

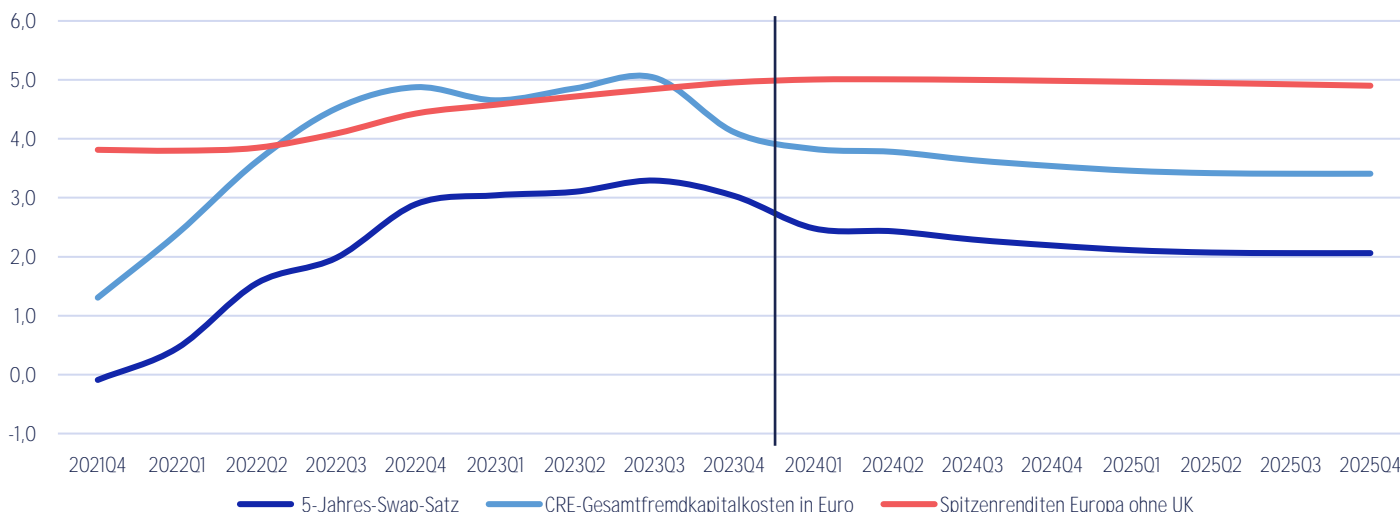
Monatlicher Research Report

FEBRUAR 2024

REFINANZIERUNGSPROBLEME TROTZ RÜCKLÄUFIGER FREMDKAPITALKOSTEN

- Die Inflation ist in der Eurozone schneller gefallen als erwartet und hat die 5-Jahres Euro-Swapsätze stärker gedrückt als zunächst prognostiziert wurde. Die Zinssenkungen der Zentralbanken werden sich nun voraussichtlich verzögern, da die Swapsätze bis Ende 2025 knapp über 2% liegen werden.
- Dementsprechend werden die Fremdkapitalkosten in der Eurozone zum Jahresende 2025 voraussichtlich auf unter 3,5% fallen. In UK werden die Kosten im selben Zeitraum mit 5,0% um 150 Basispunkte höher ausfallen. Hier liegen die Swap-Sätze und Margen 120 Basispunkte bzw. 40 Basispunkte über den europäischen Sätzen.
- Aufgrund der positiven Differenz zwischen Spitzenrenditen und Fremdkapitalkosten gehen wir davon aus, dass Fremdkapital in der Eurozone ab Q1 2024 und in UK ab Q4 2024 erneut rentabel ist. Diese unerwartet rasche Erholung dürfte es Investoren ermöglichen wieder aktiver am Markt zu werden.
- Jüngste Daten aus dem privaten Kreditmarkt bestätigen die Umkehrung der CRE-Kreditkosten, was auch die neuesten Daten für die Renditen von CRE-Anleihen zeigen. Die Renditen der REIT-Anleihen liegen nun bei 4,3% und entsprechen den CRE-Kreditkosten.
- Trotz der verbesserten Kostensituation für Kreditnehmer, bestehen weiterhin Herausforderungen bei der Refinanzierung alter Kredite aufgrund des Wertverlusts der Kreditsicherheiten. Unsere Schätzung der europäischen Kreditfinanzierungslücke für 20 Länder beläuft sich weiterhin auf 90 Mrd. Euro.
- Unsere 90 Mrd. Euro Schätzung impliziert, dass voraussichtlich nahezu 16% der europäischen Immobilienkredite mit Refinanzierungsproblemen zu kämpfen haben werden; dies entspricht dem Anteil der im Zeitraum 2018-21 vergebenen Kredite. Unser geschätzter Anteil liegt über der Prognose für die USA (14%) und dem APAC-Wirtschaftsraum (knapp unter 8%) (ohne Entwicklungsdarlehen).
- Im Vergleich zum europäischen Durchschnitt von 16% verzeichnen durch Einzelhandelsimmobilien besicherte Kredite mit 23% die höchste relative Kreditfinanzierungslücke, gefolgt von Büroimmobilien mit 20%. Durch Logistikimmobilien besicherte Kredite liegen bei unter 5%.
- Allerdings, werden nicht alle schwer zu refinanzierenden Kredite auch mit einem Ausfall oder Verlust für den Kreditgeber einhergehen. Die Auswirkungen auf die einzelnen Sektoren hängt jeweils vom konkreten Umfang der Kreditsicherheit und Zinsdruck des betreffenden Landes in den einzelnen Kreditjahrgängen 2018-21 ab.
- Auf der Grundlage unserer dreistufigen Methodik schätzt AEW, dass 7,5% der CRE-Kreditvergaben von 2018-2021, in Höhe von 572 Mrd., ausfallen werden. Die damit verbundenen Verluste werden auf 2,5% geschätzt. Diese Schätzungen entsprechen den historischen europäischen CMBS-Kreditverlusten nach der GFK.
- Dies entspricht Kreditausfällen in der Höhe von 42,5 Mrd. Euro und Verlusten von 14,5 Mrd. Euro. Die veranschlagten Verluste für durch Einzelhandelsimmobilien besicherte Kredite liegen europaweit bei nahezu 11%, in Deutschland bei etwa 4,5%, was mehr als dem Vier- bzw. Zweifachen des Gesamtdurchschnitts von 2,5% entspricht.
- Mit Blick auf die Fähigkeit der Kreditgeber, diese Verluste auszugleichen, ist festzustellen, dass 19% der CRE-Kredite in neun europäischen Schlüsseländern in die LTV-Kategorie +100% fallen. Das Wachstum im CRE-Bankkreditvolumen schwächte sich 2023 im Jahresverlauf bis Q3 auf 2% per annum ab. Zum Jahresende 2022 entfielen auf CRE-Kredite weniger als 7% der gesamten EU-Bankkredite und lediglich 4% ihrer NPL-Kredite.
- Sowohl der niedrige CRE-NPL als auch die hohen Deckungsquoten werfen für europäische Banken im Allgemeinen nur begrenzte Bedenken auf. Besser kapitalisierte und regulierte Kreditgeber nach der GFK sollten die CRE-Märkte weniger beeinflussen, auch wenn ein ähnliches Ausmaß der CRE-Kreditverluste wie bei der GFK zu erwarten wäre.

SPITZENRENDITEN EUROPA (OHNE UK) UND ALLE SEKTOREN, CRE-GESAMTFREMDKAPITALKOSTEN & 5-JAHRES-SWAPSÄTZE (P.A. IN %)



Quellen: AEW Research & Strategy, Chatham Financial & Oxford Economics Stand Feb. 24

NIEDRIGERE SWAP-SÄTZE MACHEN FREMDKAPITAL FRÜHER RENTABEL

NORMALISIERTE INFLATION DRÜCKT SWAP-SÄTZE IN DER EUROZONE

- Die Kerninflation in der Eurozone fiel in Q4 2023 von ihrem Höchststand von 10% in Q4 2022 auf unter 2,8% J/J, da die Preise früher als erwartet gesunken sind.
- Jüngste Prognosen von Oxford Economics (OE) sehen die Inflation für Q4 2024 weiter rückläufig. Sie sinkt damit deutlich unter das 2%-Ziel der EZB.
- Trotz dieses unerwartet raschen Inflationsrückgangs rechnet OE mit einer Konsolidierung der EZB-Leitzinsen in Q5 2025 bei 2,0%. Damit liegt OE 25 Basispunkte über den Sept-23-Prognosen.
- Laut Grafik folgten die 5-Jahres-Swap-Sätze diesem unerwartet raschen Inflationsrückgang in den letzten beiden Quartalen.
- In Q4 2025 dürften die 5-Jahres-Swap-Sätze jedoch mit 2,1% nahezu 20 Basispunkte über den Sept-23-Prognosen von OE liegen.
- Diese Veränderungen sind Ausdruck der anhaltenden Sorge um die Lohninflation, des über den Erwartungen liegendes US-Wachstums und der aktuellen geopolitischen Ungewissheiten.

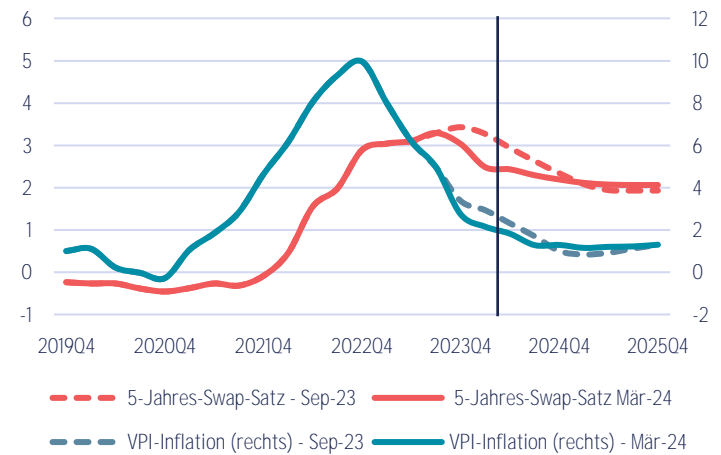
FREMDKAPITAL VORAUSSICHTLICH FRÜHER RENTABEL ALS ERWARTET

- Neuste Zahlen zeigen sowohl in der Eurozone als auch in UK rückläufige 5-Jahres-Swap-Sätze. Mit einem weiteren Rückgang ist früher zu rechnen als es noch vor sechs Monaten erwartet wurde.
- Demnach dürften auch die Fremdkapitalkosten für Gewerbeimmobilien (CRE) sinken, wenn auch nicht auf vorpandemische Rekordtiefs.
- In der Eurozone erwarten wir einen Rückgang der CRE-Fremdkapitalkosten in Q4 2025 auf unter 3,4% - gegenüber 5,0% in Q3 2023.
- Bei sinkenden Swapsätzen in UK dürften die Gesamt-Fremdkapitalkosten dort in Q4 2025 auf 5,0% sinken und damit noch 160 Basispunkte über dem Wert in der Eurozone liegen.
- Prognosen für UK sehen einen 120 Basispunkte höheren Swap-Satz und 40 Basispunkte höhere Margen als in der Eurozone.
- Wie zuvor werden die Spitzenrenditen in der Eurozone und in UK zum Jahresende 2025 sektorübergreifend voraussichtlich bei 4,9% bzw. 6,2% liegen.
- Annehmend, dass Fremdkapital bei einer positiven Differenz zwischen Spitzenrenditen und CRE-Fremdkapitalkosten rentabel ist, wird Fremdkapital in der Eurozone in Q1 und in UK in Q4 2024 erneut lukrativ werden.
- Diese Erholung tritt etwas früher ein, als in unserem im Nov-23 veröffentlichten Jahresausblick prognostiziert wurde und sollte es Anlegern ermöglichen, 2024 aktiver am Markt zu werden, da die Immobilienpreise voraussichtlich ihren Tiefpunkt erreicht haben werden.

BALANCE SHEET LTVS FÜR REITS HÖHER ALS FÜR PRIVATE FONDS

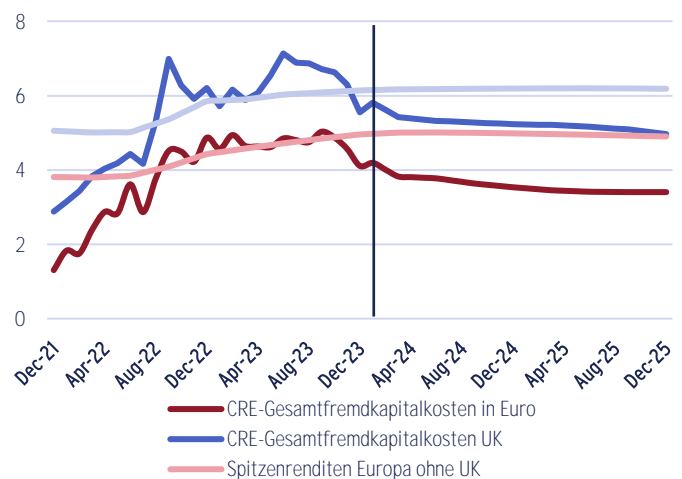
- Die Risikobereitschaft von Kreditgebern und Kreditnehmern zeigt sich nicht nur in der Preisgestaltung, eine wichtige Kennzahl ist auch die Beleihungsquote (LTV).
- Die Zahlen für Q2 2023 lassen eine Stabilisierung der von EPRA (börsennotierte Immobiliengesellschaften) zum Bilanzstichtag erfassten LTVs und einen Rückgang bei den INREV-LTVs für private Immobilienfonds erkennen, was auf eine wachsende Lücke hindeutet.
- Die von INREV in Q3 2023 erfassten LTVs von 22% und die LTVs im Q4 2023 von 39% sind seit Jahresende 2021 um 0,3% bzw. 2,2% gestiegen. Dies bestätigt die Lücke zwischen LTVs privater Immobilienfonds und börsennotierter Immobiliengesellschaften (REITs).
- Analog zu unserem Aug-23-Bericht, verzeichnen die Green Street-Zahlen einen deutlicheren Aufwärtstrend bei den REIT-LTVs als die EPRA-Zahlen. Geschuldet ist dies der Definition der LTVs, die ungedeckten Verbindlichkeiten einschließt.
- Die Tatsache, dass alle LTV-Reihen deutlich unter den Rekordniveaus im Zeitraum 2008-2009 bleiben, macht uns zuversichtlich.
- Unsere hausinternen LTV-Marktdaten auf Kreditebene verzeichnen nach einem überraschenden Anstieg in Q3 2023 auf 58,7% in Q4 2023 einen Rückgang auf 54,5%.
- In unseren Daten sind nicht-fremdfinanzierte Investitionen nicht enthalten. Die jüngsten Ergebnisse bestätigen historisch höhere und volatilere LTVs, die sich im letzten 10-Jahres-Zeitraum zwischen 52% und 60% bewegen.

VERGLEICH VPI-INFLATION DER EUROZONE & 5-JAHRES-SWAP-SATZ, HISTORISCH & PROGNOSTIZIERT 2019-25, in % P.A.



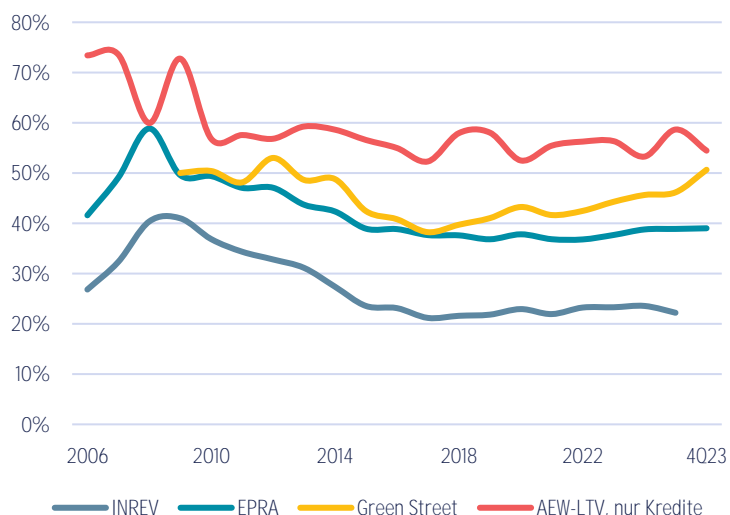
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy Stand Q1 2024

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 Q3 2023

BALANCE SHEET LTVS & AEW-INTERNE MARKT-LTVS AUF KREDITEBENE



Quellen: AEW Research & Strategy, EPRA, Green Street & INREV Stand Q4 2023

FREMDKAPITALKOSTEN BEREITS IM 2. HALBJAHR 2023 RÜCKLÄUFIG

GESAMTZINSSÄTZE GEGENÜBER REKORDHOCH IM 2. HJ 2023 GESUNKEN

- Unsere Einzelkreditdaten bestätigen, dass die Gesamtzinssätze in Europa ohne UK zum Jahresende 2023 erneut auf 5,2% gesunken sind. Dies entspricht einem Rückgang von 70 Basispunkten gegenüber ihrem Rekordhoch zur 2023 Jahresmitte von 5,9%.
- Hohe Gesamtzinssätze machen die Kreditaufnahme trotz dieser jüngsten Trendwende für zahlreiche fremdfinanzierte Eigenkapitalanleger unattraktiv. In der Folge haben sich die Akquisitionsvolumen gegenüber dem Vorjahr halbiert.
- 2022 und 2023 haben Käufer- und Verkäufer-Erwartungen für eine Geld-Brief-Spanne gesorgt, die sinkende Preise und steigende Renditen nach sich zog.
- Fremdfinanzierte Anleger mit alten Kreditfinanzierungen werden bei der Refinanzierung mit niedrigeren Beleihungswerten und steigenden Finanzierungskosten konfrontiert, was die Möglichkeiten von Preisanpassungen zu profitieren, einschränkt.
- Um weitere Wertberichtigungen zu vermeiden, bleiben zahlreiche Anleger zurückhaltend. Eine optimale Terminierung des Konjunkturzyklus ist zwar schwierig, niedrigere Fremdkapitalkosten dürften jedoch den Weg zu einem aktiveren Investitionsverhalten ebnen.

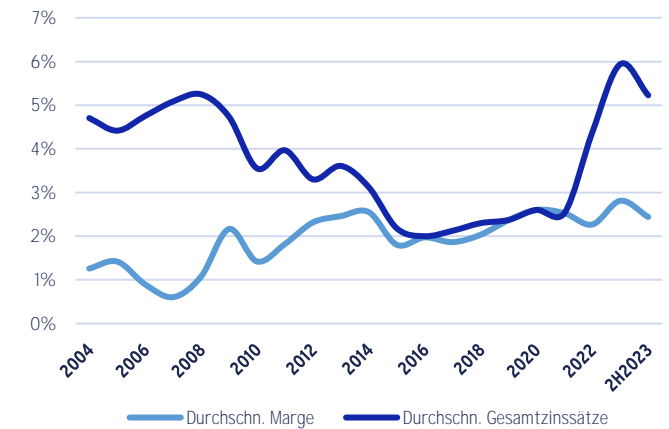
KREDITMARGEN STABILISIEREN SICH IM 1. HJ 2023

- Die CRE-Kreditmargen haben sich laut interner Kreditdaten von Chatham Financial und AEW-interner Zahlen im 2. Halbjahr 2023 stabilisiert.
- Trotz dieser jüngsten Abflachung stiegen die Margen seit Jahresende 2019 moderat um 30 Basispunkte.
- Historisch gesehen zeigen unsere Kreditmargen gegenüber den Margen von Chatham Financial ein volatileres Bild auf höherem Niveau, da unsere periodischen Kreditdatenstichproben sich nach wie vor unterscheiden.
- In beiden Margen-Reihen sind die Auswirkungen der ersten Corona-Lockdowns in Q1 2020, des Beginns des Ukraine-Kriegs in Q2 2022 und der darauf folgenden Zinserhöhungen der Zentralbanken abzulesen.
- Die 2. Halbjahres-Margendaten 2023 zeigen eine Stabilisierung der Margen, die insbesondere durch den Rückgang der Inflation gegenüber ihrem Rekordhoch und einem moderateren Ausblick für die Zinsschritte der Zentralbank getrieben ist.
- Unsere hausinternen Daten sind im Quartalsvergleich nach wie vor weniger stabil und unterstreichen die Notwendigkeit einer branchenweiten Datenquelle auf Einzelkreditbasis, wie die Moody-Initiative, zur Bündelung dieser Daten.

RÜCKGANG DER REIT-ANLEIHERENDITEN UM 170 BASISPUNKTE SEIT MÄRZ 23 AUF 4,3%.

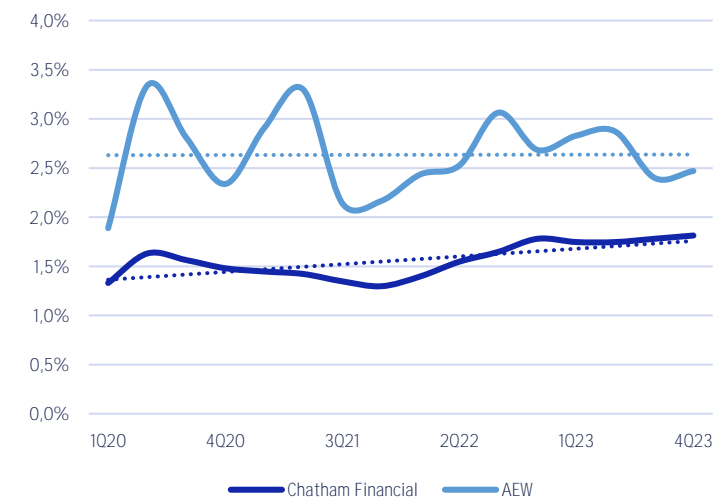
- Die aktuellen Zahlen für BBB-bewertete Unternehmens- und REIT-Anleiherenditen bestätigen zudem den Rückgang der Fremdkapitalkosten.
- REIT-Anleiherenditen liegen Stand Januar 2024 bei 4,3% und sind seit ihrem Rekordhoch von 6,0% im März 2023 um 170 Basispunkte gesunken.
- Dies entspricht einer partiellen Rückkehr zu der hohen historischen Korrelation zwischen REIT-Anleiherenditen und BBB-Unternehmensanleiherenditen nach einer Unterbrechung seit Mitte 2022.
- Aufgrund der anhaltenden Vormachtstellung der Banken im europäischen Kreditgeschäft für Gewerbeimmobilien (CRE) und der begrenzten Anzahl der REIT-Anleiheemissionen, kann die Bedeutung dieser Anleiherenditen leicht überschätzt werden.
- Wie bereits erörtert, kann sich durch Einbeziehung einer kleinen Anzahl unbewerteter und/oder illiquider REIT-Anleihen eine Renditereihe wesentlich verändern.
- Dennoch bestätigen die REIT-Anleiherenditen den Rückgang der Fremdkapitalkosten in den letzten 10 Monaten.
- Trotz dieser Neubewertung des Kreditrisikos liegt das Hauptaugenmerk von Investoren wie Kreditgebern allerdings nach wie vor auf dem Refinanzierungsrisiko.

DURCHSCHNITTLICHE KREDITMARGEN GEWERBEIMMOBILIEN & GESAMTZINSSÄTZE, EUROPA OHNE UK, IN %



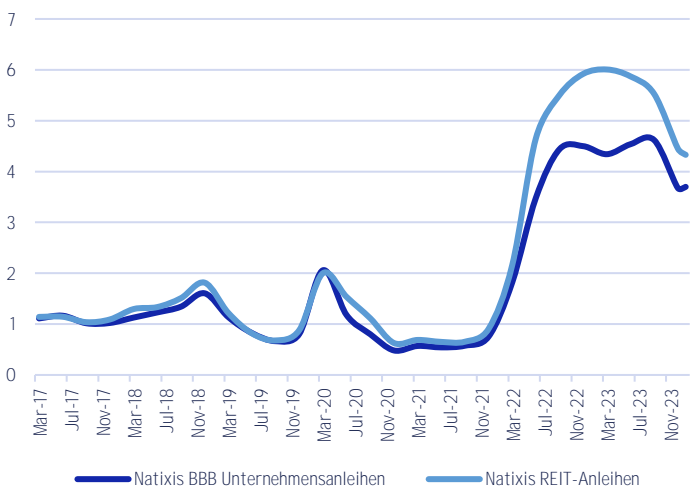
Quellen: AEW Research & Strategy Stand Q4 2023

DURCHSCHNITTLICHE QUARTALS-KREDITMARGEN FÜR ALLE IMMOBILIENSEKTOREN (OHNE EINZELHANDEL) FÜR NORDEUROPA (FR, DE & NL)



Quellen: AEW Research & Strategy & Chatham Financial Stand Q4 2023

AUF EURO LAUTENDE REIT-ANLEIHERENDITEN VS RENDITEN AUF BBB-BEWERTETE UNTERNEHMENSANLEIHEN.



Quellen: AEW Research & Strategy & Natixis Research Stand Januar 2024

EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE IM JEWEILIGEN KONTEXT

EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE BEI 90 MRD. € - MIT EINZELHANDEL & BÜRO AN DER SPITZE

- Zur Bewertung der Markteinflüsse geringerer Beleihungswerte und höherer Zinsen auf bevorstehende Refinanzierungen, nehmen wir eine Kreditfinanzierungslücke (KFL) an und haben unsere Methodik in früheren Berichten erläutert.
- Wie in unserem Nov-23-Ausblick Europa berichtet, entfallen über 45% unserer 20-Länder-Kreditfinanzierungslücke von 90 Mrd. € auf durch Büroimmobilien besicherte Kredite, gefolgt von Wohnimmobilien-Krediten mit 23%, Einzelhandelskrediten mit 20% und anderen mit einem Anteil von insgesamt 10%.
- Da wir eine Kreditlaufzeit von 5 Jahren, Akquisitionsvolumen und LTVs zur Veranschlagung der jährlichen Kreditvergaben heranziehen, steigt unsere KFL 2026 infolge der Erholung der Akquisitionsvolumen nach der Corona-Krise 2021.
- Auch wenn die mit 90 Mrd. Euro dotierte KFL groß erscheint, ist ein gewisser Kontext erforderlich, um ihre Auswirkungen auf den Gesamtmarkt zu bewerten.
- Um eine relative Perspektive zu bieten, kann die KFL als Prozentsatz aller Kreditvergaben über den Zeitraum geschätzt werden.
- Auch im geographischen Kontext kann Europa mit anderen globalen Regionen, einschließlich der USA, verglichen werden.

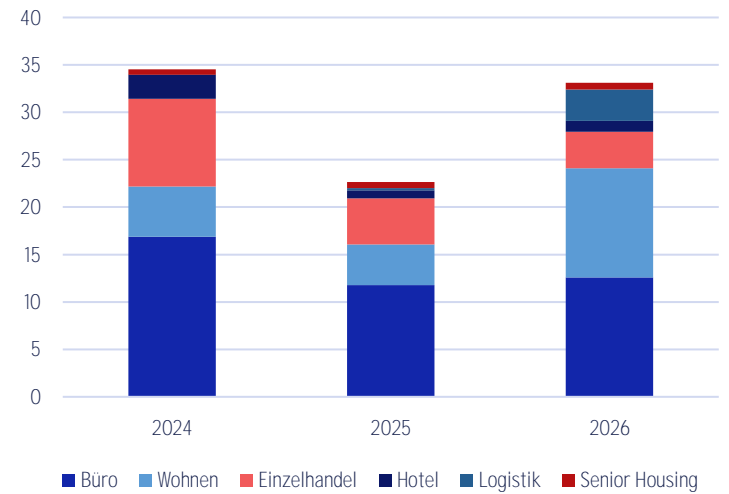
RELATIVE KFL FÜR EUROPA MIT 16% WELTWEIT AM HÖCHSTEN

- Durch Betrachtung der KFL einer Weltregion als Anteil des jeweils insgesamt vergebenen Kreditvolumens, können wir jede Region nach ihrer relativen KFL einstufen.
- Mit 19 Mrd. € entspricht die KFL in Europa 16% aller im Zeitraum 2018-21 vergebenen Kredite.
- Europa besitzt relativ gesehen die größte KFL unserer drei Weltregionen, dicht gefolgt von den USA mit 14%.
- Die APAC-Schlüsselmärkte, darunter die chinesischen Tier 1-Märkte, verbuchen mit einem Anteil von unter 8% eine deutlich kleinere KFL, die etwa 50% der europäischen KFL entspricht.
- In allen drei Regionen bereiten die durch Büroimmobilien besicherte Kredite durchweg die größte Sorge, da sie die höchsten Kapitalwertverluste verzeichneten.
- Nicht alle schwer zu refinanzierenden Kredite werden auch mit einem Wertverfall oder Verlust für den Kreditgeber einhergehen. Hierauf werden wir an späterer Stelle näher eingehen.
- Auch der Ausschluss von Entwicklungsdarlehen aufgrund fehlender Daten könnte die für den APAC-Wirtschaftsraum und die USA geschätzte KFL gegenüber Europa begünstigen.
- Die Fähigkeit der Kreditgeber, potentielle Verluste aus nicht refinanzierbaren Krediten auszugleichen, dürfte je nach Land und Institut unterschiedlich sein.

EINZELHANDELS- UND BÜRO-KFL DEUTLICH ÜBER DEM EUROPÄISCHEN DURCHSCHNITT

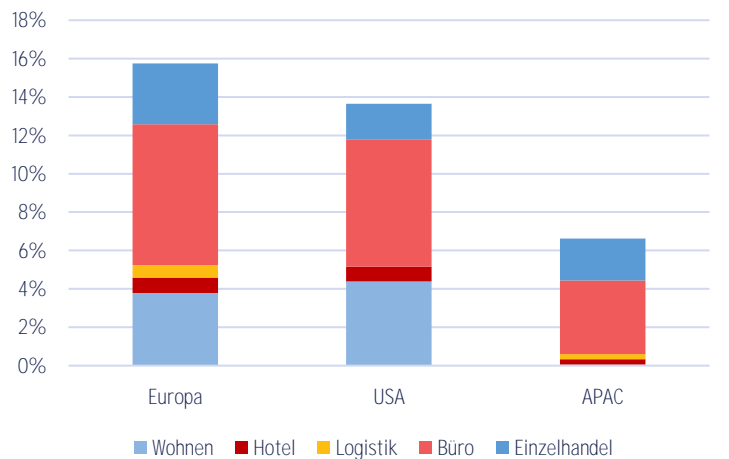
- Durch Betrachtung der KFL eines Sektors als Anteil des jeweils vergebenen Kreditvolumens betrachten, können wir jede Region nach ihrer relativen KFL einstufen.
- Mit 23% weist der Einzelhandelssektor die größte relative Kreditfinanzierungslücke auf, gefolgt vom Bürosektor mit 20%. Beide liegen deutlich über dem europäischen Durchschnitt von 16% aller im Zeitraum 2018-21 vergebenen Kredite.
- Unsere relative KFL schätzt den Anteil fälliger Kredite, die aufgrund veränderter Beleihungswerte und aktueller LTVs und Kreditbewertungen der Kreditgeber nicht einfach refinanzieren lassen.
- Im Falle von Logistikkrediten wird erwartet, dass weniger als 5% der Kredite, die in den nächsten drei Jahren fällig werden, Schwierigkeiten bei der Refinanzierung haben werden - weniger als ein Drittel der Kredite in allen Sektoren.
- Die Auswirkungen auf die einzelnen Sektoren hängt jeweils vom konkreten Umfang des Wertverlusts der Kreditsicherheit ab. Auf Basis der jüngsten verfügbaren Daten können wir im nächsten Schritt die Ausfälle und Verluste bewerten.

EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE NACH SEKTOR UND LAUFZEIT IN MRD. EURO



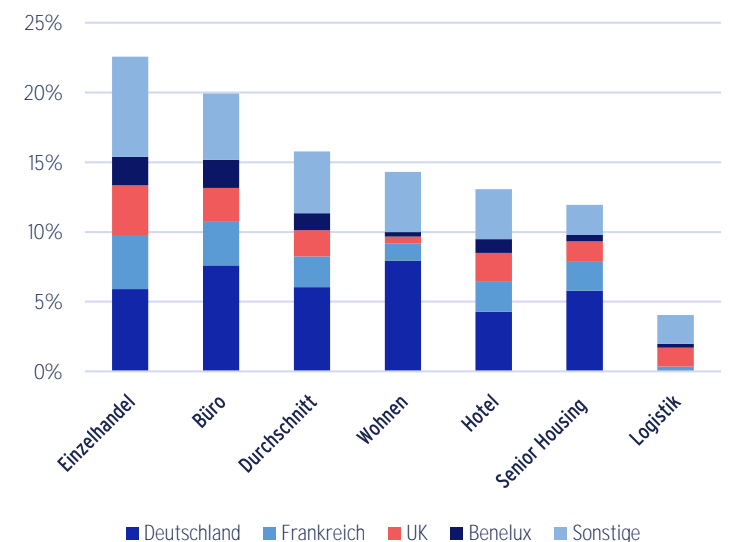
Quellen: RCA and AEW Research & Strategy Stand Q4 2023

GESAMT-KFL 2024-2026, IN % DER KREDITVERGABEN 2018-21 NACH WELTREGION



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q1 2024

EUROPÄISCHE KFL 2024-2026, IN % DER KREDITVERGABEN NACH SEKTOR & LAND



Quellen: AEW Research & Strategy Stand Q4 2023

CRE-KREDITAUSFÄLLE BEI 2,5% FÜR KREDITJAHRGÄNGE 2018-21

CRE-KREDITAUSFÄLLE VON 15 MRD. € AUF DEM NIVEAU EUROPÄISCHER CMBS-KREDITAUSFÄLLE IN DER GFK

- Unsere KFL kann nicht unmittelbar auf zu erwartende Ausfälle für CRE-Kreditgeber übertragen werden. Wir können jedoch die Ausfälle in den sechs Sektoren aller 20 Länder und vier Kreditjahrgängen in drei Stufen bewerten:

 - Wir beginnen mit der geschätzten KFL von 16% der beschriebenen ursprünglichen Kreditvergaben 2018-21.
 - Kredite eines bestimmten Jahrgangsegments sind nicht refinanzierbar, wenn der Refi-LTV über 75% liegt. In diesem Fall kommt es zum Kreditausfall, der Kreditgeber würde daher die Sicherheit wieder in Besitz nehmen und veräußern, um seine Kapitalsumme wieder einzubringen. Nicht gezahlte aufgelaufene Zinsen sind in unserer Berechnung nicht berücksichtigt.
 - Bei einem Ausfall veranschlagen wir Vollstreckungskosten in Höhe von 25% des geschätzten Wiederverkaufswerts der Kreditsicherheit, so dass dem Kreditgeber 75% zur Deckung seines Engagements bleiben.

- Auf dieser Grundlage wird die Ausfallquote der auslaufenden CRE-Kredite bei 7,5% und die Ausfallquote der Kreditjahrgänge 2018-21 bei 2,5% veranschlagt.
- Dies beinhaltet einen geschätzten Ausfall bei den Kreditjahrgängen 2018-21 von 14,5 Mrd. €.
- Unsere Kreditausfälle konzentrieren sich auf die Sektoren Einzelhandel und Büro, in denen seit 2018 die größte Neubewertung erfolgt ist.
- Wie zuvor stimmten unsere Ausfallprognosen letztlich mit den historischen Ausfällen bei Gewerbeimmobilienhypotheken in Europa nach der GFK von 2,3% überein.

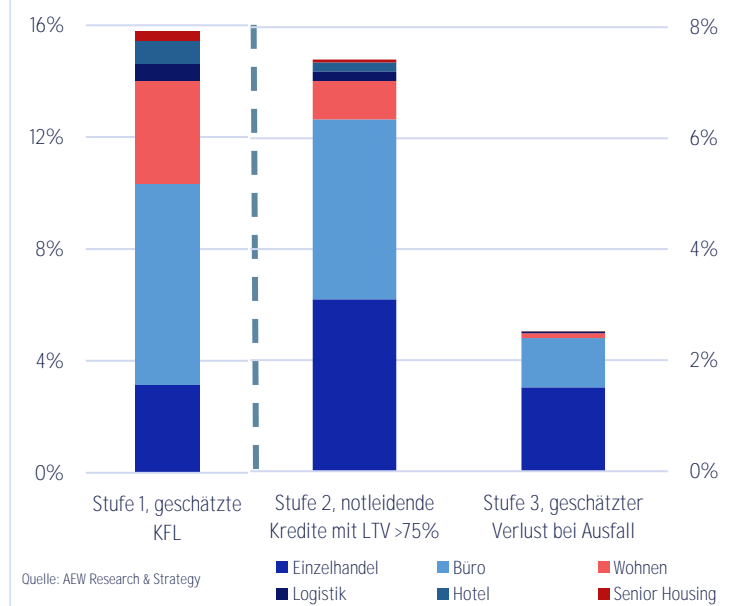
VERLUSTE BEIM BELEIHUNGSWERT IM EINZELHANDEL MEHR ALS 4-MAL SO HOCH WIE DER DURCHSCHNITT

- Auf Grundlage der Gesamtausfallprognose von 2,5% können wir unsere Ergebnisse nach Sektor und Land aufschlüsseln und so weitere interessante Unterschiede feststellen.
- Die für Einzelhandelsimmobilienkredite veranschlagten Ausfälle der Kreditjahrgänge 2018-21 liegen bei nahezu 11% aller im Einzelhandelssektor vergebenen Kredite und damit viermal so hoch wie der Gesamtdurchschnitt aller Sektoren.
- Bitte beachten Sie, dass der Nenner in dieser Grafik die Kreditvergabe eines Sektors und nicht die kumulativen Kreditvergaben aller Sektoren beinhaltet.
- Dieser hohe Verlust bei Einzelhandelsimmobilienkrediten ist auf bedeutendere und raschere Wertverluste bei Kreditsicherheiten seit 2018 ohne eine kräftige Erholung in den Folgejahren gegenüber anderen Sektoren zurückzuführen.
- Die Verluste bei den durch Büroimmobilien besicherten Krediten liegen mit 2,5% im Gesamtdurchschnitt. Auch im Bürosektor waren erhebliche Wertverluste zu verzeichnen, sie traten jedoch zu einem späteren Zeitpunkt im Konjunkturzyklus ein und dürften sich ab 2024 voraussichtlich erholen.
- Alle anderen Sektoren weisen geschätzte Verluste unter 0,3% auf, was sehr bescheiden ist. Geringe Verluste in diesen Sektoren können von den Banken leicht aufgefangen werden, falls die Nichteinhaltung von Kreditvereinbarungen zu Liquiditätsengpässen führt.

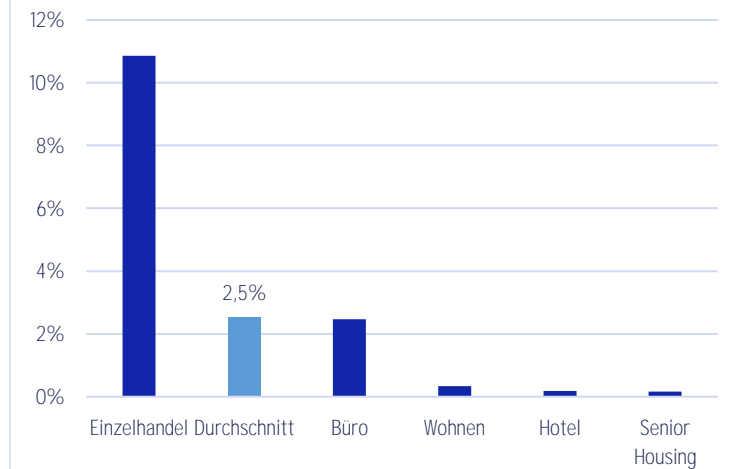
WERTVERLUSTE DEUTSCHER Kreditsicherheiten SIND DOPPELT SO HOCH WIE DER EUROPÄISCHE DURCHSCHNITT

- In der geografischen Aufgliederung belaufen sich die Wertverluste bei den mit Sicherheiten unterlegten deutschen Krediten der Kreditjahrgänge 2018-21 auf nahezu 4,5%. Sie sind damit nahezu doppelt so hoch wie der Gesamtdurchschnitt aller Sektoren von 2,5%.
- Auch hier ist zu beachten, dass der Nenner in dieser Grafik die Kreditvergabe eines Sektors und nicht die Kreditvergaben aller 20 Länder der Untersuchungsgruppe bezeichnet.
- Zurückzuführen sind die deutschen Wertverluste auf bedeutendere Kapitalwertverluste im Zeitraum 2022-23 mit einer gegenüber anderen Ländern weniger lebhaft prognostizierten Erholung in den Folgejahren.
- In allen anderen europäischen Ländern und Subregionen liegen die kumulativen Wertverluste jeweils unter 2% und damit unter dem Gesamtdurchschnitt.
- Wertverluste von 2% liegen unter der historischen Bandbreite, die für europäische CMBS-Kredite nach der GFK beobachtet wurde. Offenbar dienen diese als Grundlage für die Anforderungen der Kreditgeber an Kapitalrücklagen.

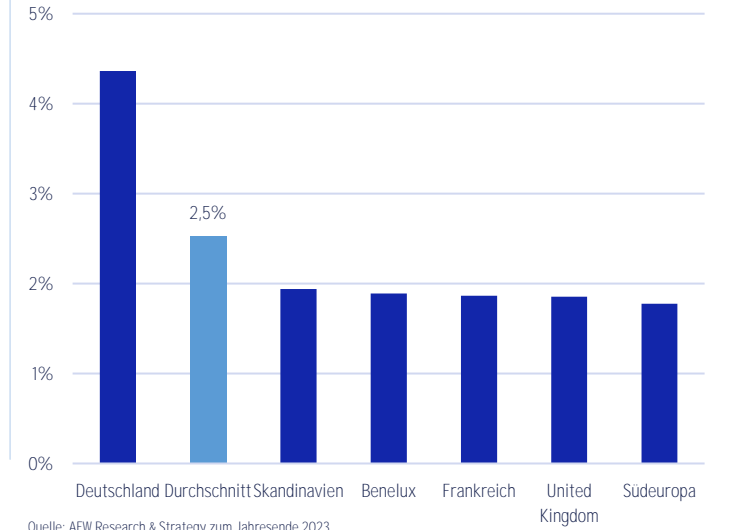
DREI-STUFEN-ANSATZ ZUR SCHÄTZUNG DES AUSFALLS NACH IMMOBILIENSEKTOR, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2018-21 IN ALLEN SEKTOREN



GESCHÄTZTER AUSFALL NACH IMMOBILIENSEKTOR, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2018-21 FÜR DIE EINZELNEN SEKTOREN



GESCHÄTZTER AUSFALL NACH LAND & SUBREGION, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2018-21 FÜR DIE EINZELNEN LÄNDER ODER SUBREGIONEN



EUROPÄISCHE CRE-ENGAGEMENTS & RÜCKLAGEN

FRANZÖSISCHE & SPANISCHE BANKEN WEISEN DIE WENIGSTEN KREDITENGAGEMENTS MIT HOHEN LTVS AUS

- Im letzten Schritt zur Beurteilung der Auswirkungen unserer Kreditausfallprognosen für CRE auf die Kreditgeber, wollen wir uns näher damit befassen, wie europäische Banken aufgestellt sind, um bevorstehende Ausfälle und Verluste aufzufangen.
- In neun EU-Schlüsselländern gehören 53% der Bankkredite zur Kreditgruppe mit LTVs von unter 60%, lediglich 19% zur Gruppe mit LTVs von +100%.
- Es liegt auf der Hand, dass Kredite mit hohen LTVs häufiger schwer zu refinanzieren, von Ausfällen betroffen und mit Verlusten für den Kreditgeber verbunden sind.
- Wie die Grafik zeigt, sind französische, spanische und deutsche Banken am wenigsten von CRE-Kreditengagements mit hohen LTVs betroffen.
- Finnische, irische und italienische Banken verfügen über umfangreiche Kreditengagements mit hohen LTVs. Bei 44% der finnischen CRE-Kredite liegen die LTVs bei +100%.
- Die ausgewiesenen LTVs sind möglicherweise nicht durchweg widerspruchsfrei, da sie in den einzelnen Ländern eventuell nicht so häufig aktualisiert werden.
- Aufgrund der jüngsten Marktwertverluste der Kreditsicherheiten, spiegeln nicht zeitnah aktualisierte Bewertungen meist nicht die Mark-to-Market-LTVs wider.

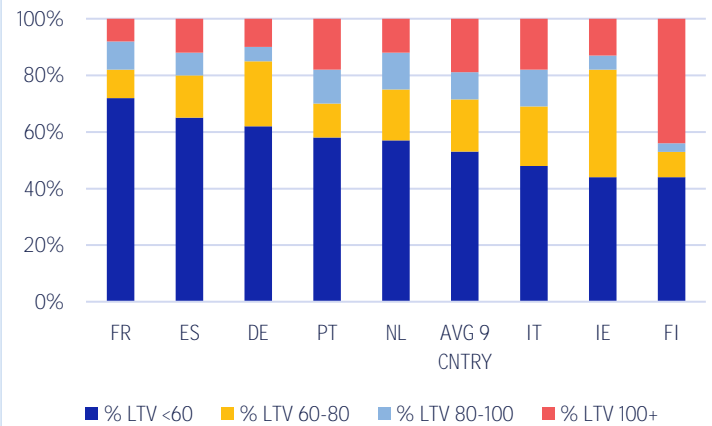
CRE-BANKKREDITGESCHÄFT IM 1. HJ 23 EUROPaweit LEICHT RÜCKLÄUFIG

- Laut jüngster EBA-Daten ging das CRE-Kreditwachstum im Vorjahr bis zu Q3 2023 leicht zurück.
- In der Tat ist seit Q4 2019 EU-weit ein Rückgang bei der jährlichen Vergabe von Bankkrediten für Gewerbeimmobilien von -2% per annum zu beobachten. In Europa gibt es allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern.
- Die schwedischen Banken haben ihr Kreditgeschäft zwischen Q4 2022 und Q2 2023 um über 60% reduziert und in Q3 2023 auf diesem Niveau fortgeführt.
- Die portugiesischen und italienischen Banken haben ihr reduziertes CRE-Kreditgeschäft fortgeführt und ab Q4 2019 Kreditvolumen von durchschnittlich -7% bzw. -6% per annum verbucht.
- Die französischen Banken führten ihre expansionistische Kreditpolitik fort und erhöhten das CRE-Kreditvolumen über den gesamten Zeitraum um 8% p.a.. Dieses Wachstum schwächte sich in den letzten vier Quartalen auf 7% und in Q3 2023 auf 4% ab.
- Neben den Wachstumsraten im Kreditgeschäft kann ferner auch der relative Anteil des CRE-Kreditvolumens und der CRE-Anteil an notleidenden Krediten (NPL) bewertet werden.

EUROPÄISCHE BANKEN TROTZ CRE-ENGAGEMENTS NACH WIE VOR RESILIENT

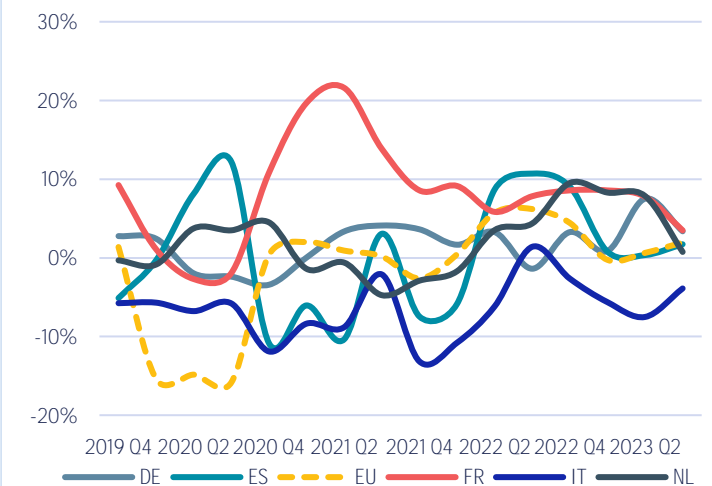
- Bei den europäischen Banken entfallen weniger als 7% der gesamten Kredite und lediglich 4% der NPL-Kredite auf CRE-Kredite (Stand Jahresabschluss 2022).
- Schweden bildet mit einem CRE-Kreditanteil von 14% ein Ausreißer am oberen Ende, Spanien und Frankreich verzeichnen demgegenüber lediglich einen Anteil von 4% bzw. 5%.
- Im Vergleich dazu liegen die deutschen Banken trotz des relativ moderaten Wachstums von 2% p.a. im Zeitraum 2019-23 mit 10% über dem EU-Durchschnitt von 7%.
- Die französischen, deutschen, niederländischen und auch die schwedischen Banken verbuchen im Rahmen ihrer NPL-Kredite im EU-Vergleich einen unterdurchschnittlichen CRE-Kreditanteil.
- Portugiesische, spanische, italienische und irische Banken erfassen bei NPL-Krediten einen deutlich überdurchschnittlichen CRE-Kreditanteil, der im Zusammenhang mit alten Krediten aus der GFK steht.
- In Ländern mit hohen CRE-NPL-Quoten sehen wir einen hohen Deckungsgrad bei den Bankrücklagen, was für eine gute Resilienz selbst schwieriger Märkte spricht.
- Das heißt, sowohl der geringe Anteil notleidender CRE-Kredite als auch die hohen Deckungsgrade geben für europäische Banken grundsätzlich wenig Anlass zur Sorge.
- Europäische Banken scheinen besser kapitalisiert und reguliert zu sein als vor der GFK. Selbst wenn das Ausmaß der CRE-Kreditverluste mit der GFK vergleichbar sein dürfte, dürften ihre Auswirkungen auf die CRE-Märkte geringer sein.

AUFSCHLÜSSELUNG DER BELEIHUNGSQUOTEN VON CRE-KREDITENGAGEMENTS ZUM JAHRESENDE 2022



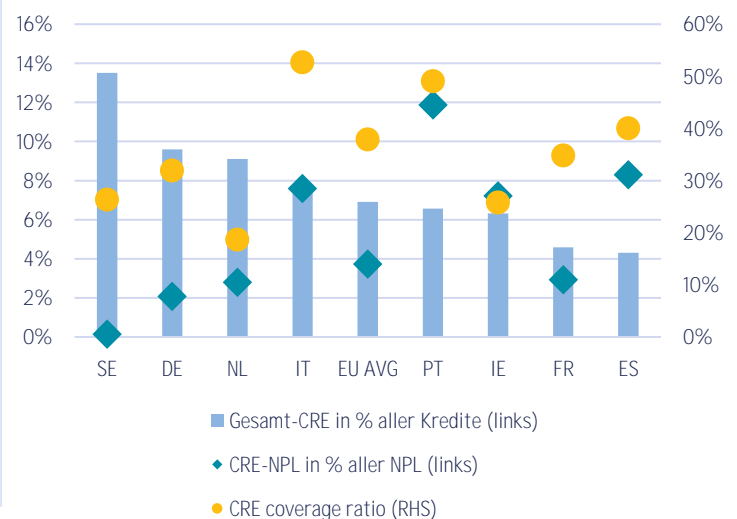
Quellen: AEW Research & Strategy, ESRB, FINREP, Natisix Research zum Jahresende 2022

JÄHRLICHE WACHSTUMSRATE FÜR DIE VERGABE VON BANKKREDITEN FÜR GEWERBEIMMOBILIEN DURCH EUROPÄISCHE BANKEN (QUARTALSAZAHLEN AUS Q4 2019)



Quellen: AEW Research & Strategy und European Banking Authority Stand Q3 2023

GEWERBEIMMOBILIENKREDITE IN % ALLER KREDITE, CRE-NPL IN % ALLER NPL-KREDITE & CRE-DECKUNGSGRAD



Quellen: AEW Research & Strategy, European Banking Authority & Natisix Research zum Jahresende 2022

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager¹ mit 79,2 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 31. Dezember 2023). Mit über 900 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 Natix Investment Managers, einem der weltweit größten Vermögensverwalter.

In Europa managt AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 37,0 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 31. Dezember 2023). AEW beschäftigt europaweit über 515 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 CFA², CRE
Head of Research & Strategy
Tel. +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



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



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA²
Associate
Tel. +44 (0)78 8783 3872
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



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



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



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

KONTAKT INVESTOR RELATIONS



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



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



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



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

LONDON
AEW
Level 42, 8 Bishopsgate
London EC2N 4BQ
UNITED KINGDOM

PARIS
AEW
43 Avenue Pierre-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

DÜSSELDORF
AEW
Steinstraße, 1-3
D-40212 Düsseldorf
GERMANY

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. Es gibt keine Garantie, dass Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen eintreten werden.

¹Quelle: Institutional Real Estate Inc., Global Investment Managers 2023 Special Report

²CFA® und Chartered Financial Analyst® sind eingetragene Marken des CFA Institute

