

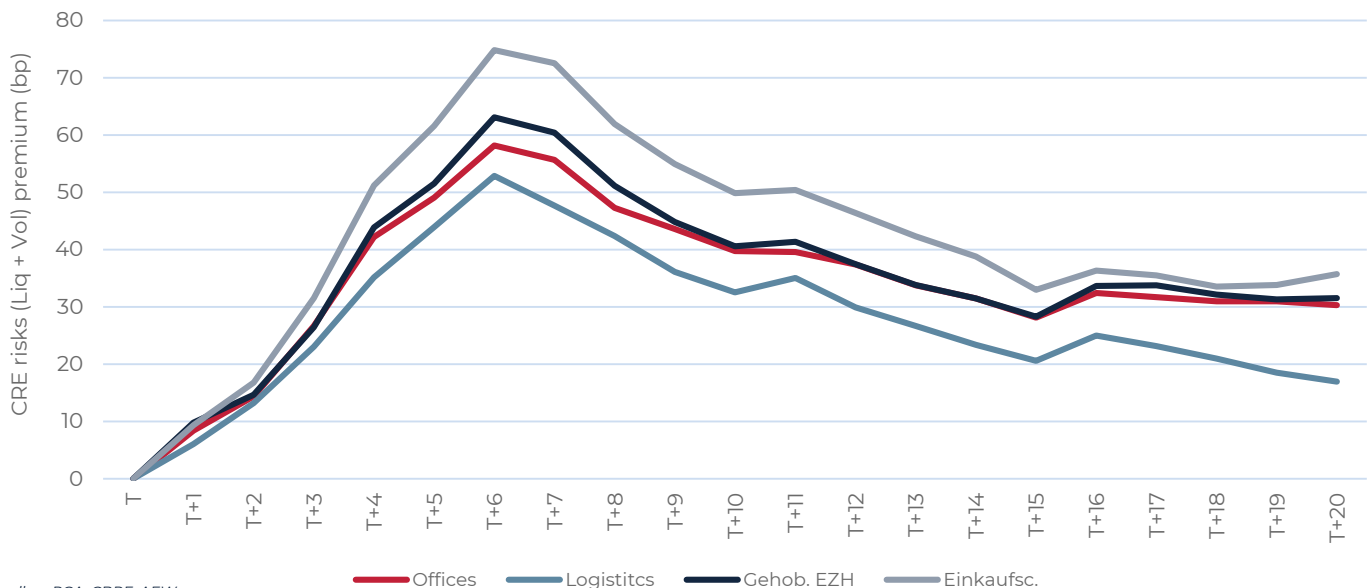
AEW Research Flash Report

EUROPA | 30. APRIL 2020

NICHT ALLE "LOWER-FOR-LONGER" SIND GLEICH

- Die jüngsten IWF-Projektionen für die Renditen von Staatsanleihen unterstreichen die Auswirkungen der Covid-19 induzierten quantitativen Lockerungen der Zentralbanken und bestätigen unsere Annahme, dass die Renditen für Staatsanleihen langfristig niedrig bleiben werden, weiterhin relevant ist.
- Allerdings werden nicht alle Renditen langfristig gleich niedrig bleiben, wie die erhöhten Spreads einiger der europäischen Peripherieländer gegenüber deutschen Staatsanleihen zeigen, was wiederum bestätigt, dass die Anleger das Risiko nun sorgfältiger einpreisen.
- Während die Anleger das Risiko sorgfältiger neu bewerten, haben sich die Spreads von Immobilien gegenüber hochverzinslichen Unternehmensanleihen ins Negative gedreht. Sie bleiben jedoch deutlich unter dem Niveau der Weltfinanz- und der Eurokrise und werden sich wahrscheinlich normalisieren, wenn die Zentralbank der FED folgt und in den Kauf von Hochzinsanleihen expandiert
- Bei den Immobilien haben Investoren eine diszipliniertere Bepreisung für zweitklassige Büros und Einzelhandel im Vergleich zu nach der Weltfinanzkrise gezeigt, da die für zweitklassige gegenüber erstklassigen Vermögenswerte erforderlichen Spreads nicht wieder auf das Rekordtief von 2007 zurückgegangen sind und dies auch in den nächsten Jahren kaum der Fall sein dürfte.
- Die Immobilienrenditen werden dadurch beeinflusst, dass Investoren unmittelbar nach einer Krise wegen mangelnder Liquidität und erhöhter Volatilität höhere Risikoprämien verlangen. Nach der Weltfinanzkrise schätzten wir in den ersten sechs Quartalen einen Anstieg um 60 Basispunkte, der sich 15 Quartale nach Beginn der Krise schließlich auf unter 30 Basispunkte einpendelte.
- Die Risikoprämien verhielten sich in den einzelnen Sektoren unterschiedlich, da die Risikoprämien für Einkaufszentren am stärksten anstiegen und vor den anderen Sektoren lagen, während sich der Logistikbereich um 50 Basispunkte ausweitete, bevor er auf knapp unter 20 Basispunkte sank.

LIQUIDITÄTS- UND VOLATILITÄTSRISIKOPRÄMIEN IM IMMOBILIENSEKTOR SEIT 2008 (T = QUARTAL SEIT DEM HÖCHSTSTAND).



Quellen: RCA, CBRE, AEW

DIE ANLEIHERENDITEN WERDEN ÜBER EINEN LÄNGEREN ZEITRAUM NIEDRIG BLEIBEN

- Die EZB hat auf die Covid-19-Krise viel schneller reagiert als auf die Finanzkrise, da sie in rascher Folge ein EUR 120 Mrd. und ein EUR 750 Mrd. Notfall-Anleihekaufprogramm zur Sicherung der Geldwertstabilität ankündigte und die Zinssätze in der Eurozone seit Mitte März niedrig hält.
- Die EZB wird den Banken auch Darlehen zum niedrigsten Zinssatz aller Zeiten (-0,75%) anbieten. Diese neue Politik der quantitativen Lockerung bildet die Grundlage für unsere Annahme, dass die Renditen von Staatsanleihen trotz einer gewissen Ausweitung in den Peripherieländern längerfristig niedrig bleiben werden.
- Da sich die Kriterien für den Anleihekauf verlagern und nun auch Unternehmensanleihen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs einschließen, werden sich auch die Renditen für Unternehmensanleihen weiter beruhigen.
- Jüngste IWF-Analysen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bestätigen die Annahme, dass die Renditen für längere Zeit niedrig bleiben werden. Zum Jahresende 2019 berichtet der IWF, dass über 40% der ausstehenden Staatsanleihen einen Zinssatz von unter 1% oder sogar einen negativen Zinssatz aufweisen. Es wird prognostiziert, dass dieser Anteil im 1. Quartal 20 auf mehr als 85% steigen wird, bevor er bis zum Jahresende 2022 auf 77% sinkt.

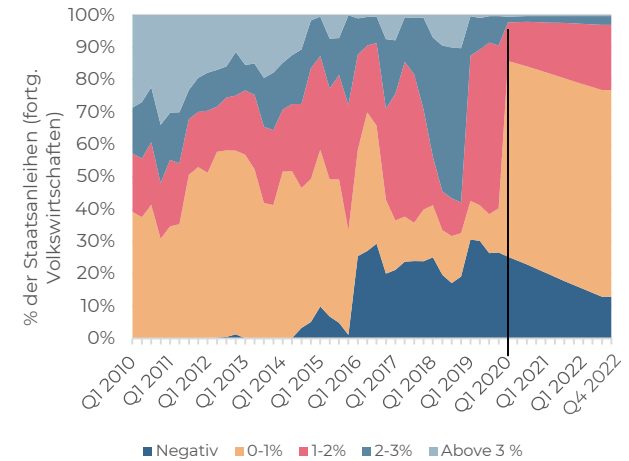
DIE NIEDRIGEN RENDITEN BLEIBEN WEITERHIN DIFFERENZIIERT

- Während Fixed-Income-Investoren sowohl die Auswirkungen von Covid-19 als auch die kürzlich angekündigten Notankaufprogramme der EZB in Höhe von über EUR 850 Mrd. einpreisen, stellen wir dennoch einen gewissen Anstieg der Anleiherenditen in Peripherieländern wie Spanien, Italien, Portugal und Griechenland fest. Dies bedeutet, dass die endgültigen Auswirkungen auf die Renditen in den Peripherieländern, durch die erst vor 3-4 Wochen wiederangelaufenen Ankaufprogramme, ungewiss bleiben.
- Basierend auf dem aktuellen Pricing ist es klar, dass Investoren für griechische und italienische Staatsanleihen im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen einen Spread von fast 250 Basispunkten einpreisen. Beide sind niedriger als vor einem Jahr.
- Die polnischen und tschechischen Spreads gegenüber deutschen Anleihen liegen bei etwa 175 Basispunkten, beide sind im Vergleich niedriger als im Vorjahr - insbesondere in Polen.
- Auf der anderen Seite liegt der Spread zwischen den Renditen spanischer und portugiesischer Staatsanleihen gegenüber den Renditen deutscher Staatsanleihen bei fast 150 Basispunkten, die beide jeweils über ihrem historischen Zwölfmonatsniveau liegen. Die französischen Spreads sind ebenfalls gestiegen, bleiben aber mit 50 Basispunkten relativ niedrig.
- All dies bestätigt, dass die Investoren derzeit das Risiko sorgfältiger einpreisen und dass nicht alle Renditen auf lange Sicht gleich niedrig sein werden.

NEGATIVE SPREADS GEGENÜBER HOCHZINSANLEIHEN UNTER NIVEAU DER WELTFINANZKRISE

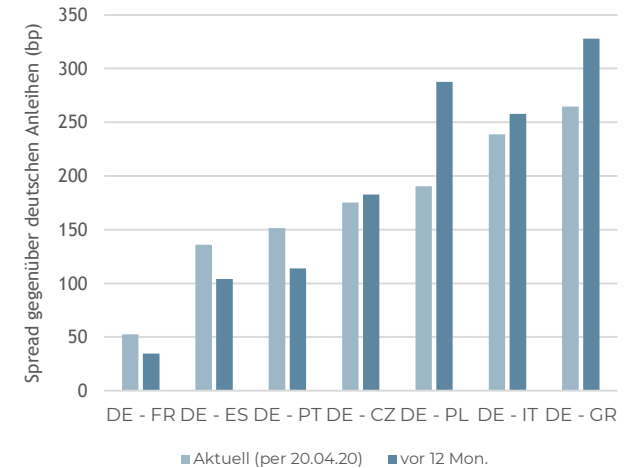
- Wie wir in unserem ersten Covid-19-Flash-Report vom 18. März 20 hervorgehoben haben, sind die Renditen bei Euro-Hochzinsanleihen als Reaktion auf den Virusausbruch gestiegen, da die Anleger mit einem Anstieg der Ausfälle und Verluste rechnen.
- Die aktuellen Euro-Hochzins-Spreads für Unternehmensanleihen werden wahrscheinlich nicht die erweiterten Förderkriterien für das Repo-Finanzierungsprogramm der EZB widerspiegeln, die jetzt auch Unternehmensanleihen unterhalb des Investment-Grade einschließen. Wenn die EZB tatsächlich der FED beim Kauf hochverzinslicher Unternehmensanleihen folgen wird, ist davon auszugehen, dass dies die Anleihespreads in Zukunft verschärfen wird.
- Unabhängig davon, wo die Spreads von Euro-Hochzins-Unternehmensanleihen nach der vollständigen Umsetzung der Richtlinien letztendlich landen werden, ist der Spread für Immobilieninvestoren jetzt mit -300 Basispunkten negativ geworden. Dies ist eine Umkehrung gegenüber den letzten 7-8 Jahren. Aber dieses relative Preissignal liegt immer noch weit unter dem Niveau der Weltfinanzkrise 2008 und sogar der Euro-Krise 2011.

Renditen von Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften



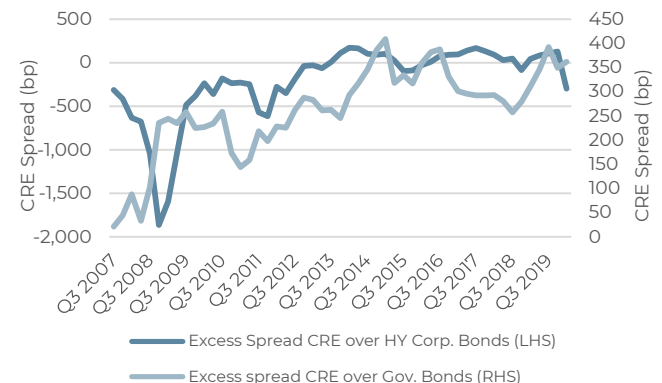
Quellen: IMF, AEW

Rendite-Spreads bei 10jährigen Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, AEW

Immobilien-Spreads gegenüber Staats- und Unternehmensanleihen



Quellen: Federal Reserve Economic Data, Bloomberg, CBRE, AEW

SPREADS FÜR ZWEITKLASSIGE LAGEN DIVERGIEREN FÜR BÜROS UND EINZELHANDEL

- Wenn wir unsere Analysen von erstklassigen auf zweitklassige Immobilien ausdehnen, stellen wir fest, dass Investoren seit der Weltfinanzkrise eine disziplinierte und differenzierte Bepreisung für zweitklassige Büros und Einzelhandelsimmobilien gegenüber erstklassigen Immobilien gezeigt haben. Wie aus unserem Diagramm hervorgeht, ist der für zweitklassige gegenüber erstklassigen Immobilien geforderte Spread nicht wieder auf das Niveau von 2007 zurückgekehrt.
- Tatsächlich hat nur bei Büros eine gewisse Normalisierung der Spreads für zweitklassige Immobilien in den acht Ländern, die von der CBRE-Datenreihe erfasst werden, stattgefunden.
- Interessanterweise haben wir gesehen, dass die zweitklassigen Einkaufszentren von 2013 bis 2015 eine starke Neubewertung aufwiesen. Seither haben sich die Spreads für zweitklassige Einkaufszentren jedoch massiv ausgeweitet, um sich gegenüber den Spreads für den Einzelhandel in den gehobenen Lagen auszugleichen. Dies ist vor allem auf die Auswirkungen des E-Commerce auf zweitklassige Einkaufszentren zurückzuführen, die nicht in der Lage sind, Mieter mit F&B oder anderen Lifestyle-Mietern zu ersetzen.

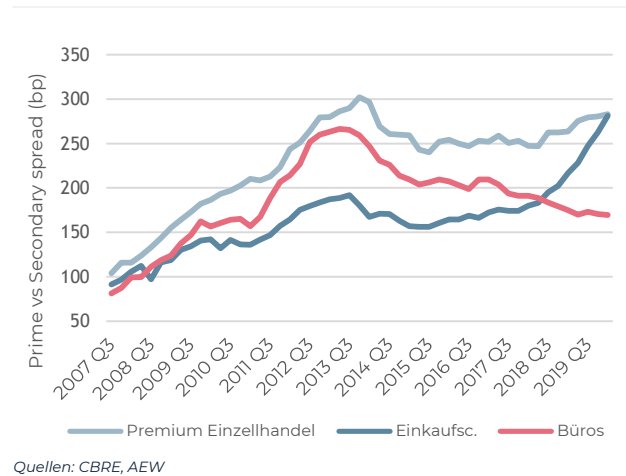
FRÜHERE SPITZEN BEI DEN RISIKOPRÄMIEN HABEN SICH NACH SECHS QUARTALEN BERUHIGT

- Unter näherer Betrachtung der historischen Preise der Anleger für erstklassige Vermögenswerte schätzen wir die Liquiditäts- und Volatilitätsprämien seit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise. Basierend auf den gleichen wissenschaftlichen Methoden, die bei unserem risikobereinigten Ertragsansatz angewandt werden, verlangten die Anleger nach dem Ausbruch der Weltfinanzkrise infolge der geringeren Liquidität und der erhöhten Volatilität des Gesamtertrags einen Anstieg der Renditen um 60 Basispunkte.
- Wie in früheren Berichten hervorgehoben wurde, ist unsere Schätzung für die Liquiditätsprämie an die tatsächlichen historischen Handelsvolumina gebunden, die in den Londoner Büros verbucht wurden. Die Volatilitätsprämie basiert auf der Volatilität der Gesamrendite über den Zeitraum im Verhältnis zum gesamten europäischen Markt.
- Im weiteren Verlauf der Krise und als Lösungen für überverschuldete Vermögenssituationen gefunden wurden, sanken nach 15 Quartalen die Risikoprämien auf unter 30 Basispunkte. Wir betrachten den kurzen Umschwung im 16. Quartal als Folge der Euro-Krise.
- Angesichts der Tatsache, dass die meisten institutionellen Immobilieninvestoren einen langfristigen Anlagehorizont haben, dürfte die kurzfristige Volatilität der Renditen kaum Anlass zu großen Bedenken geben. Unter der Annahme, dass die Renditen von Staatsanleihen in den nächsten fünf Jahren längerfristig niedrig bleiben werden, dürfte ein ähnlicher Anstieg der Renditen um 30 Basispunkte wie bei der Weltfinanzkrise keinen großen Einfluss auf die Gesamrenditen im fünfjährigen Prognosezeitraum haben.

SEKTORSPEZIFISCHE RISIKOPRÄMIEN KÖNNTEN IN ZUKUNFT STÄRKER DIVERGIEREN

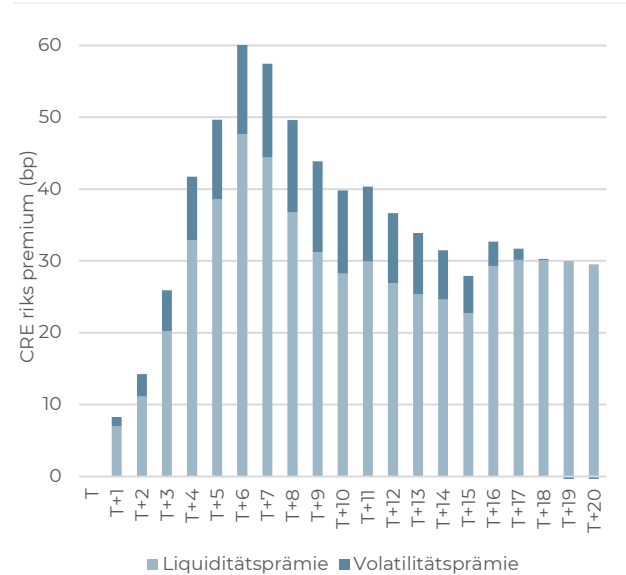
- Die Ausweitung unserer Risikoprämienanalysen von einem Durchschnitt aller erstklassigen Immobilien über alle Sektoren zeigt, dass die Risikobepreisung für Büro-, Logistik- und Einzelhandel seit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise ziemlich konsistent war.
- Wie aus unserer Grafik hervorgeht, haben die geschätzten Risikoprämien für Einkaufszentren am stärksten zugenommen und liegen immer noch vor den der anderen Sektoren. Dies spiegelt den Mangel an Liquidität in diesem Sektor im Vergleich zu der Situation vor dem Ausbruch der Weltfinanzkrise wider.
- Tatsächlich hat die Logistik die schnellste Normalisierung der Risikoprämien gezeigt, von 50 Basispunkten in der Spitze bis zu einem Rückgang auf knapp unter 20 Basispunkte nach fünf Jahren. Dies spiegelt den säkularen Wandel wider, da die Logistik als Investitionssektor reifer geworden ist und durch eine nun stärkere Mieterqualität gestützt wird.

Rendite-Spread von erstklassigen vs. zweitklassigen Immobilien



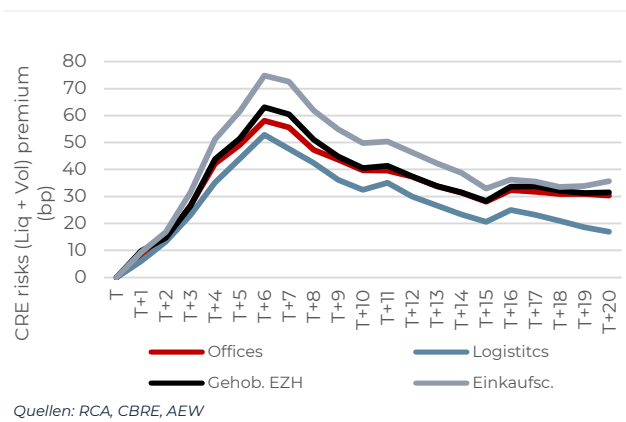
Quellen: CBRE, AEW

Durchschnittliche Liquiditäts- und Volatilitätsprämien seit 2008



Quellen: RCA, CBRE, AEW

Liquiditäts- und Volatilitätsprämien im Immobiliensektor seit 2008



Quellen: RCA, CBRE, AEW

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset Manager für Immobilien mit ca. 69,5 Mrd. EUR an verwalteten Vermögenswerten zum 31. Dezember 2019. AEW hat über 700 Angestellte, ihre Hauptniederlassungen befinden sich in Boston, London, Paris und Hong Kong und sie bietet eine große Vielfalt an Immobilien-Anlageprodukten, dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Wertpapiermandate für das gesamte Spektrum von Anlagestrategien. AEW repräsentiert die Asset-Management-Plattform für Immobilien von Natixis Global Asset Management, einem der größten Asset Manager weltweit.

Zum 31. Dezember 2019 verwaltete AEW 33 Mrd. EUR an Immobilienvermögenswerten in Europa im Auftrag einer Reihe von Fonds und Sonderkonten. AEW hat fast 400 Angestellte in neun über ganz Europa verteilten Büros und kann eine langjährige Erfolgsbilanz von erfolgreich umgesetzten Core-, Mehrwert schaffenden und opportunistischen Anlagestrategien im Auftrag ihrer Kunden vorweisen. In den letzten fünf Jahren belief sich das Anlage- und Veräußerungsvolumen von AEW an Immobilien auf europäischen Märkten auf insgesamt über 20 Mrd. EUR.

KONTAKTE RESEARCH & STRATEGIE



Hans Vrensen CFA, 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



Dennis Schoenmaker PhD
ASSOCIATE DIRECTOR
Tel +44 (0)20 7016 4860
dennis.schoenmaker@eu.aew.com



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

KONTAKT INVESTOR RELATIONS



Alex Griffiths MSc
HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE
Tel +44 (0)20 7016 4840
alex.griffiths@eu.aew.com

LONDON

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

PARIS

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

DÜSSELDORF

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

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 können sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Informationen in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar für aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.