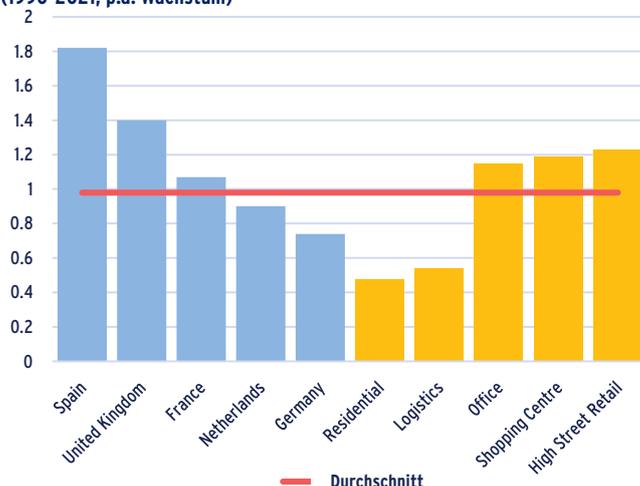
Kumulierte Effekte des Ukraine-Konflikts auf BIP-Wachstumsprognosen in der Eurozone



Quellen: NIESR, Rabobank & Oxford Economics

Anmerkungen: NIESR Stand 02. März 2022, RB: Szenario B besagt Krieg und effektive Sanktionen (3. März 22) & OE: Schlimmstfall - Krieg bis 2023 und Russland verhängt Sanktionen auf Gasimporte (2. März 22)

Regressionskoeffizienten des Spitzenmietwachstums auf das BIP-Wachstum (1990-2021, p.a. Wachstum)



Quellen: CBRE, Oxford Economics, AEW Research & Strategy

JEDE INFLATION IST ANDERS

- Die Besorgnis über die negativen Auswirkungen der Inflation auf die Verbraucherausgaben hat sich verstärkt, da der Ukraine-Konflikt zu den bereits bestehenden Unterbrechungen der Lieferketten aufgrund der anhaltenden Abriegelungen in China hinzukommt. Dies wird den Aufschwung Europas nach der Pandemie begrenzen.
- Nachdem die Inflation in den letzten Monaten auf besorgniserregende 7-8% geklettert ist, nehmen die Zentralbanken ihre Politik derzeit genauer in den Blick.
- Trotz des kurzfristigen Inflationsdrucks ist jedoch zu erwarten, dass eine etwa bereits geplante Abkehr von der lockeren Geldpolitik sowie Zinserhöhungen auf 2023 verschoben werden. Dies hat vor allem drei Gründe:
 - Die Lohninflation ist lediglich ein kleiner Teil der Gesamtinflation
 - Zinserhöhungen sind kein probates Mittel gegen importierte Rohstoffpreiserhöhungen
 - Jede Zinserhöhung wird den Post-Corona-Aufschwung zusätzlich bremsen
- In Bezug auf die UK und die USA besteht für die EZB wegen des Risikos einer klassischen Lohn-Preis-Spirale kaum Anlass zur Sorge, da die Löhne in der Eurozone heute in Tarifrunden verhandelt werden und nicht mehr indexgekoppelt sind wie noch in den 70-er Jahren.
- Ein guter Grund für die Annahme längerfristig niedrigerer Anleiherenditen in unserem Stagflations-Ausgangsszenario.

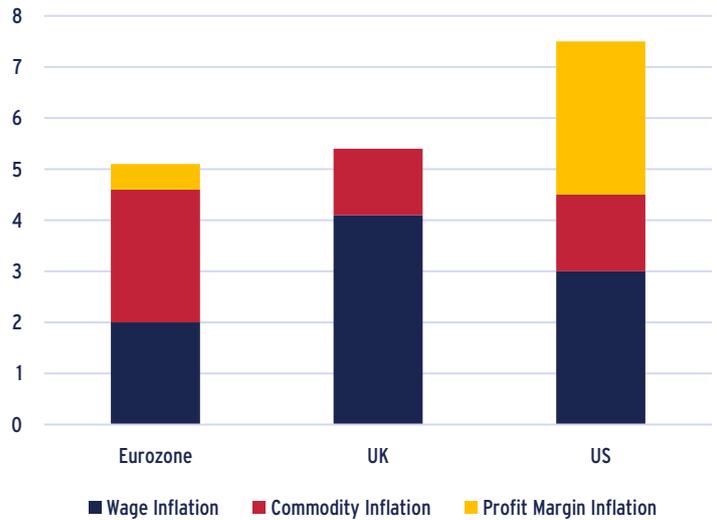
ABFLACHENDE RENDITEKURVE VON INVESTOREN EINGEPREIST

- Im letzten Quartal sind die Staatsanleiherenditen in unserem 20-Länder-Durchschnitt seit Jahresende 2021 um 58 Basispunkte gestiegen.
- Während Anleiheinvestoren die rasch wechselnde Nachrichtenflut zum Ukraine-Konflikt, zu Sanktionen, der Wirtschaftsabkühlung und deren Auswirkungen auf die Geldpolitik einkalkulieren, passen sich die Staatsanleiherenditen an.
- Die Abflachung der Renditekurve für Staatsanleihen impliziert, dass die langfristigen Aussichten für Zinsen nach wie vor unsicher sind. Wir verwenden diese Preispolitik für unsere Annahme längerfristig niedrigerer Anleiherenditen in unserem neuen Ausgangsszenario.
- Zum Jahresende 2026 liegt die Rendite lediglich 20 Basispunkte über dem Wert unseres früheren Ausgangsszenarios.
- Allerdings haben wir sowohl in unserem Positiv- als auch unserem Negativszenario die Prognosen von Oxford Economics zur Renditenormalisierung herangezogen.

GERINGE SENSITIVITÄT DER IMMOBILIENRENDITEN GEGENÜBER ANLEIHERENDITEN

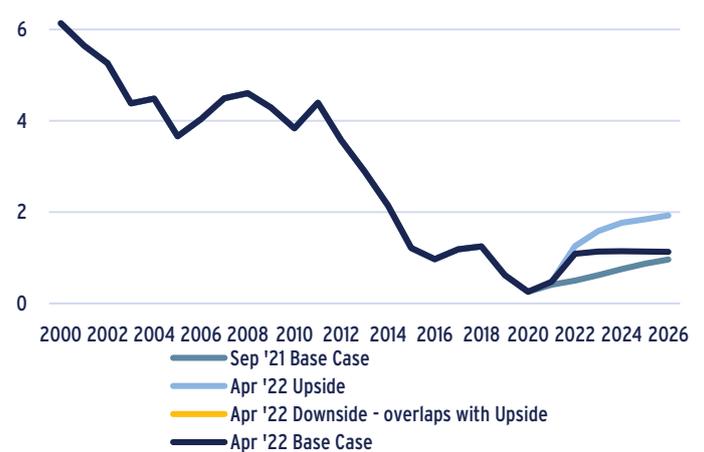
- Wie oben festgestellt, gibt es in unserer Modellierung zwei zentrale Übertragungskanäle für Makroökonomische Treiber auf unsere Immobilienmarktvariablen.
 - Das BIP-Wachstum ist der wichtigste Treiber für den Mietzuwachs
 - Staatsanleiherenditen sind die treibende Kraft hinter Immobilienrenditen
- Ein Blick auf den zweiten Übertragungskanal ergibt eine relativ geringe Sensitivität der Immobilienrenditen gegenüber Veränderungen bei den Staatsanleiherenditen.
- Unsere Ergebnisse zeigen, dass um 100 Basispunkte veränderte Staatsanleiherenditen in der Vergangenheit mit einer Veränderung der Immobilien-Spitzenrenditen von 35 Basispunkten verbunden war.
- Die Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren zeigen eine höhere Sensitivität der Logistikrenditen und eine geringere Sensitivität der Wohnimmobilienrenditen.
- Die hohe Sensitivität der Logistikrenditen beruht allerdings vermutlich auf Stammdatenproblemen, da der Sektor sich in den letzten 5-10 Jahren als institutioneller Sektor etabliert hat.
- Zwischen den Ländern sind die Unterschiede geringer. Frankreich und die UK gehören zu den sensitivsten, Deutschland und Spanien zeigen sich dagegen weit unterdurchschnittlich sensitiv.
- Anhand der Zahlen der letzten 30 Jahre haben wir die Regressionskoeffizienten der Immobilienrenditen und der Staatsanleiherenditen für jeden Sektor und jedes Land ermittelt.

Aufschlüsselung der Inflationsraten - Januar 2022



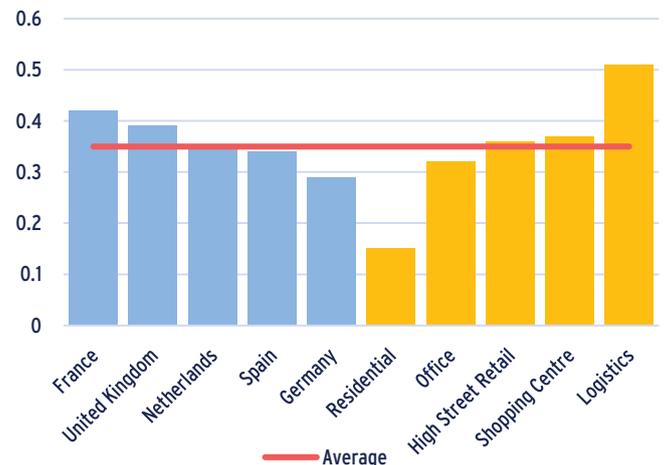
Quellen: BLS, ONS, Eurostat, Natixis, AEW Research & Strategy

10-Jahres-Staatsanleiherenditen Europa (in % p.a., 20 Länder-Durchschnitt)



Quellen: OECD, Oxford Economics, Bloomberg, Chatham Financial und AEW Research & Strategy

Regressionskoeffizienten von Spitzenimmobilien auf Staatsanleiherenditen (1990-2021, Wachstum p.a.)



Quellen: CBRE, Deutsche Bundesbank, Bank of England, Oxford Economics, AEW Research & Strategy

ABSCHNITT 2: AUSBLICK AUF MIETER- & ANLEGERMARKT

TEILWEISE RÜCKKEHR ZUR NORMALITÄT NACH CORONA

- Die wichtigsten Mietereffekte der Corona-Lockdowns:
 - Steigerung des Online-Handels-Anteils am Gesamtumsatz im Einzelhandel; und
 - Einfluss des Home Office (HO)-Trends auf den Vermietungsstand im Bürosektor
- Im Zuge der europaweiten Aufhebung der Lockdowns zeigen die Zahlen eine gewisse Normalisierung dieser Post-Corona-Trends.
- Danach hat sich der Anteil des Online-Handels am Einzelhandelsumsatz in der UK von dem Rekordniveau von 36% im 1. Quartal 21 auf 29% im 4. Quartal 21 abgeschwächt. Zurückzuführen ist dies auf die Rückkehr der Verbraucher zum klassischen Einkaufsverhalten.
- In Kontinentaleuropa war der Online-Anteil am Einzelhandelsumsatz vor Corona geringer; aber auch hier ging er im zweiten Halbjahr 2021 gegenüber den Höchstständen im 1. Halbjahr 21 zurück.
- In beiden Fällen ist unter Berücksichtigung des mit der Pandemie verbundenen beständigen Anstiegs von nahezu 5% mit einer Rückkehr zu den vor der Corona-Krise üblichen Wachstum im Onlinehandelsanteil am Einzelhandelsumsatz zu rechnen.
- Die Zahlen von Remit Consulting zum Vermietungsstand im Bürosektor von Ende März 2022 zeigen eine konsequente Rückkehr zur Normalität, nachdem nach dem Tiefstand von 9% im Mai 2021 erneut ein Anstieg auf nahezu 25% zu verzeichnen war. Das niedrige Niveau ist ungeklärt, der Trend jedoch positiv.
- Hybride Arbeitsformen mit rund 2 Arbeitstagen / Woche im Home Office ist das neue Normal. Dennoch ist der Einfluss der Büroflächennachfrage unbedeutender als zunächst angenommen, da die Mieter sich noch in einer Phase der Anpassung befinden.

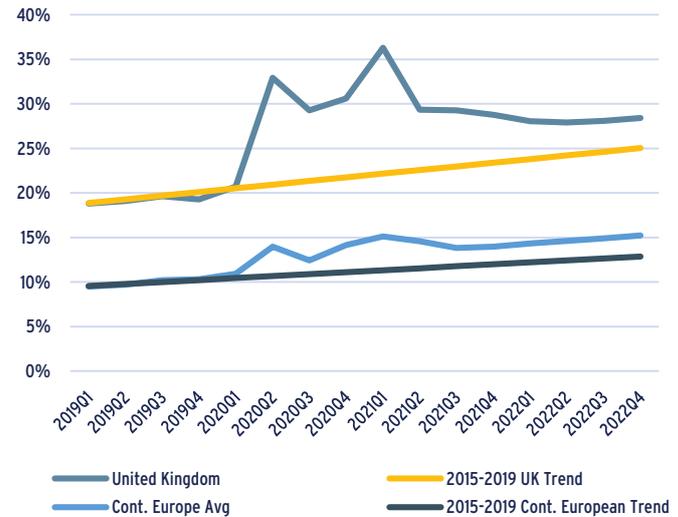
MIETER-STATISTIKEN BESTÄTIGEN STÄRKE DES LOGISTIKSEKTORS

- Die Stärke der Mietermärkte kann anhand der Jahrestrends beim Flächenumsatz und bei den Leerstandsdaten veranschaulicht werden. Dies erlaubt uns zudem einen schnellen Vergleich der Sektoren.
- Im Zweijahreszeitraum 2020-21 lösten die Corona-Lockdowns und die Zunahme des Home Office einen Einbruch beim Büroflächenumsatz von nahezu 30% gegenüber dem langfristigen Jahresdurchschnitt im Zeitraum 2010-19 aus.
- Von dem Boom im Onlinehandel während der Lockdowns profitierte der Logistiksektor. Hier hat sich der Flächenumsatz in den letzten acht Jahren mehr als verdoppelt und damit im Vorjahr ein neues Allzeithoch verzeichnet.
- Die Trends beim Leerstand bestätigen die relative Stärke des Logistiksektors. Zum Jahresende 2021 wurde eine Leerstandsrate von lediglich knapp über 3% verzeichnet.
- Im Bürosektor sprang der Leerstand von unter 6% am Jahresende 2019 zurück auf nahezu 8%, blieb jedoch zum Teil aufgrund der begrenzten Pipeline neuer Entwicklungsaktivitäten unter seinem historischen 10-Jahres-Durchschnitt (Prä-Covid) von 8,3%.

MIETZUWACHS BEI BÜROFLÄCHEN HALBIERT

- Über alle Sektoren hinweg sank das von uns prognostizierte durchschnittliche Wachstum der Spitzenmiete um 33% von 1,8% p.a. auf 1,2% p.a. für den Zeitraum 2022-26.
- Das Wachstum der Spitzenmieten auf den Wohn- und Logistikmärkten zeigte eine anhaltend starke Dynamik von knapp über und unter 2,5% für die nächsten fünf Jahre.
- Dies bedeutet einen Anstieg der Mieten für beide Sektoren, insbesondere für die Logistik.
- Das Mietwachstum für Spitzenbüros halbierte sich von knapp über 2% p.a. auf knapp über 1% p.a. in unserem neuen Basis- und Abwärtsszenario.
- Das Wachstum der Haupteinkaufszentren und des Einzelhandels in den Einkaufsstraßen liegt in unserem Basisszenario knapp über Null und in unserem Abwärtsszenario knapp unter Null.
- Die Widerstandsfähigkeit des Wohn- und Logistiksektors sowie die negativen Auswirkungen auf den Einzelhandels- und Büromarkt stehen im Einklang mit den auf Seite 4 erörterten sektoralen Unterschieden zwischen dem BIP und dem Mietwachstum.
- Bitte beachten Sie, dass unser projiziertes Marktmietenwachstum aufgrund des Mangels an konsistenten Marktdaten in ganz Europa keine inflationsgebundene Indexierung der Mieten in bestehenden Mietverträgen widerspiegelt. Es wird angenommen, dass eine solche Indexierung in die Markttrenditen eingebettet ist

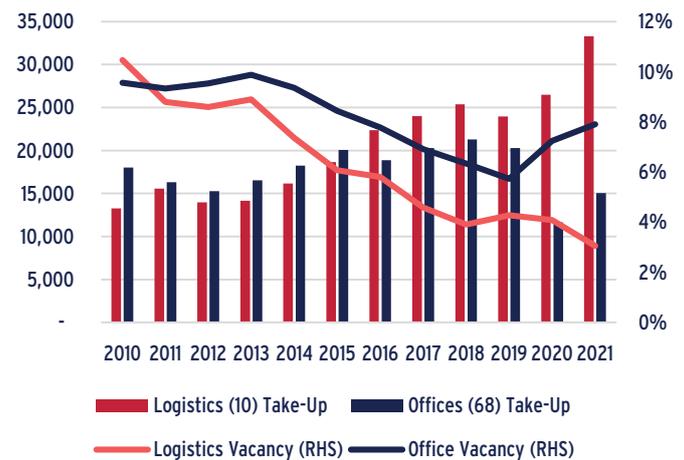
Onlinehandel im VK & in Kontinentaleuropa in % des Gesamtumsatzes im Einzelhandel



Quellen: CBRE, Euromonitor, Forrester and AEW Research & Strategy

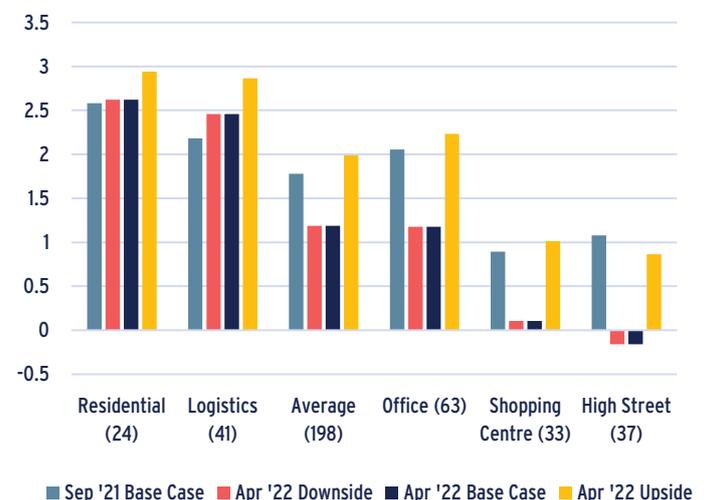
Anmerkung: Zu Kont. Europa zählen Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Polen und die tschechische Republik.

Büroflächen- und Logistikflächenumsatz in Europa ('000 m²) & Leerstandsrate (%)



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

Europäischer Durchschnitt des Wachstums von Spitzenmieten nach Immobilientyp (2022-26, in % p.a.)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

SPITZENRENDITEN VORAUSSICHTLICH MEIST STABIL

- Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass die Spitzenrenditen auf verschiedene Immobilientypen 2021 unterschiedlich stark von der Pandemie betroffen waren.
- Im Logistiksektor sanken die Spitzenrenditen 2021 trotz ihres historischen Tiefstands erneut um durchschnittlich 60 Basispunkte. Im Bürosektor hingegen lagen die Spitzenrenditen in den letzten Jahren im Durchschnitt stabil bei 3,9%.
- Grundsätzlich dürften Anleger schmalere Renditen für Sektoren mit besseren Mietzuwachsprognosen wie Logistik akzeptieren.
- Gleichzeitig wurde die bereits bestehende Renditeausweitung im Sektor Einkaufszentren seit 2018 durch die Corona-Krise noch um über 120 Basispunkte vergrößert.
- Bei der deutlichen Neubewertung im Spitzeneinzelhandel in den letzten 3-4 Jahren blieb der Qualitätsunterschied zwischen erst- und zweitklassigen Immobilien unberücksichtigt.
- In unserem jüngsten Ausgangsszenario erwarten wir in den nächsten fünf Jahren bei Premium-Einkaufszentren einen Renditerückgang von 10 Basispunkten. Zurückzuführen ist dies auf die Resilienz der besten Einzelhandelslagen und -formate nach der Corona-Krise.
- An den Märkten für Wohnimmobilien, High Street-Einzelhandel und Büro dürfte die Renditeausweitung in den nächsten fünf Jahren mit rund 10 Basispunkten etwas geringer ausfallen. Für den Logistiksektor werden im selben Zeitraum stabile Renditen prognostiziert.

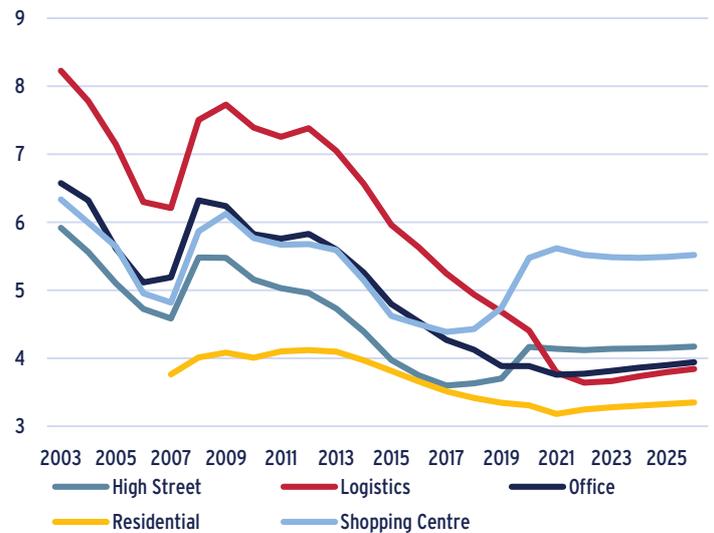
FOKUS AUF EINKOMMEN VERLAGERT SICH; UK LIEGT AN DER SPITZE

- In unserem jüngsten Ausgangsszenario wird der Kapitalzuwachs an allen europäischen Märkten mit weniger als 80 Basispunkten p.a. veranschlagt. Er liegt damit nur geringfügig über 15% der Gesamtrendite von 4,9% p.a.
- An den UK-Märkten werden aufgrund der weniger deutlichen Renditeverengung in der UK gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Märkten nach dem Brexit höhere Renditen und Gesamtrenditen verzeichnet.
- Unser jüngstes Ausgangsszenario weist für die deutschen Märkte trotz niedrigerer Renditen gegenüber anderen Ländern noch einen signifikante Kapitalzuwachs aus.
- Die MOE-Märkte stechen als einzige Region mit negativem Kapitalzuwachs hervor.
- Unsere Prognosen für Frankreich, Spanien und Italien zeigen keine Kapitalzuwächse im nächsten Fünfjahreszeitraum.

TROTZ RESILIENZ RÜCKLÄUFIGE RENDITEN IN ALLEN SEKTOREN

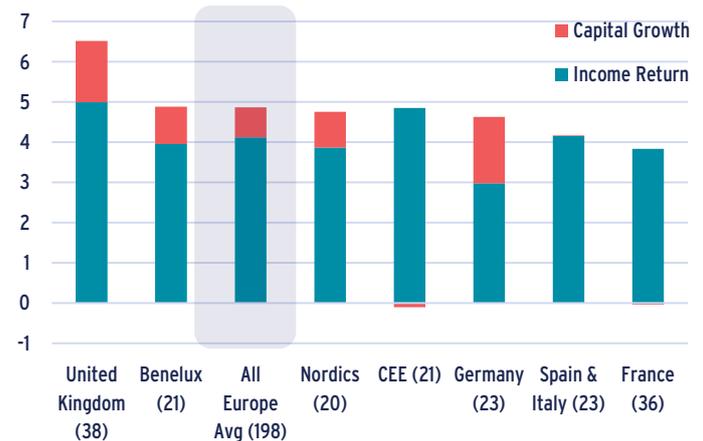
- Unser aktuelles Ausgangsszenario weist im nächsten Fünfjahreszeitraum für alle Sektoren bei den Gesamtrenditen einen Rückgang um 120 Basispunkte p.a. von 6,1% in unserem vorherigen Ausgangsszenario auf 4,9% p.a. aus.
- Am stärksten behaupten sich die Renditen im nächsten Fünfjahreszeitraum mit knapp über bzw. unter 6% p.a. an den Märkten Logistik und Einkaufszentren.
- Dennoch sind die Renditen in diesem Ausgangsszenario in beiden Sektoren und insbesondere im Sektor Einkaufszentren rückläufig. Resilient blieben auch die Wohnimmobilien-Renditen.
- Am stärksten betroffen in unserem neuen Ausgangsszenario sind die Renditen im Premium-High Street-Einzelhandel und im Bürosektor. Die Renditen im Premium-Bürosektor schrumpften von knapp unter 6% p.a. in unserem vorherigen Ausgangsszenario um nahezu 165 Basispunkte p.a. auf knapp über 4% in unserem neuen Ausgangsszenario.
- Die prognostizierten Renditen im Premium-High Street-Einzelhandel verloren nahezu 210 Basispunkte p.a. und fielen von knapp unter 6% p.a. in unserem Sept-21-Ausgangsszenario auf knapp über 4% in unserem aktuellen Ausgangsszenario.
- Diese negativen Auswirkungen auf die Renditen von Einzelhandels- und Büroimmobilien stehen im Einklang mit den größeren Veränderungen des BIP im Vergleich zu den Veränderungen der Anleiherenditen zwischen dem aktuellen und dem vorherigen Ausgangsszenario.
- Die geringe Sensitivität des Mietwachstums bei Wohn- und Logistikimmobilien gegenüber dem BIP-Wachstum und die geringe Sensitivität der Anleiherenditen gegenüber Wohnimmobilienrenditen erklärt auch die Resilienz der Gesamtrenditen.

Durchschnittliche Spitzenrenditen in Europa nach Immobiliensektor auf Basis des aktuellen Ausgangsszenarios (in %)



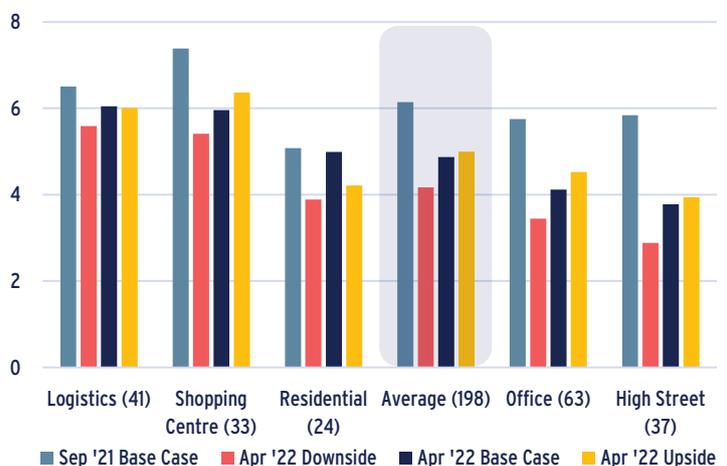
Quellen: CBRE, Catella, AEW Research & Strategy

Renditen und Wertsteigerungsrenditen nach Land & Subregion im Fünfjahreszeitraum 2022-26 auf Basis des aktuellen Ausgangsszenarios (in %, p.a.)



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

Europäischer Durchschnitt des Wachstums von Spitzenmieten nach Immobilientyp 2022-26 auf Basis verschiedener Szenarien (in % p.a.)



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

ABSCHNITT 3: BEWERTUNG RELATIVER WERT

ÜBERSCHUSSDIFFERENZ IN DEN LETZTEN SECHS MONATEN RÜCKLÄUFIG

- Unser relativer Wertansatz zeigt zwei wesentliche Veränderungen im Verhältnis zwischen der erforderlichen Rendite und der erwarteten Rendite unseres Ausgangsszenarios.
- Erstens sank die erwartete Rendite aufgrund des Mix aus erwarteten erneuten Leitzinserhöhungen und schwächeren Wirtschaftswachstumsprognosen sank die (ERR) um 120 Basispunkte p.a..
- Dieser Einbruch bei der ERR manifestiert sich vor allem in niedrigeren Kapitalzuwachsprognosen, die durch niedrigere Mietzuwächse und höhere Renditen befeuert werden.
- Zweitens stieg unsere erforderliche Rendite (RRR) trotz unseres längerfristig niedrigeren Ausgangsszenarios 60 Basispunkte gegenüber unserer früheren Schätzung.
- Dieser RRR-Anstieg wird durch den Inflationsdruck an allen Märkten ausgelöst, der die Zentralbanken zur Erhöhung der Leitzinsen veranlasst, was bereits zu höheren Anleiherenditen zur Folge hatte. In den Prognosen für ERR und RRR ist der Verschuldungsgrad nicht berücksichtigt.
- Verstärkte Investitionsaktivitäten in den letzten Quartalen drückten die Liquiditätsprämie um 7 Basispunkte. Wertminderungsaufschlag und andere Risikoprämien blieben im Zeitraum hingegen unverändert.
- In der Folge sank die Überschussdifferenz zwischen RRR und ERR im letzten Halbjahr (von 190 auf 25 Basispunkte) um 165 Basispunkte.

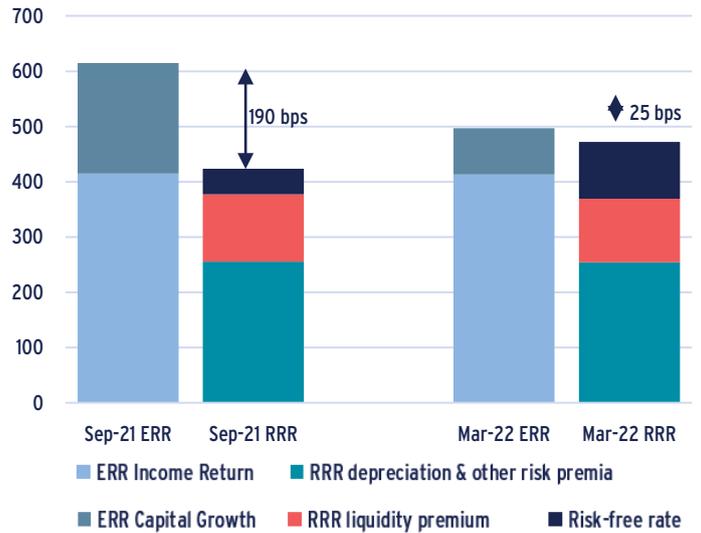
WENIGER ATTRAKTIVE UND MEHR NEUTRALE MÄRKTE

- Unsere jüngste Bewertung relativer Werte zeigt eine rückläufige Entwicklung in unserer Stellungnahme zur Marktattraktivität seit September 2019.
- Im September 2021 führte die übereinstimmende Erwartung einer raschen Erholung nach der Corona-Krise verbunden mit der Annahme längerfristig niedrigerer Renten dazu, dass nahezu 70% der Märkte als attraktiv klassifiziert wurden.
- Unser jüngster März-22-Ausblick zeigt, dass etwa 40% der Märkte mit hinreichend großen Überschussdifferenzen bei der erwarteten Rendite gegenüber der erforderlichen Rendite als attraktiv zu klassifizieren sind.
- Der als neutral klassifizierte Marktanteil stieg von etwa 26% auf 39%.
- Schließlich stieg der als weniger attraktiv klassifizierte Anteil der Märkte (mit niedrigen erwarteten Renditen gegenüber den erforderlichen Renditen) von 5% auf 23% in den untersuchten Märkten.

LOGISTIK- & WOHNFLÄCHEN OFFENBAR RESILIENTER

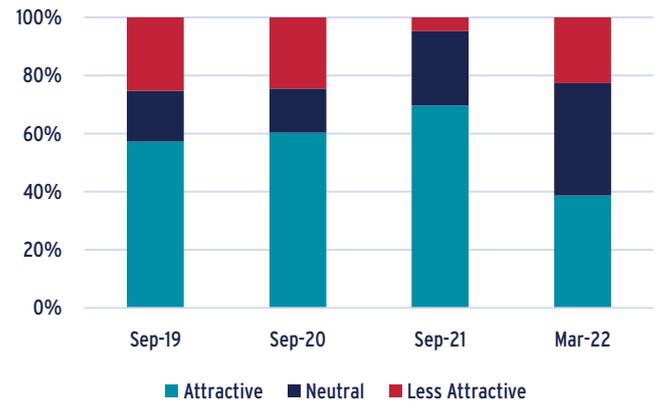
- Trotz unseres weniger optimistischen Ausblicks für alle Sektoren, sind einige offenbar resilienter gegenüber den neuen Herausforderungen.
- Auch unter den neuen Bedingungen bleiben die meisten Logistikmärkte attraktiv, da die Renditeveränderung im Sektor gegenüber anderen Märkten geringere Auswirkungen auf die Kapitalwerte hat. Zudem rechnen wir auch bei gedämpften Aufschwungserwartungen mit einem soliden Mietwertzuwachs.
- Als ebenfalls resilient ist der Wohnimmobiliensektor einzustufen. Hier sind noch über die Hälfte der untersuchten Märkte attraktiv. Ein kräftiger Mietwertzuwachs kompensiert die Renditeausweitung bei Staatsanleihen.
- Im Einzelhandel ist die Dynamik in allen Teilsektoren uneinheitlich. Die relativ hohen Renditen bei Premium-Einkaufszentren dürften leicht unter Druck geraten.
- Sensitiver auf steigende Staatsanleiherenditen reagieren die Premium-High Street-Einzelhandelsmärkte, aufgrund ihres niedrigen Renditeniveaus. Dies wird nicht durch kräftigen Mietzuwachs ausgeglichen.
- Für die Büromärkte ist mit leichtem Mietzuwachs und Renditeausweitungen zu rechnen, die sich auf breiterer Ebene ausgleichen. Die meisten Büromärkte erhalten eine neutrale Prognose.

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) - ALLE IMMOBILIENTYPEN IN EUROPA



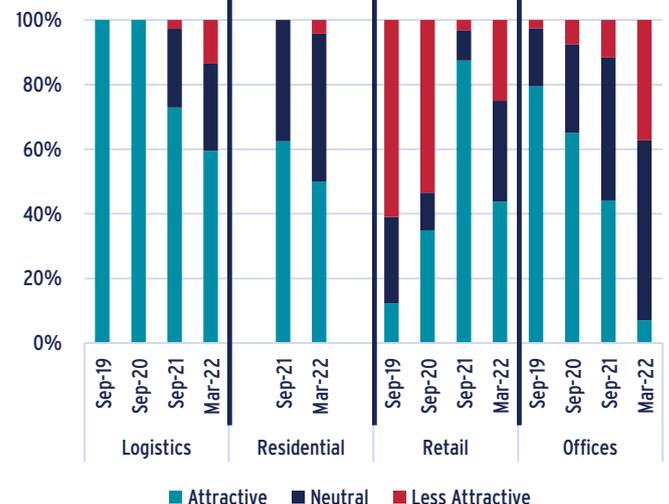
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

% IMMOBILIENSEGMENT NACH ATTRAKTIVITÄT (AKTUELLES MÄRZ-22-AUSGANGSSZENARIO VS AUSGANGSSZENARIEN FRÜHERER JAHRE)



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

SEKTORMÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT IN %

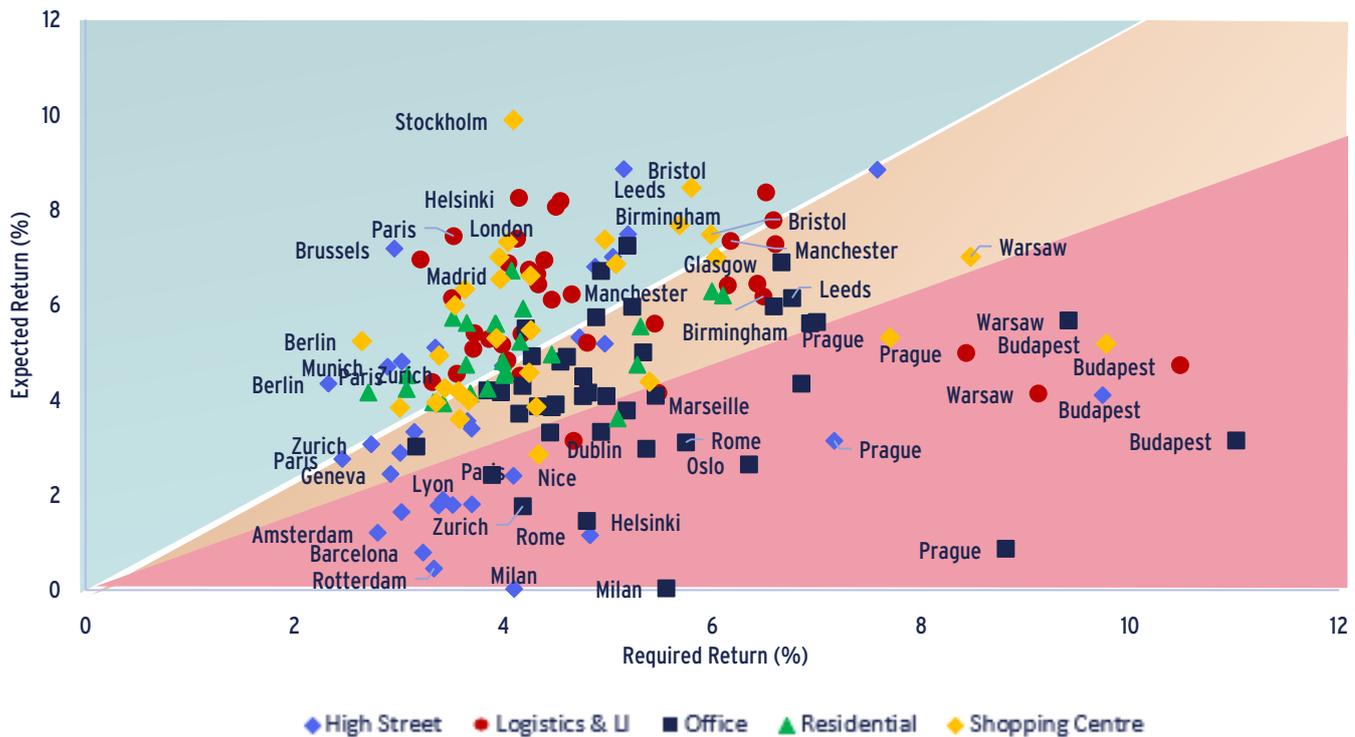


Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

ANALYSE RELATIVER WERT (AUSGANGSSZENARIO): VIELE AUSWAHLMÖGLICHKEITEN

- Das 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) für die nächsten fünf Jahre.
- Märkte in der grünen Zone weisen ausreichend über dem RRR liegende ERR als attraktiv aus. Märkte in der roten Zone sind als weniger attraktiv klassifiziert, da ihre ERR unterhalb der RRR bleibt.
- 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.
- Das Streudiagramm zeigt die Stärke der Sektoren Logistik und Einkaufszentren, wo die meisten Märkte noch attraktiv sind. Auch die Wohnimmobilienmärkte erreichen eine gute Platzierung. Die Hälfte dieser Märkte liegen in der grünen Zone.
- Die Mehrzahl der Büromärkte ist in der neutralen Zone angesiedelt, nahezu ein Drittel dieser Märkte gehört zur weniger attraktiven Kategorie.
- Der größte Teil der High Street-Einzelhandelsmärkte befindet sich in der weniger attraktiven Zone. Allerdings sind über 60% der High Street-Einzelhandelsmärkte noch als neutral oder attraktiv klassifiziert. Ein Zeichen für die großen Schwankungen in der Attraktivität lokaler Märkte.
- Auf Länderebene gehören Deutschland und das Vereinigte Königreich zu den attraktivsten Märkten. Die französischen Märkte sind gleichmäßig über die drei Klassifikationszonen verteilt. Zu den weniger attraktiven Märkten gehören Ungarn, die Tschechische Republik und Italien.
- Unter den zehn attraktivsten Märkten im Abschnitt oben links des Streudiagramms sind fünf Einkaufszentren, drei Logistikmärkte, ein Wohnimmobilienmarkt und ein High Street-Einzelhandelsmarkt.

AUSGANGSSZENARIO 2022-26 - ERWARTETE VS ERFORDERLICHE RENDITEN



Quellen: RCA, INREV EPRA und AEW Research & Strategy

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 82,2 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 31. Dezember 2021). Mit über 790 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 Natix Investment Managers, einem der weltweit größten Vermögensverwalter.

In Europa managed AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 38,5 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 31. Dezember 2021). 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

Associate
Tel. +44 7881 833872
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



KEN BACCAM

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

Data Analyst
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

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.