

AEW RESEARCH | EUROPA

# Ausblick 2024 Europa

## NEUBEWERTUNGEN FÖRDERN AUFSCHWUNG

NOVEMBER 2023

# Ausblick 2024 Europa

NOVEMBER 2023

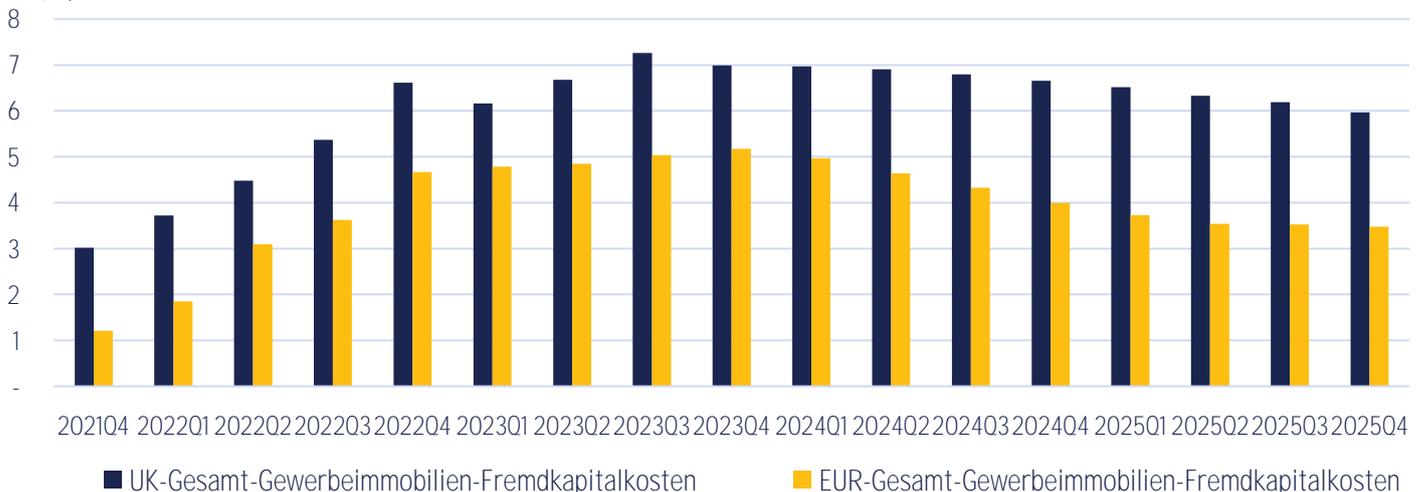
## INHALT

Zusammenfassung	3
Abschnitt 1: Wirtschaftlicher Hintergrund	4
Abschnitt 2: Marktübersicht & Ausblick	6
Abschnitt 3: Kreditfinanzierungslücke	11
Abschnitt 4: Relative-Value Analyse	13

## WELCHE SEKTOREN WERDEN SICH IM NÄCHSTEN KONJUNKTURZYKLUS ZUERST ERHOLEN?

Seit November 2023 richtet sich der Blick weltweit auf den Krieg im Nahen Osten. Eine potentielle Ausweitung des Konflikts auf die gesamte Region, die einige der größten Ölproduzenten der Welt beheimatet, könnte das Risiko von Energiepreiserhöhungen und weiteren Inflationssteigerungen vergrößern. Selbst in der anhaltenden Ukraine-Krise konnte eine europaweite Rezession verhindert und die Inflation weiter eingedämmt werden. Angesichts der hohen Zinssätze sind die Wirtschaftsaussichten allerdings nach wie vor düster. Die Anleihe- und Aktienmärkte hatten mit einer Pause bei den Zinserhöhungen gerechnet, aber das Risiko einer Ausweitung des Nahostkonflikts lässt die Angst vor weiteren Erhöhungen wieder aufleben. In Zeiten erhöhter Unsicherheiten ist es sinnvoll, verschiedene Szenarien zu prognostizieren. In unserem Ausgangsszenario gehen wir davon aus, dass die Inflation, Anleiherenditen und Fremdfinanzierungskosten für Immobilien sinken werden. Das hohe Tempo und das beträchtliche Ausmaß der Abwertungen, die bereits im Zeitraum 2022-23 verarbeitet wurden, führt zu der Schlüsselfrage für unseren Europa-Ausblick 2024: „**Welche** Märkte haben sich ausreichend angepasst und werden sich im kommenden Zyklus zuerst **erholen?**“

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



Quellen: AEW Research & Strategy, Oxford Economics, CBRE & Chatham Financial

## ZUSAMMENFASSUNG: NEUBEWERTUNGEN FÖRDERN AUFSCHWUNG

- Die Geldpolitik der Zentralbanken hat die Fremdkapitalkosten in die Höhe getrieben und die Inflation gesenkt. Der derzeitige Nahostkonflikt hat jedoch für weitere geopolitische Unsicherheit gesorgt, was die Notwendigkeit für unterschiedliche Szenarioanalysen verstärkt. Unser aktuelles Ausgangsszenario geht davon aus, dass die Inflation zurückgeht und eine Rezession verhindert werden kann. Im Negativszenario nehmen wir an, dass bei einer länger andauernden Abschwächung auch die Inflation wieder anzieht. Unverändert positiv wirken sich demgegenüber die Treiber der Immobiliennachfrage wie Beschäftigung und Konsumausgaben aus.
- Fremdkapital für Gewerbeimmobilien wird in der Eurozone ab 2025 und im UK ab 2026 laut unserem Ausgangsszenario erneut steigen. Danach werden Inflation und 5-Jahres-Swap-Sätze hier früher zurückgehen als im UK.
- Aufgrund des begrenzten Neufächenangebots, niedrige Leerstandsdaten und positivem BIP-Wachstum korrigieren wir unsere Spitzenmietzuwächse in allen Sektoren Europas von 2,0% (März-23) auf 2,2% per annum (2024-28) moderat nach oben. Die Spitzen-Logistik- und der Wohnimmobilien-Sektoren halten beim jährlichen Mietzuwachs mit 2,5% gemeinsam die Führung.
- Im europäischen Büroktor ist die Anlegerstimmung schlechter als durch den aktuellen und prognostizierten Mietflächenumsatz und das begrenzte Neufächenangebot zu erklären wäre. Es wird erwartet, dass sich die Spreizung der Preise zwischen erstklassigen und zweitklassigen Büros fortsetzen wird.
- Für 2023 werden Investitionsvolumen von 140 Mrd. € erwartet. Der Rückgang von nahezu 50% gegenüber dem Vorjahr ist den hohen Zinsen geschuldet, die traditionell fremdfinanzierte Anleger ausschließen und die Spitzenrenditen drücken. Angesichts der jüngsten Neubewertung und geringerer Anleiherenditen in unserem Ausgangsszenario, dürften sich die Spitzenrenditen in den nächsten fünf Jahren im Einzelhandel um 20 Basispunkte und im Büroktor um 60 Basispunkte verengen.
- Die Spitzenrenditen wurden durch die prognostizierte Renditeverengung und solide Mietzuwächse in unserem Ausgangsszenario für den Zeitraum 2024-28 in allen Sektoren für alle 196 Märkte auf 9,2% per annum nach oben korrigiert. Logistik- und Büroktor dürften mit Spitzenrenditen von 10,4 % per annum in den nächsten fünf Jahren überdurchschnittlich abschneiden, der Einzelhandel belegt mit 7,4% den dritten Platz. Mit prognostizierten Renditen von 10,7% per annum im Fünfjahreszeitraum 2024-28 belegt UK die Führung und Benelux mit 9,5% per annum Platz zwei.
- Nach einem kumulativen Wertverlust von -17% seit dem Höchststand zur Jahresmitte bis Jahresende 2023 liegt der durchschnittliche Spitzenkapitalwertzuwachs in Europa trotz gewisser Abwärtstrends an einzelnen Märkten in 2024 mit +2% erneut im positiven Bereich.
- Es ist zu erwarten, dass sich der Denominator-Effekt, der zahlreiche Anleger im laufenden Jahr an der Erweiterung ihrer Investitionen gehindert hat, 2024 umkehren wird. Die aufgezeigte Wertberichtigung für Immobilien hat in Kombination mit einer Erholung der Aktien- und Anleihemärkte im Vorjahr die Immobilieninvestitionen von Multi-Asset-Anlegern ihren Zielen wieder näher gebracht. Damit dürfte 2024 mehr Dry Powder-Kapital in Immobilien freigesetzt werden.
- Aufgrund der Konsolidierung der Zinsen auf höherem Niveau und rückläufiger Kapitalwerte wird die Refinanzierung alter Kredite zur Herausforderung. Für unsere aktualisierte Kreditfinanzierungslücke (KFL) 2024-26 von 90 Mrd. € werden nun alle 20 europäischen Länder untersucht. Auch bei Berücksichtigung der Refinanzierungskriterien für den ICR und die Schuldenrendite sind die Beleihungsquoten (LTVs) nach wie vor der dominierende restriktive Faktor. Vor diesem Hintergrund dürften 16% aller Kreditvergaben im Zeitraum 2018-21 gegenüber unserer August 2023 Schätzung von 22% eine geringere relative KFL aufweisen.
- Da wir unseren Prognosen auf den Zeitraum 2024-28 unter Ausschluss der Neubewertung von 2023 beziehen, zeigt sich eine deutliche Verbesserung in unserer Relative-Value Analyse. Die Bewertung beinhaltet einen Vergleich zwischen der erwarteten Rendite (ERR) von 9,1% p.a. und der erforderlichen Rendite (RRR) von 6,9% p.a. und ergibt einen positiven Überschuss von über 200 Basispunkten. Bei einer Klassifizierung von über 97% der von uns untersuchten 168 europäischen Märkte als neutral (54) oder attraktiv (109) ist dies für Anleger ein klares Signal für eine Rückkehr zu den europäischen Märkten.
- Die nachstehende Tabelle zeigt alle Schlüsselaspekte, die wir in unserem Ausblick 2024 für unser europäisches Core-Märkte-Ranking berücksichtigt haben. Deutschland schneidet bei der Relative-Value Analyse und der Verfügbarkeit von rentablem Fremdkapital gut ab, steht durch hohe Refinanzierungen und moderate absolute Renditen jedoch auch vor Herausforderungen. In UK zeigt sich das entgegengesetzte Bild. Das Land erzielt mit absoluten Renditen und relativ geringen Refinanzierungsproblemen Spitzenbewertungen.

Schlüsselfaktoren - Markt-Ranking	Deutschland	Frankreich	UK	Benelux
Erwartete Gesamtrendite	4ter	3ter	1ster	2ter
Relativer Wert - Überschussdifferenz	1ster	3ter	4ter	2ter
Relative Kreditfinanzierungslücke	4ter	2ter	1ster	3ter
Verfügbarkeit von rentablem Fremdkapital	1ster	3ter	4ter	2ter

Quelle: AEW Research & Strategy, Stand 03 2023



# WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - SENKUNG DER HOHEN ZINSSÄTZE ERWARTET

## NORMALISIERTE INFLATION DRÜCKT ZINSEN IN DER EUROZONE

- Die Kerninflation in der Eurozone ging im Zuge sinkender Energiepreise im Oktober im Jahresvergleich von ihrem Höchststand von 8,5% im Februar 2023 auf unter 3,0% zurück.
- Jüngste Prognosen von Oxford Economics (OE) sehen die Inflation weiter rückläufig. Bis Ende 2024 wird sie voraussichtlich auf 1% und damit deutlich unter das 2%-Ziel der EZB sinken.
- Da die Leitzinsen der Zentralbank eng mit der Inflation zusammenhängen, rechnet OE bis Ende 2025 mit einer Konsolidierung der EZB-Leitzinsen bei 1,75%.
- Laut Grafik folgen die 10-Jahres-Staatsanleihe-Renditen und die 5-Jahres-Swap-Sätze den prognostizierten Inflationsrückgängen und Leitzinsen.
- Für Immobilienanleger bedeutet dies, dass sich ihre Fremdkapitalkosten, die an die 5-Jahres-Euribor-Swap-Sätze gekoppelten sind, nach Erreichen ihres Höchststands im 1. Quartal 2024 von knapp über 3,5% bis Mitte 2025 bei unter 2% stabilisieren.
- Um die aktuelle geopolitische Unsicherheit rund um die Ölpreise abzubilden, nimmt unser Negativszenario ein geringeres Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflationsrate an, während unser Positivszenario vom Gegenteil ausgeht.

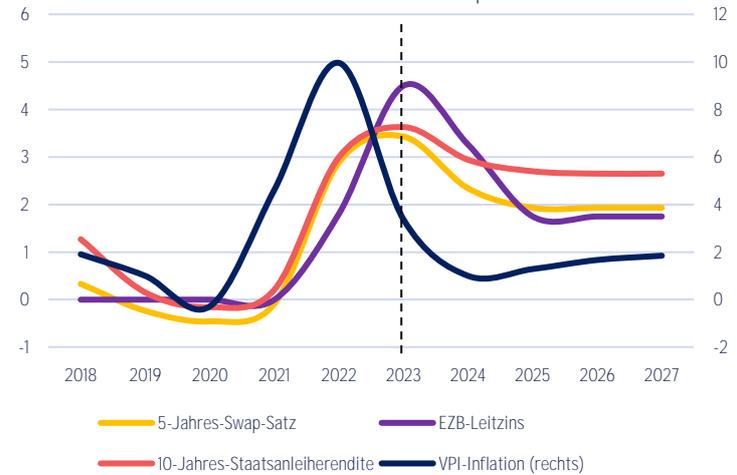
## NORMALISIERUNG IM UK BLEIBT HINTER EUROZONE ZURÜCK

- Im UK fiel die Kerninflation im September im Jahresvergleich auf unter 7,0% gegenüber einem Höchststand von 11,1% im Oktober 2022. Ein Rückgang auf 4,4% bis Jahresende wird erwartet.
- Mit 4,4% ist sie allerdings noch weit vom 2%-Ziel der BoE entfernt, das laut aktuellen OE-Prognosen erst nach einem weiteren Jahr erreicht wird.
- Aufgrund der Wechselbeziehung zwischen Leitzinsen und Inflation rechnet OE mit einer Senkung der BoE-Leitzinsen auf 4,0% bis Ende 2025 und unter 3,0% vor Jahresende 2026.
- Die 10-Jahres-Staatsanleihe-Renditen und die 5-Jahres-Swap-Sätze folgen den prognostizierten Inflationsrückgängen und Leitzinsen.
- Für Immobilienanleger im UK bedeutet dies, dass ihre Fremdkapitalkosten nach Erreichen ihres Höchststands im 1. Quartal 2024 mit knapp über 5% Ende 2026 auf unter 3,5% sinken.
- Die erhöhten Immobilien-Fremdkapitalkosten im UK stehen im Einklang mit historischen Daten nach dem Brexit.
- Der allmählichere Rückgang der Inflation im UK und der damit verbundenen Zinssätze dürfte mit der konservativen Haltung der BoE und einer gewissen strukturellen Schwächung der Anleihebewertung durch jüngste geldpolitische Revisionen der britischen Regierung in Zusammenhang stehen.

## FREMDKAPITALKOSTEN SINKEN NACH 2024

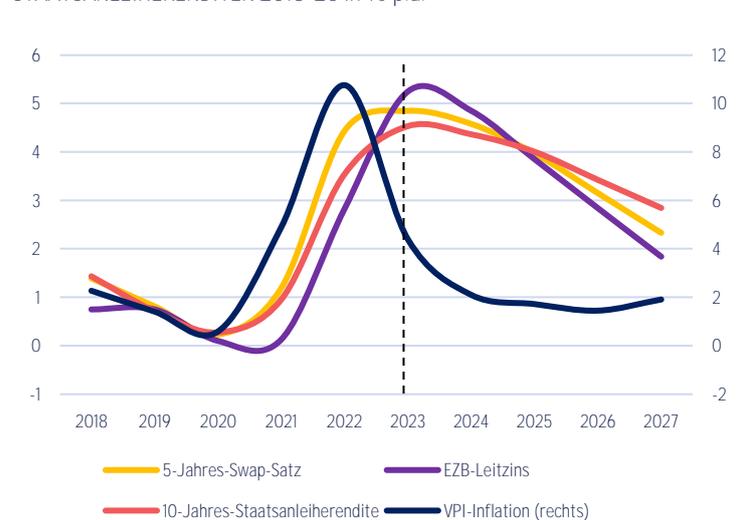
- Bei einer erwarteten Normalisierung der 5-Jahres-Swap-Sätze im UK in den nächsten zwei Jahren können wir auch die Entwicklung der Fremdkapitalkosten prognostizieren.
- Ausgehend von einer Rückkehr der Kreditspreads gegenüber Swaps zu ihren Niveaus im 2. Quartal 2022 bis Jahresende 2025, ist mit einer Senkung der Fremdkapitalkosten in der Eurozone von 4,3% im 3. Quartal 2023 auf knapp unter 3,5% zu rechnen.
- Die Gesamt-Fremdkapitalkosten würden mit 6,0% zum Jahresende 2025 nach wie vor 250 Basispunkte höher liegen. Zurückzuführen ist dies auf Prognosen für die 5-Jahres-Swap-Sätze im UK, die nahezu 200 Basispunkte über den Prognosen für die Eurozone liegen, sowie nach wie vor 50 Basispunkte höhere Margen.
- Trotz einer langsameren Normalisierung im UK dürften die Fremdkapitalkosten in den nächsten zwei Jahren sinken und voraussichtlich nicht erneut historisches vorpandemisches Niveau erreichen.
- Sektorübergreifend werden die Spitzenrenditen in der Eurozone und im UK zum Jahresende 2025 voraussichtlich bei 4,8% bzw. 6,2% liegen.
- Zum Jahresende 2024 rechnen wir daher mit einer Rückkehr zur Fremdkapitalrentabilität in der Eurozone und zu einem späteren Zeitpunkt - wenngleich in geringerem Umfang - auch im UK.
- In der Zwischenzeit dürften Anleger jeglichen Wertverlust bei alten Krediten vermeiden und dazu Umschuldungen ausarbeiten und jedes verfügbare Eigenkapital ohne neue unrentable Fremdmittel einsetzen.

VPI-INFLATION IN DER EUROZONE, EZB-LEITZINS, 5-JAHRES-SWAP-SÄTZE & STAATSANLEIHERENDITEN 2018-26 in % p.a.



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand 03 2023

VPI-INFLATION IM UK, BOE-LEITZINS, 5-JAHRES-SWAP-SÄTZE & STAATSANLEIHERENDITEN 2018-26 in % p.a.



Quellen: Chatham Financial, ECB, BoE, Oxford Economics, Stand 03 2023

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



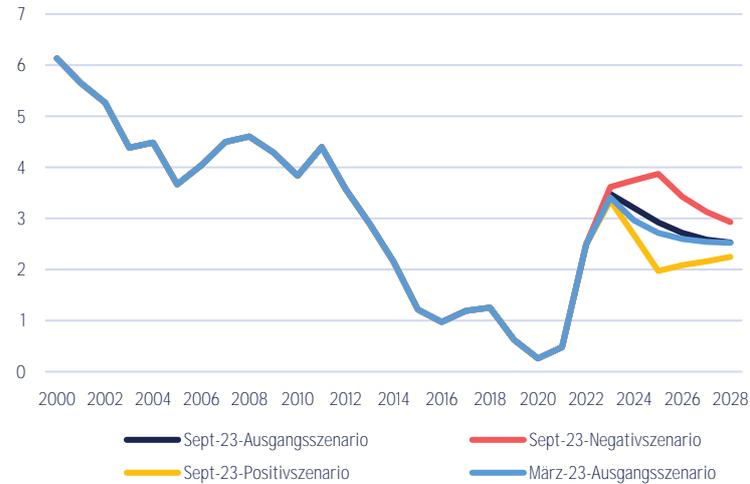
Quellen: AEW Research & Strategy, Oxford Economics, CBRE & Chatham Financial, Stand 03 2023

# WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND - MODERATES BIP-WACHSTUM TROTZ UNSICHERHEIT

## RÜCKKEHR ZU HÖHEREN ANLEIHERENDITEN

- Die durchschnittlichen Staatsanleiherenditen unserer Untersuchungsgruppe aus 20 europäischen Ländern sind 300 Basispunkte gestiegen und dürften aufgrund der hohen Inflation und Leitzinserhöhungen der Zentralbanken zum Jahresende 2023 mit 3,5% ihren Höchststand erreichen.
- Damit sind die durchschnittlichen Staatsanleiherenditen zufällig zu ihrem 20-Jahresdurchschnitt vor der Corona-Krise von 3,4% zurückgekehrt.
- Ähnlich wie in unserem März-23-Ausgangsszenario dürften die Staatsanleiherenditen bis 2028 schrittweise auf 2,5% sinken.
- In Zeiten erhöhter geopolitischer und wirtschaftlicher Risiken erweisen sich unseren Positiv- und Negativszenarien als nützlich. Sie stützen sich auch künftig auf tatsächliche Schwankungen historischer Prognosen.
- Im Negativszenario erzielen die Anleiherenditen 2025 Spitzenwerte von 3,9% Basispunkten. Im Positivszenario ist mit einem Höchststand zum Jahresende 2023 von 3,3% zu rechnen.

10-JAHRES-STAATSANLEIHERENDITEN (IN % P.A., EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT IN 20 LÄNDERN) 2000-28

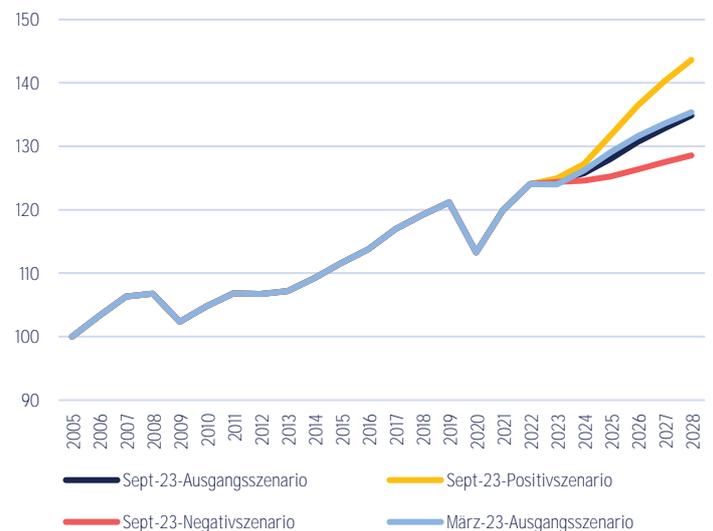


Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## BIP-WACHSTUM WEITER POSITIV, WENNGLEICH MODERAT

- Jüngste Prognosen von OE zum BIP-Wachstum in Europa 2023 liegen im Ausgangsszenario bei 0,5% gegenüber dem Vorjahr. Dies entspricht einer Verbesserung gegenüber dem zum Jahresanfang geschätzten Wert von -0,1%.
- Die Hochstufung für 2023 wird durch die Herabstufung des BIP-Wachstums für 2024 auf 0,9% p.a. gegenüber der früheren März-23-Prognose von 1,8% ausgeglichen.
- UK, Deutschland und Frankreich liegen in den Prognosen für das Wirtschaftswachstum 2026 jeweils unter 0,6%.
- Die restriktive Geldpolitik mit Zinserhöhungen und quantitativer Straffung konnte die Inflation erfolgreich bekämpfen, so dass für 2024 mit einer Senkung der Anleiherenditen zu rechnen ist.
- Unser Negativszenario spiegelt die weitere Abschwächung des Wirtschaftswachstums sowie den Inflationsanstieg vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Unsicherheit.
- In unserem Positivszenario gehen wir davon aus, dass die Kriege in der Ukraine und im Mittleren Osten beendet werden und die Inflationsrate unter die Zielvorgaben der Zentralbanken für Ende 2023 fällt.

EUROPÄISCHER BIP-INDEX (IN % PER ANNUM, 2005=100)

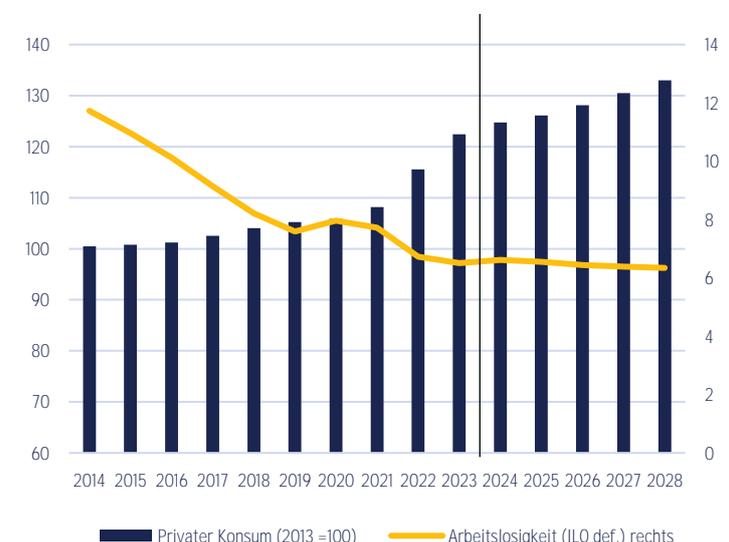


Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## NIEDRIGE ARBEITSLOSENQUOTE KURBELT KONSUMAUSGABEN AN

- Die Arbeitslosenzahlen dürften in den nächsten fünf Jahren bei rund 6,5% verharren, auch wenn das mit 1,4% p.a. für die nächsten fünf Jahre veranschlagte BIP-Wachstum in der Eurozone wenig spektakulär ist.
- Trotz des letzten Anstiegs der Arbeitslosenquote auf 6,5% im Oktober, ist dies ein beachtlicher Rückgang gegenüber der im Jahr 2014 verzeichneten Quote von 12%, auch wenn er sich teilweise durch die geringere Erwerbsbeteiligung und das niedrige Bevölkerungswachstum erklären lässt.
- Im Kontext des eher angespannten Arbeitsmarkts und der hohen Inflation, ist beim Lohnwachstum eine steigende Tendenz zu erkennen.
- Infolgedessen dürfte der private Konsum in der Eurozone in den nächsten fünf Jahren um 1,7% p.a. anziehen.
- Da die Beschäftigung ein aussagekräftiger Treiber für die Büroflächennachfrage ist, bietet dies eine solide Grundlage für die Mietermärkte.
- Im Einzelhandel und in der Logistik dürften die Konsumausgaben über dem BIP-Wachstum liegen. Allerdings fließt ein Anteil der Konsumausgaben in den Onlinehandel, was nicht unmittelbar zu einer stärkeren Nachfrage nach Einzelhandelsflächen führt.

PRIVATER KONSUM IN DER EUROZONE (INDEXIERT 2013 = 100) & ARBEITSLOSENQUOTE IN % (RECHTS)



Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# MARKTÜBERSICHT - LOGISTIK & BÜRO: MARKTSTIMMUNG NEIGT ZU ÜBERREAKTION

## MODERATER ANSTIEG DES LEERSTANDS IM LOGISTIKSEKTOR

- Die steigende Nachfrage nach Logistikflächen hat die Erschließung von Neufächenangeboten in den letzten fünf Jahren beschleunigt.
- In Zukunft rechnen wir mit einer Stabilisierung von Angebot und Nachfrage auf relativ ausgeglichenem Niveau.
- Da große Ladenflächen für Mieter in der Regel mit einem erheblichen Kapitalaufwand für den Ausbau verbunden sind, werden einige möglicherweise ihre bisherigen Grundflächen behalten und keine größeren Flächen suchen.
- Das Neufächenangebot birgt möglicherweise auch Risiken. Grund hierfür ist neben gestiegenen Baukosten auch die voraussichtlich weiter zunehmende Grundstücksknappheit für gewerbliche Bauvorhaben.
- Die durchschnittliche Leerstandsquote im europäischen Logistiksektor dürfte geringfügig auf 3% steigen, da die Nettoaufnahme voraussichtlich das niedrige Niveau künftiger Fertigstellungen ausgleicht.

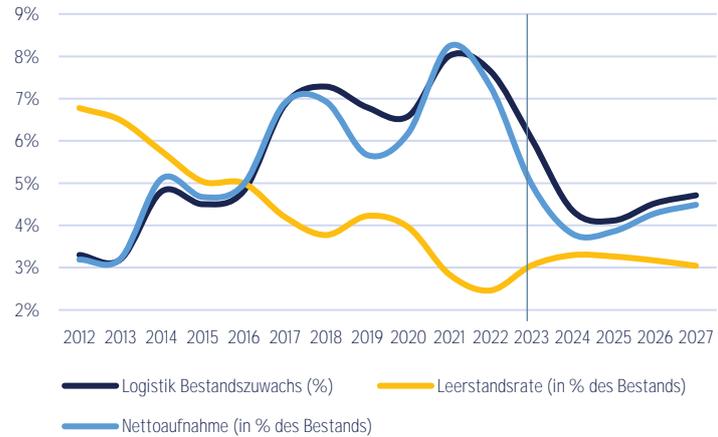
## MEHR NETTOAUFNAHME ALS NEUFLÄCHENANGEBOT IM BÜROSEKTOR

- Aktuelle CBRE-Prognosen rechnen ab 2024 europaweit mit mehr Nettoaufnahmen als Neuzugängen im Büroflächenbestand.
- Damit wird die durchschnittliche Leerstandsrate an unseren 30 Büromärkten Ende 2023 oder Anfang 2024 mit 7,9% voraussichtlich ihren Höchststand erreichen und bis 2027 auf unter 6,4% sinken.
- Ob die Mieter ihren Flächenbedarf reduzieren können, hängt weitgehend davon ab, ob sie mit Mitarbeiternutzungsspitzen zwischen den Arbeitstagen umgehen können und ob sie Hot Desking einführen.
- Da sich zahlreiche Mieter vorwiegend qualitativ hochwertige Büroflächen in Bestlage sichern, sollten sich der Mietzuwächse von Spitzenimmobilien in einem Umfeld mit unterversorgten Core-Büromärkten resilient zeigen.
- Die zunehmende Vorliebe für hochklassige Immobilien führt dazu, dass Anleger die Risiken der Überalterung von zweitklassige Immobilien sowie Vermietungsgeschwindigkeit, Mietniveau und ESG-bezogene Investitionskosten neu bewerten.
- Allerdings hat der Vermietungsstand im Bürosektor noch nicht wieder auf Vor-Corona-Niveau zurückgefunden, was auf einen anhaltenden Rückgang des Büroflächenbedarfs hindeutet.
- Unseres Erachtens nach werden die Ängste der Anleger in Bezug auf die Spitzenbüromärkte nach wie vor überschätzt, da die Nachrichten durch negativ beeinflusste UK-Märkte und -Teilmärkte beherrscht werden.

## POSTPANDEMISCHE KONKURSE NEHMEN LEICHT ZU

- Eine weitere Herausforderung, die von den Anlegern überbewertet werden könnte, ist die Zunahme von Zahlungsverzug unter Mietern.
- Die Eurostat-Daten ergeben eine Zunahme der Konkurse in der Gastronomie in den letzten vier Quartalen um 57%.
- Im Industriezweig Verkehr und Lagerei stiegen die Pleiten im selben Zeitraum um 41%. Dies könnte im Logistikimmobiliensektor für Probleme sorgen.
- Im Groß- und Einzelhandel liegen die Zahlen hingegen auf vorpandemischem Niveau.
- Der Anstieg der Unternehmenspleiten steht im Zusammenhang mit der verpflichtenden Rückzahlung staatlich geförderter Corona-Unternehmerkredite, gestiegenen Energiepreisen und Zinsen.
- Separate Daten von Weil legen nahe, dass die finanzielle Belastung deutlich unter GFK-Niveau liegt.
- Anleger dürften auch bei Zahlungsverzug der Mieter oder Verschlechterung der Bonität vor Einnahmeausfällen geschützt sein, da ein Mieteraustausch für aktive Asset Manager insbesondere bei dauerhaft niedrigen Leerstandsdaten problemlos möglich sein dürfte.

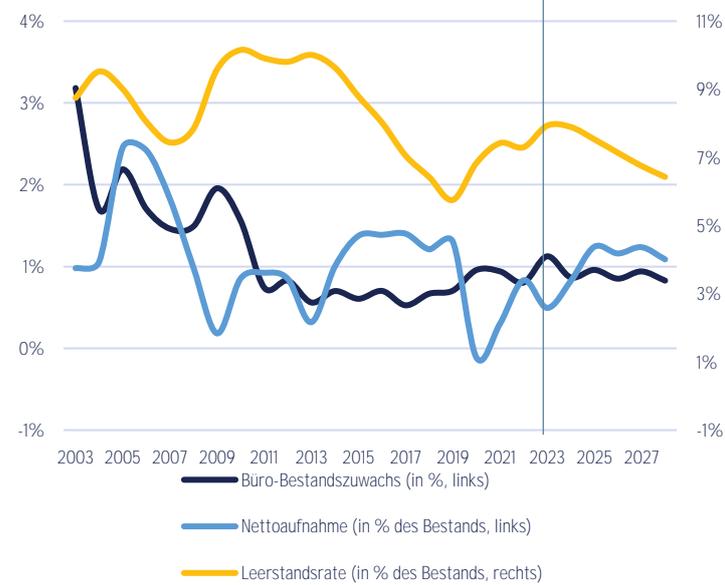
## FLÄCHENUMSATZ IM EUROPÄISCHEN LOGISTIKSEKTOR, 8 LÄNDER ('000 M<sup>2</sup>)



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

\* Deutschland, Frankreich, UK, Polen, Niederlande, Tschechische Republik, Italien, Spanien, Belgien  
\*\* Nettoaufnahme = Veränderung im vermieteten Flächenbestand

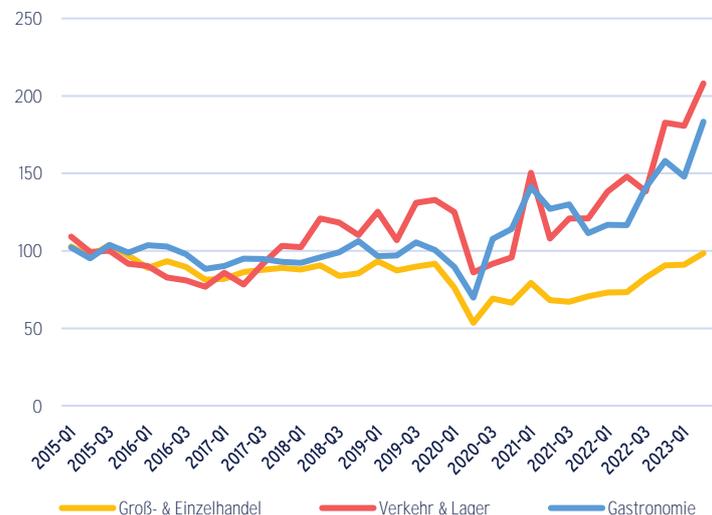
## NETTOAUFNAHME IM BÜROSEKTOR, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IN EUROPA\*



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

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

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



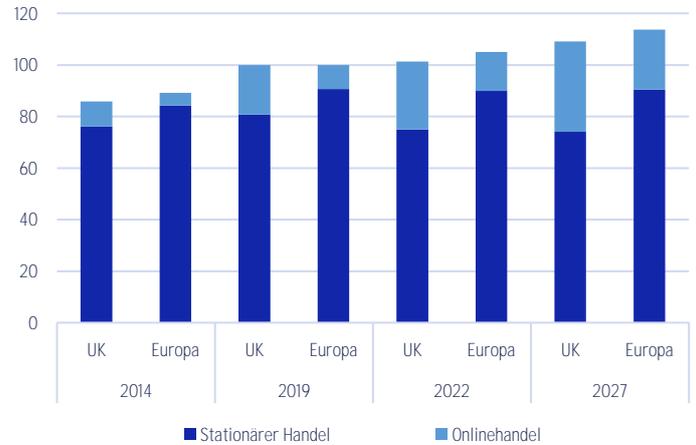
Quellen: Eurostat und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# MARKTÜBERSICHT – GRÖßTER MIETZUWACHS IM WOHNIMMOBILIEN- & IM LOGISTIKSEKTOR

## UMSATZ IM STATIONÄREN HANDEL STABILISIERT SICH IN EUROPA & UK

- Im UK blieben die realen Einzelhandelsvolumen mit einem Plus von lediglich 1,3% 2022 gegenüber dem vorpandemischen Niveau 2019 nahezu unverändert. Demgegenüber stiegen sie in Europa im selben Zeitraum um 5%.
- Die Entwicklung von E-Commerce leitete den Rückgang des stationären Umsatzanteils ein, ein Trend, der zwangsläufig durch die Corona-Pandemie und die damit verbundenen Lockdowns weiter beschleunigt wurde.
- Nach einem Rückgang von 7% im UK und 1% in Europa im Jahr 2022 gegenüber vorpandemischen Niveaus von 2019 hat sich der Anteil des stationären Handels in absoluten Zahlen stabilisiert. Hier ist in den nächsten fünf Jahren kaum mit Veränderungen zu rechnen.
- Das künftige Wachstum des gesamten Einzelhandelsumsatzes wird jedoch in erster Linie auf die Zunahme der Online-Verkäufe zurückzuführen sein, die bis 2027 im UK um 33 % und in Europa um 54 % gegenüber 2022 steigen sollen.
- Die Herausforderungen machen sich bereits in einem spürbaren Rückgang der Einzelhandelsmieten bemerkbar, insbesondere für Einkaufszentren.

EINZELHANDELSVOLUMEN NACH ABSATZKANAL, UK VS. KONTINENTALEUROPA (INDEX, 2019=100)

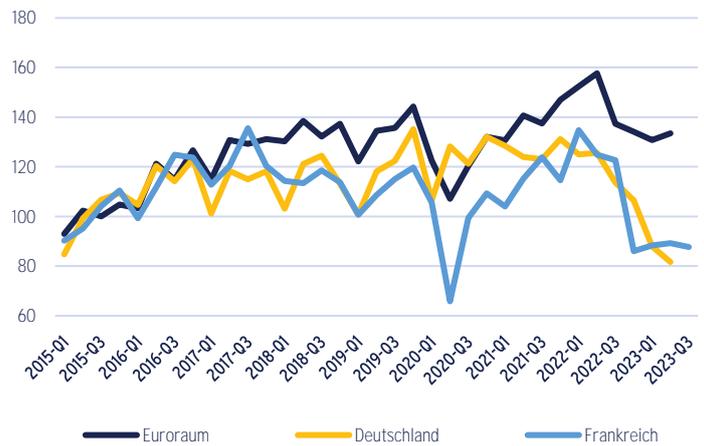


Quellen: CBRE, Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## GERINGE GENEHMIGUNGSQUOTE DÄMPFT KÜNFTIGES WOHNIMMOBILIENANGEBOT

- Ähnlich wie im Logistiksektor ist auch im Wohnimmobiliensektor das Angebot an Neufächen begrenzt. Eine Erholung ist kurzfristig nicht in Sicht.
- Auf den Mietimmobilienmärkten dürfte sich die Lage europaweit vor allem in Städten mit bereits knappem Angebot noch verschärfen. Mit Mietzuwächsen ist daher zu rechnen.
- Die in den EU-27 gestellten Wohnungsbauanträge – eine wichtige Kennzahl für künftige Bauvorhaben – stabilisierten sich nach einem deutlichen Rückgang 2022 im 1. Halbjahr 2023.
- Ungeachtet jüngster Materialkostensenkungen belasten hohe Personal- und Finanzierungskosten nach wie vor die Rentabilität von Bauunternehmern. Möglicherweise könnten daher nicht einmal die wenigen Baugenehmigungen in neue Wohnungsbauprojekte münden.
- Die Grafik zeigt einen deutlichen Rückgang der Wohnungsbauanträge in Deutschland und Frankreich – obgleich letztere sich 2023 auf niedrigem Niveau stabilisieren.

WOHNUNGSBAUGENEHMIGUNGEN - 2015 = 100

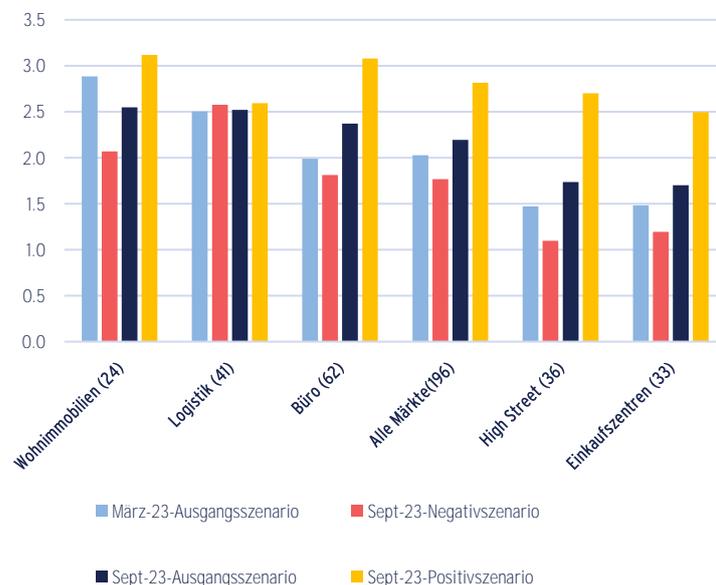


Quellen: Eurostat, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## ANGEBOTSKNAPPHEIT & MODERATES WACHSTUM KURBELN SPITZENMIETEN AN

- Aufgrund des begrenzten Neufächenangebots, niedriger Leerstandsdaten und des positiven BIP-Wachstums haben wir unsere Prognosen für Spitzenmietzuwächse in unserem Ausgangsszenario für den Zeitraum 2024-28 gegenüber unserem März-2023-Ausgangsszenario (2,0%) vorsichtig auf 2,2% per annum angehoben.
- Wohnimmobilien- und Logistik-Sektor belegen in unserem aktuellen Ausblick für Spitzenmietzuwächse mit einem durchschnittlichen Zuwachs von 2,5% p.a. die ersten Plätze.
- Die Spitzenmietzuwächse liegen in unseren drei aktuellen makroökonomischen Szenarien sektorübergreifend zwischen soliden 1,8% und 2,8% p.a.
- In den Sektoren Einkaufszentren und High-Street-Einzelhandel rechnen wir im Zeitraum 2024-28 mit einem unterdurchschnittlichen Zuwachs von 1,7% p.a..
- Da sich unsere Prognosen ausschließlich auf Spitzenmieten beziehen, weisen wir darauf hin, dass die Mieten für zweitklassige Immobilien stärker unter Druck stehen.
- Abgesehen davon, dass zahlreiche Mieter moderne Immobilien in energieeffizienten Gebäuden bevorzugen, sind sich die Anleger zunehmend der schwachen bis negativen Prognosen für Standardimmobilienmieten bewusst.

EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT: PREMIUM-MIETZUWÄCHSE NACH IMMOBILIENTYP IN DEN NÄCHSTEN 5 JAHREN (2024-28, IN % PER ANNUM)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# MARKTAUSBLICK - GELD-BRIEF-SPANNEN DÄMPFTE INVESTITIONEN

## HÖHERE ZINSEN & GELD-BRIEF-SPANNEN BELASTEN LIQUIDITÄT

- Die Investitionsvolumen liegen seit Jahresbeginn 2023 bei 91 Mrd. € und damit unter einem Drittel des gesamten Vorjahresvolumens.
- Trotz schwacher Investitionsvolumen seit Jahresbeginn, rechnen wir aufgrund der klassischen Stärke des vierten Quartals mit einem Gesamtjahresvolumen von 140 Mrd. €.
- Dies entspricht etwa der Hälfte des Vorjahresvolumens von 282 Mrd. € und etwa einem Drittel des Rekordvolumens 2021 von 350 Mrd. €.
- Die Geld-Brief-Spannen bleiben - vor allem im Bürosektor - hoch. Im Zuge der Abschlüsse zu Preisen unterhalb der ursprünglichen Mindestpreise zahlreicher Verkäufer wurde die Neubewertung unerwartet früh vorgenommen.
- 2023 bewerteten zahlreiche Anleger ihre Immobilieninvestitionen angesichts der relativen Wertveränderungen aller übrigen Asset-Klassen neu. Dieser Effekt wird allerdings 2024 auf andere Weise zum Tragen kommen. Wir werden dieses Thema an anderer Stelle behandeln.
- Wenn die Banken ihre Kapitalsummen eintreiben, werden motivierte Verkäufe (und Notverkäufe) voraussichtlich zunehmen. Verkäufer könnten angesichts von Rücknahmen und / oder Refinanzierungsproblemen Einzelhandelsmittel inkludieren.

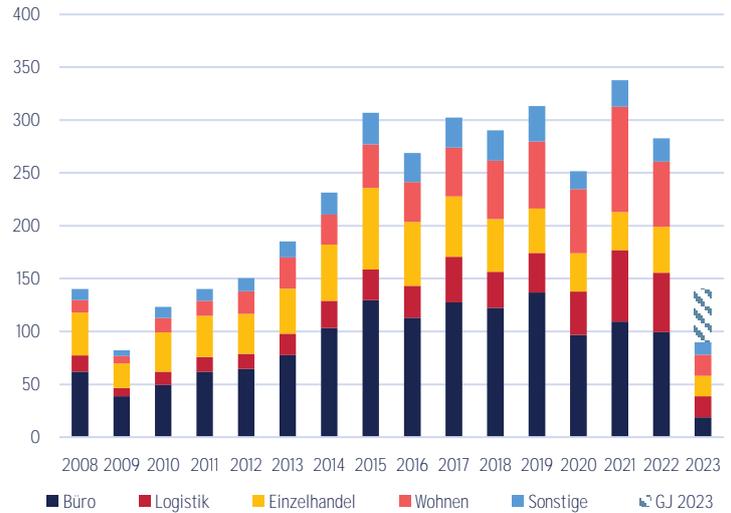
## VERENGUNG DER SPITZENRENDITEN NACH 2024

- Höhere Swap- und Zinssätze trieben die Spitzen-Immobilienrenditen 2022 und 2023 stärker in die Höhe als ursprünglich erwartet.
- Die deutlichste Ausweitung der Spitzenrenditen verzeichnet in den letzten zwei Jahren der Bürosektor mit durchschnittlich 150 Basispunkten, dicht gefolgt vom Logistik- und Wohnimmobiliensektor mit 130 bzw. 120 Basispunkten.
- Bei den Einkaufszentren dürften die Spitzenrenditen mit insgesamt 200 Basispunkten seit 2018 eine größere Ausweitung erfahren. Im High Street-Einzelhandel wird die Ausweitung der Spitzenrenditen 2024 voraussichtlich bei 130 Basispunkten liegen.
- Angesichts jüngster Neubewertungen und unserer Ausgangsszenario-Prognosen für geringere Staatsanleiherenditen dürften die Spitzenrenditen in den Nicht-Einzelhandelssektoren im nächsten Fünfjahreszeitraum um 20 bis 60 Basispunkte steigen.
- So werden sich die Spitzenrenditen im Bürosektor voraussichtlich in den nächsten fünf Jahren gegenüber dem Jahresende 2023 um 60 Basispunkte verengen, wiederum gefolgt vom Logistik- und Wohnimmobiliensektor mit 50 bzw. 40 Basispunkten.

## NIEDRIGERE RENDITEN & SOLIDE MIETEN KURBELN RENDITEN AN

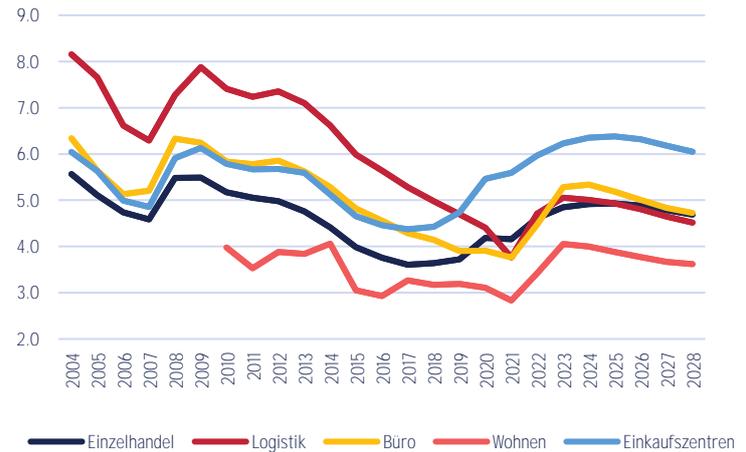
- Die prognostizierte Renditeverengung steigern im Zusammenspiel mit Mietzuwächsen in allen Sektoren unsere Spitzenrenditen auf 9,2% p.a. im Zeitraum 2024-28. Zum Vergleich: In unserem Ausgangsszenario vom März 23 lagen die Spitzenrenditen im selben Zeitraum noch bei 8,7% p.a.
- Die höchsten Renditen werden voraussichtlich an den Logistikmärkten verzeichnet. Aufgrund der raschen Neubewertung im Vorjahr und anhaltender solider Mietzuwachsprognosen sind hier in den nächsten fünf Jahren Renditen von 10% p.a. zu erwarten.
- Erstaunderweise belegen Spitzenbüroflächen mit Renditen von 10% per annum im Zuge ihrer deutlicheren Neubewertung, aktuell hoher Erträge und besserer Mietzuwachsprognosen, den zweiten Platz.
- Auch im High Street-Einzelhandel werden Renditen von insgesamt 7,4% p.a. erwartet, da die schlechte Performance 2023 nicht mehr in unserem Prognosezeitraum berücksichtigt ist.
- Trotz der derzeit zunehmenden geopolitischen Ungewissheit prognostiziert unser jüngstes Negativszenario Renditen von durchschnittlich 7,9% p.a. in allen Sektoren, während unser Positivszenario 10,5% ausweist.
- Der Ausschluss des Jahres 2023 aus unserem Prognosezeitraum hat erhebliche Auswirkungen auf die Gesamrenditen und weist das Jahr 2024 als attraktives Jahr für Akquisitionen aus.

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



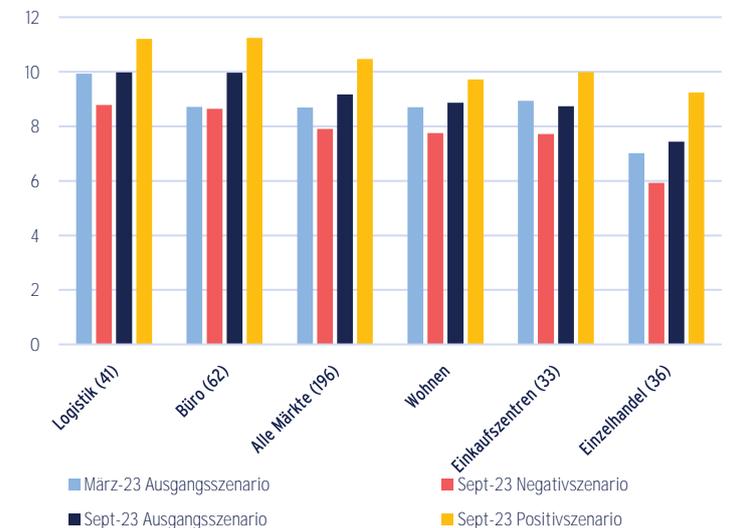
Quellen: MSCI/RCA und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

DURCHSCHNITTliche SPITZENRENDITEN IN EUROPA NACH IMMOBILIENSEKTOR - AUSGANGSSZENARIO (in % P.A.)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT: SPITZENRENDITEN NACH IMMOBILIENTYP (2024-28, in % P.A.)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# MARKTAUSBLICK – ERHOLUNG IN SICHT, WENNGLEICH GEFÜHLT ZU FRÜH

RENDITESPANNE VON 9-11 %, UK AN DER SPITZE

- Die durchschnittliche Gesamtrendite aller Märkte wird für den Zeitraum 2024-28 mit 9,2% per annum veranschlagt.
- An den UK-Märkten dürften mit 10,7% per annum die höchsten durchschnittlichen Gesamtrenditen erzielt werden. Zurückzuführen ist dies vermutlich auf eine deutlicher als in anderen Ländern ausfallende Renditekompression.
- Mit einer prognostizierten Rendite von 9,5% p.a. belegen die Benelux-Märkte den zweiten Platz, was weitgehend durch einen kräftigen Mietzuwachs an den niederländischen Märkten erklärt ist.
- Demgegenüber dürften die südeuropäischen Märkte, trotz optimistischer Mietzuwachsprognosen, lediglich eine moderate durchschnittliche Renditekompression verzeichnen. Mit noch immer soliden 8,7% per annum bleiben sie dabei hinter den anderen Märkten zurück.
- Die südeuropäischen Märkte weisen zudem eine größere Differenz in den Positiv- und Negativszenarien auf, da sie im Fall eines Konjunkturschwungs historisch volatil reagieren.
- Hier soll noch einmal betont werden, dass die Herausnahme des Jahres 2023 aus unserem Prognosezeitraum erhebliche Auswirkungen auf die Gesamtrenditen hat und nahelegt, dass Anleger, die 2024 proaktiv vorgehen, in dem Fünfjahreszeitraum gut abschneiden dürften.

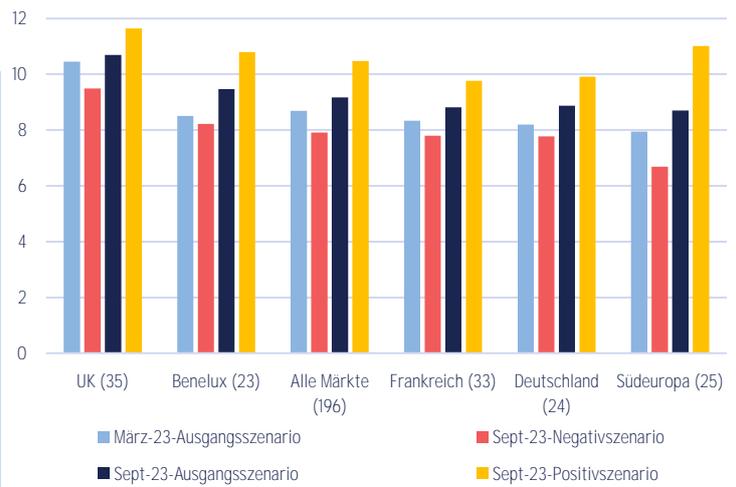
## BEREIT ODER NICHT, ERHOLUNG FÜR 2024-25 PROGNOTIZIERT

- Die genannten Preisveränderungen können über den Vergleich der Gesamtrenditen während der GFK mit unseren Renditeprognosen im Ausgangsszenario für den Zeitraum 2021-25 besser in Zusammenhang gesetzt werden.
- Die Kapitalwertverluste im aktuellen Konjunkturzyklus werden kumulativ mit 17% und damit im Einklang mit den aktuellen Preisangaben veranschlagt.
- Unsere Prognosen für den aktuellen Zyklus zeigen ein ähnliches Muster wie während der GFK - stabile Renditen und ein dramatisches erstes Jahr mit einer Wertberichtigung, gefolgt von einer moderaten Korrektur im zweiten Jahr.
- Da viele in unserer Branche noch mit den negativen Nachwirkungen der laufenden Wertverluste kämpfen, könnte es für eine Erholung der Kapitalwerte 2024 gefühlt zu früh sein.
- Die Zeichen stehen allerdings auf Konjunkturschwung. Nach der GFK 2010 wurde eine weit lebhaftere Werterholung als von den meisten erwartet verzeichnet.
- Unsere aktuellen Prognosen im Ausgangsszenario ergeben für 2024 und 2025 ein ähnliches wenngleich weniger lebhaftes Erholungsmuster als 2010.
- Die präzise Terminierung des Konjunkturzyklus könnte sich bei gleichbleibend großen Geld-Brief-Spannen schwieriger als üblich erweisen und einen Hinweis auf einen fehlenden Konsens beim zugrundeliegenden Immobilienwert sein.

## KAPITALWERTE 2024 NOCH IN DER ANPASSUNG

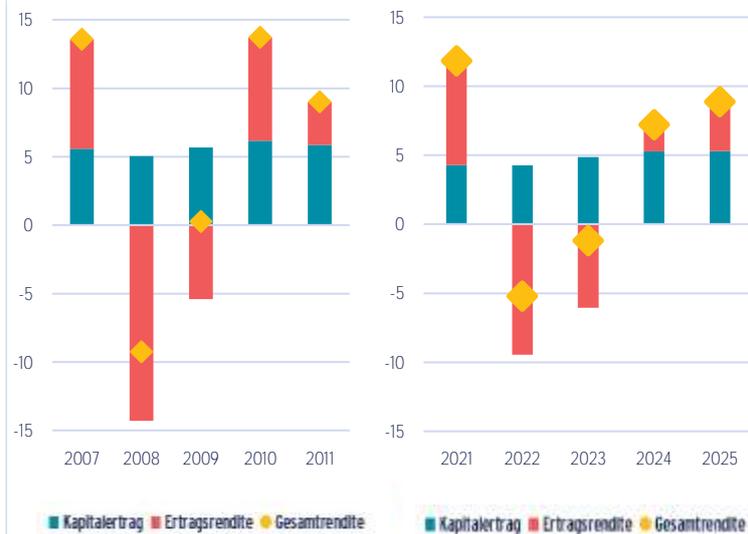
- Wir rechnen an allen europäischen Märkten mit einem moderaten Kapitalwertzuwachs von 2% im Gesamtjahr 2024. Unsere Prognosen für 2024 sehen jedoch noch einige schmerzhaftes Wertberichtigungen vor.
- Der für 2024 prognostizierte durchschnittliche Kapitalzuwachs von 2% darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass einige Märkte nach wie vor Kapitalwertberichtigungen vornehmen.
- Tatsächlich werden über 50% der 196 Märkte (116) im 1. Quartal 2024 voraussichtlich einen Kapitalwertverlust verbuchen.
- Im 2. Quartal 2024 dürften die meisten Märkte die Talsohle erreicht und über 90% von ihnen (181) Ende 2025 durchschritten haben.
- Diese Abweichung spiegelt die strukturellen Unterschiede an den europäischen Märkten, wo gemeinsame markroökonomische Themen nicht durchweg aufeinander abgestimmt werden und das Tempo der Wertberichtigungen variiert.
- Allein die Zahl der Märkte mit dauerhaften Wertverlusten liefert keine aussagekräftige Kennziffer, da auch die Größenordnung der Verluste ein Faktor ist. Dies gilt insbesondere für unsere Prognosen, die in der Regel geglättet sind und sich am langjährigen Mittel orientieren.
- Als nächstes untersuchen wir den Umfang der prognostizierten Verluste.

EUROPÄISCHE SPITZENGESAMTRENDITEN NACH LAND (2024-28, in % P.A.)



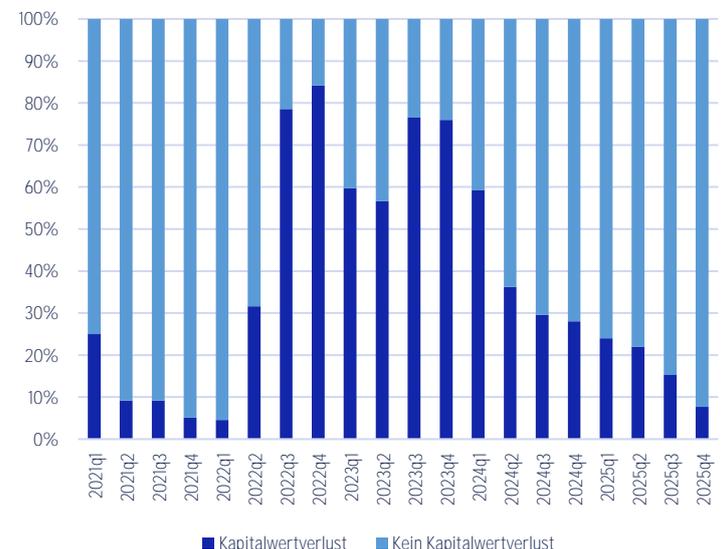
Quellen: AEW Research & Strategy, Stand 03 2023

GFK- VS. SEPT-23-GESAMTRENDITE-PROGNOSE (ALLE 196 MARKTSEGMENTE)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand 03 2023

% DER 196 UNTERSUCHTEN MÄRKTE MIT ODER OHNE KAPITALVERLUST NACH QUARTAL



Quellen: AEW Research & Strategy und CBRE, Stand 03 2023

# MARKTAUSBLICK – UMKEHR DES DENOMINATOR-EFFEKTS SETZT 2024 DRY POWDER-KAPITAL FREI

## WERTSTEIGERUNGEN ÜBERSTEIFEN VERLUSTE IM 2. QUARTAL 2024

- Beim Umfang der Kapitalwertverluste stellen wir fest, dass ab dem 3. Quartal 2022 bis Jahresende 2023 eine kumulative Wertberichtigung von 19% an unseren Märkten erwartet wird.
- Im gleichen Zeitraum verzeichneten die Märkte auch einen Kapitalzuwachs, der jedoch mit 3% bescheiden ausfiel.
- Für das Gesamtjahr 2024 prognostizieren wir in Übereinstimmung mit unserer früheren Grafik eine Zunahme von 1,9%. Im 1. Quartal 2024 wurde ein Nettoverlust von 0,2% verzeichnet, der im verbleibenden Jahresverlauf ausgeglichen wurde.
- Ab dem 2. Quartal 2024 steigt der Umfang der Nettowertsteigerungen und übertrifft die Verluste um 50 Basispunkte.
- Wie bereits gezeigt, neigen unsere Prognosen zur Glättung von Schwankungen im Prognosezeitraum, da sie mit traditionellen ökonomischen Modellen erstellt werden.

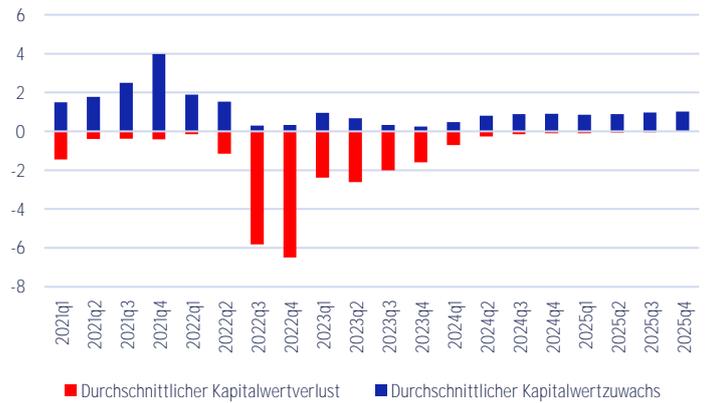
## UMKEHR BEI PREISRÜCKGÄNGEN IN EINIGEN SEKTOREN

- Wie die Grafik zeigt, sind die Immobilienpreise in Europa seit den Zinserhöhungen ab dem 2. Quartal 2022 deutlich gefallen.
- Tempo und Umfang der Rückgänge variieren laut neuester Daten von Green Street in den einzelnen Sektoren deutlich.
- Sowohl Logistik- als auch Wohnimmobilien verzeichneten in den vier Quartalen vom 3. Quartal 2022 bis zum 3. Quartal 2023 einen Rückgang von über 20%. Im 4. Quartal 2023 wird für beide Sektoren allerdings mit einer moderaten Erholung gerechnet.
- Ein noch deutlicherer Preisrückgang von über 30% wird im selben Zeitraum für den Bürosektor prognostiziert. Er spiegelt die Sorgen um die Auswirkungen des Home Office auf die Flächennachfrage und die damit verbundene getrübe Anlegerstimmung.
- Demgegenüber zeigte der Einzelhandel im selben Zeitraum einen Wertverlust von lediglich über 10%. Allerdings verbucht der Sektor seit dem 2. Quartal 2016 einen kumulativen Preisrückgang von über 50%. Geschuldet ist dies der Schwächung der Nachfrage nach Einzelhandelsflächen infolge der Marktdurchdringung im Onlinehandel sowie Ladenschließungen während der Pandemie.
- Die Preisveränderungen fließen in die Bewertungen und Spitzenkapitalwerte von CBRE und anderer Makler ein. Fondsmanagement-Teams arbeiten aktiv an der Begrenzung des Schadens sowohl für Anleger als auch Kreditgeber.

## UMGEKEHRTER DENOMINATOR-EFFEKT SETZT DRY POWER-KAPITAL FREI

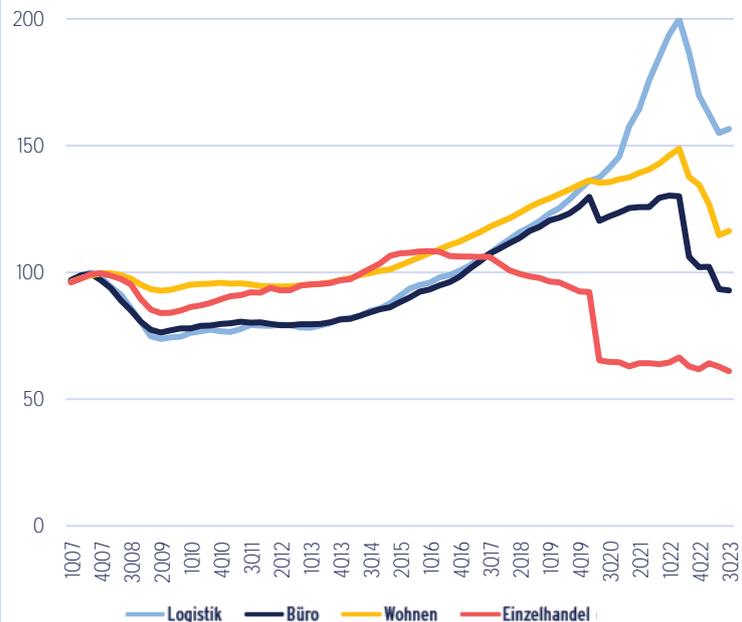
- Aus Gesprächen mit Multi-Asset-Anlegern wissen wir, dass der Denominator-Effekt, d.h. der Immobilienanteil eines breit angelegten gemischten Portfolios, ihre Immobilieninvestitionen 2023 beschnitten hat.
- Zur Erläuterung dieses Effekts zeigen wir einen globalen Multi-Asset-Anleger, der zum Jahresende 2019 mit einer theoretischen Verteilung von 40/40/10/10 auf Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe beginnt.
- Aufgrund der Index-Performance der einzelnen Asset-Klassen, steigt der Immobilienanteil auf 11,5% und damit deutlich über den angenommenen Durchschnittszielwert von 10% bis Jahresende 2022, so dass 2023 eine Schwelle für weitere Immobilieninvestitionen entsteht.
- Die 11,5% sind vor allem auf negative Renditen im Jahr 2022 für Aktien und Anleihen zurückzuführen, die den Immobilienanteil schmälern.
- Auf der Grundlage von Gesamttrenditeindizes seit Jahresbeginn werden Immobilien voraussichtlich negative Renditen verbuchen. Demgegenüber dürften sich die Aktienrenditen erholen und den Immobilienanteil wieder auf seinen Zielwert von 10% bringen.
- Da diese Umkehr gebundenes Dry Powder-Kapital freisetzen dürfte, das die Anleger 2023 aufgrund der Überschreitung des 10%-Zielwerts für Immobilieninvestitionen nur behutsam investiert haben, könnte dies positiven Rückenwind für 2024 bringen.

## KAPITALWERTVERÄNDERUNGEN AN ALLEN 196 EUROPÄISCHEN MÄRKTEN



Quellen: AEW Research & Strategy und CBRE, Stand Q3 2023

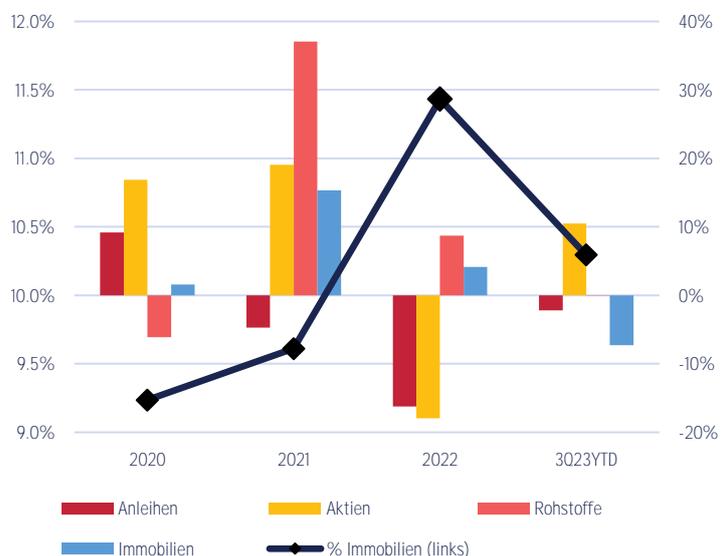
## EUROPÄISCHER GEWERBEIMMOBILIEN-PREISINDEX (CPPI) 4. QUARTAL 2006 = 100



Quellen: AEW Research & Strategy und Green Street, Stand Q3 2023

## AUSWIRKUNG DES DENOMINATOR-EFFEKTS AUF GLOBALE MULTI-ASSET-PORTFOLIOS IN %

### VERTEILUNG AUF IMMOBILIEN (LINKS) & JÄHRLICHE INDEXRENDITEN (RECHTS)



Quellen: AEW Research & Strategy, Bloomberg, GREFI, MSCI und S&P, Stand Q3 2023

# MARKTAUSBLICK – REFINANZIERUNGEN BERGEN HERAUSFORDERUNGEN

NEUE DATEN & FEEDBACK ERMÖGLICHEN AKTUALISIERUNG DER KREDITFINANZIERUNGLÜCKE (KFL)

- Anhand Branchen-Feedbacks und Daten, die uns aus verschiedenen Quellen zur Verfügung gestellt werden, haben wir unsere Analyse zur Kreditfinanzierungslücke (KFL) aktualisiert.
- Darüber hinaus haben wir unsere Untersuchungsgruppe auf alle 20 analysierten europäischen Länder und zwei weitere Sektoren (Hotels & Seniorenwohnungen) erweitert.
- Anhand interner Daten und jüngster Umfragen von Bayes und CREFC Europe haben wir unsere Refinanzierungs-LTV von 50% auf 55% an.
- Nachdem wir den ICR bisher mit 2,0 veranschlagt haben, sprechen die Branchenfeedbacks und Daten von Green Street dafür, dass ein ICR von 1,5 sachgerechter ist. Erstmals haben wir zudem eine Schuldenrendite (Debt Yield) von 10% als potentiellen Schwellenwert des für die Refinanzierung zur Verfügung stehenden Fremdkapitals geprüft.
- Da das Jahr 2023 kurz vor dem Ende steht, müssen wir im Jahr 2018 vergebene Kredite mit einer Laufzeit bis 2023 heranziehen. Für die 2018 vergebenen Kredite nehmen wir an, dass bei 50% der 2023 fällig werdenden Kredite die KFL tatsächlich refinanziert und die Laufzeit der übrigen 50% der 2018 vergebenen Kredite 1-3 Jahre verlängert und der KFL für den Zeitraum 2024-26 zugerechnet wird.
- Auch hier klassifizieren wir die KFL für sechs Schlüsselsektoren sowie die drei Kreditjahrgänge von 2019 bis 2021 in unseren Gesamtergebnissen.

## GESAMTEUROPÄISCHE KFL BEI 90 MRD. €

- Unsere Schritt-für-Schritt-KFL-Methode wird durch den restriktiven Schuldenrendite-Effekt österreichischer Wohnimmobilienkredite des Jahrgangs 2019 veranschaulicht:
- Für alle im Jahr 2019 abgeschlossenen österreichischen Wohnimmobilienkäufe in Höhe von 1,7 Mrd. € mit einer angenommenen durchschnittlichen LTV von 60% ergibt sich eine Verschuldung von 1,0 Mrd. €
- Aufgrund der Ertragsrendite von 3,7% im Jahr 2019 wird der Ertrag auf 65 Mio. € geschätzt. Dies entspricht einer Schuldenrendite bei Kreditvergabe im Jahr 2019 von 6,2%.
- Unsere jüngsten Spitzenrendite-Prognosen für den österreichischen Wohnimmobiliensektor weisen zwischen 2019 und 2024 eine Steigerung von +6% aus. Damit steigt der Ertrag auf 68 Mio. €.
- Das neue Anleihevolumen wird mit einer Schuldenrendite von 10% von diesem neuen Ertrag oder 682 Mio. € beziffert. Dies entspricht einem Schuldenrendite-bedingten Defizit von 365 Mio. €.
- Auf der Grundlage unserer angenommenen Refi-ICR und -LTVs bestehen in diesem Jahrgangssegment keine weiteren Lücken, sondern lediglich eine Schuldenrendite-bedingte Lücke, die durch zusätzliches Eigenkapital (oder Fremdkapital) geschlossen werden muss.
- Neben der Schuldenrendite-bedingten KFL setzen wir LTV- und ICR-Obergrenzen an, wobei die Gesamt-KFL für unseren erweiterten Untersuchungsbereich mit vier Jahrgängen, sechs Sektoren und 20 Ländern auf 90,3 Mrd. € geschätzt wird.

## HÖHERE REFI-LTV BLEIBT BESTIMMENDER KFL-FAKTOR

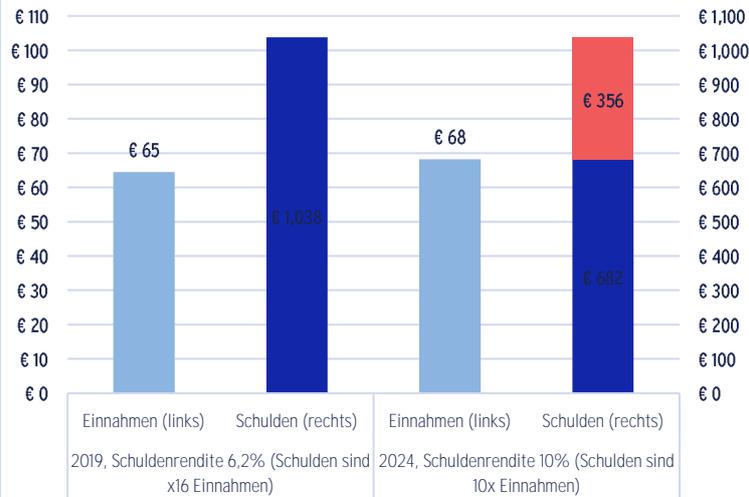
- Bei der Begründung unserer neuen KFL von knapp unter 90,3 Mrd. € bleibt die Refinanzierungs-LTV der bestimmende restriktive Faktor des verfügbaren Schuldenbetrags bei Kreditfälligkeit gegenüber den Schuldenrenditen (bei 10%). Die Refi-LTV bedingt eine 5%ige KFL, der ICR (bei 1,5x) keine.
- Aufgrund des Branchen-Feedbacks, das ICR und Schuldenrendite als die zentralen Faktoren für Kreditgeber ausmacht, war das Ergebnis unerwartet.
- Zu beachten bleibt, dass wir für unsere ICR- und Schuldenrendite-Analysen die Ertragsrenditen und Fremdkapitalkosten für einige Segmente schätzen mussten.
- Die Obergrenzen für den ICR wie die Schuldenrendite (1,5x und 10%) wurden durch externe Quellen, darunter Green Street, bestätigt.
- Die Verteilung der KFL auf die einzelnen Kreditjahrgänge ergibt für 2025 eine deutlich geringere Zahl. Dies ist vermutlich auf Kreditvergaben im Jahr 2020, das durch die Corona-Pandemie belastet war, zurückzuführen.

## AKTUALISIERTE KFL – UMFANG & ANNAHMEN

	Aug-23	Nov-23
Refinanzierungs-LTV	50%	55%
ICR	2,0	1,5
Schuldenrendite (Debt Yield)	Nein	10%
Untersuchte Sektoren	4	6
Untersuchte Länder	6	20
Zeitraum	2023-26	2024-26

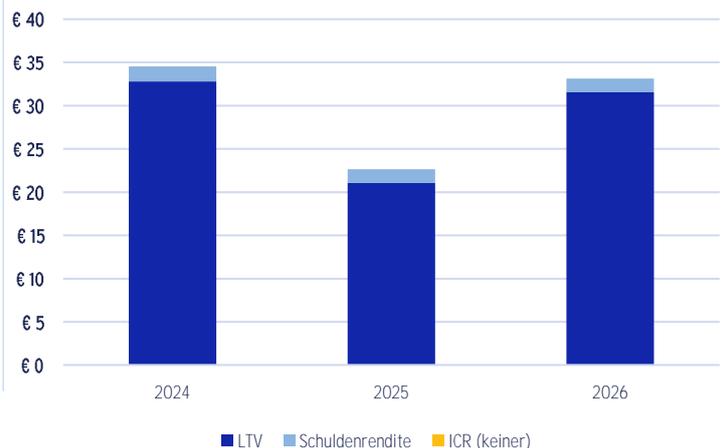
Quellen: Bayes Business School, CREFC-Europe, Green Street und AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## LTV-KREDITFINANZIERUNGS- LÜCKE - ANALYSE ZUR ENTWICKLUNG DER SCHULDENRENDITE IN MRD. €



Quellen: AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## KREDITFINANZIERUNGS- LÜCKE NACH URSACHE IN ALLEN SEKTOREN NACH LAUFZEIT IN MRD. EURO



Quellen: AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# MARKTAUSBLICK - REFINANZIERUNGEN BRINGEN HERAUSFORDERUNGEN

## BÜROSEKTOR GRÖßTER SEKTOR MIT BLICK AUF DIE KFL

- Der größte Anteil unserer neuen KFL von 90,3 Mrd. € entfällt mit 45% auf den Bürosektor, gefolgt vom Wohnungsimmobiliensektor mit 23% und vom Einzelhandel mit einem Anteil von 20% der Gesamt-KFL. Die übrigen 11% der KFL entfallen auf die Sektoren Hotels, Logistik und Seniorenwohnungen.
- Das große Gewicht des Bürosektors für unsere KFL überrascht wenig, da bereits frühere Schätzungen den Bürosektor als wichtigsten Sektor auswiesen.
- Zurückzuführen ist dies vor allem auf die insgesamt größeren Investitionsvolumen im Bürosektor und eine im Vergleich zu anderen Sektoren entsprechend größere Renditeausweitung.
- Die zweitgrößte KFL zeigt sich in absoluten Zahlen von 21 Mrd. € im Wohnungsimmobiliensektor. Sie ist größtenteils den hohen Investitionsvolumen und die niedrigen Akquisitionsrenditen geschuldet.
- Infolgedessen ist die Obergrenze für die Schuldenrendite für den Wohnungsimmobiliensektor im Vergleich zu anderen Sektoren restriktiver als die Refinanzierungs-LTV.
- Darüber hinaus haben wir unsere geschätzte KFL für 2025 entsprechend dem Kreditjahrgang 2020 nach unten korrigiert. 2020 waren die Kreditsicherheiten weithin von der Pandemie betroffen. So entstand vorübergehend ein Value Bottom, auf den 2021 und im ersten Halbjahr ein kräftiger Kapitalzuwachs folgte.

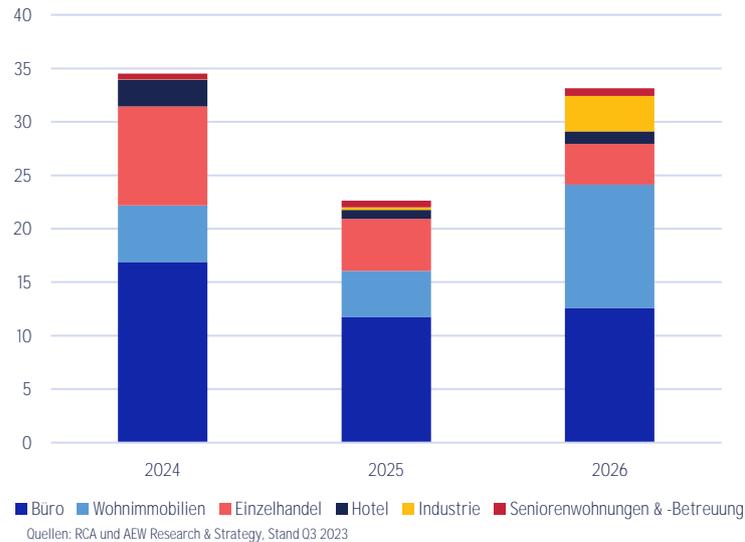
## DEUTSCHLAND STEHT VOR SEINER GRÖßTEN KFL-HERAUSFORDERUNG

- Mit 38% entfällt auf Deutschland der größte Anteil an unserer neuen gesamteuropäischen KFL von 90,3 Mrd. €, gefolgt von Frankreich mit 14%, Skandinavien mit 14% und UK mit 12%.
- Der relativ hohe KFL-Anteil Deutschlands und der geringe KFL-Anteil des UK und Südeuropas stehen im Einklang mit unseren früheren Schätzungen.
- Die kostengünstigen Pfandbrieffinanzierungen deutscher Banken ermöglichte die Vergabe rentabler Kredite auch in Zeiten historischer Tiefstände bei den Immobilienrenditen. Die Ausweitung der Renditen von diesen niedrigen Niveaus hat die LTVs mehr als andernorts geschwächt.
- In UK führte die BoE nach der GfK mit den Slotting Rules strengere Bankvorschriften ein, wonach Immobilienkrediten und insbesondere spekulativen Entwicklungskrediten hohe Kapitalreserven gegenüberstehen müssen.
- Die südeuropäischen Banken nahmen sich länger Zeit für die Ausarbeitung ihrer alten Kredite durch Abschreibungen und NPL-Portfolio-Verkäufe. Dadurch konnten sie verhindern, dass sie größtenteils erneut in den Bereich des Kreditmarkts für Gewerbeimmobilien kommen.
- Bei den skandinavischen Anlegern, insbesondere schwedischen REITs, war der fremdfinanzierte Anteil zu hoch, und die Aktienpreise drückten die Kapitalwerte stärker als erwartet.

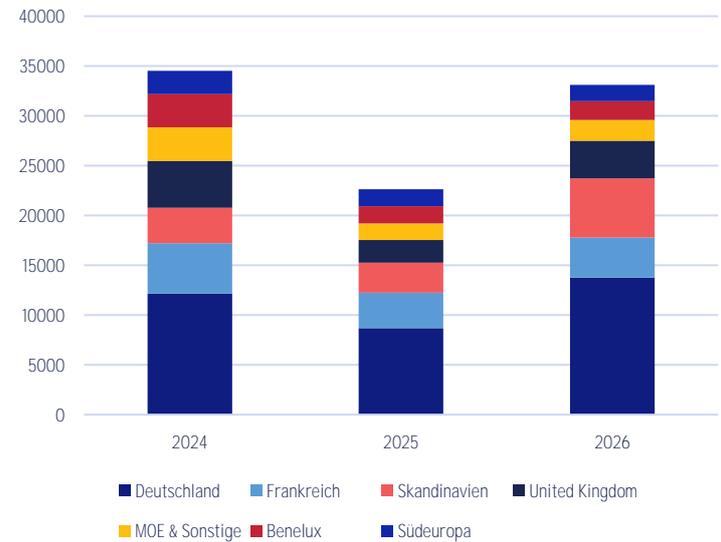
## DEUTSCHLAND VERZEICHNET DIE GRÖßTE KFL IN % DER KREDITVERGABEN

- Die absolute KFL ist lediglich indikativ für potentielle Refinanzierungsprobleme in EUR. Es ist jedoch sinnvoll, sie in einen entsprechenden Kontext zu stellen.
- Am einfachsten geschieht dies, indem man die KFL jedes Landes als Anteil seiner insgesamt vergebenen Kreditvolumen betrachtet und anschließend jedes Land anhand des jeweiligen Grads des Refinanzierungsproblems einstuft.
- Die KFL in Deutschland von 35 Mrd. € umfasst 22% aller Kreditvergaben im Zeitraum 2018-21. Damit entfällt der größte Anteil der betroffenen Kredite in unserer 20-Länder-Untersuchungsgruppe auf Deutschland.
- Der durchschnittliche Anteil dieser 20 europäischen Länder liegt bei 16% gegenüber 21% in unseren Aug-23-Analysen. Geschuldet ist dies vor allem unserer höheren Refi-LTV in Höhe von 55% und der angenommenen teilweise Auflösung des Kreditjahrgangs 2018 im laufenden Jahr.
- Der gesamteuropäische Durchschnitt von 16% zeigt, dass ein Sechstel der vergebenen Kreditvolumen zum Ende ihrer Laufzeit in den nächsten drei Jahren nicht refinanziert werden kann.
- In UK liegt die relative KFL in Übereinstimmung mit früheren Analysen bei niedrigen 9%. In UK dürften die Banken somit diese Probleme rascher lösen und die Immobilienmärkte möglicherweise noch vor anderen europäischen Märkten eine Erholung verzeichnen.

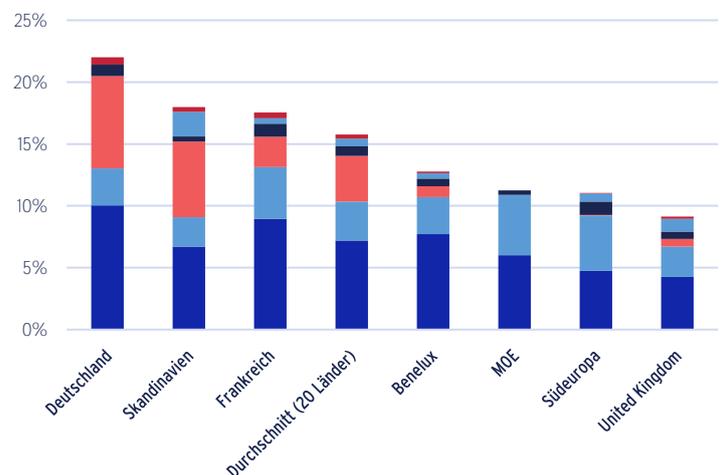
KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE NACH SEKTOR UND LAUFZEIT IN MRD. EURO



KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE NACH LAND, SUBREGION UND LAUFZEIT IN MRD. EURO



KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE NACH LAND IN ALLEN SEKTOREN IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE

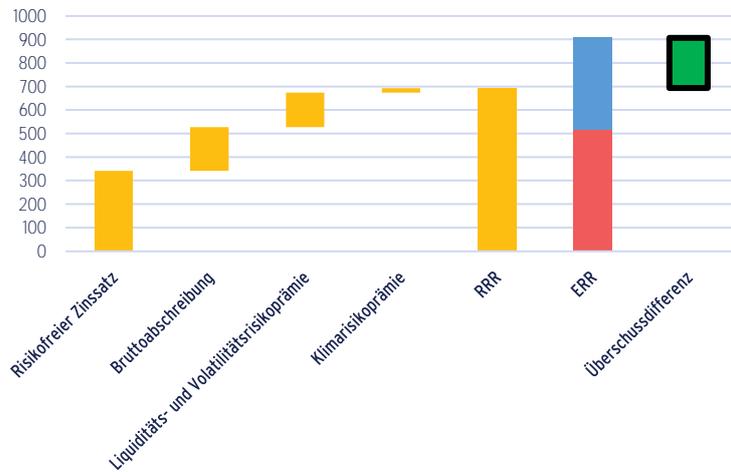


# RELATIVE-VALUE ANALYSE: NAHEZU ALLE EUROPÄISCHEN MÄRKTE SIND ATTRAKTIV

## ÜBERSCHUSSDIFFERENZ VON ÜBER 200 BASISPUNKTE FÜR 2024-28

- Unser risikobereinigter Renditeansatz beruht auf einem Vergleich zwischen der erforderlichen Rendite (RRR) und der erwarteten Rendite (ERR) für die nächsten fünf Jahre. Der Ausschluss des Jahres 2023 bewirkt einen großen Unterschied.
- Laut Grafik liegt die durchschnittliche RRR unserer 168 europäischen Märkte bei 693 Basispunkten, unsere ERR für den Zeitraum 2024-28 bei 907 Basispunkten.
- Damit weist die ERR eine erhebliche **positive** Überschussdifferenz von 213 Basispunkten gegenüber der RRR auf.
- Mit 341 Basispunkten von zuvor 309 Basispunkten ist unser risikofreier Zinssatz nach wie vor Hauptbestandteil der RRR. Er reflektiert die jüngsten Anleiherenditesteigerungen wieder.
- Aufgrund dieser Analysen glauben wir, dass Anleger für ihre Risiken an den europäischen Immobilienmärkten hinreichend entschädigt werden.
- Unabhängig davon klassifiziert unsere Analyse die einzelnen Märkte anhand eines Vergleichs ihrer ERR und RRR als attraktiv, neutral oder weniger attraktiv.

ERFORDERLICHE RENDITE (RRR) VS ERWARTETE RENDITE (ERR) IN BPS FÜR 2024-28 - DURCHSCHNITT ALLER 168 EUROPÄISCHEN MÄRKTE

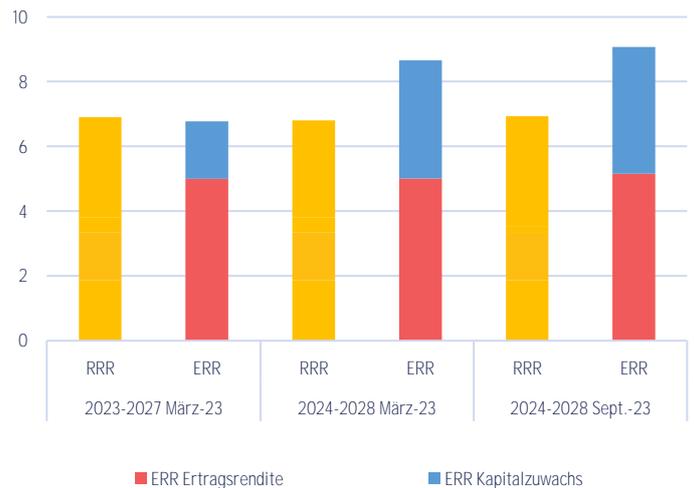


Quellen: CBRE, MSCI/RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## DER AUSSCHLUSS DES JAHRES 2023 BEWIRKT DEUTLICHEN UNTERSCHIED

- Nach unserem Halbjahresausblick im März diesen Jahres dürfte unser positiver Ausblick zum relativen Wert für den Zeitraum 2024-28 keine Überraschung sein.
- Nachdem die kumulative Neubewertung 2022 und 2023 aufgefangen werden konnte, bewirkt die zukunftsgerichtete Perspektive auf 2024 unter Ausschluss des Jahres 2023 bei weitem den größten Unterschied.
- Im März 2023 lag die ERR für den Zeitraum 2023-27 gerade noch im Gleichgewicht mit der RRR. Infolgedessen würden die Anleger für die eingegangenen Risiken hinreichend entschädigt werden.
- Erwartungsgemäß ist die durchschnittliche Attraktivität für den Betrachtungszeitraum 2024-28 gestiegen und damit eine Erholung der Kapitalwerte eingetreten.
- Die Erwartete Rendite (ERR) wird aufgrund der Erhöhung des Kapitalzuwachses von 390 Basispunkten gegenüber 360 Basispunkten in unserem März-23 Ausgangsszenario für den Zeitraum 2024-28 voraussichtlich auf 9,1% per annum steigen.
- Unsere aktuellen Ergebnisse stimmen mit unserem Halbjahresbericht überein. Damit können wir 2024 mehr Märkte als attraktiv für Neukäufe klassifizieren als bei einer Konjunkturbelebung.

VERÄNDERUNGEN DER ERFORDERLICHEN RENDITE (RRR) VS ERWARTETEN RENDITE (ERR) ALLE SEKTOREN EUROPA - 2023-27 vs. 2024-28 IM AUSGANGSSZENARIO (MÄRZ 23 & SEPT. 23), IN % P.A.

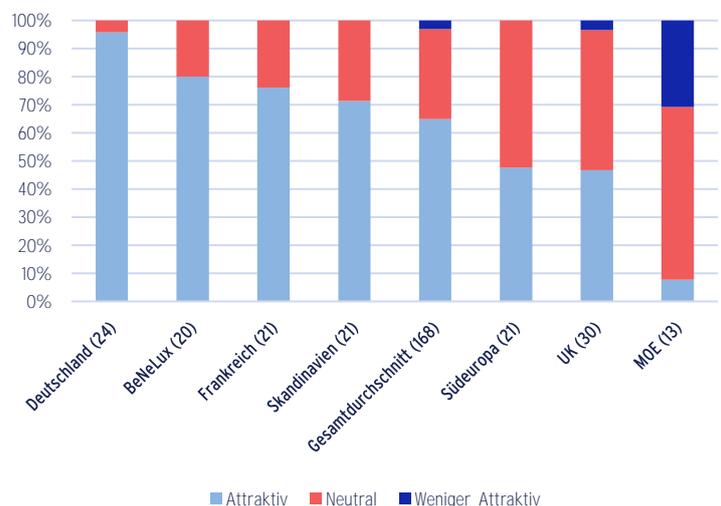


Quellen: CBRE, MSCI/RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## MEHRHEIT DER MÄRKTE ATTRAKTIV, DEUTSCHLAND HÄLT SPITZENPOSITION

- Im aktuellen Ausgangsszenario sollten die Anleger die RRR an über 97% der Märkte - gegenüber 70% im März 2023 - erzielen bzw. übertreffen.
- Diesmal sind 109 Märkte (bisher 45) als attraktiv, 54 Märkte als neutral (bisher 77) und lediglich 5 als weniger attraktiv (bisher 46) klassifiziert. Dies zeigt die Relevanz der Veränderungen in den Klassifikationen.
- Aufgrund dieser Kennzahl hält Deutschland mit 23 attraktiven Märkten und lediglich einem neutralen Markt unseren Top-Relative Value Pick.
- Demgegenüber ist das UK hauptsächlich infolge seiner höheren RRR zurückgefallen, da die Anleiherenditen dort längerfristig hoch bleiben dürften.
- Benelux, Frankreich und Skandinavien können durchweg auf attraktivere Märkte als der europäische Durchschnitt verweisen. Südeuropa und MOE bleiben dagegen weiterhin hinter dem europäischen Durchschnitt zurück.
- Lediglich 3% unserer Märkte werden auch künftig als weniger attraktiv klassifiziert. Somit dürfte es insbesondere für Manager, die über frisches Kapital verfügen, sehr viel einfacher sein, attraktive individuelle Anlagegeschäfte zu finden.

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT UND LAND - AUSGANGSSZENARIO 2024-28



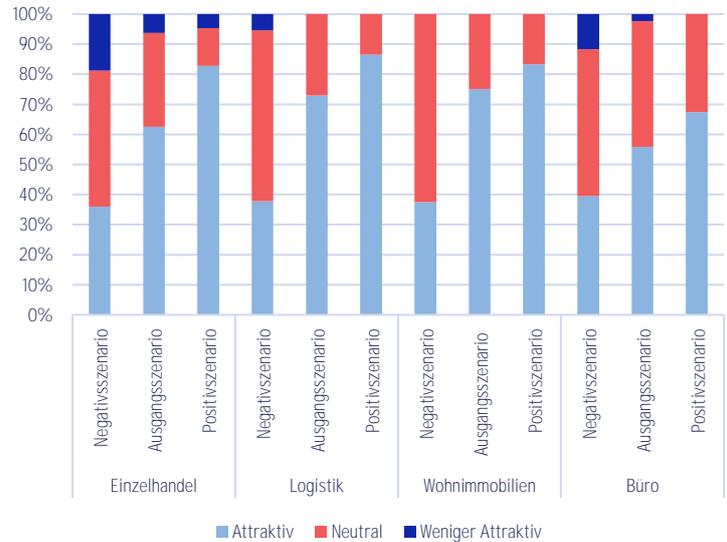
Quellen: CBRE, MSCI/RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

# RELATIVE-VALUE ANALYSE: VOLLE FAHRT VORAUSS IN ALLEN SZENARIEN

## GUTE RESILIENZ AUCH IM NEGATIVSZENARIO

- Betrachten wir im nächsten Schritt die einzelnen Sektoren in unserem relativen Wertrahmen, stellen wir fest, dass die Wohnimmobilien- und Logistik-Märkte in unserem Ausgangsszenario erneut stark abschneiden: Alle Märkte werden als attraktiv oder neutral klassifiziert.
- Mit einem attraktiven Markt bzw. vier attraktiven Märkten Rückstand sind die Sektoren Büro und Einzelhandel ihnen dicht auf den Fersen.
- Wie bereits aufgezeigt, dürfte es mit Blick auf die erhöhte Unsicherheit im Kontext des Nahost-Krieges sinnvoll sein, unser Negativszenario zu bemühen, das von einer höheren Inflation und geringeren Zuwächsen ausgeht.
- Allerdings werden auch in unserem Sept.-23-Negativszenario nahezu 90% unserer Märkte als attraktiv oder neutral klassifiziert, an welchen die Anleger die RRR erzielen oder übertreffen dürften.
- Ein deutlicheres Signal in Richtung Anleger, 2024 proaktiv zu handeln, ist auch unter Berücksichtigung eines Negativszenarios im Zusammenhang mit einer Ausweitung des Kriegs im Nahen Osten kaum vorstellbar.

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT UND SEKTOR - IN ALLEN SZENARIEN 2024-28

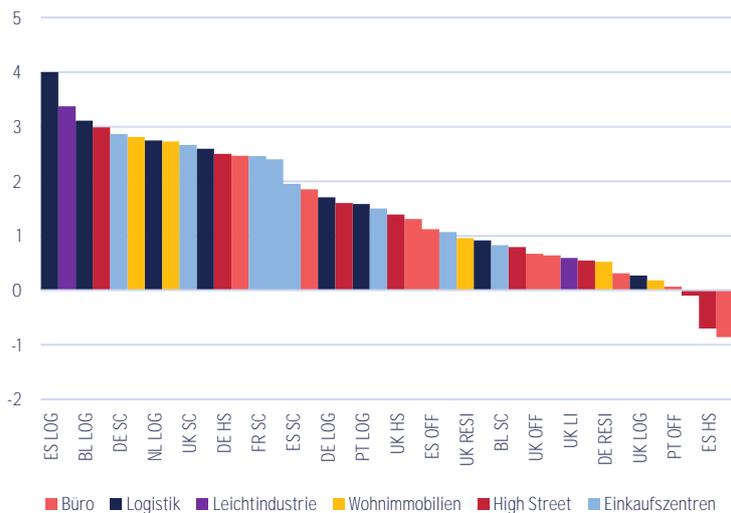


Quellen: CBRE, MSCI/RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## LOGISTIKSEKTOR ZEIGT KRÄFTIGSTE ERHOLUNG IN KERNEUROPA

- Die deutlichsten positiven Signal sind in Kerneuropa (auf Basis der Überschussdifferenz zwischen ERR und RRR) für die Logistik- und Leichtindustrie-Märkte in Spanien, Benelux und Frankreich zu vernehmen.
- Die niederländischen und spanischen Wohnimmobilienmärkte, die belgischen High Street-Einzelhandelsmärkte sowie die deutschen und britischen Einkaufszentren schaffen es beim relativen Wert unter die Top-10 der attraktivsten Marktsegmente.
- Die meisten Büromärkte reihen sich bei der Überschussdifferenz im unteren Bereich ein. Eine bemerkenswerte Ausnahme bilden die niederländischen und die deutschen Büromärkte. Sie belegen den 12. bzw. 16. Platz.
- Auch die Einkaufszentren in Frankreich, den Niederlanden, in Spanien und Portugal kommen unter die ersten 20 der insgesamt 40 klassifizierten Länder-Sektor-Segmente.
- Die drei Segmente mit nach wie vor negativer Überschussdifferenz sind der italienische Büro- und High Street-Einzelhandels-Sektor sowie der spanische High Street-Einzelhandel.

ÜBERSCHUSSDIFFERENZ ZWISCHEN ERR UND RRR IN DEN SEGMENTEN NACH LAND UND SEKTOR (SEPT-23-AUSGANGSSZENARIO)

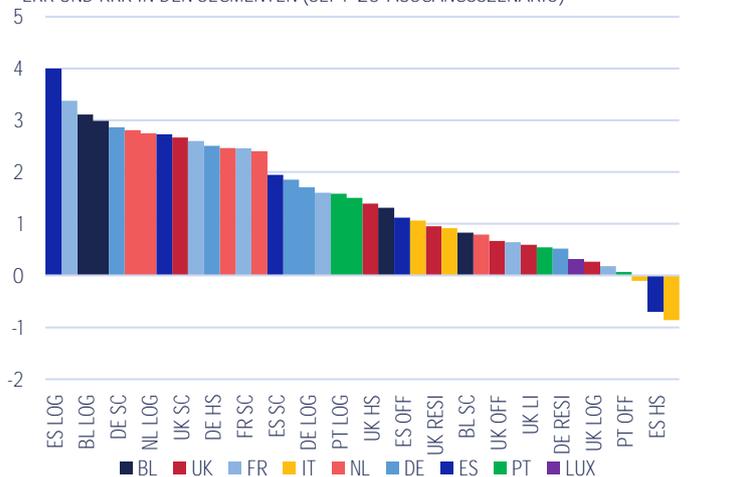


Quellen: CBRE, MSCI/RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

## UK: SOLIDE ABER UNTERDURCHSCHNITTLICHE ÜBERRENDITE

- Eines der erstaunlichsten Ergebnisse unserer letzten Analyse zum relativen Wert ist die Erkenntnis, dass das UK von der gemeinsamen Spitzenposition abgerutscht ist und derzeit hinter zahlreichen anderen europäischen Core-Märkten zurückbleibt.
- Neben höheren Anleihenrenditen, die die RRR i UK nach oben treiben, ist die Tatsache, dass die Neubewertung an anderen europäischen Märkten das UK inzwischen eingeholt hat, ein entscheidender Faktor für die veränderte relative Position.
- Nichtsdestoweniger werden Prognosen zufolge an den UK-Märkten weiterhin europaweit die besten Renditen erzielt und in allen UK-Sektoren solide positive relative Wert-Überschussdifferenzen verzeichnet.
- Einkaufszentren sind auf Basis des relativen Werts im gesamten UK bei weitem der attraktivste Sektor. Am wenigsten attraktiv ist der Logistiksektor - ein Ausreißer im gesamteuropäischen Kontext.

UK IM GESAMTEUROPAISCHEN KONTEXT - ÜBERSCHUSSDIFFERENZ ZWISCHEN ERR UND RRR IN DEN SEGMENTEN (SEPT-23-AUSGANGSSZENARIO)



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q3 2023

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 82,6 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 30. September 2023). Mit über 910 Mitarbeitern und Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris 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 managt AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 38,5 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30. September 2023). AEW beschäftigt europaweit über 495 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-Mendès 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 Anleger dar. Hierin beschriebene Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für alle Anleger 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 SA und deren Tochtergesellschaften.

