

AEW RESEARCH | EUROPA

# Halbjahresausblick 2024 Europa

## ZURÜCK INS BÜRO

APRIL 2024



# Halbjahresausblick 2024 Europa

APRIL 2024

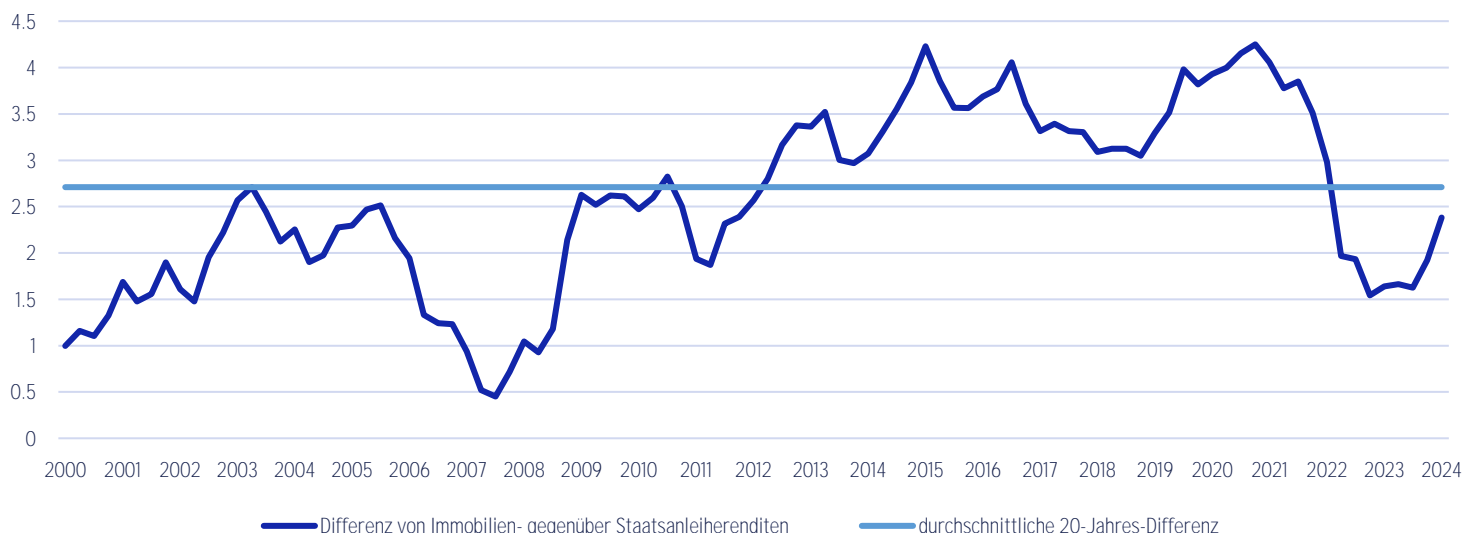
## INHALT

Zusammenfassung	3
Abschnitt 1: Wirtschaftlicher Hintergrund	4
Abschnitt 2: Marktübersicht & Ausblick	6
Abschnitt 3: Kreditfinanzierungslücke	10
Abschnitt 4: Relativwertanalyse	11

## WO WIRD ZUERST EIN KONJUNKTURAUFSCHWUNG STATTFINDEN?

Ende April 2024 richtet sich die weltweite Aufmerksamkeit auf eine mögliche Eskalation des Nahostkonflikts. Trotz wachsender Sorgen um Energiepreiserhöhungen ist die Inflation weiter rasch zurückgegangen. Obwohl sich Deutschland und UK in einer technischen Rezession befinden, konnte eine europaweite Rezession bislang verhindert werden. Anleihe- und Aktienmärkte haben begonnen, Zinssenkungen mit einzupreisen. In der zweiten Jahreshälfte 2023 wurden immer wieder Abwertungen vorgenommen; die größten Wertverluste verzeichnete der Bürosektor. Der Spread zwischen Immobilienspitzenrenditen und Staatsanleiherenditen erholt sich derzeit und liegt nun nahezu im historischen 20-Jahresdurchschnitt. Dies sollte mehr Multi-Asset-Anleger ermutigen, erneut proaktiv in Immobilien zu investieren. Die Schlüsselfrage unseres 2024 Halbjahresausblicks für Europa lautet somit „Wo sollten sich Anleger am besten positionieren, um von dem bevorstehenden Konjunkturaufschwung zu profitieren?“

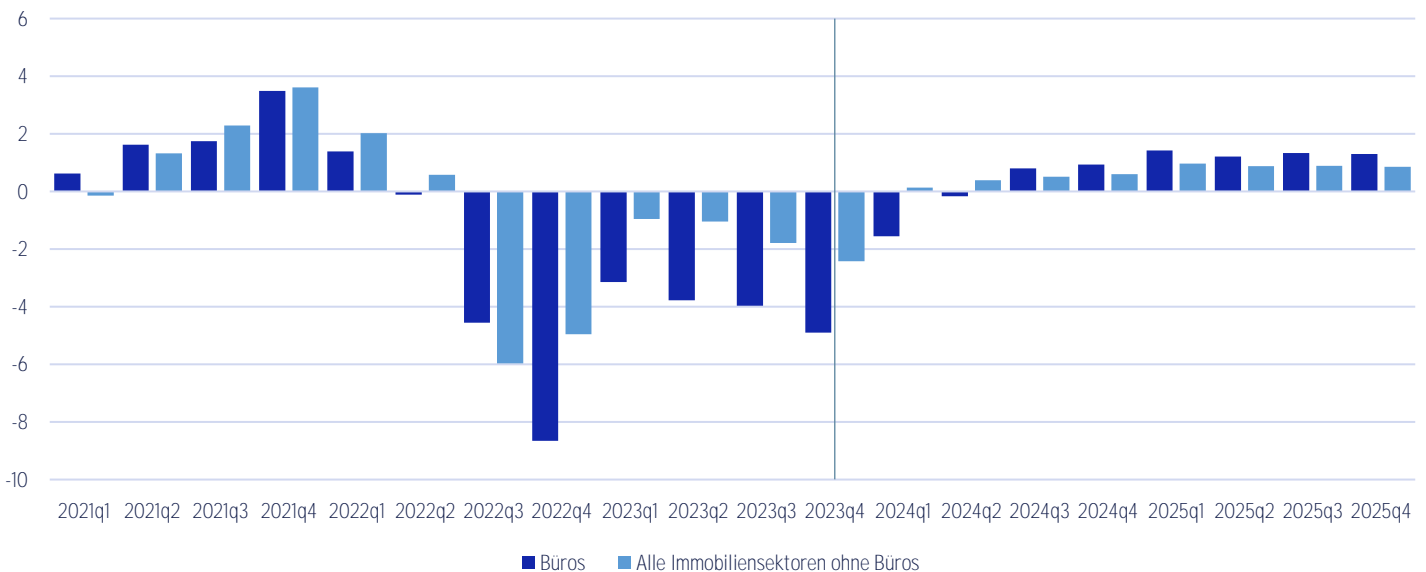
SPREAD EUROPÄISCHE IMMOBILIENRENDITEN VS STAATSANLEIHERENDITEN, IN %



## NACH STARKEN PREISANPASSUNGEN: BESTE RENDITEPROGNOSEN FÜR SPITZENBÜROS

- Da die Inflation in den letzten sechs Monaten nahezu auf Zielmarke gesunken ist, wird allgemein erwartet, dass die Zentralbanken im 2. Halbjahr 2024 einige Leitzinserhöhungen zurücknehmen. Unsere BIP-Wachstumsprognosen bleiben weiterhin moderat, da sich einige der größten europäischen Volkswirtschaften in einer technischen Rezession befinden. Unser 20-Länder-Durchschnitt für Staatsanleiherenditen dürfte bis 2028 auf 2,9%, gegenüber 3,5% zum Jahresende 2023, sinken. Dies ist jedoch noch 40 Basispunkte höher als unsere Sept-23-Prognose für 2028.
- In der Eurozone dürften die Fremdkapitalkosten für Immobilienanlagen im 1. Quartal 2024 bei 4,5% ihren Höchststand erreichen. Aufgrund der hohen historischen Korrelation zwischen Staatsanleiherenditen und 5-Jahres-Swap-Sätzen ist bis Jahresmitte 2025 mit einer Stabilisierung bei 5,25% zu rechnen. Damit wird Fremdkapital für renditestarke Investitionen erneut rentabel.
- Unsere jüngste Base Case Prognose weist bei Spitzenmietwüchsen mit 2,1% per annum im Zeitraum 2024-28 eine leichte Herabstufung gegenüber 2,2% im September 2023 auf. Der Logistik- und der Wohnimmobiliensektor behaupten mit 2,5% p.a. ihre Spitzenplätze. Dabei bestätigen neue INREV-Daten zu Leerstandsdaten, dass der Bürosector hier vor größeren Herausforderungen steht als andere Sektoren. Auch die Zerteilung zwischen erst- und zweitklassigen Büroflächen bleibt bestehen, aufgrund der Mieternachfrage nach qualitativ hochwertigen Flächen.
- Die neuste vierteljährliche Umfrage des IPE Real Assets Expectations Indicator zu den zu erwartenden Kapitalwerten im nächsten Jahr bestätigt, dass sich die Stimmung seit dem 4. Quartal 2022 in allen Sektoren stetig verbessert hat, mit der bemerkenswerten Ausnahme von Büros. Die Stimmung profitierte davon, dass sich der Spread zwischen Immobilien- und Anleiherenditen im Vergleich zu den Vorquartalen verbesserte.
- Mit 150 Mrd. € liegt das europäische Investitionsvolumen im Gesamtjahr 2023 knapp über der Hälfte des Gesamtjahresvolumens 2022 bei gleichbleibenden Differenzen zwischen Kauf- und Verkaufsangeboten. Tatsächlich liegen die prognostizierten kumulativen Kapitalwertverluste für den Bürosector im Vergleich zu übrigen Sektoren bei 28% beziehungsweise 16%.
- Basierend auf den niedrigeren prognostizierten Anleiherenditen werden die Spitzenrenditen in den nächsten fünf Jahren in allen Immobiliensektoren um unverändert 20 bis 65 Basispunkte zulegen. Diese Straffung geht jedoch von einem höheren Niveau als zuvor aus, da sich die Renditen im zweiten Halbjahr 2023 insbesondere für Büros stärker ausgeweitet haben als bisher erwartet.
- Die höchsten Renditeprognosen werden derzeit mit 9,6 % p.a. im nächsten 5-Jahres-Zeitraum für Spitzenbüros abgegeben. Entgegen der herrschenden Stimmung ist dies auf die unerwartet hohen Preisanpassungen im Jahr 2023 und im 1. Quartal 2024 zurückzuführen. Dicht dahinter auf Platz 2 liegt der Logistiksector mit 9,5% p.a.. Im Zeitraum 2024-28 fielen die Renditeprognosen sektorübergreifend mit 8,8 % p.a. gegenüber unserem Sept-23 Base Case von 9,2%p.a. etwas niedriger aus.
- Unsere aktuellste Schätzung für die europäische Kreditfinanzierungslücke (KFL) liegt in unserer 20-Länder-Gruppe sektorübergreifend bei 99 Mrd. € gegenüber 90 Mrd. € in unserem Dez-23 Jahresausblick für 2024. Die größte KFL weisen durch Büromobilien in Deutschland besicherte Kredite auf. Die Ausweitung der KFL ist vor allem den unerwartet hohen Kapitalwertverlusten im 2. Halbjahr 2023 geschuldet. Insgesamt dürften 17% aller im Zeitraum 2018-21 vergebenen Kredite in Europa weitgehend unverändert von einer relativen KFL betroffen sein.
- Da über 93% der von uns untersuchten 168 europäischen Märkte als neutral (55) oder attraktiv (101) klassifiziert werden, senden wir erneut das klare Signal in Richtung Anleger, ihre Investitionstätigkeit wieder aufzunehmen. Auf Basis unserer aktualisierten Prognosen legt unsere Relativwertanalyse eine etwas niedrigere erwartete Rendite (ERR) von 8,7% p.a. und eine unveränderte erforderliche Rendite (RRR) von 6,9% p.a. nah. Dies entspricht einem positiven Spread von 185 Basispunkten an 168 europäischen Märkten.

KAPITALWERTVERÄNDERUNGEN IM BÜROSEKTOR VS ALLE SEKTOREN OHNE BÜROSEKTOR (IN % P.A.)



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND – INFLATIONSRATE NAHE DER ZIELMARKE DÜRFTE FÜR ZINSENKUNGEN SORGEN

### BIP HÄLT AUCH IN DER TECHNISCHEN REZESSION KURS

- Prognosen von Oxford Economics sehen ähnlich wie im Sept-23-Ausblick für 2024 für Europa ein BIP-Wachstum von 0,9%.
- Sowohl Deutschland als auch UK – zwei führende europäische Volkswirtschaften – gerieten nach Veröffentlichung des knapp negativen BIP-Wachstums in Q3 und Q4 2023 in eine technische Rezession.
- Prognosen für Deutschland gehen für 2024 von einem knapp negativen BIP-Wachstum aus. In UK und in Frankreich liegt das prognostizierte Wirtschaftswachstum 2024 bei 0,5% und damit deutlich unter dem 20-Länder-Durchschnitt.
- Zurückzuführen ist das moderate Wachstum auf die restriktive Geldpolitik, die nun zu einem Rückgang der Inflation geführt hat.
- Unser Negativszenario weist ein geringeres BIP-Wachstum aus – möglicherweise als Ergebnis eines unerwarteten Anstiegs der Inflationsrate, der die Zentralbanken zu Zinserhöhungen gezwungen hat.
- Unser Positivszenario nimmt ein beschleunigtes BIP-Wachstum an, sobald die Inflation unter die Zielmarke der Zentralbanken fällt.
- Aufgrund der jüngsten Stabilisierung sind wir der Meinung, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit beider Nicht-Ausgangsszenarien geringer ist als in den letzten 2-3 Jahren.

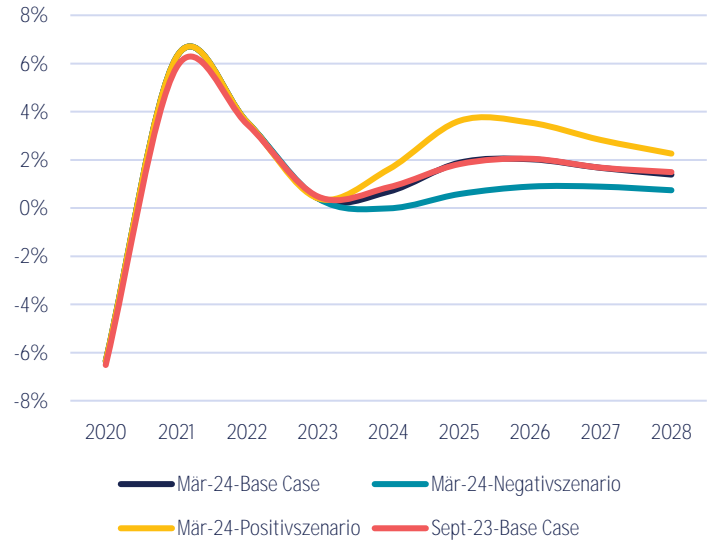
### FALLENDE INFLATION DÜRFTE FÜR ZINSENKUNGEN SORGEN

- Im März 24 sank die Kerninflation in der Eurozone (EZ) stärker als allgemein erwartet auf 2,4%. Ein ähnliches Muster weisen – wenngleich mit Verzögerung – die UK-Daten im Jahresvergleich auf. Hier lag die Inflationsrate im Februar 2024 bei 3,4%.
- Laut Oxford Economics (OE) liegt der Inflationsrückgang in der EZ und UK 2024 mit 1,9% bzw. 2,2% nahezu auf dem Zielinflationsniveau der Zentralbanken von 2,0%.
- Ausgehend von einer Stabilisierung der Inflationsraten um die Zielmarke herum, rechnet OE mit einer Konsolidierung der EZB-Leitzinsen bei 2,0% vor Jahresende 2025, gefolgt von den BoE-Leitzinsen vor Jahresende 2027. Damit liegen die OE-Prognosen über unserem Ausblick zum Jahresende vom September 2023.
- Geopolitische Unsicherheiten bestehen weiterhin und könnten sich auf Wachstum und Inflation auswirken. Um die möglichen künftigen Konsequenzen abzubilden, nimmt unser Negativszenario ein geringeres Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflationsrate an, während unser Positivszenario vom Gegenteil ausgeht.
- Anleger folgten bei der Bewertung von 10-Jahres-Staatsanleiherenditen in der Regel diesen erwarteten Leitzinssenkungen.

### DIE RÜCKKEHR DER STAATSANLEIHERENDITEN

- Die durchschnittlichen 10-Jahres-Staatsanleiherenditen unserer 20 europäischen Länder dürften bereits Ende 2023 mit 3,5% ihren Höchststand erreicht haben.
- Dies ist kein erschreckend hohes Niveau und liegt in der Tat nahe am 3,4% Durchschnitt vor der Pandemie 20 Jahre.
- Mit Blick in die Zukunft zeigen jüngste OE-Prognosen einen allmählichen Rückgang der Staatsanleiherenditen bis 2028 auf 2,9%. Damit liegt OE 40 Basispunkte über seiner Sept-23-Prognose von 2,5% für 2028.
- Da mit einer Stabilisierung der Inflation bei 2% p.a. gerechnet wird, ist dies ein unerwartetes Ergebnis, das wir später näher beleuchten.
- In unserem Negativszenario liegen die Staatsanleiherenditen 2025 in der Spitze bei 4,0% Basispunkten. Im Positivszenario wurde der Höchststand mit 3,5% bereits zum Jahresende 2023 erreicht.
- Aufgrund der hohen historischen Korrelation zwischen Staatsanleiherenditen und 5-Jahres-Swap-Sätzen ist mit Auswirkungen auf die Fremdkapitalkosten der Immobilienanleger zu rechnen.
- Vor diesem Hintergrund gehen wir nun davon aus, dass die Fremdkapitalkosten in der EZ in Q1 2024 bei knapp über 4,5% ihren Höchststand erreichen und sich um die Jahresmitte 2025 bei 4,25% stabilisieren werden – gegenüber 3,5% in unserem früheren Nov-23-Ausblick für 2024.

BIP-WACHSTUM EUROPA (IN % PER ANNUM, 2005=100) EUROPÄISCHER 20-LÄNDER-DURCHSCHNITT



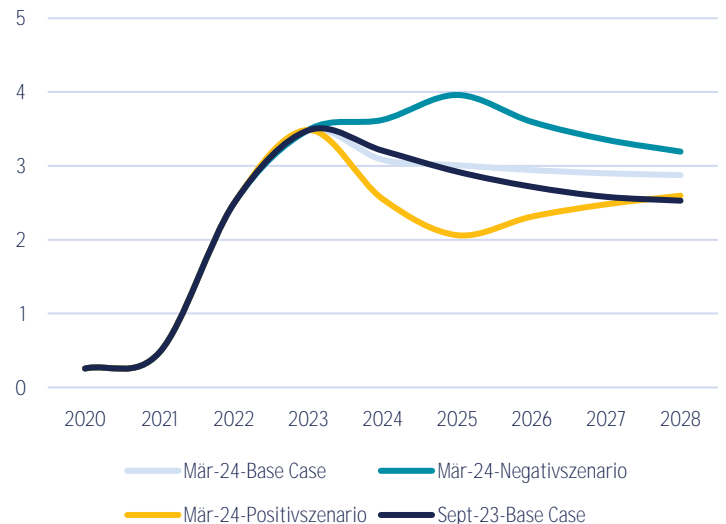
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

EZB- & BOE-LEITZINSEN & -PROGNOSE, (2018-29, in %)



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

10-JAHRES-STAATSANLEIHERENDITEN (EUROPÄISCHER DURCHSCHNITT IN 20 LÄNDERN 2000-28, in %)



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

## WIRTSCHAFTLICHER HINTERGRUND: TRÄGE IMMOBILIENRENDITEN NEHMEN WIEDER FAHRT AUF

### HÖHERE NEUTRALE ZINS PROGNOSEN LASSEN ANLEIHERENDITEN 2028 STEIGEN

- Um den Anstieg der von OE prognostizierten Anleiherenditen um 40 Basispunkte zum Jahresende 2028 zu erklären, müssen wir die langfristigen OE-Prognosen für den neutralen Zinssatz in der Eurozone berücksichtigen.
- Der neutrale Zinssatz ist ein geschätzter Zinssatz, wobei langfristiges Angebot an und Nachfrage nach Kapital auf inflationsbereinigter Basis im Gleichgewicht sind.
- Dieser theoretische Satz ist nützlich, da er auf ein nachhaltiges Leitzinsniveau hinwirkt und zudem langfristige Trends zur Bewertung von Staatsanleiherenditen beeinflusst.
- Zu den Treibern neutraler Zinssätze gehören Faktoren, die das gesamte Angebot und Nachfrage nach Kapital verändern, wie demographische Entwicklung, Produktivität, quantitative Lockerung oder Straffung, Staatskredite, Nettoauslandsvermögen und weitere Faktoren.
- Der von OE für 2028 geschätzte aktuelle Zinssatz ist gegenüber der 2021 Schätzung um über 80 Basispunkte gestiegen. Dies hat zu höheren Prognosen für Staatsanleiherenditen zum Jahresende 2028 geführt.
- Den größten Beitrag zu dieser Veränderung leisten veränderte Annahmen zur quantitativen Straffung, während demographische Trends nach wie vor der Hauptgrund für negative Zinssätze sind.

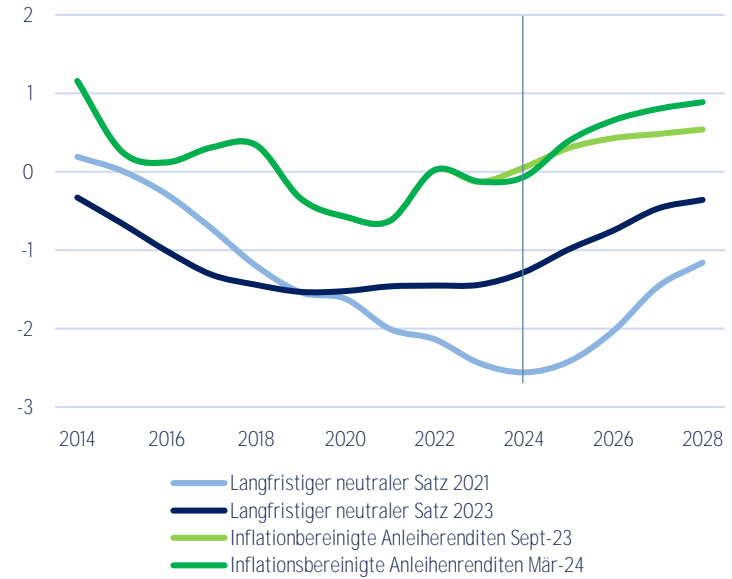
### BEGRENZTE SENSITIVITÄT FÜR HÖHERE ANLEIHERENDITEN IM AKTUELLEN KONJUNKTURZYKLUS

- Staatsanleiherendite-Prognosen sind einer der wichtigsten Makrofaktoren, die unsere Immobilienrendite-Prognosen direkt beeinflussen. Die Auswirkungen sind jedoch möglicherweise nicht von Dauer.
- Um zu prüfen, ob Immobilienrenditen in steigenden oder rückläufigen Marktumgebungen gleich reagieren, stellen wir Sensitivitäten bei tendenziell steigenden durchschnittlichen Anleiherenditen (2021-23) einem ähnlichen 3-Jahres-Zeitraum, in dem sie tendenziell zurückgehen (2017-19), gegenüber.
- In den fünf Sektoren entspricht ein durchschnittlicher Anstieg von 100 Basispunkten bei Staatsanleiherenditen einem Anstieg von 33 Basispunkten bei Immobilienrenditen im Zeitraum 2021-23 versus einer Kompression für jede Anleiherendite-Kompression von 100 Basispunkten im Zeitraum 2017-19.
- Das bedeutet, Immobilienrenditen reagierten bei einem Anstieg der Staatsanleiherenditen (2021-23) träger als bei deren Kompression (2017-19).
- Unterschiede zwischen den Sektoren zeigen eine höhere Sensitivität für Büro- und Wohnrenditen und eine geringere für Einkaufszentren mit höheren Erträgen.

### VERBESSERUNG DES SPREADS VON IMMOBILIENRENDITEN

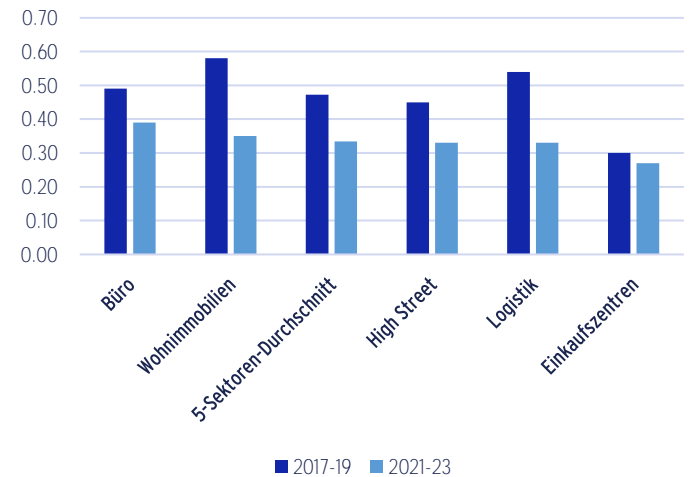
- Ertragsorientierte Anleger werden Immobilienrenditen im Verhältnis zu Staatsanleihen wie auch zu renditestarken (RS) und Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) prüfen.
- Betrachten wir die Daten der Grafik für Q1 2024, verzeichneten Immobilienrenditen im Quartalsvergleich eine Ausweitung von 10 Basispunkten. Anleiherenditen erfuhren demgegenüber (je nach dem verwendeten Index) eine Verengung um 30 - 100 Basispunkte.
- Das heißt, der Spread von Immobilienrenditen hat sich im letzten Quartal gegenüber Staatsanleihe- und IG-Unternehmensanleiherenditen um 40-60 Basispunkte und gegenüber RS-Anleihen um 110 Basispunkten verbessert.
- Trotz dieser jüngsten Verbesserung werden Anleger aber offenbar nicht zu den im Zeitraum 2014-21 verzeichneten Spreads zurückkehren.
- Ein ausschließlich anhand der Rendite durchgeführter Vergleich ist nur begrenzt anwendbar, da Immobilien bei der Kapitalwerterhöhung eine gute Erfolgsbilanz aufweisen.
- Anleiherinvestoren werden - insbesondere wenn sie Anleihen bis zur Endfälligkeit halten - vermutlich keine stetige Kapitalwerterhöhung verzeichnen.

### LANGFRISTIGER NEUTRALER ZINSSATZ & INFLATIONSBEREINIGTE STAATSANLEIHERENDITE IN DER EZ, IN %



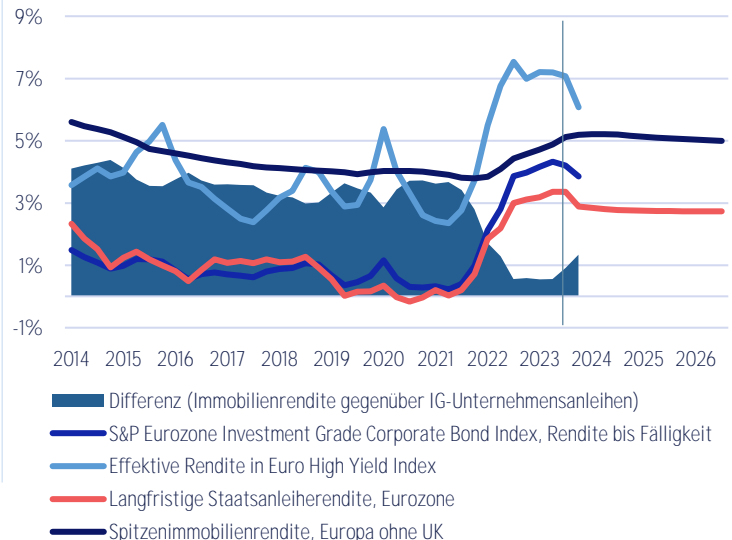
Quellen: Oxford Economics und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

### REGRESSIONSKOEFFIZIENTEN VON SPITZENIMMOBILIEN AUF STAATSANLEIHERENDITEN



Quellen: AEW Research & Strategy, Oxford Economics, S&P, FRED, Stand Q1 2024

### IMMOBILIEN-, UNTERNEHMENSANLEIHE- UND STAATSANLEIHERENDITEN (IN %)



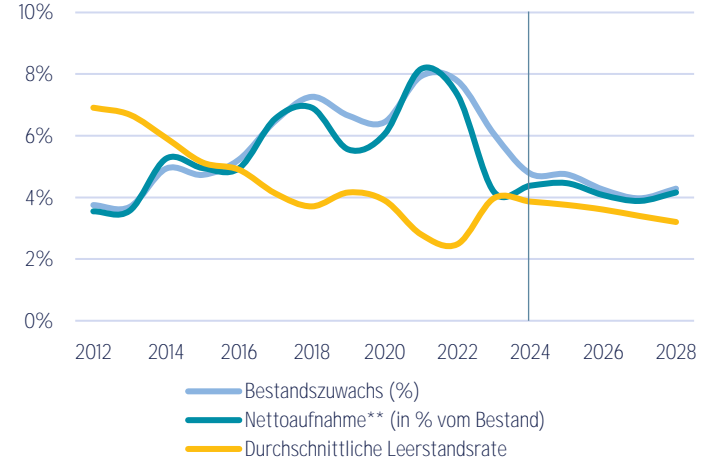
Quellen: AEW Research & Strategy, Oxford Economics, S&P, FRED, Stand Q1 2024

# MARKTÜBERSICHT - LOGISTIK & BÜRO: TYPISCHE ÜBERREAKTION DES MARKTS

## LEERSTÄNDE BEI LOGISTIKFLÄCHEN GEGENÜBER 2023 (4%) RÜCKLÄUFIG

- Im Logistiksektor kehrt der Flächenumsatz in Kontinentaleuropa nach hohen Niveaus von 25 Millionen m<sup>2</sup> in den Jahren 2021 - 2023 flächendeckend zu den niedrigeren vorpandemischen Niveaus von rund 20 Millionen m<sup>2</sup> zurück.
- Im Zeitraum 2021-22 wurden die Flächenumsätze durch den florierenden Onlinehandel während der Pandemie angekurbelt.
- Das Neufächenangebot reagierte auf die hohe Nachfrage - 2023 stieg der Anteil der spekulativen Bauvorhaben an den im Bau befindlichen Flächen auf nahezu 50%.
- Mit der Kombination aus wachsendem Angebot und geringfügig nachlassender Nachfrage stieg die durchschnittliche Leerstandsrate im europäischen Logistiksektor 2023 auf 4% gegenüber 2,5% im Vorjahr.
- 2022-23 mussten allerdings zahlreiche Logistik-Bauunternehmer bei steigenden Bau-, Personal- und Finanzierungskosten und gleichzeitig sinkenden Logistik-Kapitalwerten um ihre Rentabilität bangen.
- Bei erneut anziehendem Neufächenangebot dürften die Leerstandsraten bis 2028 allmählich auf 3,2 % sinken, da die Nettoaufnahme voraussichtlich das niedrige Niveau künftiger Fertigstellungen ausgleichen wird.

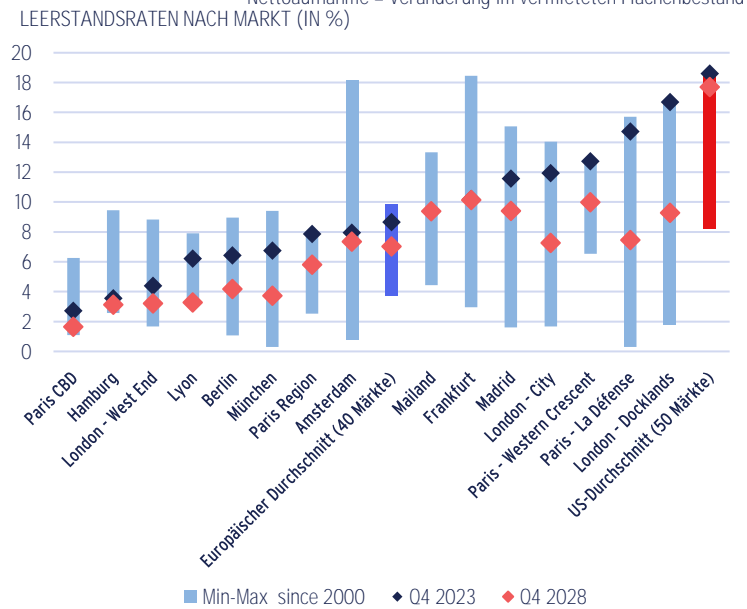
## NETTOAUFNAHME, BESTANDSZUWACHS UND LEERSTANDSRATEN IM EUROPÄISCHEN LOGISTIKSEKTOR



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024  
 \* Deutschland, Frankreich, UK, Polen, Niederlande, Tschechische Republik, Italien, Spanien, Belgien  
 \*\* Nettoaufnahme = Veränderung im vermieteten Flächenbestand

## AUCH IM BÜROMARKT WIRD EIN RÜCKGANG DER LEERSTANDSRATEN ERWARTET

- Infolge des Remote Work-Trends ist die Nachfrage nach Büroflächen nach der Corona-Krise eingebrochen. Der Trend geht zur Anmietung kleinerer und qualitativ hochwertigerer Flächen und zu Zusammenschlüssen in wenigen zentral gelegenen Büros.
- In Europa liegt die durchschnittliche Leerstandsrate von 40 europäischen Märkten nach wie vor bei akzeptablen 9%.
- Dies entspricht einem Anstieg von 285 Basispunkten gegenüber vorpandemischen Niveaus, bewegt sich jedoch weiterhin im historischen Durchschnitt (8% seit 2000).
- Die USA sieht demgegenüber deutlich höhere Leerstandsraten von 19%.
- Die Zweiteilung des europäischen Büromarkts hat sich seit der Corona-Krise verschärft. Veranschaulicht wird dies durch höhere Leerstandsrate in Randgebieten wie den Docklands in London und Paris La Défense.
- Mit 4,4% bzw. 2,5% weisen zentral gelegene und gut erreichbare Teilmärkte wie Londoner West End und Paris CBD weit niedrigere Leerstandsrate auf.
- In den nächsten fünf Jahren erwarten wir einen Rückgang der Leerstandsrate um durchschnittlich 160 Basispunkte. Auch in den Ausnahmestädten (Mailand & Frankfurt) dürften die Leerstandsrate stabil bleiben.

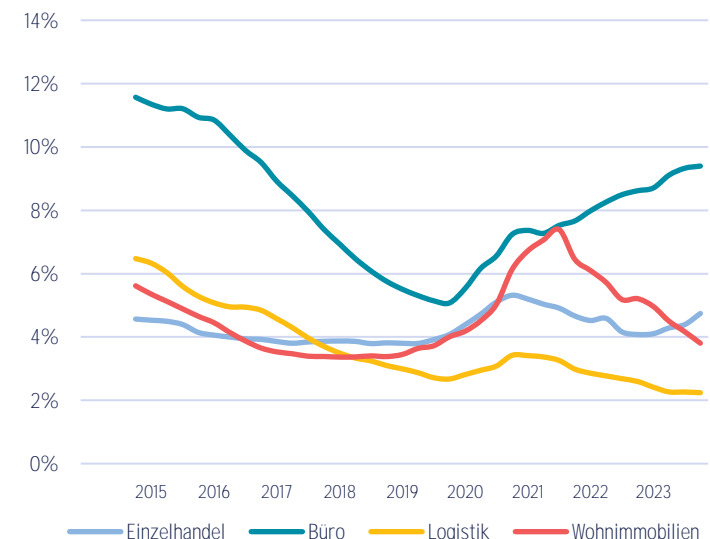


Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## BÜROSEKTOR VERZEICHNET HÖCHSTEN ANSTIEG DER LEERSTANDSRATEN

- Sektorübergreifende Leerstandsrate für Europa, die nicht alle über Makler bereitgestellt werden, können über den INREV-Index auf Asset-Ebene (ALI) bezogen werden, der die Performance von Immobilien-Portfolios institutioneller Anleger seit 2014 zeigt.
- Nach Ausschluss der in Entwicklung oder Sanierung befindlichen Immobilien weist der Bürosektor mit 9% die höchste ALI-Leerstandsrate auf. Im Bürosektor wird die größte Leerstandsrate seit der Corona-Pandemie verzeichnet.
- Vor der Pandemie Ende 2019 lag die Büro-Leerstandsrate bei 5%. Bemerkenswert ist auch, dass der Büro-Leerstand in 2014 bei nahezu 12% lag.
- Die niedrig erscheinende Leerstandsrate im Einzelhandel spiegelt vor allem die hohe Selektivität institutioneller Anleger wider.
- Bei Wohnimmobilien liegt der Leerstand derzeit unter 4%. Während der Corona-Lockdowns war der Sektor jedoch aufgrund des Auszugs der Mieter von einem starken Anstieg der Leerstandsrate betroffen.
- Am niedrigsten von allen Sektoren ist die Leerstandsrate im Logistiksektor. Nach stetigem Rückgang seit Beginn des Index 2014 liegt er derzeit bei 2,4%.

## LEERSTANDSRATEN NACH SEKTOR AUF BASIS DES INREV-INDEX AUF ASSET-EBENE (ALI) (IN %) - NUR STABILISIERTE IMMOBILIEN



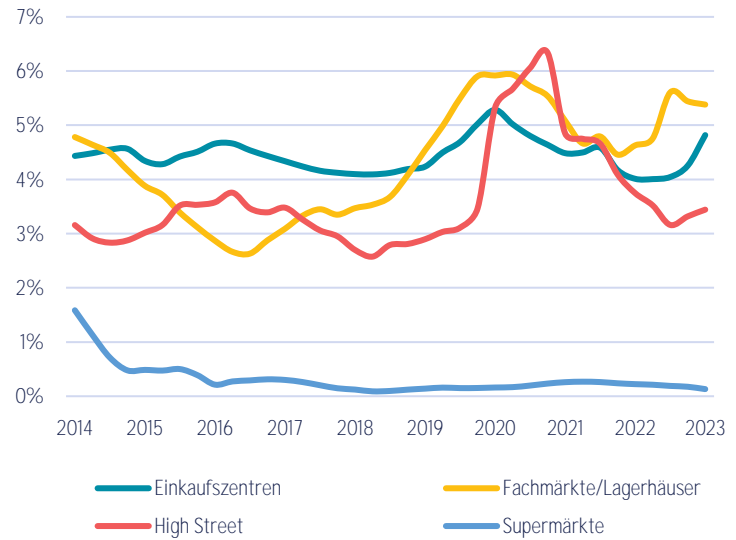
Quellen: INREV, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

# MARKTÜBERSICHT - HÖCHSTER MIETZUWACHS IM LOGISTIK- & WOHNIMMOBILIENSEKTOR

## QUALITATIV HOCHWERTIGE INSTITUTIONELLE EINZELHANDELS-TEILSEKTOREN VERZEICHNEN NIEDRIGE LEERSTANDSRATEN

- Der Einzelhandel litt in den letzten zehn Jahren unter der niedrigen Flächennachfrage der Einzelhändler, die durch Online-Shopping und in jüngster Zeit die inflationsbedingt reduzierte Verbraucherkaufkraft gebremst wurde.
- Trotz dieser Herausforderungen lagen die vom INREV-Index auf Asset-Ebene (ALI) (der über 1.000 Immobilien erfasst) ausgewiesenen Leerstandsdaten für alle Einzelhandels-Teilsektoren zwischen 3% und 6%.
- Seit 2014 blieben die ausgewiesenen Leerstandsdaten - außer während der Corona-Pandemie 2020-21 - relativ niedrig und stabil.
- Die niedrigen Raten spiegeln möglicherweise nicht hinreichend die Bedingungen des gesamten Einzelhandelsmarkts wider, da der ALI-Index hochwertige institutionelle Qualitätsimmobilien erfasst.
- Unterschiede zwischen den Leerstandsdaten in Einkaufszentren, Fachmärkten und im High Street Einzelhandel sind überraschend gering. Supermärkte profitieren, wie erwartet, von nahezu 100%igen Vermietungsständen.
- Die ALI-Daten belegen, dass die Spitze der Leerstandsrate im High Street-Einzelhandel von über 6% während der Corona-Krise von kurzer Dauer war.

LEERSTANDSRATEN NACH EINZELHANDELSSEGMENT AUF BASIS DES INREV-INDEX AUF ASSET-EBENE (IN %)

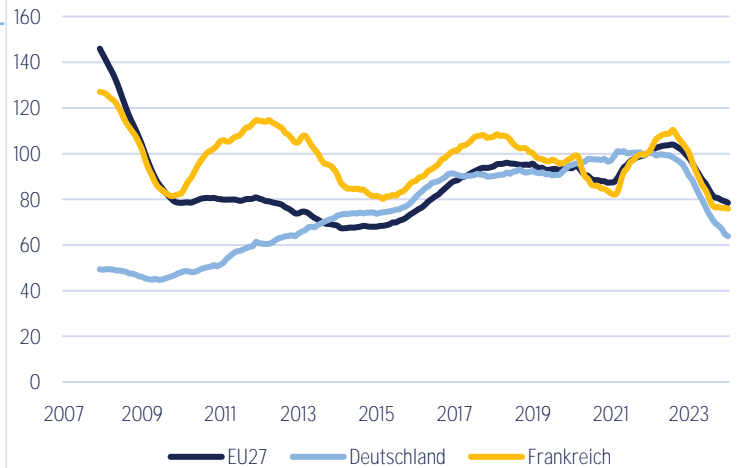


Quellen: INREV und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## NIEDRIGES ANGEBOT NEUER WOHNIMMOBILIEN BEI ANGESpanNTER RENTABILITÄT DER BAUUNTERNEHMEN

- Trotz der jüngsten Dämpfung der Baukosten kämpfen Bauunternehmer am Wohnimmobilienmarkt nach wie vor mit hohen Kapitalkosten und niedrigen Verkaufspreisen, die neue Bauvorhaben unrentabel machen.
- Infolgedessen trocknet die Angebotspipeline für Neubauten an den großen europäischen Märkten aus. Die Zahl der Wohnungsbauanträge in den EU-27 - eine wichtige Kennzahl für künftige Bauvorhaben - ging 2023 deutlich zurück.
- Aber auch diese Baugenehmigungen müssen nicht zwangsläufig zu neuen Wohnungsbauvorhaben führen, da zahlreiche Bauunternehmer insbesondere in Deutschland, wo der Markt stärker fragmentiert ist, vor finanziellen Problemen stehen.
- Sind diese Einflussfaktoren von Dauer, dürfte es kurzfristig keine Erholung bei den Neufächenangeboten geben. In Städten mit bereits knappem Angebot wird dies zu einer weiteren Anspannung und weiteren Erhöhung der Marktmieten führen.

WOHNUNGSBAUGENEHMIGUNGSINDEX (GLEITENDER 12-MONATS-DURCHSCHNITT) 2021 = 100

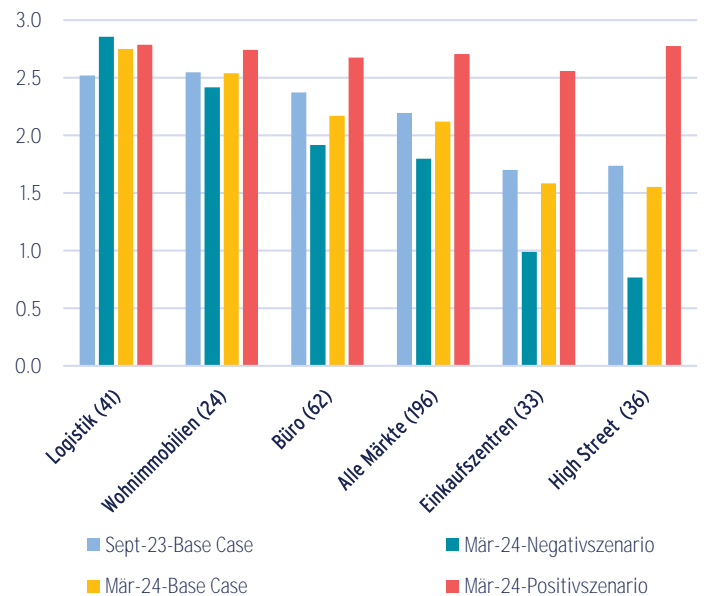


Quellen: Eurostat, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## WENIG ANGEBOT & MODERATES WACHSTUM KURBELT SPITZENMIETEN AN

- Unsere jüngste Base Case Prognose für Spitzenmietzuwächse liegt im Zeitraum 2024-28 bei 2,1% p.a. Dies entspricht einer leichten Herabstufung gegenüber dem Base Case von Sept-23 von 2,2%.
- Die Logistik- und Wohnimmobilien-Sektoren 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 2,7% p.a.
- Für die Sektoren Einkaufszentren und High-Street-Einzelhandel gehen wir im Zeitraum 2024-28 von einem unterdurchschnittlichen Zuwachs von 1,6% p.a. aus.
- Insbesondere für den Bürosektor muss darauf hingewiesen werden, dass unsere Prognosen sich ausschließlich auf Spitzenmieten beziehen. Die Mieten für zahlreiche zweitklassige Immobilien stehen unter Druck und dürften keine Zuwächse verzeichnen.
- Zahlreiche expandierende Mieter bevorzugen moderne Flächen in energieeffizienten Gebäuden. Gleichzeitig wissen immer mehr Anleger um die schwachen bis negativen Mietzuwachsaussichten zahlreicher Standardimmobilien.

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



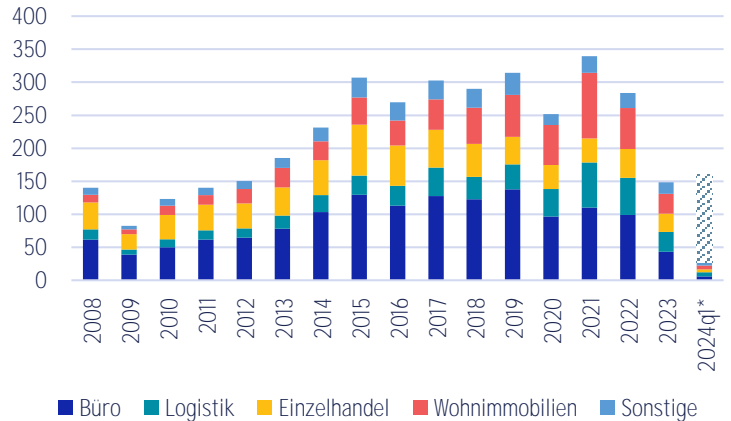
Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## MARKTAUSBLICK – ERHOLUNG BEREITS GREIFBAR, ABER VIELLEICHT VERFRÜHT

### 2023 HALBIERTEN SICH DIE INVESTITIONSVOLUMEN BEI GLEICHBLEIBENDEN DIFFERENZEN ZWISCHEN VERKAUFS- UND KAUFANGEBOTEN

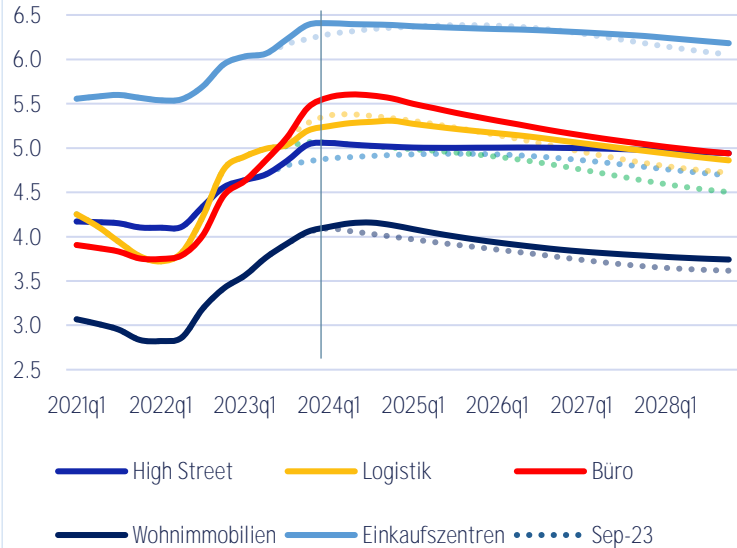
- Mit 150 Mrd. € liegt das Investitionsvolumen im Gesamtjahr 2023 bei den wichtigen Immobilientypen knapp über der Hälfte des Gesamtjahresvolumens 2022 und über unserer Nov-23-Schätzung von 140 Mrd. €.
- Für 2024 prognostizieren wir ein Investitionsvolumen von 160 Mrd. €.
- Die Differenzen zwischen Verkaufs- und Kaufangeboten bleiben – vor allem im Bürosektor – hoch, auch wenn die Preisanpassungen steiler und rascher kam als erwartet.
- Während die Kreditgeber auf eine Refinanzierung drängen und Fonds-Anleger um Rückkauf bemüht sind, werden zahlreiche Abschlüsse zu Preisen unterhalb der ursprünglichen Mindestpreise der meisten Verkäufer getätigt.
- Da das Jahr 2023 für Aktien und Anleihen anders als für Immobilien ein relativ gutes Jahr war, rechnen wir mit einer Umkehr des Nennereffekts, da Immobilienanlagen unter die Zielwerte der Anleger gefallen sind. Demnach könnten Anleger neue Investitionen tätigen, um den Zielwert zu erreichen.

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



Quellen: MSCI/RCA und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

DURCHSCHNITTLICHE SPITZENRENDITEN IN EUROPA NACH IMMOBILIENSEKTOR – BASE CASE (in %)



Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

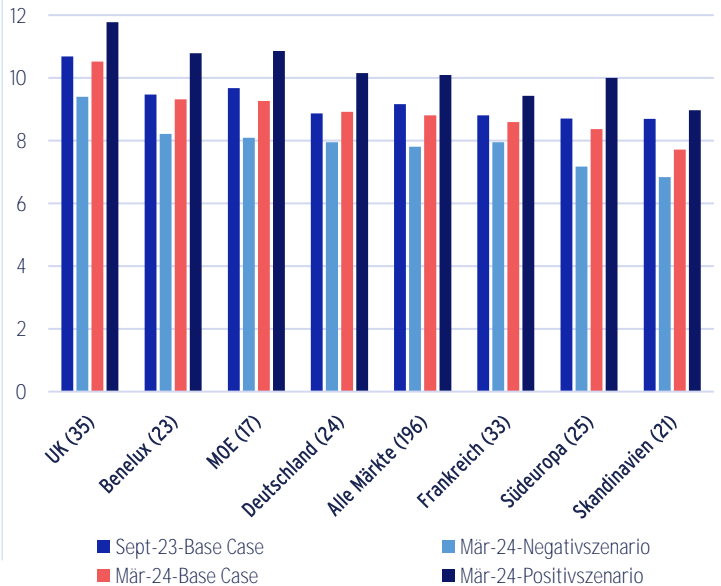
### VERENGUNG DER SPITZENRENDITEN IN DER 2. JAHRESHÄLFTE 2024

- Höhere Swap- und Zinssätze trieben die Spitzen-Immobilienrenditen deutlicher und länger in die Höhe als zunächst erwartet.
- Die deutlichste Ausweitung der Spitzenrenditen dürfte der Bürosektor mit durchschnittlich 180 Basispunkten bis Jahresmitte verzeichnen, dicht gefolgt vom Logistik- und Wohnimmobiliensektor mit 150 bzw. 140 Basispunkten.
- Bei Einkaufszentren dürften die Spitzenrenditen mit insgesamt 200 Basispunkten seit 2018 eine etwas größere Ausweitung erfahren. Im High Street-Einzelhandel dürfte die Ausweitung der Spitzenrenditen um die Jahreshälfte 2024 bei 160 Basispunkten liegen.
- Angesichts dieser erwarteten Preisanpassungen bis Jahresmitte 2024 und unserer Base Case Prognosen für niedrigere Staatsanleiherenditen rechnen wir derzeit mit einem Anstieg der Spitzenrenditen in Nicht-Einzelhandelssektoren im nächsten Fünfjahreszeitraum um 20 bis 65 Basispunkte.
- So werden sich die Spitzenrenditen im Bürosektor voraussichtlich in den nächsten fünf Jahren gegenüber der Jahresmitte 2024 um 65 Basispunkte verengen, wiederum gefolgt vom Logistik- und Wohnimmobiliensektor mit knapp unter bzw. über 40 Basispunkten.
- Zu beachten ist hier, dass die Renditeverengung für Spitzenbüros Anlegerpräferenzen widerspiegeln, die sich aller Wahrscheinlichkeit nach nicht auf die Renditen für Standardimmobilien übertragen lassen.

### UK IN FÜHRUNG BEI PROGNOSTIZIERTEN GESAMTRENDITEN

- Wie beschrieben liegt die durchschnittliche Gesamtrendite in unserem Base Case an allen Märkten im Zeitraum 2024-2028 bei geschätzten 8,8% p.a..
- Auch hier dürften die UK-Märkte mit 10,5% p.a. die höchsten durchschnittlichen Gesamtrenditen erzielen. Zurückzuführen ist dies vermutlich auf höhere aktuelle Renditen und eine deutlicher als in anderen Ländern ausfallende Renditekompression.
- Mit einer prognostizierten Rendite von 9,3% p.a., die auf eine deutliche Renditekompression zurückzuführen ist, belegen die Benelux-Märkte den zweiten Platz.
- Trotz relativ guter Mietzuwachsprognosen dürften die südeuropäischen Märkte eine moderate durchschnittliche Renditekompression verzeichnen. Mit einer noch immer soliden Rendite von 8,4% p.a. bleiben sie hinter den anderen Märkten zurück.
- Die MOE-Märkte kommen hauptsächlich aufgrund ihrer hohen Zahl von Logistikmärkten und höherer Mietzuwächse als andere Länder in unseren Gesamtrenditeprognosen auf den dritten Platz.
- Sowohl Deutschland als auch Frankreich liegen nahezu im Rahmen der prognostizierten durchschnittlichen europäischen Spitzenrenditen. Unsere Renditen basieren auf CBRE-Premiumdaten, nicht auf Bewertungen, die etwas verzögert verfügbar sein können.
- Da die Anleger nach wie vor mit Wertberichtigungen rechnen müssen, zögern viele noch, eine bevorstehende Erholung anzunehmen.

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



Quellen: AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024



# MARKTAUSBLICK – SPITZENBÜROSEKTOR TROTZ STIMMUNGSTIEF BEI ANLEGERN AN DER SPITZE

## BÜROSEKTOR ÜBERRASCHUNGSSIEGER UNSERER RENDITEPROGNOSEN

- Unsere Spitzenrenditeprognosen waren im Zeitraum 2024-28 mit 8,8% p.a. in allen Sektoren gegenüber unserem Sept-23 Base Case für den Zeitraum (9,2% p.a.) rückläufig.
- Überraschenderweise werden die höchsten Renditeprognosen derzeit mit 9,6% per annum im nächsten 5-Jahres-Zeitraum für die Spitzenbüroimmobilien abgegeben. Zurückzuführen ist dies auf die unerwartet hohe Preisanpassung dieser Märkte zur Jahresmitte 2024 und anhaltende solide Mietzuwachsprognosen.
- Spitzenlogistikmärkte belegen den zweiten Platz mit Renditen von 9,5% p.a. vor dem Hintergrund ihrer weniger deutlichen Preisanpassung, der aktuellen Erträge und Mietzuwachsprognosen.
- Angesichts der großen geopolitischen Ungewissheit sollte beachtet werden, dass unser jüngstes Negativszenario für alle Sektoren Renditen von durchschnittlich 7,8% p.a., unser Positivszenario dagegen 10,1% ausweist.
- Zwei Faktoren sind für unsere Prognosen von Bedeutung. Erstens hat die anhaltend negative Stimmung die Bürorenditen unerwartet stark in die Höhe getrieben. Zweitens wurde die prognostizierte Renditeverengung für das Jahresende 2028 aufgrund jüngster Anleiherenditeprognosen reduziert.

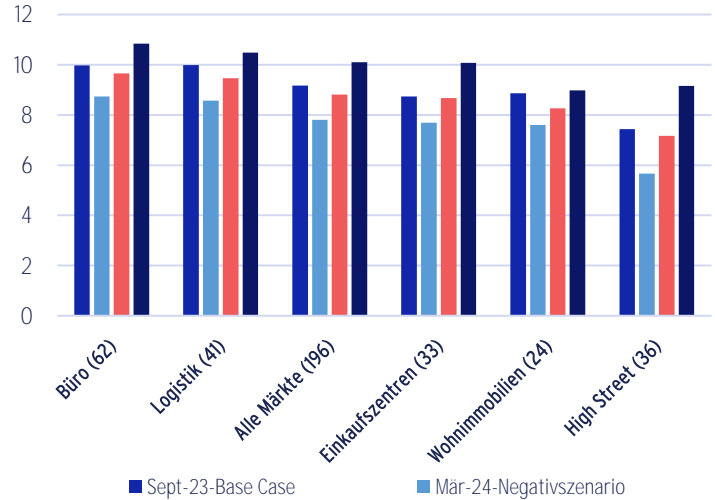
## NACH PREISANPASSUNGEN ERHOLUNG IM BÜROSEKTOR ERWARTET

- Unsere prognostizierten, starken Bürorenditen können anhand eines Vergleichs der Kapitalerträge mit allen übrigen Sektoren im letzten 3-Jahres-Zeitraum und die nächsten zwei Jahre in einen Kontext gesetzt werden.
- Die im aktuellen Konjunkturzyklus prognostizierten kumulativen Kapitalwertverluste liegen für den Bürosektor bei 28% gegenüber 16% der übrigen Sektoren.
- Diese sektoralen Unterschiede zeigen eine Abweichung von den nach der GFK gesehenen Mustern, auch wenn auf das erste Wertberichtigungsjahr im zweiten Jahr – außer im Bürosektor – eine moderate Korrektur folgte.
- Zahlreiche Anleger kämpfen nach wie vor mit anhaltenden Wertverlusten und haben möglicherweise den Eindruck, dass der Zeitpunkt für eine Kapitalwerterholung 2024 noch nicht gekommen ist.
- Da ein Konjunktumschwung nicht ungewöhnlich ist, müssten wir dies vernünftigerweise auch jetzt und auch für den Bürosektor annehmen.
- Unsere jüngsten Base Case Prognosen zeigen im H2 2024 und 2025 im Bürosektor eine etwas deutlichere Erholung.
- Eine exakte Terminierung des Zyklus kann sich bei gleichbleibend großen Differenzen zwischen Verkaufs- und Kaufpreisen und anhaltend negativer Anlegerstimmung insbesondere in Bezug auf den Bürosektor dennoch als schwierig erweisen.

## BÜROSEKTOR BLEIBT BEI INSGESAMT BESSERER STIMMUNG UNTER MANAGERN HINTER ANDEREN SEKTOREN ZURÜCK

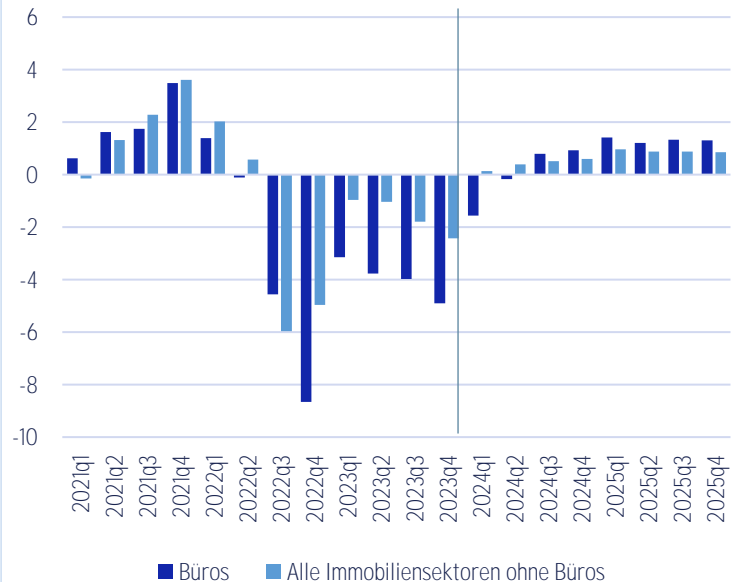
- Zur Abbildung der Managerstimmung stellen wir die historischen Ergebnisse der Quartalsumfrage des IPE Real Assets Expectations Indicator vor, an der auch AEW seit 2018 teilnimmt.
- Der angegebene Netto-Prozentsatz (%) entspricht der Differenz zwischen dem Anteil der Real Estate Asset Manager, die in den nächsten 12 Monaten von steigenden Immobilienwerten und jenen, die von sinkenden Immobilienwerten ausgehen.
- Auf dieser Grundlage bezeichnet der Wert 0 eine neutrale Stimmung in Bezug auf die Performance des Sektors in den nächsten 12 Monaten.
- Die Daten bestätigen die negativen Auswirkungen der Corona-Lockdowns Anfang 2020, die anschließende Erholung und die Auswirkungen der Zinserhöhungen nach Q1 2022.
- Die Anlegerstimmung hat sich seit Q4 2022 in allen wichtigen Sektoren mit der bemerkenswerten Ausnahme des Bürosektors, der zurückbleibt, stetig verbessert.

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



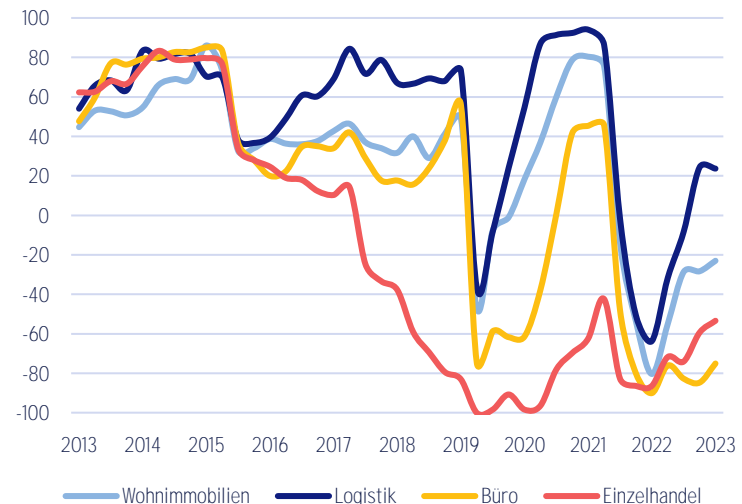
Quellen: CBRE und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

KAPITALWERTVERÄNDERUNGEN IM BÜROSEKTOR VS ALLE SEKTOREN OHNE BÜROSEKTOR (IN % P.A.)



Quellen: AEW Research & Strateg, Stand Q1 2024

KAPITALWERTERWARTUNGEN - STIMMUNG NACH IMMOBILIENTYP (NETTO IN %, UK, DE, FR)



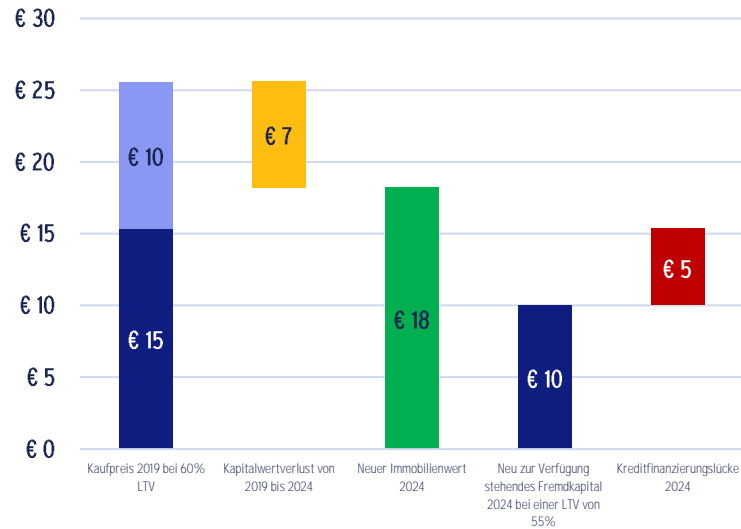
Quellen: IPE und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

# KREDITFINANZIERUNGLÜCKE – REFINANZIERUNGEN BERGEN CHANCEN UND HERAUSFORDERUNGEN

## GRÖSSTE KREDITFINANZIERUNGLÜCKE 2024 IM DEUTSCHEN BÜROSEKTOR

- Unsere Schritt-für-Schritt-Methode zur Bestimmung der Kreditfinanzierungslücke (KFL) wird für 2019 vergebene deutsche Büroimmobilienkredite erläutert:
  1. Die Investitionsvolumen sind um nicht-fremdfinanzierte Investitionen bereinigt.
  2. Beim Kauf im Jahr 2019 wird ein durchschnittlicher LTV von 60% angesetzt.
  3. Der tatsächliche und prognostizierte Kapitalwertverlust im deutschen Bürosektor ergibt ein Minus von -29% zwischen 2019 und 2024.
  4. Das neue Anleihevolumen wird mit einem LTV von 55% vom neuen Wert veranschlagt.
  5. Zur Vermeidung eines Kreditausfalls wird zusätzliches Eigenkapital (oder nachrangige Fremdmittel) benötigt (rot markiert als Kreditfinanzierungslücke).
- Die ungewöhnlich großen Investitionsvolumen im deutschen Bürosektor im Jahr 2019, niedrigere Refinanzierungs-LTVs und ein negativer Kapitalwertzuwachs führen 2024 zu einer KFL von 5,3 Mrd. € in diesem Sektor.
- Tatsächlich lösen die 2019 vergebenen deutschen Büroimmobilienkredite die größte einzelne Länder-Sektor-Lücke in unserer KFL 2024 aus.
- Sie sind nicht in diesem Beispiel berücksichtigt, wir haben jedoch angenommen, dass Kredite mit einer KFL, die 2023 fällig werden, bis 2024 und 2025 verlängert werden.

Schritt-für-Schritt-Schätzung der Kreditfinanzierungslücke für alle 2019-Kredite, die durch deutsche Büroimmobilientransaktionen in Mrd. Euro gesichert sind (dunkelblau = Schulden, Hellblau = Eigenkapital, gelb = Wertverlust, grün = Vermögenswert, rot = KFL)

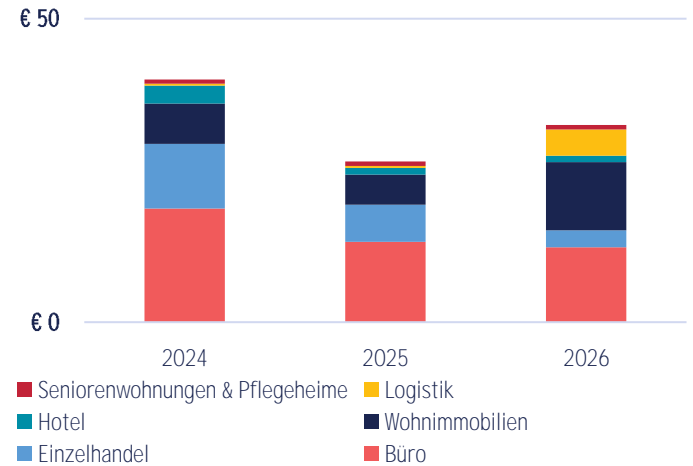


Quelle: AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## GRÖSSTE KFL-HERAUSFORDERUNGEN MIT BÜROIMMOBILIENKREDITEN

- Laut unserer aktuellen Kapitalwertdaten und -Prognosen liegt die europäische KFL in unserer 20-Länder-Gruppe sektorübergreifend bei 98,9 Mrd. € gegenüber 90,3 Mrd. € in unserem Nov-23-Ausblick.
- Dieser Anstieg unserer Gesamt-KFL ist auf unerwartet hohe Kapitalwertverluste im 2. Halbjahr 2023 und unsere neuen Kapitalzuwachsprognosen zurückzuführen.
- Anhand neuer Markt-Feedbacks haben wir durch gleichmäßige Verteilung der KFL des Kreditjahrgangs 2018 auf die Jahre 2024 und 2025 zudem bei unseren Annahmen eine Feinabstimmung vorgenommen.
- Über 45% unserer neuen KFL entfallen auf durch Büroimmobilien besicherte Kredite, gefolgt von Wohnungimmobilienkrediten mit 23% und Einzelhandelskrediten mit einem Anteil von 20% an der Gesamt-KFL.
- Zurückzuführen ist der hohe Büro-Anteil an der Gesamt-KFL vor allem auf größere Investitionsvolumen im Bürosektor und eine gegenüber anderen Sektoren entsprechend größere Renditeausweitung.
- Auch hier stellen wir bei unserer geschätzten KFL für 2025 entsprechend dem von Corona betroffenen Kreditjahrgang 2020 einen Rückgang fest.

## KREDITFINANZIERUNGLÜCKE NACH SEKTOR UND LAUFZEIT IN MRD. EURO

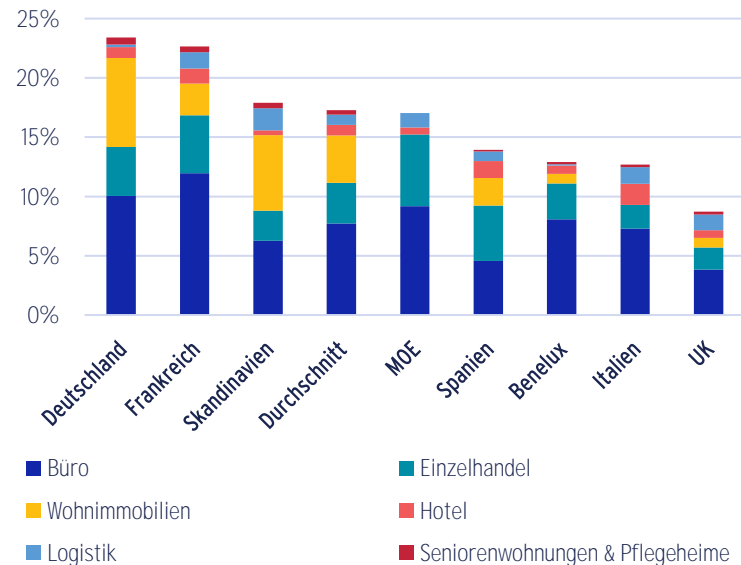


Quellen: RCA und AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## GRÖSSTE HERAUSFORDERUNG IN % DER KREDITVERGABEN IN DEUTSCHLAND

- Wir stellen die absolute KFL in einen sinnvollen relativen Kontext, indem wir die KFL jedes Landes als Anteil ihrer vergebenen Kreditvolumen abbilden.
- Der durchschnittliche Anteil aller unserer 20 europäischen Länder liegt bei 17% gegenüber 16% in unseren Nov-23-Analysen.
- Diese gesamteuropäische relative KFL von 17% zeigt, dass ein Sechstel der vergebenen Kreditvolumen am Ende der Laufzeit in den nächsten drei Jahren nicht refinanziert werden können.
- Mit 37 Mrd. € entspricht die KFL für deutsche Immobilienkredite 23% aller Kreditvergaben im Zeitraum 2018-21.
- Deutschland besitzt die größte relative KFL unter den 20 untersuchten Ländern, dicht gefolgt von Frankreich.
- In UK liegt die relative KFL übereinstimmend mit früheren Analysen bei niedrigen 9%. Sie könnte auf die Slotting Rules der BoE nach der GFK zurückzuführen sein, die UK-Banken zu einer konservativeren Kreditvergabepolitik zwingt.
- Damit dürften Kreditgeber mit UK-Kreditsicherheiten diese Probleme rascher lösen und die Immobilienmärkte noch vor anderen europäischen Märkten eine Erholung verzeichnen.

## KREDITFINANZIERUNGLÜCKE NACH LAND IN ALLEN SEKTOREN IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE



Quelle: AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

# RELATIVWERTANALYSE: DIE MEISTEN EUROPÄISCHEN MÄRKTE SIND ATTRAKTIV

## RELATIVWERT: POSITIVER SPREAD VON 185 BASISPUNKTEN 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.
- Für die 168 ausgewiesenen europäischen Märkte wird die durchschnittliche RRR mit 6,9% per annum, unsere ERR für den Zeitraum 2024-28 mit 8,7% p.a. veranschlagt.
- Das bedeutet, dass die ERR über einen erheblich positiven Spread von 185 Basispunkten gegenüber der RRR verfügt.
- Unser risikofreier Satz von 3,4% bildet nach wie vor den größten Bestandteil der RRR und ist seit September 2023 kaum gesunken. Er spiegelt die jüngste Stabilisierung der Staatsanleiherenditen.
- Vor diesem Hintergrund sind wir der Auffassung, dass Anleger für Risiken, die sie in den nächsten fünf Jahren an allen europäischen Immobilienmärkten eingehen, ausreichend entschädigt werden.
- Unabhängig davon können wir in unserer Analyse die einzelnen Märkte anhand eines Vergleichs ihrer ERR und RRR als attraktiv, neutral oder weniger attraktiv klassifizieren.

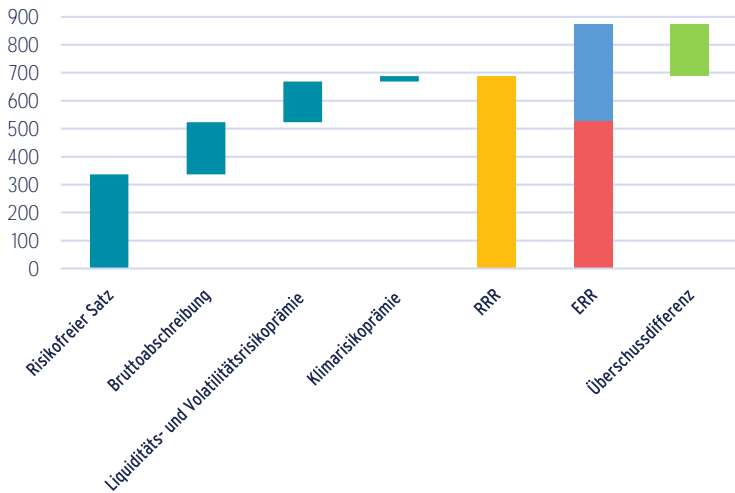
## RELATIVWERT NAHEZU UNBERÜHRT VON LEICHT RÜCKKLÄUFIGER ERR

- Unser positiver Ausblick zum Relativwert im Zeitraum 2024-28 stimmt mit unserer Sept-23-Analyse in unserem Jahresausblick 2024 überein.
- Nachdem die kumulative Preisanpassung für die Gesamtjahre 2022 und 2023 aufgefangen werden konnte, gibt es kaum Veränderungen. Dies ist teilweise der Tatsache geschuldet, dass die RRR um unbedeutende 5 Basispunkte gesunken ist.
- Unser ERR für 2024-28 wird voraussichtlich von 9,1% p.a. im September-23 auf 8,7% im März-24 Base Case aufgrund eines Rückgangs des Kapitalwachstums um 50 Basispunkte im Vergleich zu unserem Sep-23 Basisfall sinken.
- Gleichzeitig hat sich die Ertragskomponente der ERR geringfügig verbessert. Die geringere Kapitalerhöhung wird damit teilweise ausgeglichen.
- Unser Spread ist in unserer aktuellen März 2024 Schätzung von 200 Basispunkten im September 2023 auf 185 Basispunkte gesunken.
- Unsere aktuellen Ergebnisse stimmen mit unserem Jahresausblick 2024 überein. Allerdings werden 2024 etwas weniger Märkte als für Neuerwerbungen als attraktiv klassifiziert.

## LOGISTIKSEKTOR BEHAUPTET SPITZENPOSITION; HIER SIND DIE MEISTEN MÄRKTE ATTRAKTIV

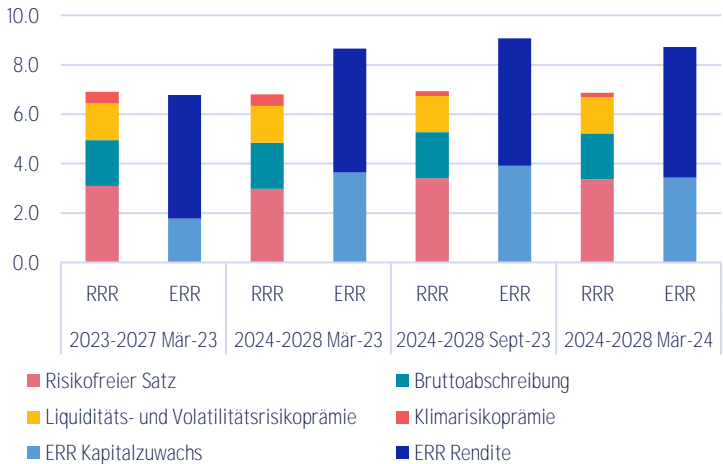
- In unserem Mrz-24 Base Case sollten Anleger die RRR an über 93% der Märkte – gegenüber 97% in unserem Sept-23 Base Case – erzielen bzw. übertreffen.
- Von den 168 untersuchten Märkten sind 101 Märkte (bisher 109) als attraktiv, 55 Märkte als neutral (bisher 54) und lediglich 12 als weniger attraktiv (bisher 5) klassifiziert. Dies zeigt die geringfügigen Veränderungen in den Klassifikationen.
- Der Logistiksektor bleibt beim Relativwert unser Top-Sektor. Mehr als die doppelte Anzahl der Märkte ist hier als attraktiv (25), 12 als neutral und 0 als weniger attraktiv klassifiziert.
- Zweitplatzierte in unserem RelWert-Ranking ist der Wohnimmobiliensektor mit 14 als attraktiv, 10 als neutral und 0 als weniger attraktiv klassifizierten Märkten.
- Lediglich 7% der untersuchten Märkte werden noch als weniger attraktiv klassifiziert. Somit dürfte es insbesondere für Manager, die über frisches Kapital verfügen, deutlich einfacher sein, attraktive individuelle Anlagegeschäfte zu finden.

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



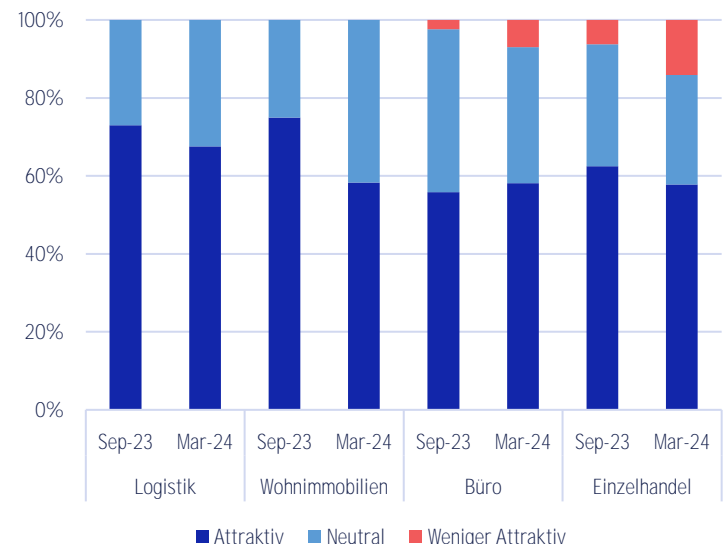
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

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



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT UND SEKTOR - BASE CASE 2024-28



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

## RELATIVWERTANALYSE: DURCHWEG SOLIDE

### DEUTSCHLAND BEHAUPTET SPITZENPOSITION IM LÄNDER-RELWERT-RANKING

- Auf Basis unserer Mär-24-Prognosen sollten Anleger die RRR an über 93% der Märkte – gegenüber 97% im September 2023 – erzielen bzw. übertreffen.
- Aufgrund dieser Kennzahl ist Deutschland mit 21 attraktiven und lediglich 3 neutralen Märkten – bei einem leichten Anstieg gegenüber nur 1 neutralen Markt im September 23 – unser Top Pick im Länder-RelWert-Ranking.
- Demgegenüber ist UK hauptsächlich infolge seiner höheren RRR zurückgefallen, da Prognosen die Anleiherenditen dort längerfristig hoch sehen.
- Benelux und Frankreich können durchweg auf attraktivere Märkte als der europäische Durchschnitt verweisen. Südeuropa, Skandinavien und MOE bleiben dagegen weiterhin hinter dem europäischen Durchschnitt zurück.
- Lediglich 7% unserer Märkte werden auch künftig als weniger attraktiv klassifiziert.

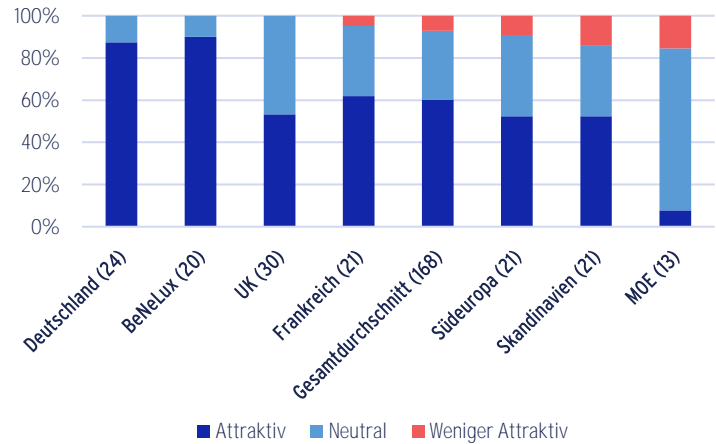
### UMSICHTIGE MARKTAUSWAHL BEI SPREADS ZWISCHEN -6% BIS +8% ZENTRAL

- Hinter sektor- und länderspezifischen Klassifikationen können sich tatsächlich marktspezifische Ergebnisse verbergen, die für die Bewertung relevant sein können.
- Unsere jüngsten Analysen weisen einen breiten Spread zwischen -600 Basispunkten und +800 Basispunkten an unseren 168 Marktsegmenten aus.
- Bei einem durchschnittlichen Spread von nahezu 200 Basispunkten weisen einige Märkte Spreads von nahezu dem Vierfachen, andere wiederum vom Dreifachen des europäischen Durchschnitts auf.
- Das breite Spread-Spektrum individueller Märkte unterstreicht die Unentbehrlichkeit erfahrener Manager, die an diesem Zeitpunkt des Konjunkturzyklus eine kluge Auswahl unter den Teilmärkten (und einzelnen Anlagegeschäften) treffen.
- Zahlreiche Büro- und Einzelhandelsmärkte kommen nach wie vor auf negative Spreads; hier raten wir zu besonderer Vorsicht.
- Wenn wir die Teilmärkte erneut zu einem Land und Immobilientyp zusammenfassen, können wir sie über alle europäischen Kernländer hinweg nach Segmenten einstufen.

### ALLE SEKTOREN IM CORE SEGMENT TOP-TEN-RANKING VERTRETEN

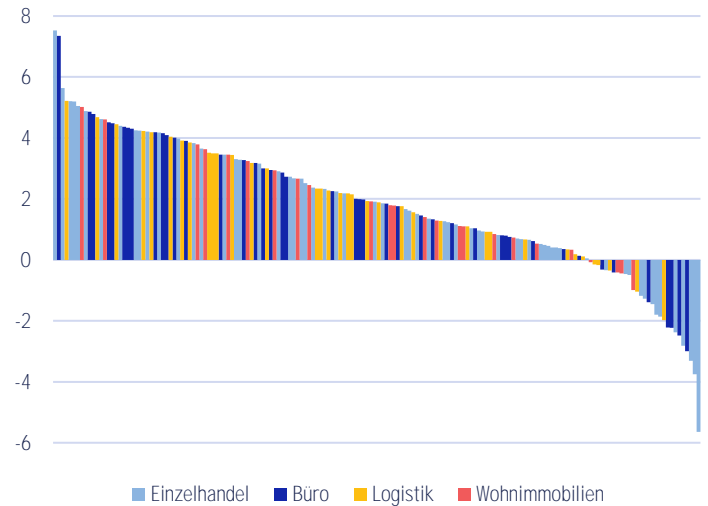
- Erstaunlicherweise enthalten unsere RelWert Spreads auch einige Core Märkte wie erstklassige Einkaufszentren in Belgien, Deutschland und Spanien und High Street-Einzelhandel in Deutschlands Spitzenlagen (Basispunkte von ERR > RRR).
- Die Führung in unserem Core Segment Ranking belegt der UK-Wohnimmobilienmarkt, das Schlusslicht bildet der niederländische Wohnimmobilienmarkt.
- Im Logistiksektor belegen sowohl die spanischen als auch die belgischen Spitzenmärkte einen guten Platz.
- Diesbezüglich bestplatzierte Büromärkte sind die niederländischen und deutschen Märkte mit Spreads von 400 Basispunkten. Sie erreichen damit mehr als das Doppelte des europäischen Durchschnitts von 185 Basispunkten.
- Trotz der Spitzenposition des UK-Wohnimmobilienmarkts in unserer Rangliste, belegt Deutschland mit drei Sektoren die meisten Listenplätze gefolgt von Belgien, Spanien und den Niederlanden mit jeweils zwei Sektoren.

% DER MÄRKTE NACH ATTRAKTIVITÄT UND LAND – BASE CASE 2024-28



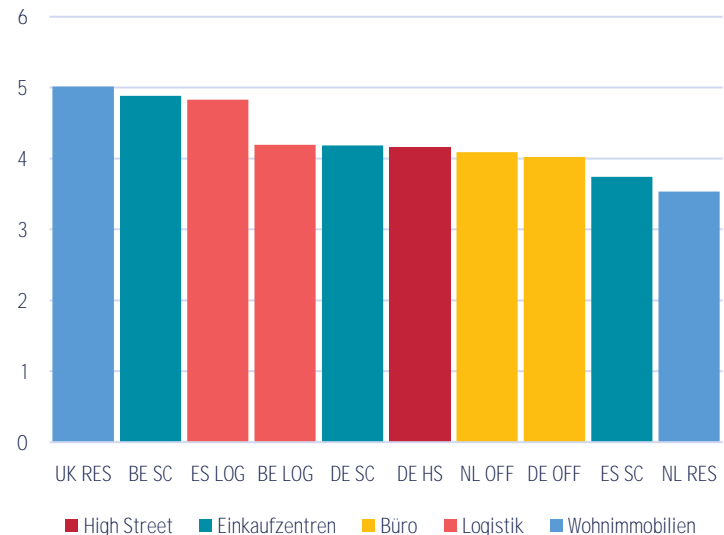
Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

SPREAD ZWISCHEN ERR UND RRR IN DEN LÄNDER-SEKTOR-SEGMENTEN (MÄRZ-24 BASE CASE)



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

TOP 10 DER EINZELNEN CORE SEGMENTE NACH SPREADS ZWISCHEN ERR UND RRR (MÄRZ-24 BASE CASE)



Quellen: CBRE, RCA, INREV, Oxford Economics, OECD, CRREM, AEW Research & Strategy, Stand Q1 2024

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager<sup>1</sup> 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 Natixis 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 an zwölf Standorten 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 20 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



**HANS VRENSEN CFA** <sup>®2</sup>, CRE  
 Head of Research & Strategy  
 Tel. +44 (0)20 7016 4753  
 hans.vrensen@eu.aew.com



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



**ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA** <sup>®2</sup>  
 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  
 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, verschärfte 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.

<sup>1</sup>Quelle: Institutional Real Estate Inc., Global Investment Managers 2023 Special Report  
<sup>2</sup>CFA<sup>®</sup> und Chartered Financial Analyst<sup>®</sup> sind eingetragene Handelsmarken des CFA Institute

