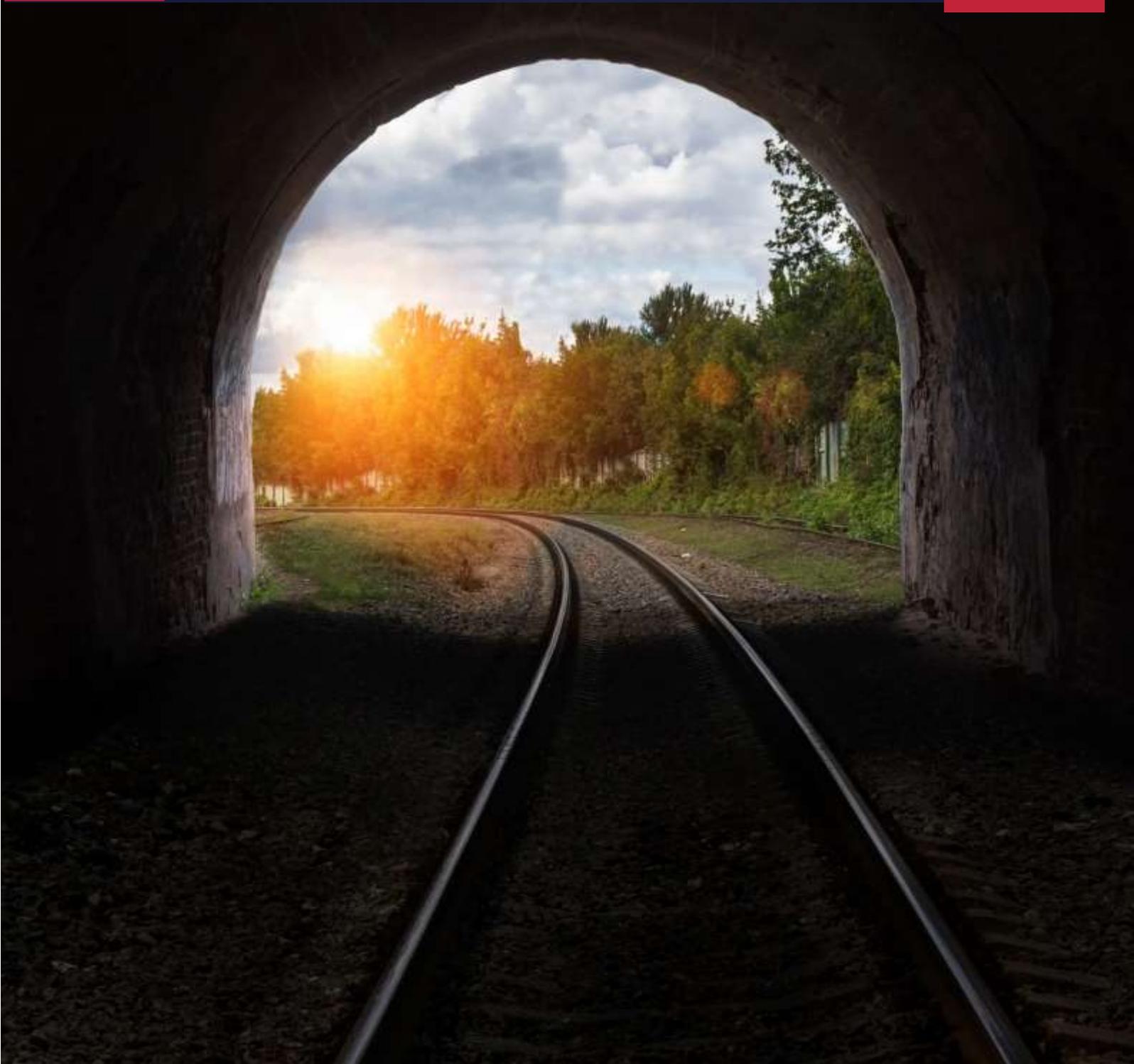


AEW RESEARCH | EUROPA

# Halbjahresausblick 2023 Europa

## LICHT AM ENDE DES TUNNELS

APRIL 2023



# Halbjahresausblick 2023 Europa

APRIL 2023

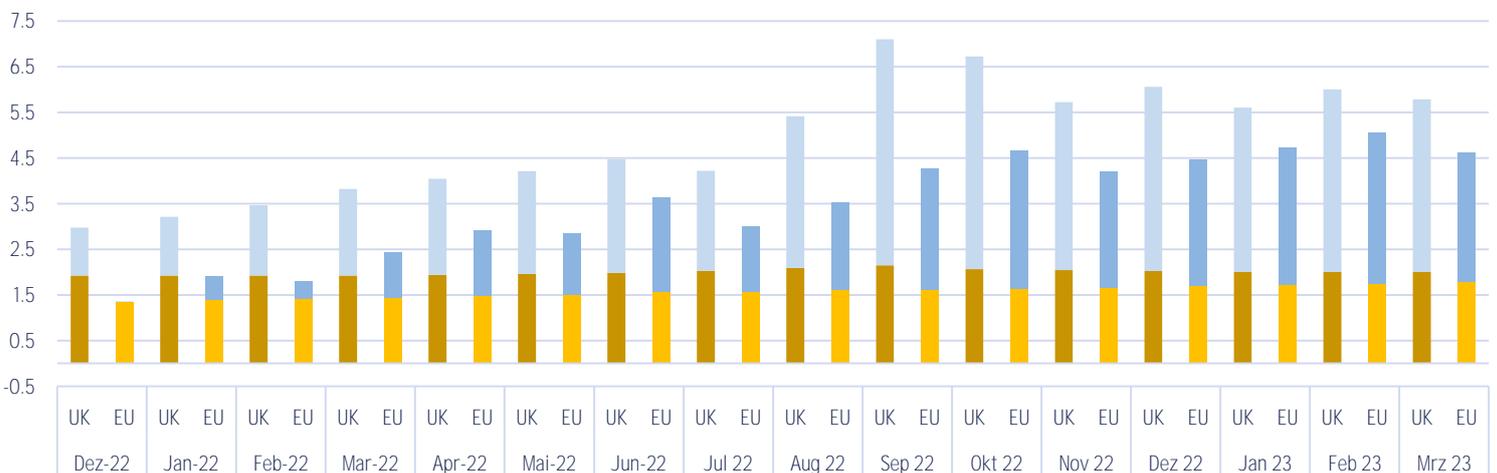
## INHALT

Zusammenfassung	3
Abschnitt 1: Wirtschaftlicher Hintergrund	4
Abschnitt 2: Marktübersicht & Ausblick	6
Abschnitt 3: Bewertung - Relativer Wert	10

## WANN IST DER TIEFSTAND DES KONJUNKTURABSCHWUNGS ERREICHT?

Im Frühjahr 2023, als die europäischen Märkte gerade die mehrfachen Zinserhöhungen der Zentralbank in den Griff bekamen, richtete sich die Aufmerksamkeit auf die Geschäftsbanken, die den Anlegern aufgrund der Bankenpleiten in den USA und der Schweiz Sorgen bereiteten. Währenddessen dauert der Krieg in der Ukraine weiterhin an, auch wenn die Auswirkungen auf die Energiepreise und Gesamtinflation langsam abklingen. Mit dem Wiederanlauf der globalen Lieferketten nach Aufhebung der Corona-Lockdowns in China nehmen auch die Inflationsängste weiter ab. Folglich wurde die allseits erwartete Rezession verhindert und der makroökonomische Ausblick ist weniger düster. Anleihe- und Aktienmärkte haben die Zinserhöhungen voll eingepreist und die Angst vor einer GFK-ähnlichen Bankenkrise hat sich gelegt. Daraufhin haben sich die Gesamtfremdkapitalzinsen für Immobilien geringfügig stabilisiert (siehe Grafik unten). Angesichts steigender Renditen und rückläufiger Bewertungen im aktuellen Konjunkturzyklus lautet die entscheidende Frage unseres Halbjahresausblicks 2023 Europa: „**Wann** ist die Marktanpassung **abgeschlossen?**“

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



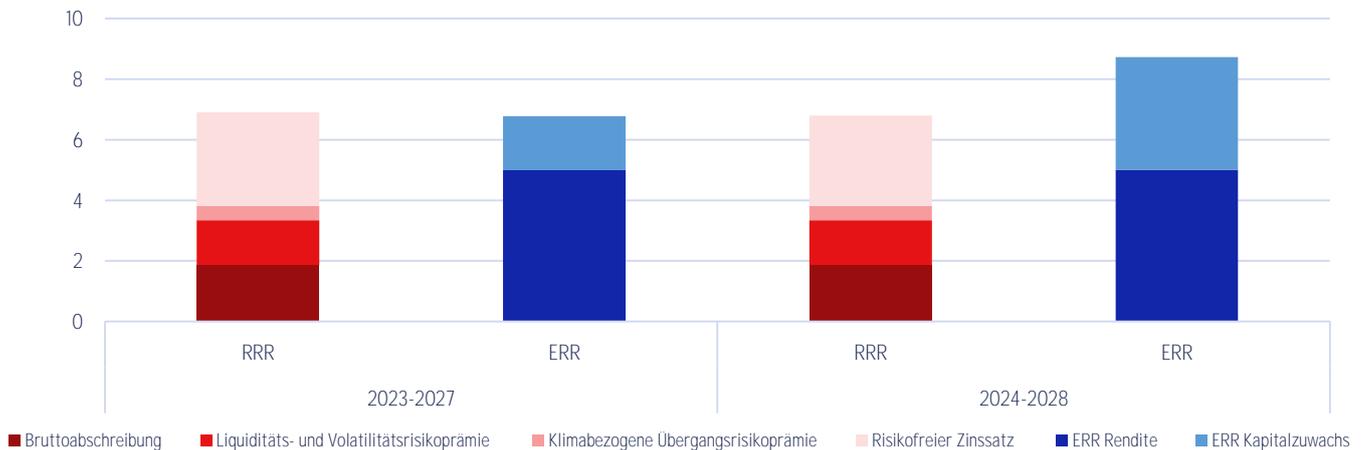
Quellen: CBRE, Chatham Financial, AEW Research & Strategy

■ Marge UK ■ Swap Rate UK ■ Marge EU ■ Swap Rate EU

## ZUSAMMENFASSUNG: DAS LICHT AM ENDE DES TUNNELS IST IN SICHT

- Der makroökonomische Ausblick für Europa hat sich verbessert, da 2023 eine Rezession verhindert werden konnte, die Finanzmärkte die jüngsten Zinserhöhungen der Zentralbank ausgleichen konnten und die Anleiherenditen wieder gesunken sind. In UK wird das niedrigste Wirtschaftswachstum von allen untersuchten 20 Ländern erwartet.
- Es bleiben allerdings große Unsicherheiten. In unseren Szenarien skizzieren wir die möglichen Auswirkungen. Unser neues Basisszenario geht im laufenden Jahr von einer Normalisierung der Inflationsrate mit einer langsamen, aber stetigen Erholung aus. Somit ist unser Negativszenario, das von einer Rezession und anhaltend hoher Inflation ausgeht, weniger wahrscheinlich geworden.
- Logistik- und Wohnimmobilien sind mit einem Mietzuwachs von 3,1% bzw. 2,9% per annum die attraktivsten Sektoren und profitieren von den verbesserten makroökonomischen Aussichten. Die geringere Rentabilität der Projektentwickler dürfte das Neuf Flächenangebot knapp halten und Leerstandsdaten begrenzen. Büroimmobilien im europäischen Spitzensegment dürften resilienter sein als im Standardsegment, wenngleich die Marktstimmung vor dem Hintergrund negativer Meldungen von den US-Märkten durchweg angespannt bleibt.
- 2022 gingen die Investitionsvolumen 19% gegenüber dem Rekordjahr 2021 zurück, da fremdfinanzierte Anleger durch höhere Fremdkapitalkosten ausgebremst wurden. In Q1 2023 rechnen wir mit einem Transaktionsvolumen von rund 37 Mrd. € - weniger als der Hälfte des Niveaus von Q1 2022 von 83 Mrd. €, allerdings noch deutlich über dem niedrigsten Q1 nach der GFK im Jahr 2009 mit 13 Mrd. €.
- Unsere Renditen von 2023-27 liegen derzeit in allen Sektoren bei 6,8% per annum und damit deutlich über dem Wert von 4,0% vor einem halben Jahr. Der Logistiksektor dürfte mit 8,5% per annum die höchsten Renditen von allen Sektoren verzeichnen, gefolgt von Premium-Einkaufszentren mit 7,9% per annum. Alle Sektoren profitieren von einem verbesserten Mietwachstum und einem Anstieg der Renditen nach 2024.
- Unsere jüngsten Prognosen für die Gesamtrendite gehen davon aus, dass die Kapitalwerte im Jahr 2023 noch weiter sinken werden - wenn auch weniger als die tatsächliche Korrektur im Jahr 2022 - und sich nach 2024 wieder erholen werden. In UK und in Frankreich dürfte die Korrektur 2022-23 geringer ausfallen als während der GFK.
- Die Fremdkapitalkosten stabilisieren sich. Allerdings ist auch künftig mit Problemen bei der Refinanzierung auslaufender Kredite zu rechnen, da die Kapitalwerte rückläufig sind und die Kreditgeber mit niedrigeren Beleihungsquoten (LTV) refinanzieren müssen. Die entstehende Kreditfinanzierungslücke (KFL) liegt unverändert bei geschätzten 51 Mrd. EUR. Dies entspricht 22% der Gesamtkreditvergabe. Unsere aktuelle KFL beträgt 60% des Post-GFK-Niveaus.
- Unsere Bewertung des relativen Werts (in deren Rahmen die erwartete (ERR) mit der erforderlichen Rendite (RRR) verglichen wird) ergab eine deutliche Verbesserung von 268 Basispunkten gegenüber unserem Nov-22-Report. Alle 168 untersuchten Märkte verzeichnen<sup>1</sup> derzeit eine negative Überschussdifferenz zwischen ERR (6,8%) und RRR (6,9%) von lediglich 13 Basispunkten.
- Der doppelte Effekt durch bessere Mietzuwächse und den prognostizierten Rückgang unserer durchschnittlichen Staatsanleihe- und Immobilienrenditen über den nächsten Fünfjahreszeitraum hat die ERR auf den Stand der RRR angehoben. Während die Immobilienrenditen 2024 sinken werden, befinden sich ERR und RRR nun erneut in einer besseren Balance (siehe Grafik unten).
- Infolge der rasch erfolgten Neubewertungen werden über 70% oder 122 der 168 untersuchten europäischen Märkte als neutral (77) oder attraktiv (45) klassifiziert, wo Investoren ihre RRR erzielen können. Deutschland und das UK belegen in unserer Analyse die Spitzenpositionen, Logistik ist unser attraktivster Sektor.

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) ALLE SEKTOREN EUROPA - 2023 vs. 2024 IM AUSGANGSSZENARIO



# WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - MÄRKTE PREISEN VERHINDERTE REZESSION & ZINSERHÖHUNGEN EIN INFLATION GEHT ZURÜCK, WIE SCHNELL BLEIBT JEDOCH UNGEWISS

- Nachdem die Regierungen und Unternehmen Alternativen für das mit Handelssperren belegte russisches Gas gefunden haben, hat sich die Energiekrise entspannt.
- Die Gesamtinflation in der Eurozone ging im März infolge der niedrigeren Energieinflation im Jahresvergleich auf 6,9% gegenüber 8,5% im Vormonat zurück.
- Demgegenüber erreichten die Kern- und die Nahrungsmittelinflation mit 5,7% bzw. 15,4% neue Rekordstände. Die Kerninflation ist zäher als erwartet, da Dienstleistungen stärker an steigende Löhne gebunden sind.
- Aktuelle Prognosen von Oxford Economics deuteten zum Jahresende 2023 auf einen Rückgang der durchschnittlichen Inflation in der Eurozone auf 5% und unter das 2%-Ziel Ende 2024.
- Der exakte Verlauf der Inflationskurve bleibt insbesondere angesichts jüngster Fördermengenkürzungen der OPEC und des Lohndrucks weiter ungewiss.
- Da sowohl Zentralbanken- als auch Konsensprognosen der Inflation Rechnung zu tragen versuchen, behalten wir unser Negativszenario mit geringerem Wachstum und höherer Inflation bei.
- Auf der anderen Seite bilden wir daneben unser Positivszenario mit stärkerem Wachstum und niedrigerer Inflation ab.

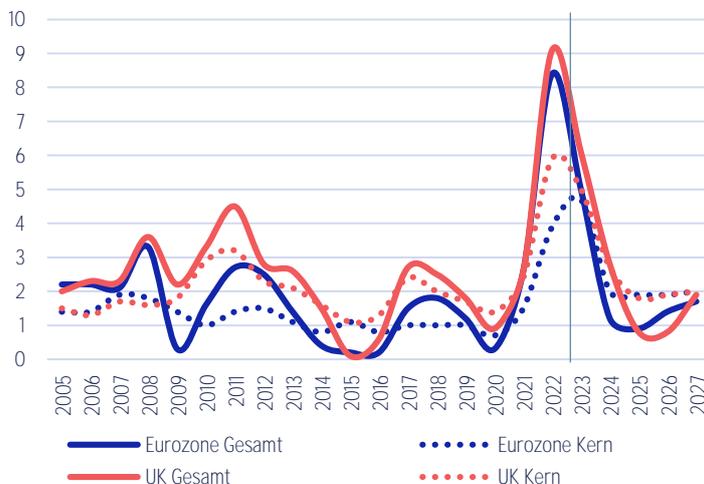
## MÄRKTE DERZEIT ÜBER JÜNGSTEN ZINSERHÖHUNGEN BEWERTET

- Zur Bekämpfung der hohen Inflationsraten haben die Zentralbanken ihre Leitzinsen erhöht, wobei die EZB der Bank of England (BoE) folgt. Wir gehen davon aus, dass die EZB im Laufe des Jahres weitere Zinserhöhungen vornehmen wird.
- Mit den Leitzinsen steigen auch die Zinssätze an den Finanzmärkten, wie die 5-Jahres-Swap-Sätze. Allerdings gibt es hier Unterschiede - wie die Grafik zeigt.
- Beim britischen Pfund schossen die Swap-Sätze im Oktober 2022 infolge ernster Bedenken in Bezug auf den „Mini Budget“ in die Höhe.
- Nach Rücknahme zahlreicher angekündigter Maßnahmen durch die aktuelle britische Regierung sanken die Swap-Sätze erneut.
- In jüngster Zeit lagen die Swap-Sätze unter den Leitzinsen. Das lässt vermuten, dass die Märkte bei bereits rückläufiger Inflation mittelfristig mit einem Zinsrückgang rechnen.
- Diese Bewertung steht im Einklang mit aktuellen Stellungnahmen des IWF, wonach Immobilienzinserhöhungen vorübergehender Natur sein dürften, da langfristige Faktoren die Inflation dämpfen.
- Der IWF hob hervor, dass die Zentralbanken ihre Geldpolitik lockern und die Immobilienzinsen wieder auf vorpandemisches Niveau sinken dürften, sobald die Inflation wieder unter Kontrolle gebracht worden ist.

## EU-BANKEN VOR ÜBERGREIFEN DER US KRISE GESCHÜTZT

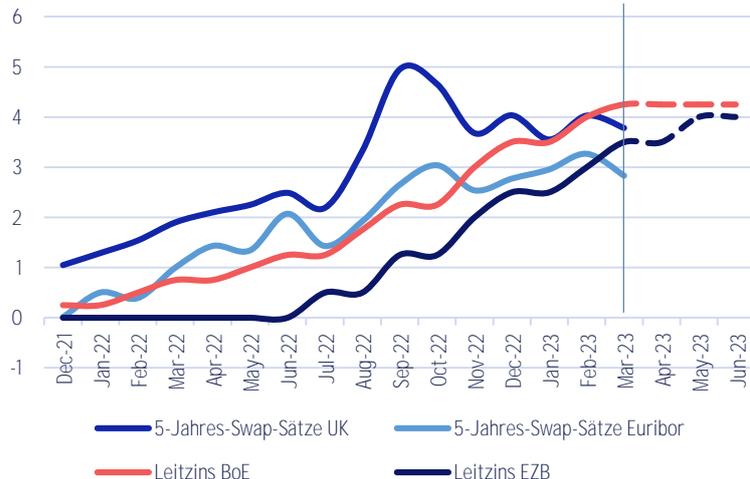
- Mit steigenden Zinsen sind auch die Bonitätsrisiken und die Risiken im Zusammenhang mit der Asset-Qualität gestiegen. Ein deutlicher Kapitalspielraum gegenüber dem Kapitalbedarf (wie CET 1) bietet allerdings einen soliden Puffer.
- Die durchschnittliche CET 1-Quote lag im 4. Quartal 2022 mit 15,3% deutlich über der durchschnittlichen Empfehlung für 2022 von rund 10,5%.
- Auf dieser und auf Grundlage weiterer Kennzahlen gehen wir davon aus, dass in Europa eine systemische Bankenkrise im Ausgangsszenario von Oxford Economics verhindert werden kann.
- EBA-Daten für das 4. Quartal 2022 haben gezeigt, dass die europäischen Banken steigende Rentabilität und umfangreiche Kapital- und Liquiditätspuffer auswiesen.
- Die Immobilien- und Bauquote des europäischen Bankvermögens liegt bei lediglich 5%. Unabhängig von ihrer Größe stehen der europäische und der US-amerikanische Immobiliensektor vor der Herausforderung eines steigenden Zinsumfelds.
- Mit dem Unterschied, dass europäische Banken laut J.P. Morgan nicht denselben Liquiditätsdruck haben wie US-Banken.
- Ihre ungebrochene Fähigkeit, Finanzmittel bereitzustellen, ist entscheidend für die Definition einer positiveren Entwicklung sowohl des europäischen Immobiliensektors als auch der Asset-Qualität europäischer Banken.
- Laut einer aktuellen Studie von J. P. Morgan ist mit einem Übergreifen der Krise von den US-Banken oder US CRE auf europäische Banken aufgrund dessen nicht zu rechnen.

DURCHSCHNITTLICHER VERBRAUCHERPREISINDEX (KERN- UND GESAMT-VPI) - VERÄNDERUNG 2005-2027 (in % p.a.)



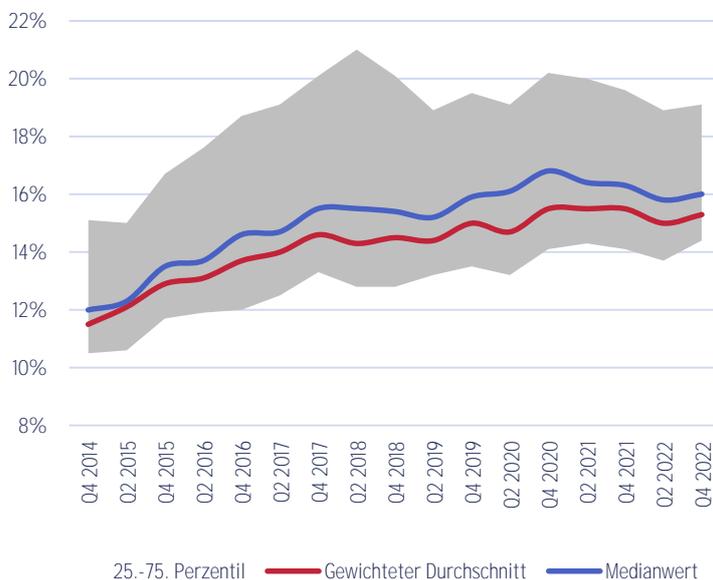
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

LEITZINSEN DER ZENTRALBANK UND 5-JAHRES-SWAP-SÄTZE (FIXED-FLOATING-SWAP)



Quellen: Chatham Financial, ECB, BoE, Oxford Economics

DURCHSCHNITTLICH ERFORDERLICHE KERNKAPITALQUOTE (CET 1) DER EU-BANKEN



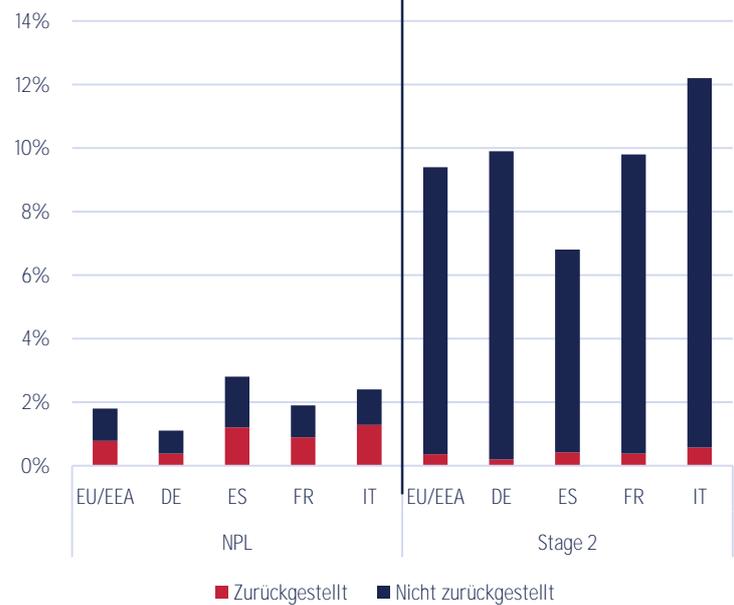
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

# WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - MÄRKTE DÄMPFEN BESORGNIS MIT BLICK AUF DIE BANKEN

## EU-BANKEN NICHT VOR KREDITRISIKEN GEFEIT

- Trotz solider Kernkapitalquoten dürften europäische Banken ihre Rückstellungen für bestimmte Kredite aufstocken.
- Der durchschnittliche Anteil notleidender Kredite europäischer Banken lag im 4. Quartal unverändert bei 1,8% - dem niedrigen Stand in den acht Jahren seit Beginn der Datenerhebung.
- Der Anteil unterdurchschnittlich abschneidender (so genannter Stufe-2) Kredite verschlechterte sich im 4. Quartal 2022 mit dem Anstieg auf 9,5% und war damit nur geringfügig niedriger als im 3. Quartal, jedoch höher als in der gesamten Pandemiephase.
- Der Anstieg war nicht von einer Erhöhung der Rückstellungsdeckungsquoten begleitet, so dass potentiell mit einem höheren Kreditausfall zu rechnen ist.
- UBS bestätigte unlängst in einer Mitteilung, dass die aktuellen Rahmenbedingungen nicht für eine Wiederholung der GFK von 2008 sprechen.
- Die Gewerbeimmobilienquote der von UBS untersuchten Banken liegt bei lediglich 6,5%. Auch wenn aktuelle Quoten ähnliche Abschreibungen wie während der GFK von 9-12% auslösen, werden Verluste durch Rückstellungen ausgeglichen werden können.
- Wir stellen fest, dass das Vertrauen gegenüber der damaligen Bankenkrise in dem heute sehr viel stärker vernetzten und komplexen globalen System mit potentiellen „blinden Risiko-Flecken“ zerbrechlicher ist.
- Fazit: Ein Vertrauensverlust an den heutigen „besser“ informierten Märkten, wo Einlagen mit einem Wisch auf dem Handy-Display verschoben werden können, dürfte andere Auswirkungen haben als früher.

NOTLEIDENDE KREDITE & STUFE 2-KREDIT-ANTEIL MIT RÜCKSTELLUNGEN  
EUROPÄISCHER BANKEN, 4. Quartal 2022

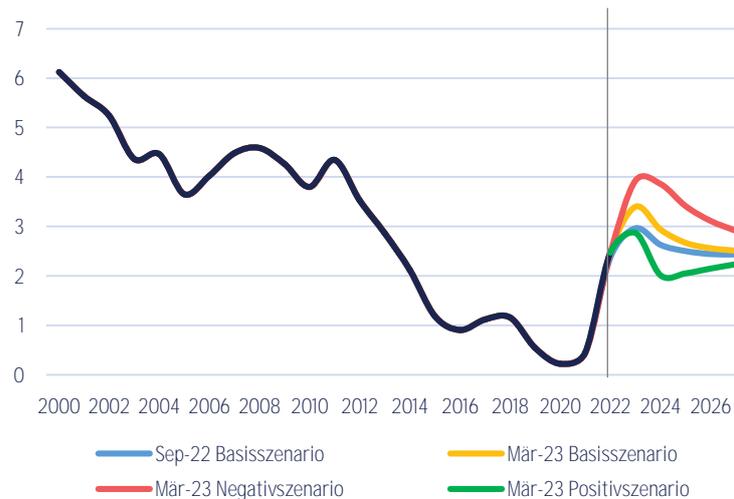


Quellen: EZB, Eurostat und AEW Research & Strategy

## ANLEIHERENDITEN ENTSPRECHEN DEM HISTORISCHEN DURCHSCHNITT

- Staatsanleiherenditen sind vor dem Hintergrund der steigenden Inflation und der Leitzinserhöhungen im Vorjahr um 2,7 Prozentpunkte auf aktuell 3,4% gestiegen.
- Der Anstieg zeigt eine deutliche Trendwende gegenüber den vor und während der Corona-Pandemie verzeichneten historischen Renditetiefständen.
- Der vorpandemische 20-Jahresschnitt von 2000 bis 2019 beträgt 3,4% und entspricht damit den aktuellen Renditeniveaus.
- Wir gehen davon aus, dass die Renditen im 3. - 4. Quartal 2023 einen Höchststand erreichen und bis 2027 allmählich auf 2,5% sinken.
- Positivszenario und Negativszenario beruhen auf historischen Schwankungen historischer Prognosen. Die durchschnittlichen Jahres-Anleiherenditen dürften in diesen Szenarien mit 4,0% bzw. 3,4% Basispunkten ihren Höchststand erreichen.
- Alle Zahlen beruhen auf dem einfachen 20-Länder-Durchschnitt.

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

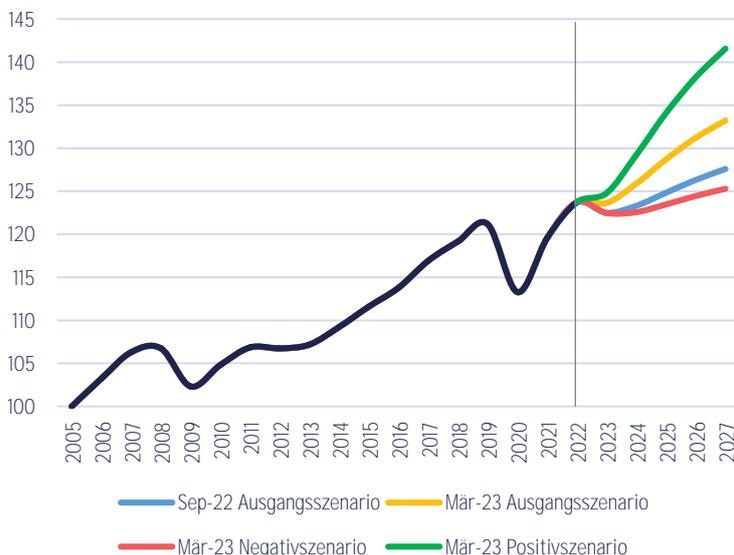


Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

## AUSGANGSSZENARIO: EUROPAAWEITE REZSSION ABGEWENDET

- In unserem Ausgangsszenario von Oxford Economics nehmen wir an, dass eine europaweite Rezession durch ein kumuliertes Wachstum von geschätzten 0,3% gegenüber dem Vorjahr 2023 abgewendet wird.
- Dies entspricht einer Verbesserung gegenüber unserem früheren Ausgangsszenario vom September 2022, die sich im Zuge der nachlassenden Negativschlagzeilen zu den makroökonomischen Rahmenbedingungen ergibt.
- Das UK dürfte mit -0,6% das geringste Wirtschaftswachstum aller 20 Länder verzeichnen und 2023 als einzige große Volkswirtschaft eine technische Rezession erleben.
- Die Lösung der Bankenkrise in den USA und die wirksame Geldpolitik im Zeichen der Inflationsbekämpfung und der Konjunkturabkühlung gehören zu den Verlustrisiken, die im Negativszenario berücksichtigt sind.
- Zum Aufwärtsrisiko tragen das Ende des Ukraine-Kriegs, die Widerstandsfähigkeit der Banken und der Rückgang der Inflation auf die Zielstände zum Jahresende bei.

EUROPÄISCHER BIP-INDEX (in % per annum, 2005=100)



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy

## MARKTÜBERSICHT - LOGISTIK & BÜRO: TYPISCHE ÜBERREAKTION DES MARKTS

### LEERSTAND IM LOGISTIKSEKTOR MIT 3% AUF REKORDHÖHE

- Mit Wiederherstellung der Lieferketten sind die zentralen Treiber für die Nachfrage nach Logistikflächen nach wie vor stark.
- Vor den Corona-Lockdowns nahmen neue Bauvorhaben im Logistiksektor zu. Seither zeichnet sich allerdings ein ausgeglichenerer Trend zwischen Angebot und Nachfrage ab, der voraussichtlich anhalten wird.
- Steigende Zinsen, Personal- und Baukosten könnten dabei künftig zu einem Rückgang des neuen Flächenangebots führen, auch wenn dieser Trend durch die Grundstücksknappheit geringfügig abgemildert wird.
- In der EU wirkt sich kurzfristig das Netto-Null-Ziel beim Flächenverbrauch bis 2050 aus.
- Mit einem geringeren Bestand verfügbarer Grünflächen müssen für die Konversion geeignete Bestandsgebäude oder Brachflächen berücksichtigt werden.
- Mittelfristig wird die Umstellung auf Elektro-LKW und -Transporter die Umwidmung des Logistikflächenbestands und den Ausbau von Autobahnen und Schnellstraßen für ausreichende Ladekapazitäten erforderlich machen.

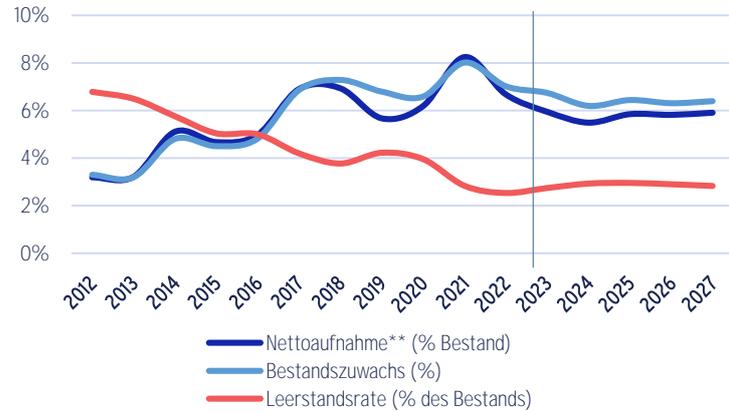
### STIMMUNGSTIEF IM EUROPÄISCHEN BÜROSEKTOR ÜBERZOGEN

- Im Bürosektor ist die Stimmung insbesondere aufgrund der ausführlichen Medienberichterstattung über performanceschwache US-Märkte nach wie vor schlecht. Dem steht die Stärke europäischer Spitzenmärkte gegenüber.
- Im Spitzenbüromarkt werden die negativen Nachfragetrends hybrider Arbeitsmodelle, der nur langsamen Rückkehr in die Büros und einer ersten Kündigungswelle im Technologie-sektor durch den Flächenumsatz von Service-Büros und flexiblen Büroflächen teilweise ausgeglichen, da sich die Mieter nicht mehr an langfristige Mietverträge binden wollen.
- Mieter suchen zunehmend zentral gelegene, grüne und effiziente Büroflächen, was den äußerst niedrigen Leerstand in CBDs erklärt. An der Peripherie gelegene Büros leiden hingegen unter schwacher Nachfrage.
- Auch hier bekräftigen wir den positiven Nettoeffekt eines begrenzten und geringen künftigen Büroflächenbestandszuwachses am Markt, da:
  - Höhere Zinsen und Baukosten die Rentabilität der Bauunternehmen schwächt.
  - Aufgrund der Konzentration auf Immobilien als Quelle der Kreditprobleme der Banken weniger Fremdkapital für neue Bauvorhaben zur Verfügung steht.
  - Die Auflagen zur Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen den Fokus von Neubauvorhaben auf die Sanierung von Bestandsgebäuden verschieben werden.
- Die Nettoaufnahme an den 30 untersuchten Büromärkten liegt im nächsten Fünfjahreszeitraum über den Neuzugängen im Büroflächenbestand.
- Die durchschnittliche Leerstandsrate wird 2023 mit 7,4% voraussichtlich ihren Höchststand erreichen und bis 2027 auf unter 6% sinken.

### KONKURSE VON EINZELHÄNDLERN NEHMEN ZU

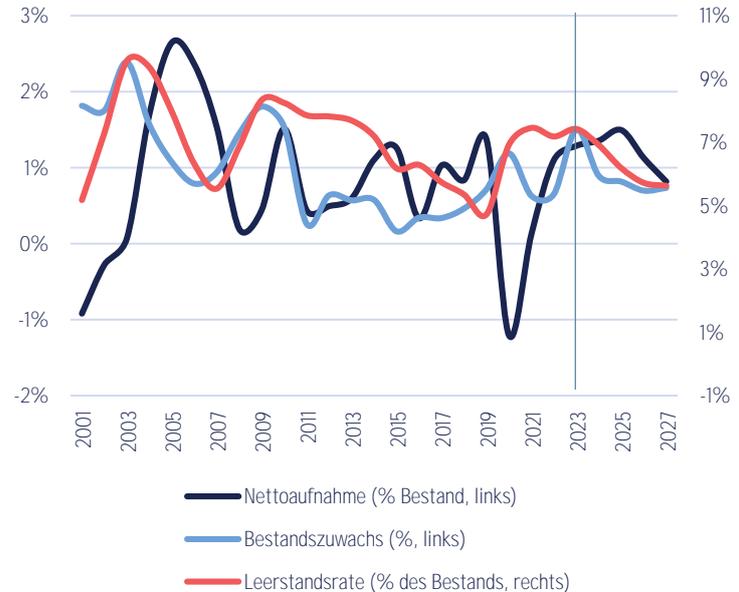
- Im leidgeprüften Einzelhandel hat sich der Fokus nach Auslaufen der Corona-Hilfen zunehmend in Richtung Mieterausfall verschoben.
- Die Eurostat-Daten zeigen, dass der Einzelhandel in der EU 2022 bei den Konkursen einen Anstieg von 55% verzeichnete. Im Nahrungsmittel- und Getränke-sektor und im Beherbergungsgewerbe hat sich die Zahl der Konkurse mehr als verdoppelt.
- Die Zunahme der Ausfälle ist vermutlich auf das Auslaufen der staatlichen Corona-Hilfsprogramme zurückzuführen, da zahlreiche Unternehmen nun ihre staatlich geförderten Kredite zurückzahlen müssen.
- Kein guter Zeitpunkt, vor allem wenn die Gewinnmargen durch die hohe Inflation, die den Umsatz infolge steigender Kosten senkt, unter Druck geraten.
- Am stärksten betroffen sind die Einzelhändler in der Modeindustrie für den Massenmarkt. Dies steht in scharfem Gegensatz zu der lebhaften Performance der Luxus-Einzelhandelsgruppen LVMH und Kering.
- In UK wurden im Vorjahr 2.300 Ladengeschäfte infolge von Konkursen frei. Dies entspricht einer Zunahme von 23% gegenüber dem 10-Jahres-Durchschnitt.

NETTOAUFNAHME, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IM LOGISTIKSEKTOR EUROPAS\*



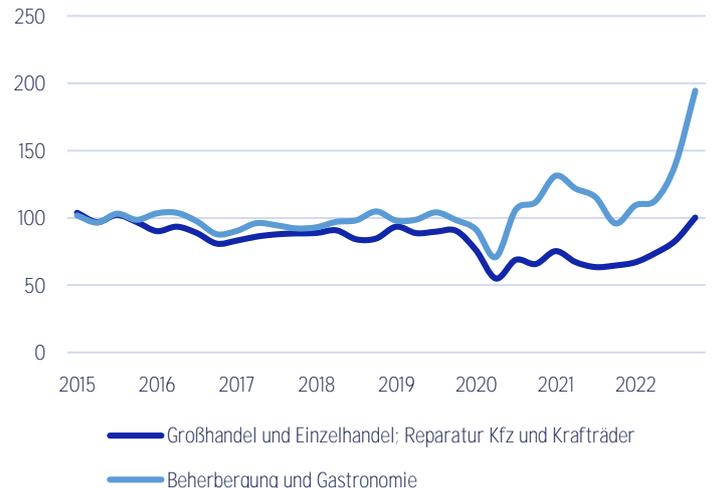
Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy  
 \* Deutschland, Frankreich, UK, Polen, Niederlande, Tschechische Republik, Italien, Spanien, Belgien  
 \*\* Nettoaufnahme = Veränderung im vermieteten Flächenbestand

NETTOAUFNAHME, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IM BÜROSEKTOR EUROPAS\*



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy  
 \* 30 Märkte für Bestandsimmobilien und ohne regionale Städte in UK und in Stockholm für Leerstandsrate und Nettoaufnahme

EU-KONKURSE NACH BRANCHE (INDEX, 2015=100)



Quellen: Eurostat und AEW Research & Strategy  
 BOSTON DUSSELDORF FRANKFURT HONGKONG LONDON LOS ANGELES LUXEMBURG MADRID MAILAND PARIS PRAG SEOUL SINGAPUR SYDNEY TOKIO WARSCHAU AMSTERDAM | AEW.COM

# MARKTÜBERSICHT - HÖCHSTER MIETZUWACHS IM LOGISTIK- & WOHNIMMOBILIENSEKTOR

## EINZELHANDELSSPITZENMIETEN ZIEHEN NACH CORONA-KRISE AN

- Im UK dürften die während der Pandemie erlittenen Mietausfälle bei Einkaufszentren durch einen Mietzuwachs von 8,6% 2023 und moderatere Zuwächse im Anschluss teilweise ausgeglichen werden.
- Bei den europäischen Einkaufszentren werden bis 2025 voraussichtlich nur geringe bis keine Mietzuwächse verzeichnet. Anschließend ist mit einer allmählichen Erholung zu rechnen.
- Im High Street-Einzelhandel im UK und in Europa dürften die Mieten 2023 voraussichtlich nicht wesentlich steigen. Ab 2024 dürfte eine allmähliche Erholung eintreten.
- Mittelfristig werden die Nominalmieten im Einzelhandel deutlich hinter den historischen Höchstständen im Zeitraum 2017-2019 zurückbleiben.
- Die Abwendung der Rezession, niedrige Arbeitslosenzahlen und wachsendes Verbrauchervertrauen sind die zentralen Treiber der Mietpreiserholung unseres Ausgangsszenarios für den Sektor.

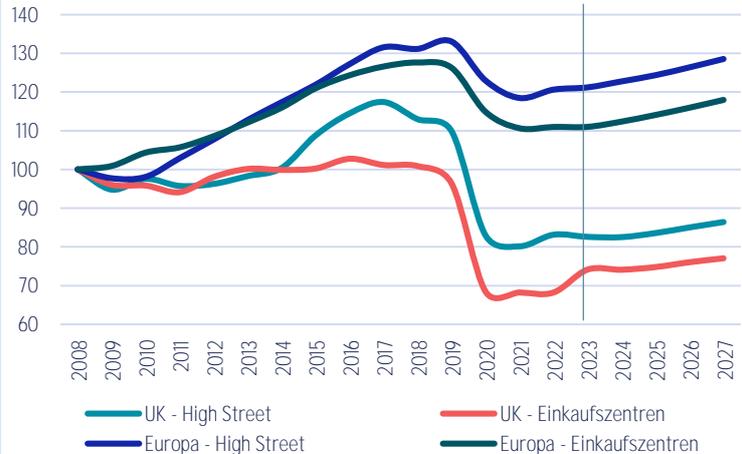
## RÜCKLÄUFIGE GENEHMIGUNGEN DRÜCKEN NEUFLÄCHENANGEBOT IM WOHNIMMOBILIENSEKTOR

- Infolge strengerer Finanzierungsbedingungen und hoher Baukosten ging die Wirtschaftsleistung im deutschen Baugewerbe 2022 zurück.
- Beim Neubauangebot ist kurzfristig keine Erholung in Sicht.
- Dies führt in Städten mit bereits knappem Angebot zu einer weiteren Anspannung am Immobilienmarkt und einen Rückgang der Mietzuwächse.
- Auch die Zahl der Wohnungsbauanträge in den EU-27, eine wichtige Kennzahl für künftige Bauvorhaben, war 2022 rückläufig.
- Da die Rentabilität der Bauunternehmen bereits unter den Kostensteigerungen leidet, könnten selbst die wenigen Baugenehmigungen nicht in neue Wohnungsbauprojekte münden.
- Die Zahl der Wohnungsbauanträge ist in Frankreich deutlich zurückgegangen (siehe Abbildung). Derselbe Trend ist in Dänemark, Irland, Finnland und Schweden zu beobachten.

## BESSERE BIP-PROGNOSEN KURBELN MIETZUWACHS AN

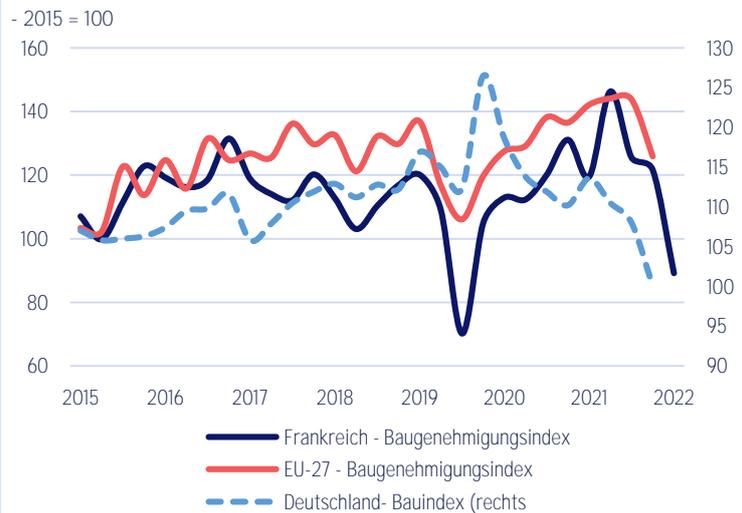
- Der verbesserte makroökonomische Ausblick und insbesondere das kräftige BIP-Wachstum schlagen sich in positiveren Mietzuwachsprognosen nieder. In den nächsten fünf Jahren rechnen wir mit einer durchschnittlichen Steigerung der Zuwächse in allen Sektoren von 1,3% auf 2,1% per annum.
- Die attraktivsten Sektoren in Bezug auf die Mietzuwachsprognosen bleiben Logistik und Wohnimmobilien mit einem durchschnittlichen Zuwachs von 3,1% bzw. 2,9% per annum.
- In unserer Wohnimmobilien-Untersuchungsgruppe haben wir eine verbesserte Methodik und verschiedene Marktstichproben angewandt, die keinen flächenbereinigten Vergleich mit unserem Sept-22-Ausgangsszenario zulassen.
- In unseren drei aktuellen Szenarien liegt der Mietzuwachs sektorenübergreifend zwischen 1,5% und 2,6% per annum.
- Für die Sektoren Büro, Einkaufszentren und High-Street-Einzelhandel gehen wir im Zeitraum 2023-27 von einem unterdurchschnittlichen Zuwachs von 2,0%, 1,4% bzw. 1,2% aus.

SPITZENMIETZUWACHS IM HIGH STREET-EINZELHANDEL & BEI EINKAUFSZENTREN (2008 = 100)



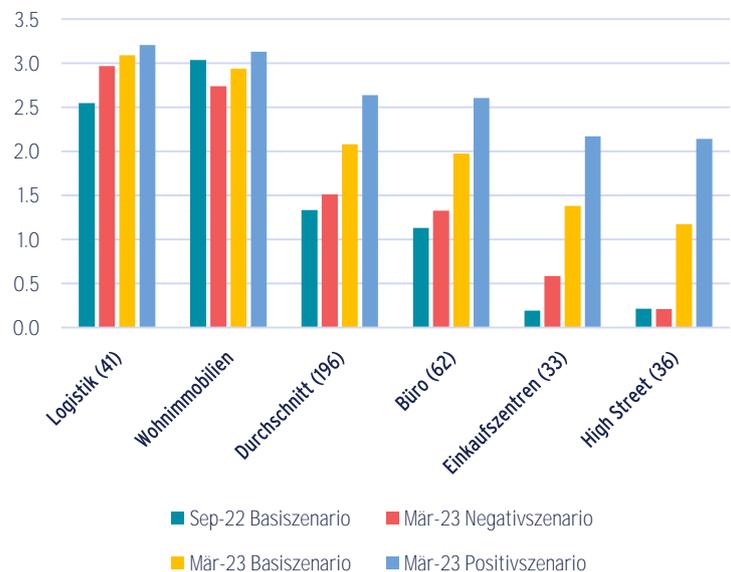
Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

WOHNUNGSBAUGENEHMIGUNGSINDEX & BAUPRODUKTIONSINDEX (RECHTS) - 2015 = 100



Quellen: Eurostat, AEW Research & Strategy  
Der Bauproduktionsindex gibt das monatliche Wertschöpfungsvolumen des Bausektors an (deflationierte Bruttoproduktion oder Personal- und Rohstoffeinsatz).

EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT DER PREMIUM-MIETZUWÄCHSE NACH IMMOBILIENTYP IN DEN NÄCHSTEN 5 JAHREN (2023-27, IN % PER ANNUM)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

# MARKTAUSBLICK - INVESTITIONSTÄTIGKEIT VERLANGSAMT, GELD-BRIEF-SPANNEN WERDEN KLEINER

## HÖHERE GELD-BRIEF-SPANNEN LASSEN VOLUMEN SCHRUMPFEN

- Im Gesamtjahr 2022 lag das Investitionsvolumen mit 282 Mrd. € über unseren Erwartungen (260 Mrd. €), jedoch nach wie vor 19% unter dem Rekordvolumen von 350 Mrd. €, die 2021 im europäischen Immobiliensektor investiert wurden.
- Im 1. Quartal 2023 rechnen wir mit einem Investitionsvolumen von rund 37 Mrd. €, das somit deutlich unter dem Vorjahresquartalswert von 83 Mrd. €, jedoch noch weit über dem niedrigsten Stand nach der GfK im 1. Quartal 2009 von 13 Mrd. € liegt.
- Ungeachtet steigender Geld-Brief-Spannen, ging die Neubewertung rascher und umfassender vonstatten als erwartet, obgleich einige Verkäufer vom Verkauf zurückgetreten sind.
- Zahlreiche Investoren haben zunächst ihre Investitionen überprüft, da der Nennereffekt eine Rolle gespielt hat.
- Infolgedessen dürften die Volumen 2023 im Zuge voraussichtlich weiter rückläufiger ausstehender Investitionsvolumen geringer ausfallen.
- Wir gehen davon aus, dass motivierte Verkäufe mit dem Drängen der Banken auf einen Verkauf zunehmen. Verkäufer könnten angesichts von Rücknahmen und / oder Refinanzierungsproblemen Mittel inkludieren.

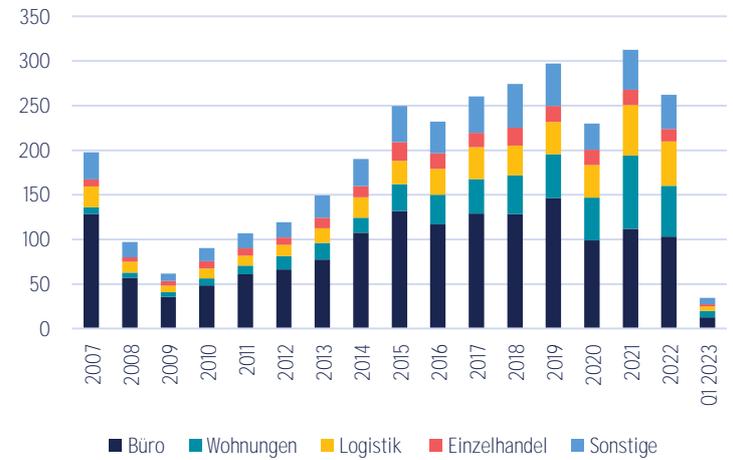
## SPITZENRENDITEN 2024 ZUNÄCHST AUF HÖCHSTSTAND BEI ANSCHLIEßENDER VERENGUNG

- Im Vergleich zu unseren früheren Prognosen stiegen die Spitzenrenditen 2022 in allen Sektoren stärker als erwartet. Zurückzuführen ist dies auf höhere Gesamt-Fremdkapitalkosten, deren Auswirkungen in die Bewertung einfließen.
- Da die meisten Verkäufer die historischen Kapitalerhöhungen noch ausnutzen konnten, ist bei den Spitzenrenditen im Logistiksektor von allen Sektoren 2022 mit durchschnittlich 90 Basispunkten die größte Ausweitung zu verzeichnen.
- In den anderen Sektoren liegt die durchschnittliche Ausweitung der Spitzenrenditen bei 50-80 Basispunkten.
- Das heißt, seit 2018 ist eine Renditeausweitung um über 180 Basispunkte bei Premium-Einkaufszentren und um 120 Basispunkte im High Street-Einzelhandel zu beobachten.
- Aufgrund dieser signifikanten Neubewertung des Einzelhandels in den letzten fünf Jahren, können wir in unserer aktuellen Prognose nun eine gewisse Renditeverengung von 0-20 Basispunkten für den Einzelhandel im nächsten Fünfjahreszeitraum berücksichtigen.
- Angesichts geringerer Staatsanleiherenditen dürften die Spitzenrenditen in Nicht-Einzelhandelssektoren im nächsten Fünfjahreszeitraum um 20 bis 30 Basispunkte steigen.

## HÖHERE MIETEN & NIEDRIGERE ERTRÄGE TREIBEN RENDITEN IN DIE HÖHE

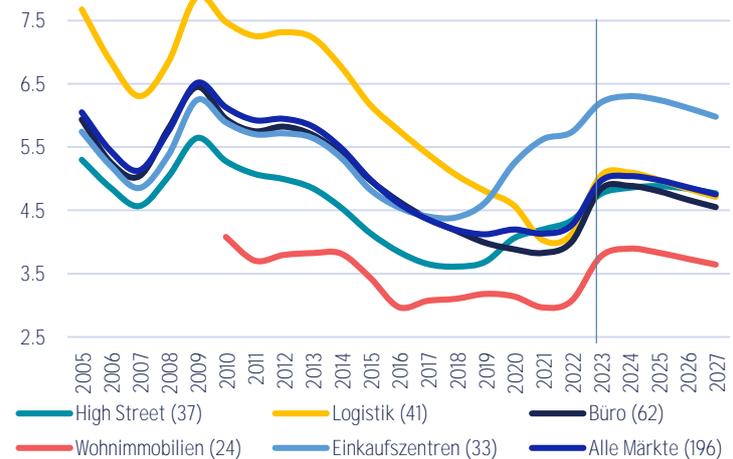
- Höhere Mietzuwachsprognosen führen zusammen mit der erwarteten Renditeverengung in allen Sektoren im Zeitraum 2023-2027 zu einem Anstieg der Renditen auf 6,8% per annum – gegenüber 4,0% per annum im September 2022.
- Die höchsten Renditen dürften an den Logistikmärkten zu verbuchen sein. Hier werden aufgrund der raschen Neubewertung im Vorjahr und anhaltender solider Mietzuwachsprognosen in den nächsten fünf Jahren 8,5% p.a. erwartet.
- Den zweiten Platz belegen nach wie vor Premium-Einkaufszentren mit Renditen von 7,9% per annum im Zuge der derzeit hohen Erträge und besseren Mietzuwachsprognosen.
- Bitte beachten Sie, dass die Wohnimmobilienrenditen von Änderungen in der Marktabdeckung, Methodik und Datenquelle betroffen sind.
- Auch hier beruhen unsere gesamten Renditeberechnungen ausschließlich auf aktuellen Spitzenmieten, so dass Einnahmesteigerungen aus inflationsgeschützten Mietverträgen oder Mietverträgen unter Marktpreis nicht berücksichtigt sind.
- Auch unser aktuelles Negativszenario weist noch Renditen von durchschnittlich 5,3% per annum für alle Sektoren aus, die damit deutlich über den 4,0% unseres früheren Ausgangsszenariums liegen.

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



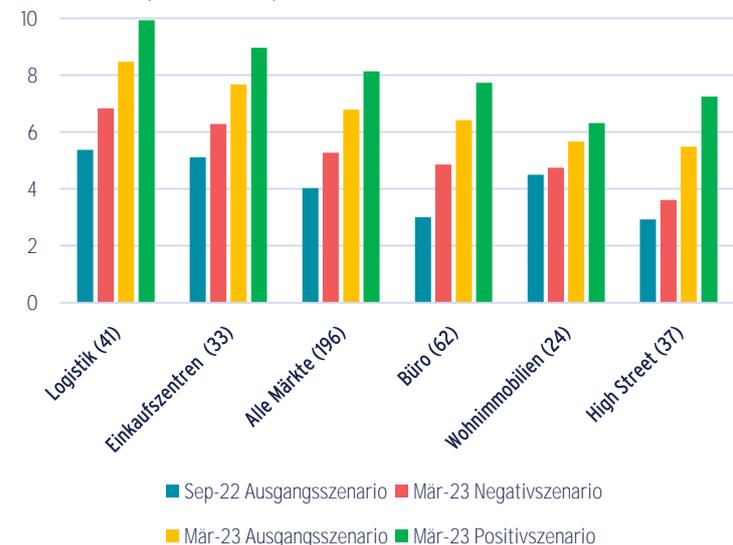
Quellen: RCA und AEW Research & Strategy

SPITZENRENDITEN NACH IMMOBILIENSEKTOR IM EUROPÄISCHEN DURCHSCHNITT - AUSGANGSSZENARIO (in % P.A.)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

SPITZENRENDITEN NACH IMMOBILIENTYP IM EUROPÄISCHEN DURCHSCHNITT (2023-27, in %)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

# MARKTAUSBLICK - REFINANZIERUNGEN STEHEN VOR HERAUSFORDERUNGEN

## GERINGERE KAPITALWERTE BRINGEN REFINANZIERUNGSPROBLEME

- Unsere aktuellen Gesamtprognosen stehen im Zeichen einer Kapitalwerterholung nach 2024. Demzufolge bleibt 2023 ein gewisser Abwärtstrend bei den Kapitalwerten.
- Die Grafik zeigt einen Vergleich der kumulativen Wertverluste nach Land im aktuellen Konjunkturzyklus 2022-23 mit den Istzahlen der GFK.
- Im UK und in Frankreich dürfte die Kapitalwertberichtigung 2022-23 geringer ausfallen als während der GFK.
- Demgegenüber sind die prognostizierten kumulativen Verluste in den Beneluxländern auf GFK-Niveau und in Deutschland mehr als doppelt so hoch wie während der GFK.
- Die verbleibenden prognostizierten Kapitalwertverluste liegen 2023 unter der bereits eingepreisten tatsächlichen Anpassung. Dies gilt insbesondere für das UK, wo bereits im Zeitraum 2018-21 einen gewissen Abwärtstrend erkennbar war.
- Kapitalwertverluste sind der erste Faktor zur Quantifizierung des Refinanzierungsproblems. Wir betrachten auch das Jahr der Kreditvergabe sowie den Umfang der jährlichen Erwerbungen in den einzelnen Sektoren.

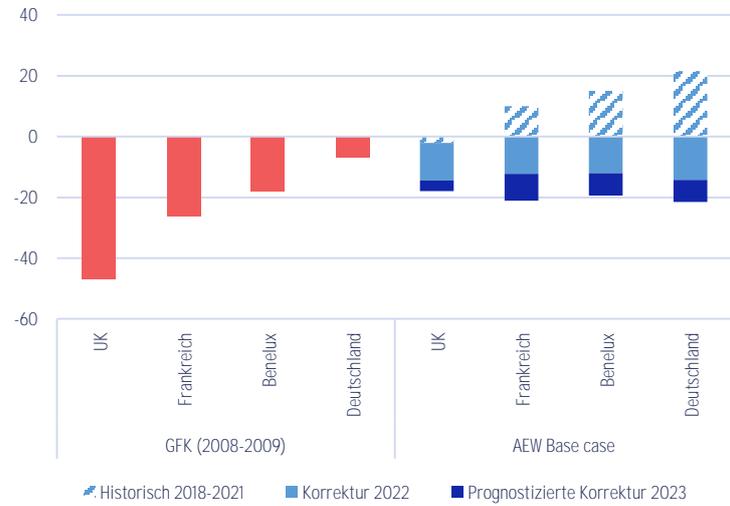
## 2024 DÜRFTE DAS JAHR DES AUFSCHWUNGS WERDEN

- Unsere nächste Grafik zeigt die vergleichende Zeitachse der Entwicklung der Gesamttrenditen während der GFK und die prognostizierten Renditen im Gesamtzeitraum 2022-25.
- Die Kapitalwertverluste zeigen, wengleich auf niedrigerem Niveau als in der GFK, ein ähnliches Muster.
- In beiden Zeiträumen beobachten wir in einem einzelnen Jahr eine deutliche Korrektur mit anschließender weniger deutlichen Korrektur im Jahr nach Beginn der Neubewertung.
- Nach zwei Jahren mit Negativrenditen nach der GFK erholten sich die Kapitalwerte an den Märkten kräftig.
- Unsere jüngsten Prognosen zeigen von 2024 bis ins laufende Jahr 2025 ein ähnliches Aufschwungmuster.
- Die Renditen bleiben sowohl während der GFK als auch im Zeitraum 2022-25 stabil, wobei die aktuellen Renditen etwas geringer ausfallen als im GFK-Zeitraum.

## ABWERTUNG IN UK RASCHER ALS KONTINENTALEUROPÄISCHE LÄNDER

- Für einen Vergleich der in den letzten drei Quartalen 2022 insgesamt vorgenommenen Neubewertungen sind die Spitzenwerte von CBRE und die Core-Asset-Daten von INREV zu Kapitalwerten aufgeführt.
- Zwischen den beiden Datensätzen gibt es erhebliche Unterschiede: INREV weist die tatsächlichen Renditen auf Asset-Bewertungen von Core-Fonds aus, während die CBRE-Renditen anhand der Spitzenmieten und -renditen berechnet werden.
- Betrachtet man allein die Spitzenrenditen, wird deutlich, dass der Grad der Neubewertung länderübergreifend mit 12% bis 14% ähnlich umfangreich ist.
- Vergleichen wir dies mit den Bewertungszahlen von INREV, stellen wir einen erheblichen Wertverlust von 17% im UK gegenüber 7% bis 9% in den anderen Ländern fest.
- Zurückzuführen ist dies vermutlich auf die Anwendung vorwiegend konservativer Bewertungsverfahren auf dem Kontinent.
- Ein weiterer Grund für die Bewertungsunterschiede ist die Sektorgewichtung nach einzelnen Länderkomponenten.

KUMULATIVER KAPITALWERTVERLUST NACH AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN (IN %, GFK HISTORISCH & PROGNOSE 1. QU. 23 BIS 4. QU. 23)



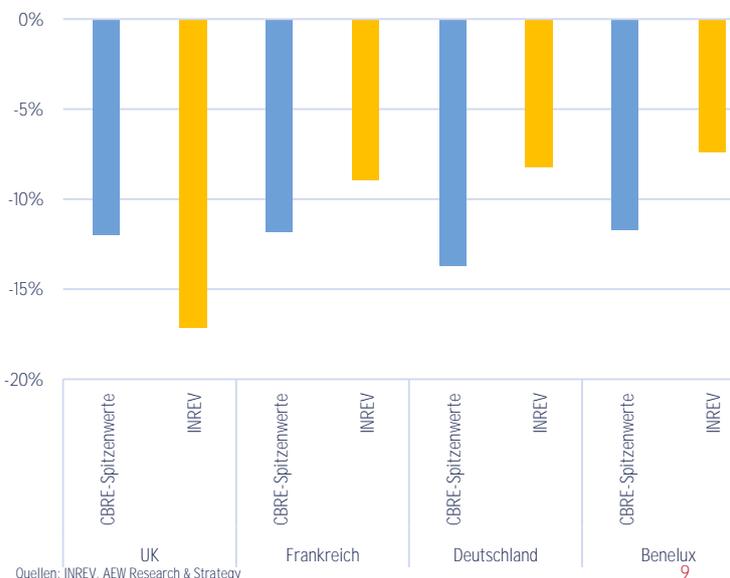
Quelle: CBRE und AEW Research & Strategy

GFK VS. GESAMTTRENDITPROGNOSE MÄR-23



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy

KAPITALWERTVERLUST AUSGEWÄHLTER LÄNDER, CBRE-SPITZENWERTE & INREV CORE ASSET-DATEN



Quellen: INREV, AEW Research & Strategy

## MARKTAUSBLICK - REFINANZIERUNGEN STEHEN VOR HERAUSFORDERUNGEN

### ANHAND JÜNGSTER MIETPREIS- UND WERTPROGNOSEN AKTUALISIERTE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE

- Wir haben unsere Analysen zur Kreditfinanzierungslücke vom Januar 23 und September 22 auf der Grundlage aktueller Mietpreis- und Kapitalwertprognosen aktualisiert. Erläuterung unserer KFL-Schritt-für-Schritt-Methodik für deutsche Büroimmobilienkredite des Kreditjahrgangs 2018:

  - Für alle 2018 abgeschlossenen deutschen Büroimmobilienkäufe in Höhe von 24,5 Mrd. Euro (ohne verschuldungsbereinigte Transaktionen) wird bei einer Kreditsumme von 14,7 Mrd. Euro zum Zinssatz von 1,5% eine durchschnittliche LTV von 60% angenommen.
  - Unsere jüngsten Kapitalwert-Daten und -Prognosen für deutsche Büroimmobilien ergeben zwischen 2018 und 2023 eine Steigerung von +4%.
  - Das neue Anleihevolumen wird mit einem LTV von 50% von diesem neuen Wert oder 13 Mrd. Euro veranschlagt, ein LTV-bedingtes Defizit von lediglich 2 Mrd. Euro.
  - Auf Grundlage unseres angenommenen Refi-ICR von 2,0 implizieren die für Zinsen von 375 Mio. Euro verfügbaren Einnahmen und der aktuelle Zinssatz von 4,4%, dass neues Fremdkapital in Höhe von 12,1 Mrd. Euro zur Verfügung steht. Dies bringt keine ICR-bedingte Lücke, sondern lediglich eine LTV-bedingte Lücke mit sich, so dass zur Vermeidung eines Kreditausfalls zusätzliches Eigenkapital (oder nachrangige Schulden) benötigt wird.

- In unseren Gesamtergebnissen klassifizieren wir die KFL für die vier Schlüsselsektoren und die drei Kreditjahrgänge von 2018 bis 2020. In unseren aktuellen Ergebnissen ist die ICR-Schwelle aufgrund der Erhöhung unserer Mietpreisprognosen nie restriktiver als die LTV.

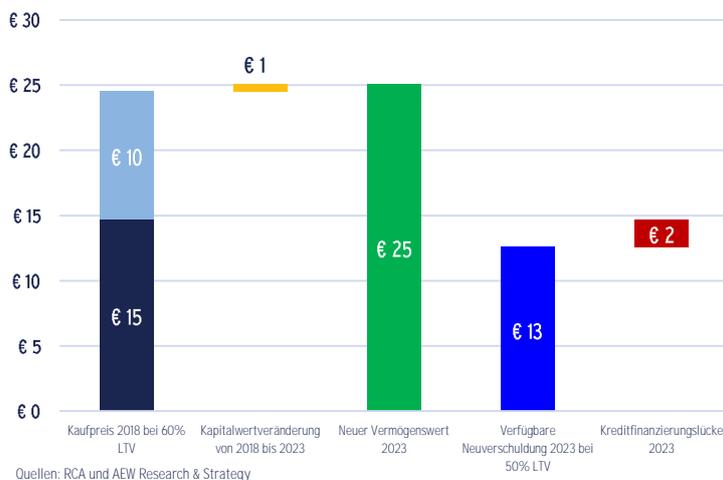
### AKTUALISIERTE LÜCKE NACH ABBAU DER ICR- OBERGRENZEN WEITER BEI 51 MRD. EUR

- Anhand des gezeigten Vier-Schritte-Ansatzes für alle drei Länder und vier Immobiliensektoren prognostizieren wir eine kombinierte KFL für die nächsten drei Jahre von 51 Mrd. Euro.
- Diese Schätzung entspricht unverändert unserer KFL-Schätzung vom Januar 2023 von 51 Mrd. EUR, als die ICR-Obergrenze von 2,0 in einigen Ländern noch in Kraft war.
- Anhand der bis 2010-11 zurückreichenden Daten von DTZ (heute C&C) stellen wir fest, dass diese KFL etwa 60% des Niveaus beträgt, das für dieselben Länder und Sektoren nach der GfK veranschlagt wurde.
- Gegenüber unserer Jan-23-Schätzung sieht der ICR keine Obergrenze für die verfügbare Schuldenhöhe vor. Zurückzuführen ist dies auf die besser als erwartet ausgefallenen Mietzuwächse im zweiten Halbjahr 2022 sowie unsere verbesserten Mietpreisprognosen ab 2023.
- Auf der Grundlage dieser höheren Mieten und stabiler Zinsen ergeben unsere Berechnungen für unsere Untersuchungsgruppe keine Zinszahlungsausfälle.
- Um diese nachhaltige Kreditfinanzierungslücke zu schließen, werden Kreditgeber und Kreditnehmer kreative Wege zur Umstrukturierung des Grundkapitals gehen müssen.
- Wir stellen erneut fest, dass unsere KFL-Schätzung die potentielle Abstufung zwischen den Sicherheiten im Premium- und im Standardsegment außer Acht lässt.

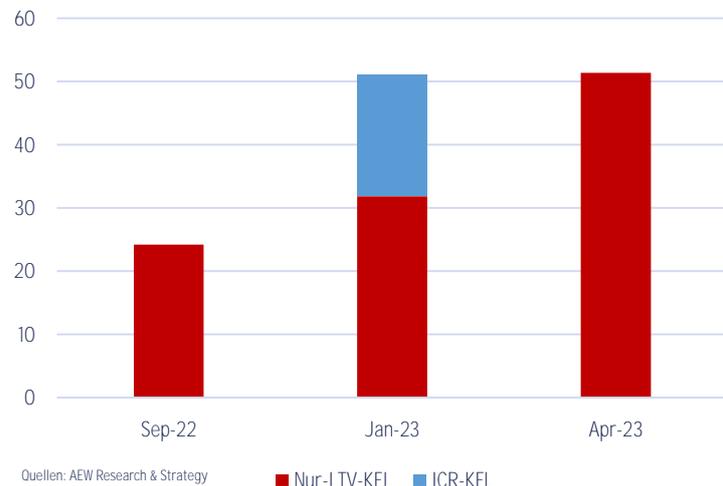
### EINER VON FÜNF KREDITEN MIT FINANZIERUNGSLÜCKE

- 46% (24 Mrd. Euro) dieser kombinierten Lücke entfallen auf Deutschland, 25% (13 Mrd. Euro) auf UK und 29% (15 Mrd. Euro) auf Frankreich.
- Unsere KFL-Prognose im zeitlichen Verlauf für 2023, 2024 und 2025 liegt bei 17 Mrd. Euro, 21 Mrd. Euro bzw. 14 Mrd. Euro.
- Zur Sicherung nachhaltiger LTV- und in geringerem Umfang ICR-Werte für Kreditgeber und Kreditnehmer, wird mehr erforderlich sein als Laufzeitverlängerungen, der Verzicht auf Kennzahlen, Investitionsfallen und / oder eine teilweise Umstrukturierung bestehender Kredite, bevor diese refinanziert werden können.
- Die gesetzliche Infrastruktur und die Schuldendienst-Infrastruktur für den Umgang mit diesen Herausforderungen besteht seit der GfK. Zinssenkungen dürften kurzfristig keine Erleichterung bringen.
- Umschuldungen könnten rascher vonstatten gehen, da unwahrscheinlich ist, dass Kreditgeber ihre Kredite nicht absichern. Bei Fälligkeit bestehender Kredite und Sicherungsgeschäfte muss eine neue Absicherung zu einem höheren Zinssatz eingesetzt werden als beim ursprünglichen Kredit.
- Im Zeitraum 2018-20 wurden Kredite in Höhe von 237 Mrd. EUR vergeben. Das heißt, auf unsere KFL entfallen knapp über 21% der Kreditvolumen. Diese variieren je nach Land zwischen 17% im UK, 22% in Deutschland und 26% in Frankreich.
- Die Verluste für die Jahrgänge 2018-20 werden auf 3,2 % des ursprünglichen Kreditbetrags geschätzt, was mit den historischen Verlusten bei europäischen CMBS übereinstimmt.
- Die Verluste konzentrieren sich auf Privatkundenkredite, da wir einen Schwellenwert von 75 % Beleihungsauslastung bei der Rückzahlung und Vollstreckungskosten von 25 % des Sicherheitenwerts annehmen.

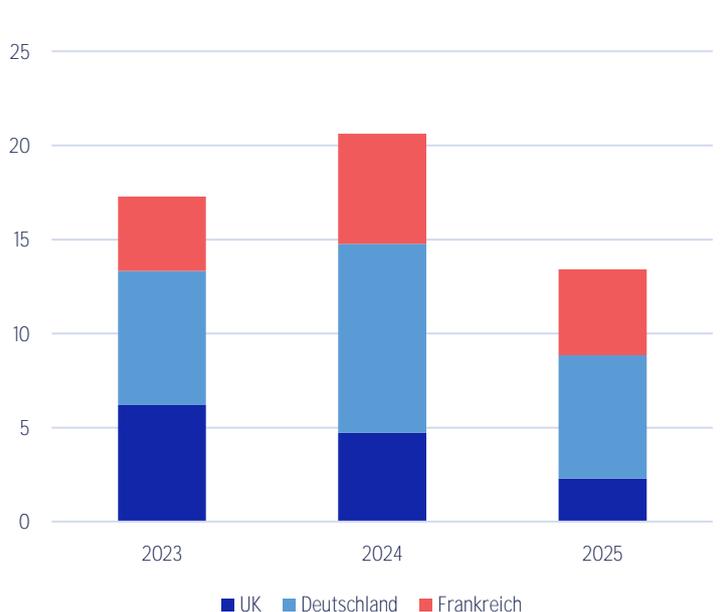
Schritt-für-Schritt-Schätzung der Kreditfinanzierungslücke für alle 2018-Kredite, die durch deutsche Büroimmobilientransaktionen abgesichert sind, in Mrd. Euro (dunkelblau = Schulden, Hellblau = Eigenkapital, gelb = Wertveränderung, grün = Vermögenswert, dunkelrot = LTV-KFL)



LTV-Kreditfinanzierungslücke - Entwicklung der Analyse, in Mrd. €



LTV-Kreditfinanzierungslücke nach Land in allen Sektoren nach Laufzeit in Mrd. Euro



# BEWERTUNG RELATIVER WERT: NACH PREISANPASSUNGEN ERREICHEN ÜBER 70% DER MÄRKTE DIE ERFORDERLICHEN RENDITEN

## ERWARTETE RENDITEN AUSREICHEND FÜR RISIKOAUSGLEICH

- An dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass unser risikobereinigter Renditeansatz auf einem Vergleich zwischen der erforderlichen Rendite (RRR) und der erwarteten Rendite (ERR) bezogen auf die nächsten fünf Jahre beruht.
- Unsere Grafik zeigt, dass die auf Basis des Durchschnittswerts aus unseren 168 europäischen Märkten ermittelte RRR bei 690 Basispunkten (vergleichbar mit dem Vorjahreswert vom November von 686 Basispunkten) liegt und die ERR auf 677 Basispunkten (gegenüber 408 Basispunkten) steigt.
- Damit verfügt die die ERR über eine kleine negative Überschussdifferenz von 13 Basispunkten gegenüber der RRR, die gegenüber der deutlich negativen Überschussdifferenz von 278 Basispunkten gegenüber der RRR in unserem Nov-22-Ausblick gesunken ist.
- Mit 309 Basispunkten von zuvor 317 Basispunkten bleibt der risikofreie Zinssatz dennoch der größte Bestandteil der RRR.
- Andere Risikoprämien stiegen gegenüber der Nov-22-Tabelle um 12 Basispunkte.
- Anhand dieser Analyse werden Anleger vor allem für die Risiken an europäischen Immobilienmärkten entschädigt.
- Auch hier klassifizieren wir die einzelnen Märkte anhand eines Vergleichs ihrer ERR und RRR als attraktiv, neutral oder weniger attraktiv.

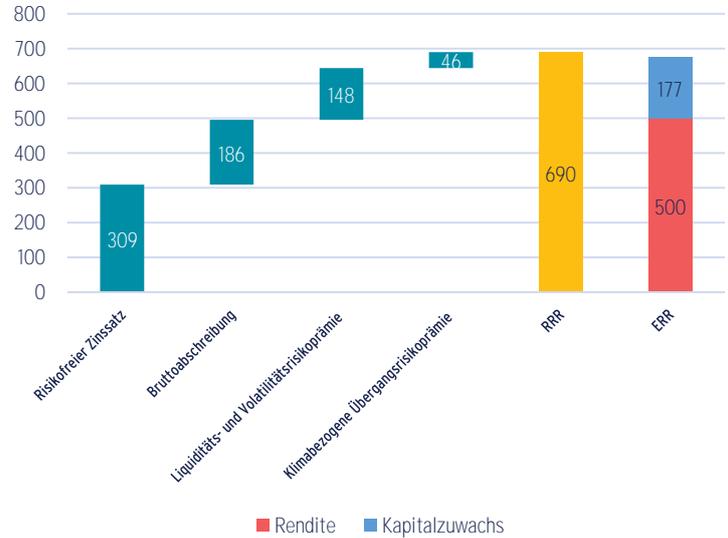
## RASCHERE RENDITEAUSWEITUNG ERÖFFNET CHANCEN

- Ein Großteil der erwarteten Preis Anpassungen hat bereits 2022 stattgefunden. Verbunden ist diese mit verbesserten Wirtschaftsaussichten sowie einer rascheren Renditekompression nach den Höchstständen 2024.
- All diese Faktoren haben zu einer Erhöhung unseres prognostizierten Kapitalzuwachses beigetragen, den Anleger als Ausgleich für höhere risikofreie Zinssätze benötigen.
- 2023 halten sich erwartete Rendite und erforderliche Rendite die Waage, d.h., Anleger würden im Schnitt hinreichend für die eingegangenen Risiken entschädigt.
- Die Lage wird sich im nächsten Jahr weiter verbessern, wenn alle Neubewertungen abgeschlossen sind und Platz machen für eine kräftige Erholung, die durch niedrige risikofreie Zinssätze gestützt wird.
- Die erwartete Rendite wird infolge eines Kapitalzuwachses von 2,9 Prozentpunkten voraussichtlich auf 8,7% per annum steigen, während der risikofreie Zinssatz um 10 Basispunkte gegenüber dem Höchststand 2023 sinkt.
- Damit dürften 2024 mehr Märkte als attraktiv für neue Investments klassifiziert werden als in einer Konjunkturbelebung erwartet werden können.

## DEUTSCHLAND VERDRÄNGT UK VON DER SPITZE – GEWISSERMAßEN

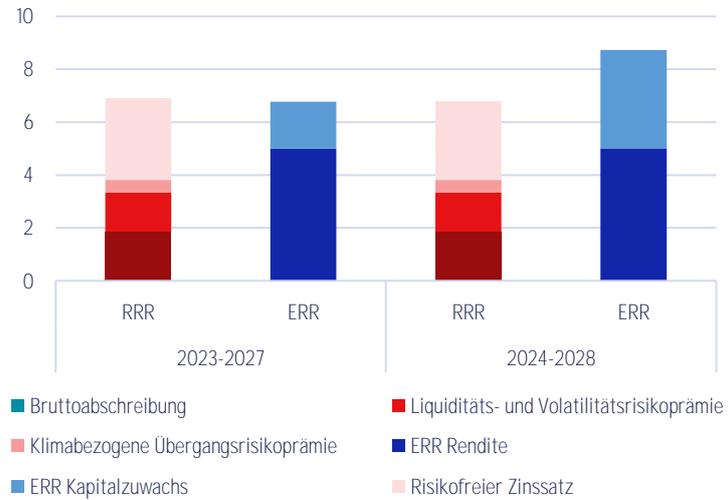
- Die Ergebnisse unseres jüngsten Basisszenarios legen nahe, dass Anleger die RRR an über 70% der europäischen Märkte gegenüber lediglich 30% im November 22 erreichen können.
- Von den 168 untersuchten Märkten werden 122 Märkte als neutral (77) oder als attraktiv (45) klassifiziert.
- Aufgrund dieser Kennzahl verdrängt Deutschland mit lediglich zwei weniger attraktiven Märkten UK von der Spitze.
- UK besitzt mit 14 Märkten mehr attraktive Märkte als Deutschland (5), Skandinavien besitzt 9 attraktive Märkte, die durch 8 weniger attraktive Märkte kompensiert werden.
- Frankreich und Skandinavien liegen bei den weniger attraktiven Märkten knapp über dem Durchschnitt, Südeuropa und MOE bleiben am weitesten hinter dem europäischen Durchschnitt zurück.
- Nahezu 30% der Märkte werden auch künftig als weniger attraktiv klassifiziert. Dennoch sollte es insbesondere für Broker mit lokaler Präsenz nach wie vor möglich sein, attraktive individuelle Investitionen zu finden und zu tätigen.

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



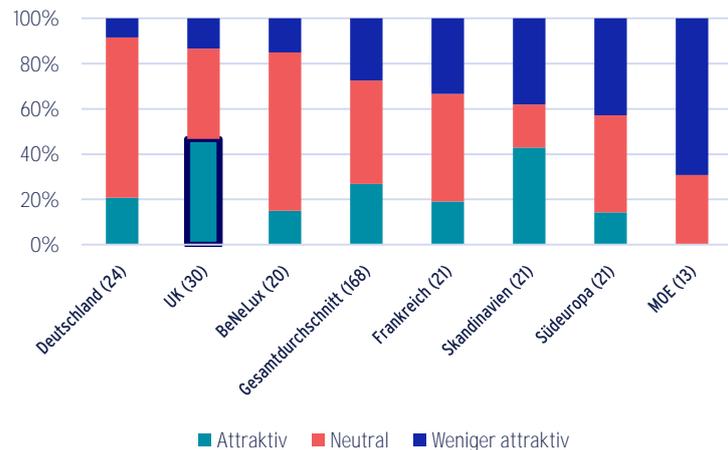
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

VERÄNDERUNGEN DER ERFORDERLICHEN RENDITE (RRR) VS ERWARTETEN RENDITE (ERR) ALLE SEKTOREN EUROPA - 2023-27 vs. 2024-28 IM AUSGANGSSZENARIO, IN %



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

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



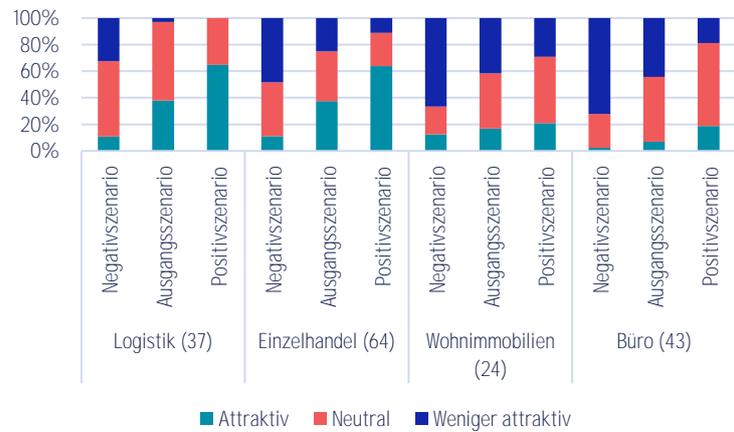
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy

# BEWERTUNG RELATIVER WERT: VOLLE FAHRT VORAUSS FÜR LOGISTIK, UK & DEUTSCHLAND

## LOGISTIK & EINZELHANDEL ERHALTEN GRÜNES LICHT

- In unserem letzten Basisszenario werden lediglich ein Logistikmarkt und 16 Einzelhandelsmärkte der weniger attraktiven Kategorie zugerechnet – also eindeutig grünes Licht.
- Im Wohnimmobilien- und im Bürosektor fallen die Ergebnisse weniger positiv aus: 10 von 19 Märkten werden nach wie vor als weniger attraktiv klassifiziert.
- Trotz der allgemeinen Verbesserung in allen Sektoren, konnten wir unsere Sektoren-Rankings gegenüber unserem Ausblick zum Jahresende nicht korrigieren.
- Die Unterschiede zwischen unserem Basisszenario, Positiv- und Negativszenario stimmen mit unseren Jahresendergebnissen überein.
- Auch hier geht unser Negativszenario von höheren Anleihe- und Immobilienrenditen aus, die nach wie vor durch schwächere Mietzuwächse gedämpft werden. Das Positivszenario geht vom umgekehrten Fall aus.
- Renditebewegungen zeitigen substantiellere Auswirkungen auf die Kapitalwerte und Gesamtrenditen als Veränderungen beim BIP und Mietzuwachs.
- Büros und Wohnimmobilien sind auch künftig am stärksten von dem Gefälle in der Renditeausweitung betroffen.

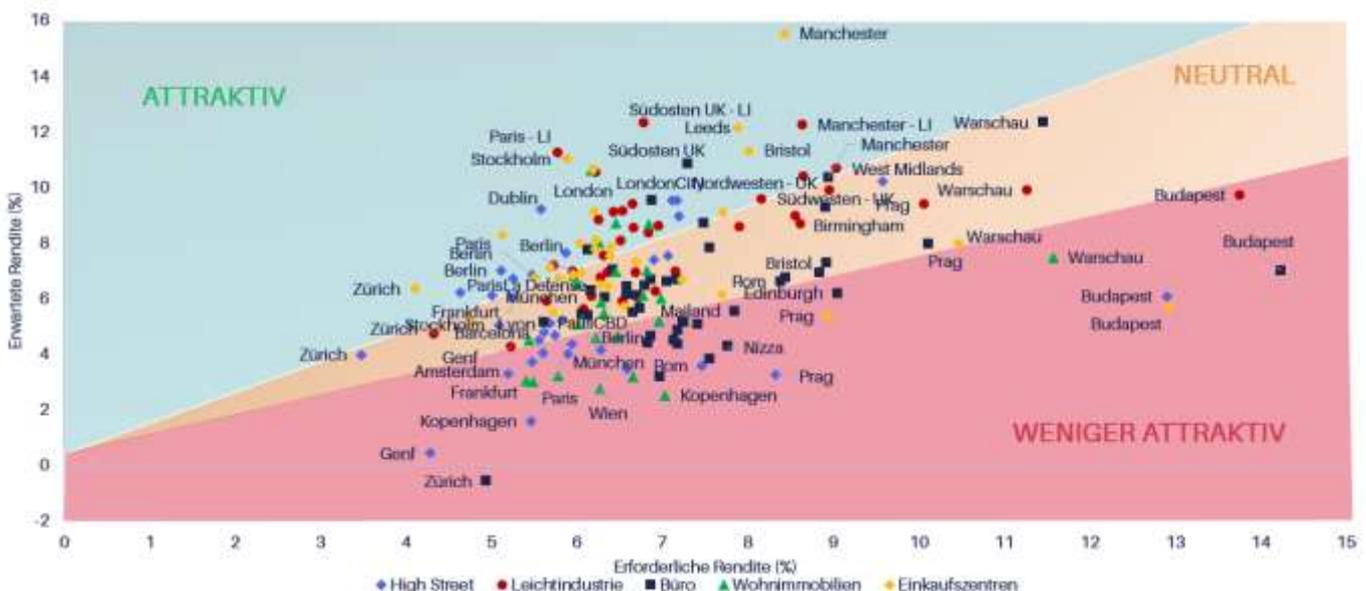
% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT (AKTUELLE HALBJAHRES-SZENARIEN 2023)



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

- 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, die über eine ERR, die ausreichend über der RRR liegt, verfügen, werden als attraktiv ausgewiesen. Die Märkte in der roten Zone sind als weniger attraktiv klassifiziert, da ihr ERR nicht der RRR entspricht.
- Der gelbe Hintergrund kennzeichnet 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 aller fünf Immobiliensektoren. Wie vorstehend erläutert, bestätigt das Streudiagramm die gleichmäßigere Verteilung der Märkte in allen Segmenten, wobei die meisten Märkte in der neutralen oder attraktiven Zone angesiedelt sind.
- Logistik und Einkaufszentren sind am stärksten im attraktiven Bereich vertreten, Büros, High Street-Einzelhandel und MOE-Märkte in der Regel in der weniger attraktiven Kategorie angesiedelt.
- Die fünf attraktivsten Märkte sind Paris und die Light-Industrial Märkte in Greater London, die Einkaufszentren in Stockholm und Dublin und Wohnimmobilien in London, das sich erneut als resilient erweist. Von den anderen attraktiven Märkten der zehn Besten sind einige regelmäßige Muster hervorzuheben, wie die beherrschende Stellung der UK-Märkte, der Einzelhandels- und der Industriesektor.

AUSGANGSSZENARIO 2023-27 - ERWARTETE VS ERFORDERLICHE RENDITEN



ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 84,9 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 31. Dezember 2022). Mit über 800 Mitarbeitern und Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris, Düsseldorf und Singapur 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 38,5 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 31. Dezember 2022). AEW beschäftigt europaweit über 470 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 21 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



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



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



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



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



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



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

KONTAKT INVESTOR RELATIONS



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



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



**MATILDA WILLIAMS**  
Director  
Tel. +44 (0)7795 374 668  
[matilda.williams@eu.aew.com](mailto:matilda.williams@eu.aew.com)



**EMMANUEL BRECHARD**  
Director  
Tel. +33 (0)1 78 40 95 53  
[emmanuel.brechard@eu.aew.com](mailto:emmanuel.brechard@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  
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.

