

AEW RESEARCH



EUROPÄISCHE IMMOBILIENKREDITE

GESAMTZINSSÄTZE AUF HISTORISCHEM TIEFSTAND TROTZ HÖHERER MARGEN

Q3 2019

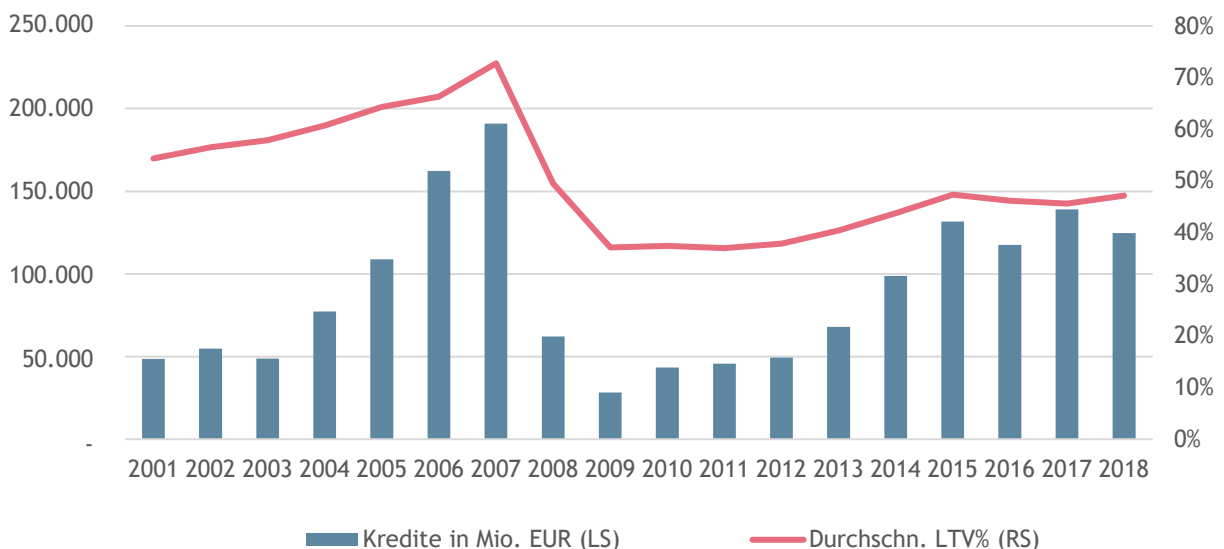
Inhaltsverzeichnis

KURZFASSUNG:	3
ABSCHNITT 1: TRENDANALYSE ZU ZINSSÄTZEN UND LTVs	4
ABSCHNITT 2: ERGEBNISSE DES KREDITMARGEN-MODELLS	5
ABSCHNITT 3: HISTORISCHE AUSFÄLLE UND VERLUSTE	7

SIND DIE PREISE FÜR CRE-KREDITE EFFIZIENT GENUG FÜR ANLEGER?

Eine Analyse der in Europa für Immobilienanleger anfallenden Kreditkosten war bisher aufgrund des Mangels an verfügbaren granularen Kreditdaten stets nur eingeschränkt möglich. Eine Reihe von Umfragen wurde bei Kreditgebern durchgeführt, darunter etwa die Umfrage der UK Cass Business School (ehemalig DeMontfort University), mit der man 1999 begann und welche die Möglichkeit für einige wertvolle Trendanalysen bietet. Zusätzliche Umfragen wurden für Deutschland (IREBS) ins Leben gerufen. Darüber hinaus sind weitere Umfragen in Bezug auf die Kreditvergabe in Frankreich (IEIF) und Spanien (Cass und Universidad de Alicante) vorgesehen. Einige führende Broker veröffentlichen städte- und immobilien-spezifische Daten mit Bezug auf die wichtigsten Kreditkosten, jedoch standen die zugrundeliegenden granularen Kreditdaten bisher nur Zentralbanken und Aufsichtsbehörden (über die AnaCredit Data-Initiative der EZB) zur Verfügung, da sich diese von den vor einigen Jahren begonnenen Stresstests bestehender, ins Ungleichgewicht geratener Kreditbücher der Banken verabschiedeten und nun zur Überwachung aktueller Kreditvergabe- und Refinanzierungsaktivitäten übergegangen sind. In diesem Bericht geben wir einen Einblick in unsere Erstanalysen von Kreditdaten, die sowohl aus internen AEW-Quellen als auch externen Quellen stammen. Ungeachtet der bisweilen signifikanten Unterschiede zwischen einzelnen Krediten und Darlehen richten wir unseren Fokus auf detaillierte Preis- und Risikotrends zu einzelnen Krediten. Damit sollten wir in der Lage sein, eine Antwort auf die folgende Frage zu geben: Werden Kredite für Gewerbeimmobilien (CRE) auf den europäischen Märkten für Anleger effizient bepreist?

JÄHRLICHE KREDITVERGABE FÜR IMMOBILIENKÄUFE MIT SYSTEMWEITEM LTV

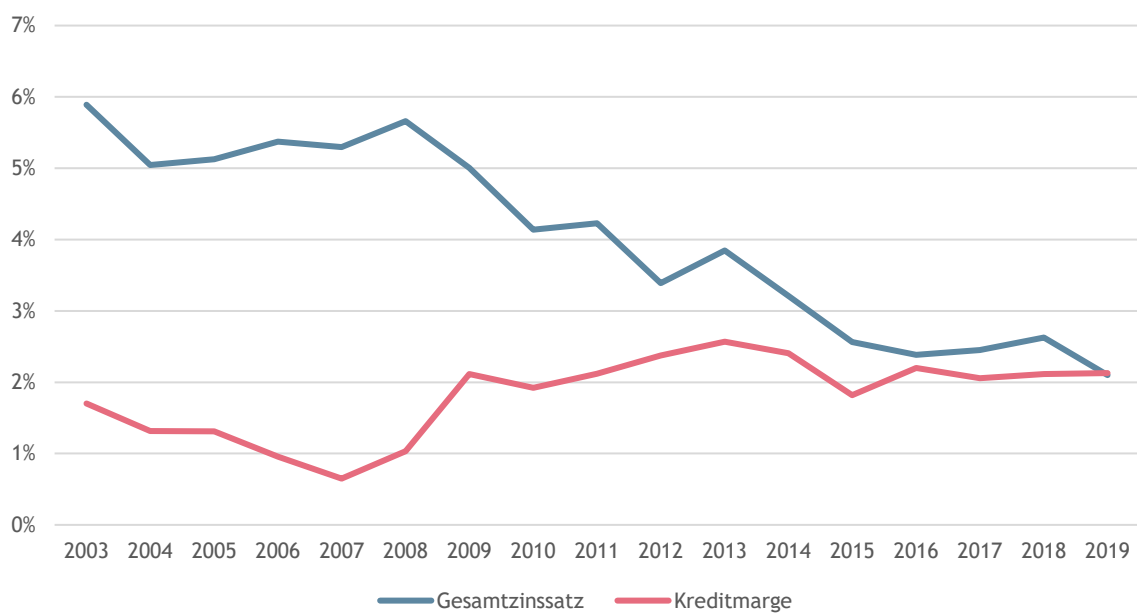


Quellen: AEW, CBRE und RCA

KURZFASSUNG:

- In diesem Bericht werten wir die Gesamtzinssätze und Kreditmargen für Anleger in Gewerbeimmobilien auf den europäischen Märkten aus und verwenden dazu erstmalig granulare Kreditdaten und Schätzungen zu historischen CRE-Kreditausfallquoten.
- Unsere granulare Kreditdatenbank weist eine Reihe interessanter Trends auf:
 - Die Kreditmargen verbleiben auf einem hohen Niveau von ca. 200 Basispunkten (BP), auch wenn es nach dem Höchststand 2013 von 260 BP einen Abwärtstrend gab
 - Der durchschnittliche Gesamtzins für europäische CRE-Kredite befindet sich Stand 2. Quartal 2019 auf einem historischen Tiefstand von 2,1 % p.a
 - Dies ist nur möglich, da sich der 5-Jahres-Swapsatz, genau wie die Renditen auf Anleihen, wider Erwarten auf einem historischen Tief nahe Null befindet
 - Die Gesamtzinsen in Deutschland waren aufgrund der starken Konkurrenz auf dem Kreditmarkt und einer effizienten Finanzierung mithilfe von Pfandbriefen durchgehend niedrig
 - Während sich die Kreditpreise für Handelsimmobilien verteuerten, erhalten Logistikobjekte günstigere Konditionen. Grund dafür ist, dass die Kreditgeber die Preise angesichts der sich verändernden Fundamentaldaten anpassen
- Ungeachtet historisch niedriger Kreditkosten sorgen die Zurückhaltung und Disziplin bei Investmentfonds-Managern und Instituten sowie die aufsichtsbehördlichen Restriktionen für Banken für eine Einschränkung des systemübergreifenden Risikos einer ausufernden Fremdfinanzierung.
- Unser CRE-Kredit-Modell liefert überzeugende Ergebnisse bei der Prognose der Gesamtzinssätze. Dabei werden der LTV, das Vergabebjahr, die Immobilienart sowie die als Sicherheiten verwendeten Standorte als erläuternde Variablen genutzt.
- Angesichts der aktuellen CRE-Kreditpreise sind Kreditgeber in der Lage, mögliche Verluste über ihre Kreditmargen und andere Gebühren auszugleichen, solange diese den historischen Durchschnittswerten entsprechen. Unsere Schätzung aus vorherigen Fällen für historische CRE-Kreditausfälle liegt bei 70 BP p.a. für europäische und bei 93 BP p.a. für britische Banken. Beide liegen höher als die Ausfälle bei durch CMBS besicherten CRE-Krediten von 21 BP p.a. für Europa und 24 BP p.a. für Großbritannien.

GESAMTZINS BEI GEWERBEIMMOBILIEN AUF REKORDTIEF

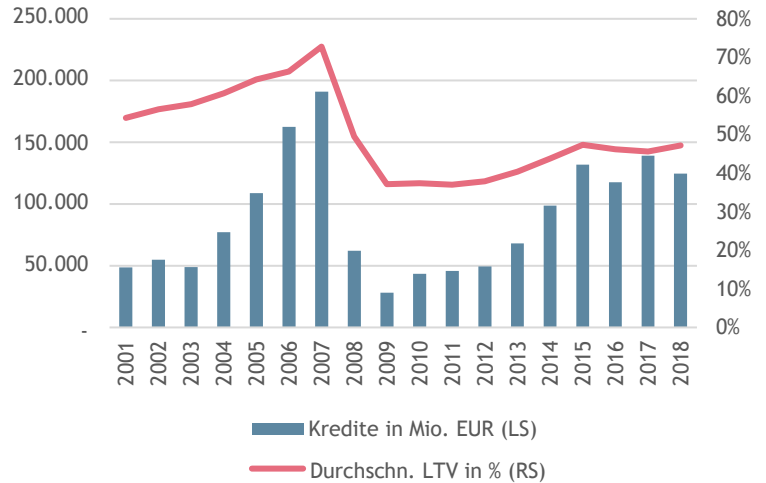


Quellen: AEW, RCA und REC

ABSCHNITT 1: TRENDANALYSE ZU ZINSSÄTZEN UND LTVs

JÄHRLICHE KREDITVERGABE FÜR IMMOBILIENKÄUFE 2018 BEI 124 MRD. EUR MIT SYSTEMWEITEM LTV UNTER 50 %

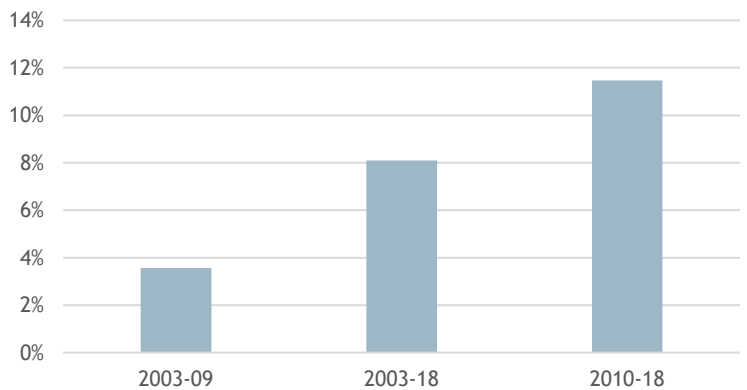
- Anleger haben an den europäischen Märkten weiterhin einen guten Zugang zu Fremdkapital.
- Und das trotz der Tatsache, dass das Kreditvolumen bei Immobilienerwerben 2018 auf 124 Mrd. € gesunken ist. Grund hierfür sind die anhaltenden Unsicherheiten rund um den Brexit, die einen Rückgang der Käufe bewirkten.
- Systemweit bleibt der Gesamtkreditbetrag im Verhältnis zu den Verkehrswerten von erworbenen Immobilien (oder LTV) auf einem moderaten Niveau unter 50 %.
- Dies lässt sich teilweise mit dem konservativen Vorgehen der Fondsmanager begründen, da die Risikoabteilungen vieler Institute einen LTV zwischen 30 und 40 % verlangen.
- Zahlreiche Banken stellen sich immer noch auf die breite Palette neuer Verordnungen ein, die eine Ausweitung ihres Geschäfts mit Immobilienkrediten einschränkt.



Quellen: AEW, CBRE und RCA

NEUE GRANULARE DATEN BILDEN 10 % DER JÄHRLICH VERGEBENEN KREDITVOLUMINA SEIT 2010 AB

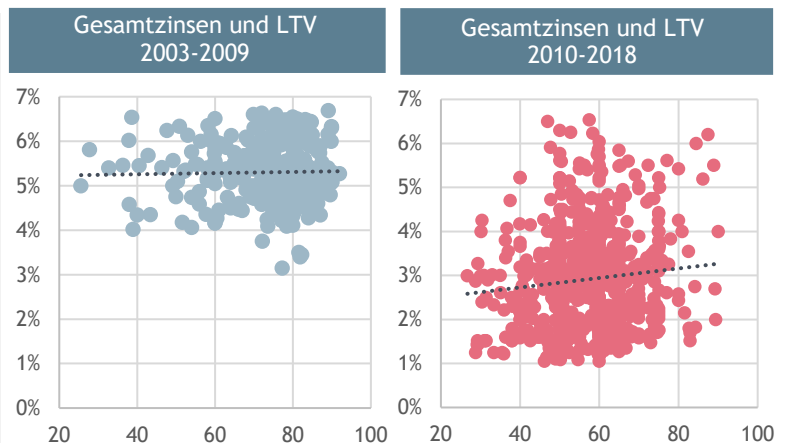
- Für eine gründlichere Analyse des Kreditmarkts, haben wir eine granulare Datenbank mit über 1.000 Datensätzen aus internen sowie externen Quellen ins Leben gerufen.
- Da die Daten lediglich ins Jahr 2003 zurückgehen, können wir die Zeitspanne bis 2009 nur unzureichend abdecken.
- Ab 2010 deckt unsere Datenbank jedoch mehr als 10 % der gesamten Kreditvolumina bei Immobilienerwerben ab.
- Aus diesem Grund sind wir der Ansicht, dass unsere granularen Daten den Gesamtmarkt gut abbilden.



Quellen: AEW, CBRE, RCA und REC

ERSTER BLICK AUF DIE GRANULAREN DATEN WEIST AUF ERHEBLICHE UNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEN ZEITRÄUMEN VOR UND NACH DER GLOBALEN FINANZKRISE HIN

- Bei einem ersten Blick auf unsere granularen Kreditdaten wird deutlich, dass ein stärkerer Zusammenhang zwischen dem LTV auf der vertikale Achse und dem Gesamtzins im Zeitraum nach der globalen Finanzkrise besteht. Die größere Spanne der Preispunkte deutet auch auf eine selektivere Risikobewertung hin.
- Im Zeitraum vor der globalen Finanzkrise war die Konkurrenz zwischen Banken und anderen Kreditgebern stark ausgeprägt und auch die Swapsätze waren signifikant höher.
- Für weitere Analysen ist als Ausgangspunkt festzuhalten, dass der Zeitpunkt der Kreditvergabe oder deren Jahrgang wichtige Treiber für den Gesamtzins sind.

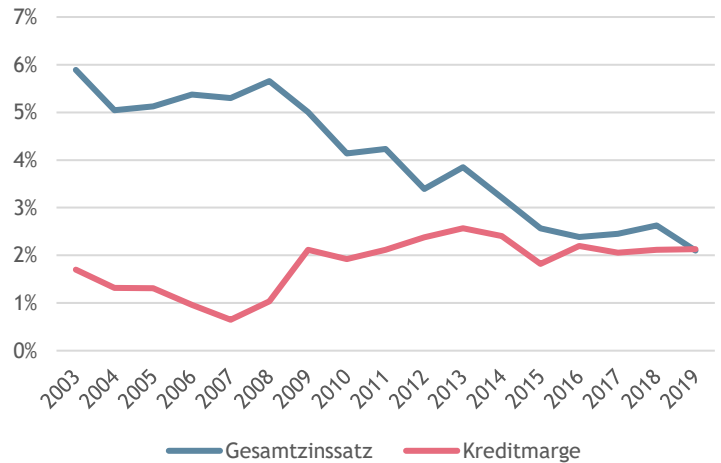


Quellen: AEW, CBRE, RCA und REC

ABSCHNITT 2: ERGEBNISSE DES KREDITMARGEN-MODELLS

RÜCKGANG DES GESAMTZINS AUFGRUND DES HISTORISCHEN TIEFS BEI 5-JAHRES-SWAPSÄTZEN

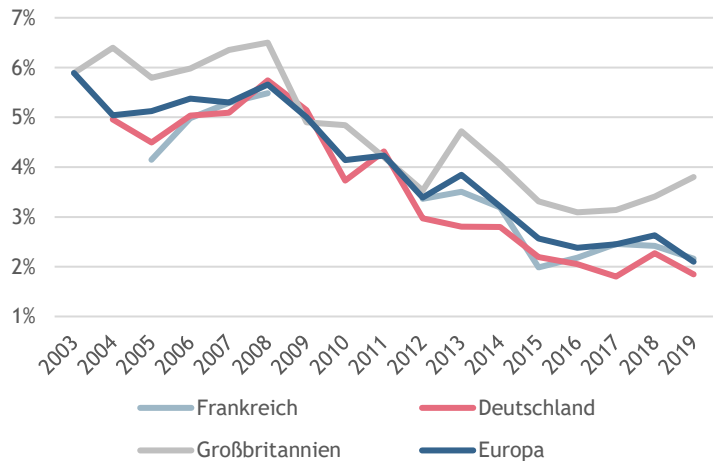
- Im 2. Quartal 2019 beläuft sich der Gesamtzins für europäische Immobilienkredite auf 2,1 % p.a.
- In Europa werden die Zinssätze für Hypothekenkredite im Vergleich zu den USA variabel berechnet, wo Kredite zu festen Zinssätzen vergeben werden.
- Diese liegen aktuell bei einer Marge von ca. 200 BP über dem 3-Monats-Euribor oder 3-Monats-LIBOR.
- Die meisten Banken verlangen, dass diese dreimonatigen variablen Zinssätze getauscht oder gedeckelt werden, um sie so für die gesamte Laufzeit des Kredits festzusetzen.
- Daraus resultierend ist die Differenz zwischen dem Gesamtzins und der Kreditmarge der 5-Jahres-Swapsatz, der sich auf einem historischen Tiefstand nahe Null befindet.
- Im Vergleich zur Zeitspanne vor 2008 verbleiben die Kreditmargen auf einem hohen Niveau, auch wenn es nach dem Höchststand im Jahre 2013 von 260 BP einen Abwärtstrend gab.



Quellen: AEW, RCA und REC

ZINSSÄTZE IN DEUTSCHLAND DAUERHAFT NIEDRIGER BEI GLEICHZEITIG STÄRKERER VOLATILITÄT IN GB

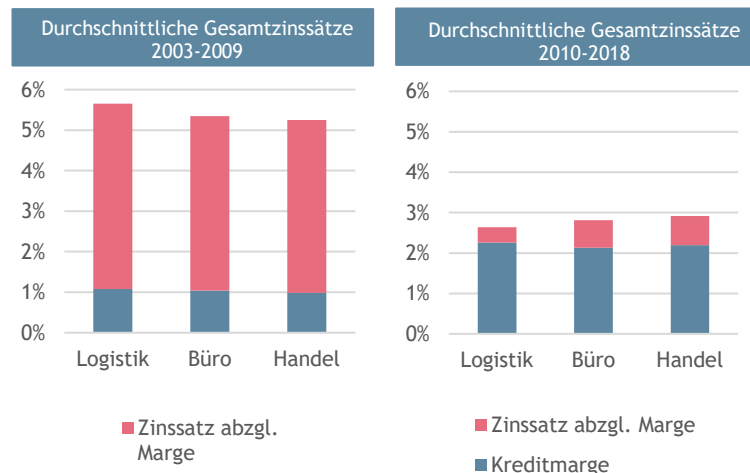
- Kreditmargen variierten in der Vergangenheit je nach Land und betrachtetem Zeitpunkt.
- Im Vergleich zu anderen Ländern waren die Kreditmargen in Deutschland zwischen 2010 und 2014 besonders niedrig.
- Eine Erklärung hierfür könnten der starke Wettbewerb und die für deutsche Banken zugängliche effiziente Finanzierung mit Pfandbriefen sein.
- Im Gegensatz dazu waren die Zinssätze in Großbritannien seit 2003 volatil.
- Der größere Marktanteil von CMBS in Großbritannien vor der Finanzkrise könnte ein Grund für die geringeren Margen 2008 gewesen sein.
- Die Auswirkungen der neuen Vorschriften zur Kategorisierung von Krediten (Slotting) auf die Fähigkeit zur Kreditvergabe von Banken in Großbritannien erklärt die Ausweitung bis zum Höhepunkt im Jahr 2012.



Quellen: AEW, RCA und REC

VERÄNDERTE BEWERTUNG VON FUNDAMENTALDATEN UNTERSCHIEDLICHER IMMOBILIENARTEN MIT AUSWIRKUNGEN AUF ZINSSÄTZE UND MARGEN

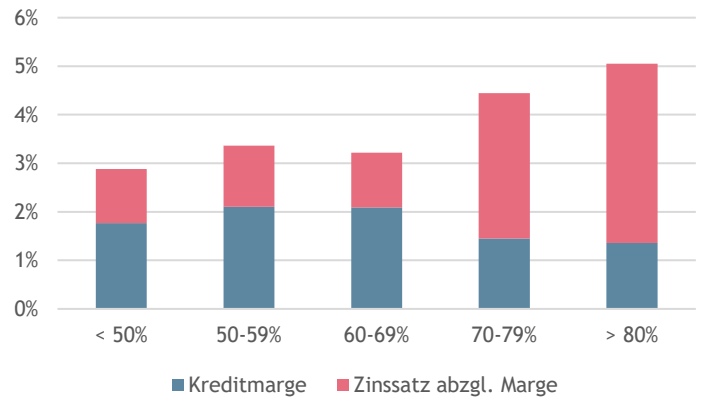
- Im Laufe der Zeit haben sich auch die Gesamtzinssätze und Kreditmargen bei als Sicherheiten bereitgestellten Immobilienarten signifikant verändert.
- Vor der globalen Finanzkrise gab es zwischen den drei wichtigsten Immobilienarten kaum Unterschiede bei den Kreditmargen. Dies war der starken Konkurrenz am Kreditmarkt sowie dem Mangel an einer Unterscheidung von Risiken zwischen verschiedenen Immobilienarten geschuldet.
- Seit 2010 sehen wir jedoch signifikant überdurchschnittliche Margen bei Handelsimmobilien, was ein Zeichen für die immer stärker spürbaren Auswirkungen des Internethandels sind.
- Gleichzeitig sehen wir bei Logistikimmobilien unterdurchschnittliche Margen. Das zeigt deutlich, dass Kreditgeber die langfristigen Fundamentaldaten in der Logistikbranche besser einschätzen.



Quellen: AEW, RCA und REC

GEMISCHTES MUSTER BEI GESAMTZINSSÄTZEN UND KREDITMARGEN NACH LTV-KATEGORIE IM ZEITRAUM 2003-2019

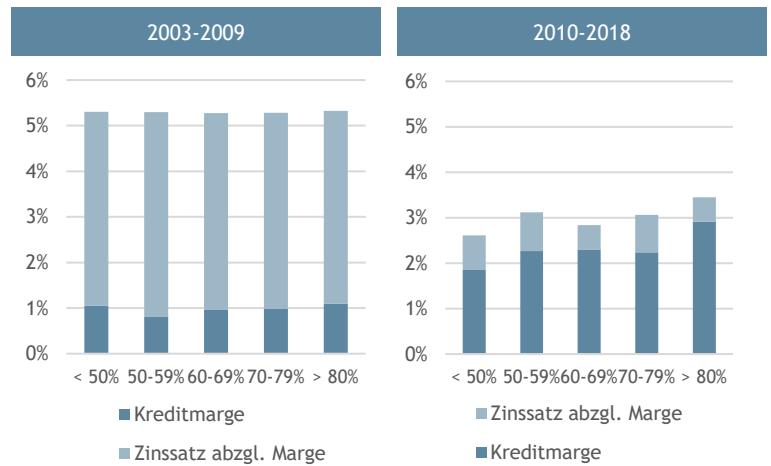
- Bei einer Berechnung für unseren gesamten Zeitraum ergibt sich ein logisches Muster mit höheren Gesamtzinssätzen für Kreditgruppen mit höheren LTVs.
- Wenn wir jedoch die zugrundeliegenden Kreditmargen berücksichtigen, weisen die Kreditgruppen mit den höchsten LTVs die geringsten Margen auf. Dies steht im Kontrast zu unseren eigentlichen Erwartungen.
- Im nächsten Schritt können wir jedoch einen Blick auf die Daten aus beiden Zeiträumen werfen.



Quellen: AEW, RCA und REC

RATIONALERES LTV- UND KREDITMARGEN-MUSTER NACH DER GLOBALEN FINANZKRISE

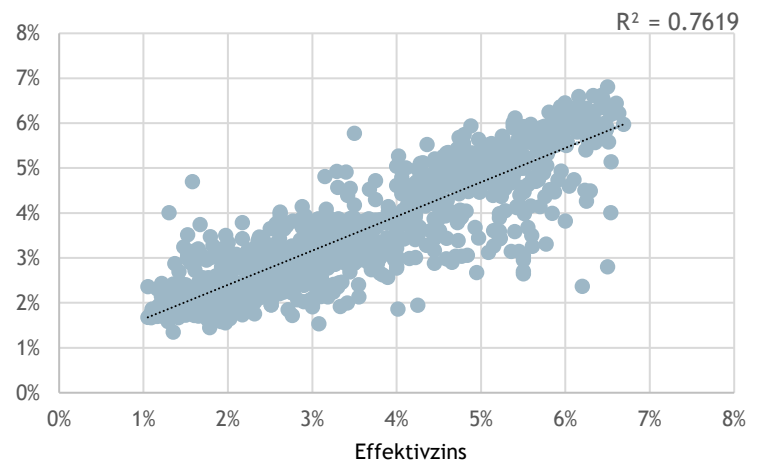
- Ähnlich wie bei unseren Beobachtungen in Bezug auf Immobilienarten stellen wir im Zeitraum nach der globalen Finanzkrise ein konsistenteres Muster sowohl für Margen als auch für Gesamtzinssätze fest.
- Die Grafik weist eine bemerkenswerte Umkehr von niedrigen Margen und hohen Gesamtzinssätzen vor der globalen Finanzkrise zu hohen Margen und einem niedrigen Gesamtzinsumfeld nach der Krise auf.



Quellen: AEW, RCA und REC

MARGENMODELL: LTV SIGNIFIKANT, SOBALD WIR ANDERE VARIABLEN KONTROLLIEREN

- Unser Prognosemodell zu Gesamtzinssätzen weist, wie in der Grafik zu sehen ist, gute Ergebnisse auf – das perfekte Modell würde eine diagonale Linie ergeben.
- LTV, Vergabebjahr, Immobilienart und Standort spielen im Modell alle eine signifikante Rolle.
- Unser Modell könnte praktische Anwendungsszenarien für Kreditnehmer, Kreditgeber und andere bieten, da es die Erkennung weniger optimaler Bepreisungen ermöglicht.
- Eine weiterführende Analyse könnte ihr Augenmerk auf die Verknüpfung von zugrundeliegenden Kreditdaten mit Bonitätsraten und/oder Wirtschafts-, Finanz- und Immobilienmarktindikatoren legen.

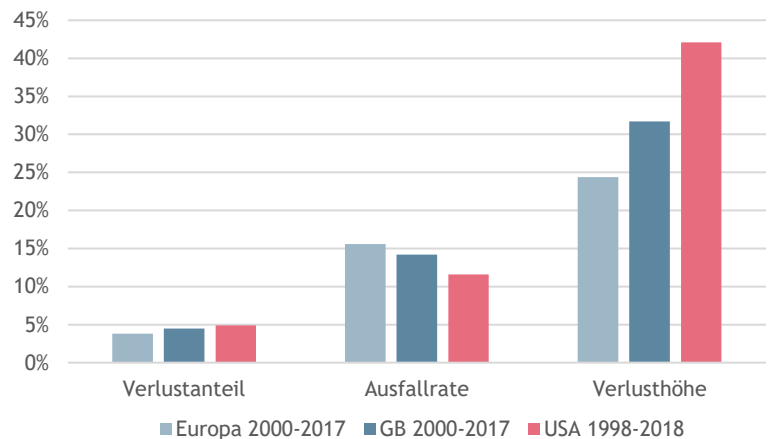


Quellen: AEW, RCA und REC

ABSCHNITT 3: HISTORISCHE AUSFÄLLE UND VERLUSTE

MIT CMBS BESICHERTE CRE-KREDITE MIT HÖHEREN AUSFÄLLEN UND VERLUSTEN

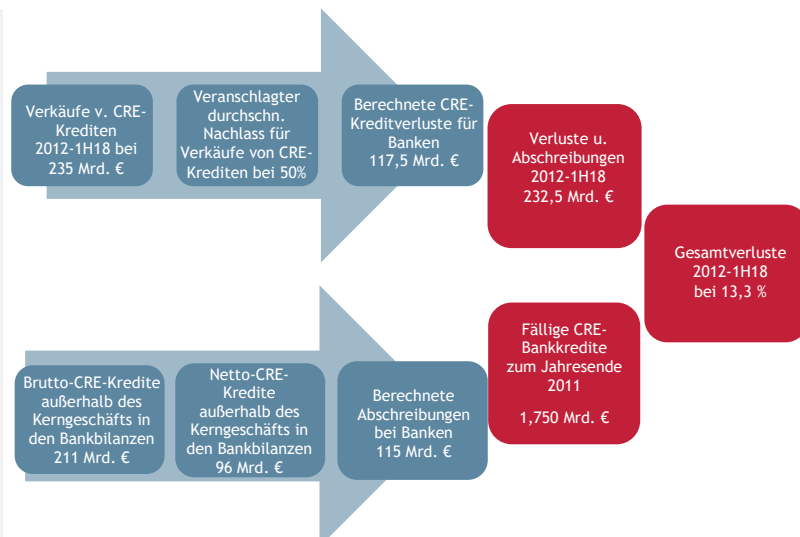
- Bei der Bepreisung von Hypothekenkrediten sollten sowohl das Risiko des Kreditgebers in Bezug auf den Ausfall eines Kreditnehmers als auch die Höhe des Verlusts bei Ausfall berücksichtigt werden.
- Da historische Ausfälle und Verluste sich häufig um eine kleine Anzahl von bestimmten Vergabebereichen konzentrieren, gilt es, die langfristigen Verluste zu berücksichtigen.
- Daten zu Ausfällen und Verlusten bei mit CMBS besicherten Krediten sind in Europa und Großbritannien seit 2000 und in den USA seit 1998 verfügbar.
- Die Gesamtverluste bei mit CMBS besicherten CRE-Krediten in Europa und Großbritannien lagen bei 3,8 % bzw. 4,5 %. Dies führt im gesamten Zeitraum von 18 Jahren zu einem jährlichen Ausfall von 20 bis 30 Basispunkten.



Quellen: AEW, Moody's und Trepp

VERLUSTE VON BANKEN BEI CRE-KREDITEN BASIEREN AUF VERKÄUFEN VON FAULEN KREDITEN BEI ABZÜGEN UND ABSCHREIBUNGEN

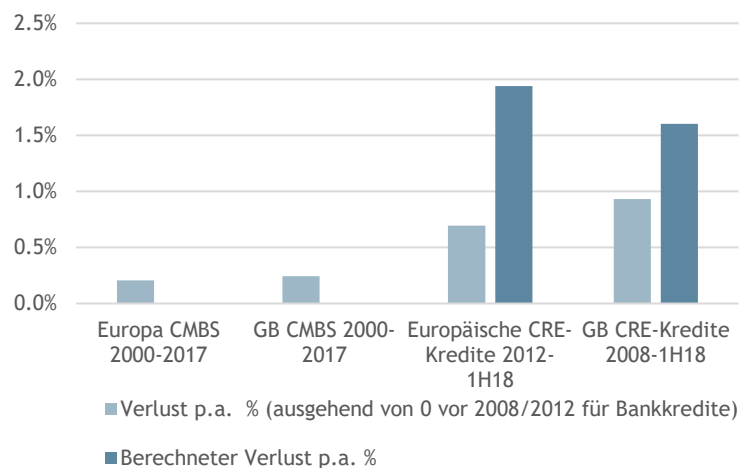
- Es gilt, Ausfälle und Verluste von Bankkrediten für Gewerbeimmobilien zu berücksichtigen, da die mit CMBS besicherten Kredite für den Markt nicht repräsentativ sind.
- Evercore erfasste über einen langen Zeitraum Verkäufe und Abschreibungen von Kreditportfolios.
- Auf Grundlage ihrer Daten gehen wir davon aus, dass bei europäischen Banken beim Verkauf von CRE-Krediten seit 2012 Verluste in Höhe von 117,5 Mrd. € angefallen sind.
- Bei nicht zum Kerngeschäft gehörenden CRE-Krediten kam es im selben Zeitraum zu Abschreibungen in Höhe von 115 Mrd. €.
- Bei einer geschätzten CRE-Kreditbilanz von 1,75 Bill. € beliefen sich die Verluste und Abschreibungen im Laufe der 6 ½ Jahre auf ein Gesamtvolumen von 232,5 Mrd. €.
- Damit beläuft sich der Gesamtverlust im gesamten Zeitraum auf 13,3 % oder 190 BP p.a.



Quellen: AEW, C&W, Evercore und IPF

BANKEN MIT VERLUSTEN VON 70-95 BP P.A., DIE SIE WOMÖGLICH IN IHRE KREDITMARGEN EINRECHNEN

- Zum Vergleich CMBS besicherter Kredite mit Bankkrediten werden ähnliche Zeiträume benötigt.
- Daher gehen wir davon aus, dass es zwischen 2000 und 2008 in Großbritannien und bis 2012 in Europa keine Verluste oder Abschreibungen bei Bankkrediten gab. Dies ist nicht so einleuchtend wie es klingen mag, da die Banken in diesem Zeitraum die Kreditlaufzeiten verlängerten und die Verluste bei mit CMBS besicherten Krediten in dieser Zeit nahe Null lagen.
- Bei der Analyse der Verluste bei CRE-Krediten, erhalten wir Verluste von 70 BP für europäische und von 93 BP für britische Banken. Beide liegen signifikant höher als die Verluste bei durch CMBS besicherten Krediten von 21 BP für Europa und 24 BP für Großbritannien.
- Banken beabsichtigen unter Umständen eine Einberechnung dieser Verluste in ihre Kreditmargen und andere Gebühren.



Quellen: AEW, C&W, Evercore, IPF, Moody's und Trepp

ABOUT AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset Manager für Immobilien mit 68,2 Mrd. € an verwalteten Vermögenswerten zum 30. Juni 2019. AEW hat über 700 Angestellte in ihren Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Hongkong und bietet eine breite Palette an Immobilien Anlageprodukten; dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Mandate über alle Risikoklassen. AEW ist die Immobilien Asset Management Plattform von Natixis Global Asset Management, einem der weltweit größten Vermögensverwalter.

In Europa verwaltet AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von ca. €31,9 Mrd., das in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30 Juni 2019). AEW hat knapp 400 Mitarbeiter an 9 Standorten in ganz Europa und hat eine lange Erfolgsgeschichte bezüglich der erfolgreichen Umsetzung von Core, Value-Add und Opportunistic Investmentstrategien. Das Investmentvolumen (Käufe und Verkäufe in ganz Europa) der vergangenen 5 Jahren beläuft sich auf mehr als € 20,0 Mrd.

RESEARCH & STRATEGY CONTACTS



Hans Vrensen MRE, CFA
 HEAD OF RESEARCH & STRATEGY
 Tel +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



Ken Baccam MSc
 DIRECTOR
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



Irène Fossé MSc
 ASSOCIATE DIRECTOR
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com



Dennis Schoenmaker PhD
 ASSOCIATE DIRECTOR
 Tel +44 (0)20 70 16 48 60
dennis.schoenmaker@eu.aew.com



Tina Diagne
 ASSOCIATE
 Tel +33 (0)1 78 40 93 81
tina.diagne@eu.aew.com



Bianca Kraus CREA
 DIRECTOR
 Tel +49 (0) 89 3090807-10
bianca.kraus@eu.aew.com

INVESTOR RELATIONS CONTACT

LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | GB

PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANKREICH

DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Anleger bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Anleger dar. Hierin erwähnte Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für sämtliche Anleger geeignet: Die 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 sie kann sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Information 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 aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%-igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.