

# Real Estate House View

## Europa

Erstes Halbjahr 2021

## Kernaussagen

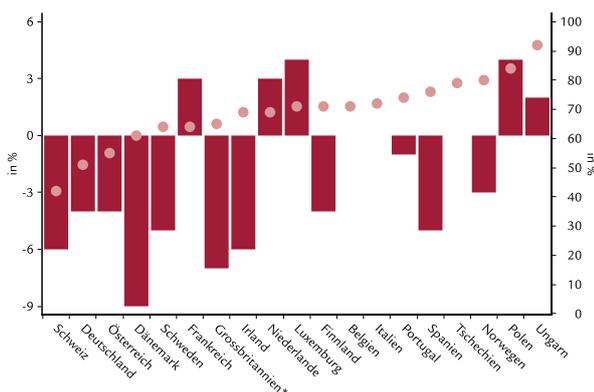
- **Corona-Krise weiterhin mit Folgen für den Immobiliensektor:** Die Spitzenrenditen für Premium Assets werden mittelfristig weiter sinken, was zu einer Verflachung der Risiko-Rendite-Kurve führen kann. Immobilieninvestoren bleiben auf der Jagd nach Rendite.
- **Veränderungen im Büromarkt:** Einige Mieter werden ihre Büroflächen reduzieren, aber Büros bleiben ein Ort, an dem sich Mitarbeitende treffen, Kontakte knüpfen und innovieren.
- **Auffällige Verschiebungen im Einzelhandel:** Die offengebliebenen Supermärkte erzielten starke Umsätze, auch gestützt durch Onlineshopping, was aber keine Flächennachfrage auslöst. High-Street-Lagen litten unter Home-Office.
- **Logistik als Gewinner:** Die Mieten blieben in den meisten europäischen Märkten 2020 stabil und die begrenzte Verfügbarkeit von Flächen dürfte diese Entwicklung weiter begünstigen.
- **Hotels bleiben unter Druck:** Die Investments dürften sich nicht vor 2024 auf das Vorkrisenniveau erholen. Unternehmen werden bei Geschäftsreisen nach der Pandemie wählerischer sein.
- **Abschwächung bei Wohnimmobilien:** Die Wirtschaftsentwicklung (mit erwartetem Anstieg der Arbeitslosigkeit und zunehmender Regulierung) wird ihre Effekte für die Anleger mittelfristig zeigen.

## 电子商务 – wie geht Onlinehandel auf Chinesisch?

2020 lag das durchschnittliche Onlinehandelswachstum in Europa bei ca. 10%, in China bei ca. 30%. Im Gegensatz zur Konsumentenorientierung (mit Live-streams, Social Media und immer dem Ziel, Teil des Produktes zu sein) des chinesischen Onlinehandelsmarktes wird im Westen ein «technologiegetriebener»

Top-down-Ansatz verfolgt. Die drei führenden Firmen (Amazon, Shopify und eBay) machen 50% des US-Onlineanteils aus, in China (Alibaba, JD.com und Pinduoduo) sind es 90% des Binnenmarkts. Zudem liegt der Mobile-Anteil derzeit bei 90% (vs. 43% in den USA). Diese Entwicklungen gilt es zu beobachten.

## Grafik im Fokus



Quelle: EUROSTAT, \*aktuellste Daten zu Grossbritannien von 2018

Die Wohneigentumsquote in Europa ist sehr unterschiedlich – von 42% bzw. 51% in der Schweiz und Deutschland bis 84% bzw. 92% in Polen und Ungarn – und verändert sich laufend: Von 2010 bis 2019 sank die Quote um durchschnittlich 2,1%. Vor allem in Dänemark und in Grossbritannien geht sie zurück. Die Wohneigentumsquote sinkt nicht nur in Ländern wie Deutschland und Österreich, in denen sie unter dem Durchschnitt (69%) liegt, sondern auch dort, wo sie historisch hoch ist, wie in Spanien (76%). Dieser Rückgang deutet auf einen steigenden Mietermarkt hin, der Chancen für Anleger schafft.

Neue Massnahmen zur Eindämmung der zweiten Pandemiewelle unterbrachen die im Mai 2020 begonnene Wirtschaftserholung. Die Dienstleistungsbranche ist am stärksten betroffen, während Produktionsbetriebe von intakten Lieferketten und starker Aussennachfrage profitieren. Mit den Impfstarts sehen Anleger und Politiker Licht am Ende des Tunnels. So hat zum Beispiel Deutschlands amtierende Regierung bis zu den Bundestagswahlen im September besonders starkes Interesse daran, vom Shutdown betroffene Firmen grosszügig zu unterstützen. Angesichts der erwarteten Verbesserung der Gesundheitslage dürfte die Erholung in der EU im Q1 2021 wieder einsetzen. Die tiefste Rezession seit Jahrzehnten wird aber Spuren in Form von steigender Arbeitslosigkeit, Konkursen und negativen Effekten auf das mittelfristige Wachstumspotenzial hinterlassen.

## Jagd auf Rendite

Nach dem ersten Schock versuchen die Anleger mit strategischen Anpassungen zu ihrem Transaktionsziel zurückzukehren. Aus Anlagesicht ändert sich nichts: Die niedrigen Zinsen verbleiben auf unbestimmte Zeit. Das weitere Fundament von Immobilien – der sichere Ertragsstrom – ist aber unsteter geworden. Die Investorennachfrage konzentriert sich somit auf begehrte Top-Objekte. Das Transaktionsvolumen in Europa sank 2020 gegenüber 2019 um 27%. Doch trotz grossem Interesse sind nicht alle Anleger bereit, jeden Preis zu zahlen. Die Renditen erstklassiger Objekte werden mittelfristig sinken, was zu einer Veränderung der Risiko-Rendite-Kurve führen kann. Bei sinkenden Renditen versuchen Anleger, ihre Renditeerwartungen aufrechtzuerhalten oder von höheren risikobereinigten Renditen zu profitieren. Dies könnte dazu führen, dass die Anleger die Risikokurve verflachen und das Risiko nicht mehr entschädigt wird. Sind sie aber risikoscheu und fokussieren sich auf Core/Core+, führt dies zu einer steileren Kurve mit höherer Entschädigung für risikoreichere Strategien. Daher könnten Anleger ein höheres Risiko in Betracht ziehen, um ihre Renditeziele zu erreichen.

## Büromarkt vor Veränderungen

Um die Rendite zu halten, sind die Erträge entscheidend. Derzeit stehen alle Sektoren vor Herausforde-

rungen. Aufgrund neuer Lockdowns und mittelfristiger Effekte wie Konkursen und steigender Arbeitslosigkeit bleibt unsere Prognose mit Risiken behaftet. Die grösste Unsicherheit stammt von strukturellen Veränderungen, durch verändertes menschliches Nutzerverhalten, die am schwersten vorhersehbar sind und von diversen Faktoren abhängen. Firmen scheinen bereit, ihre Büroflächen zu reduzieren, um Geld zu sparen und dem Wunsch ihrer Mitarbeitenden nachzukommen, auch künftig teilweise von zu Hause aus zu arbeiten. Dies könnte zu Flächeneinsparungen von durchschnittlich 10 bis 20% führen. Dennoch glauben wir, dass das Büro ein Ort für Begegnungen und Innovation bleibt und ein Gefühl von Firmenzugehörigkeit vermittelt. Die Mieten werden aufgrund laufender Verträge und der langsamen Reaktion auf wirtschaftliche Veränderungen nicht sofort reagieren. Derzeit versuchen Makler, den effektiven Mietrückgang zu vertuschen, indem die gestiegenen Anreize verheimlicht werden. Die Mieten dürften 2021 dennoch reagieren, nachdem sie dies teilweise schon 2020 getan hatten, bevor sie sich dann entlang der wirtschaftlichen Entwicklung erholen. In Märkten wie Madrid und Mailand sanken die Mieten 2020 aber um 6,5% bzw. 5,5%. London als volatiler Markt ging um bis zu 5% zurück, wird sich aber 2021 stabilisieren. Alle anderen Märkte dürften sich 2021 zwischen 0 und -2% bewegen. Bei den Renditen wirkt sich die Anlegernachfrage stabilisierend auf die Netto-Spitzenrenditen aus, wobei die Werte in volatilere Märkten wie Warschau und Budapest vorher ansteigen. An den Sekundärmärkten dürften Mieten sinken und Renditen steigen. Da sich Firmen auf gut vernetzte, zentrale Standorte konzentrieren, werden es alle anderen schwer haben.

## Retail: das Erlebnis zählt

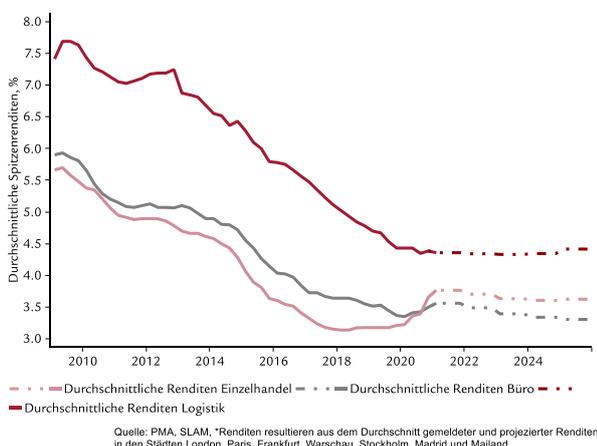
Die Pandemie hat die strukturellen Veränderungen beschleunigt und vor allem zu einem weiteren starken Anstieg des Onlineshoppings geführt. Sogar Länder, die historisch als Nachzügler galten (z. B. Spanien und Italien), verzeichnen einen starken Anstieg. Hindernisse beim Onlineshopping (z. B. Zahlungsmethoden, Lieferzeiten) wurden teilweise aus dem Weg geräumt. Diese Entwicklung dürfte anhalten. Die Polarisierung zwischen Teilssegmenten und Standorten nahm somit weiter deutlich zu. Bei den Teilssektoren gelten Supermärkte als Gewinner der Krise. Das scheint etwas kurzfristig: Supermärkte haben zwar davon profitiert, dass sie offen bleiben durften, und verzeichneten für 2020

gesunde Einzelhandelsumsätze – allerdings stark gestützt durch Onlineshopping, das keine Flächennachfrage auslöst. Bisher werden Einzelhändler durch hohe Lieferkosten eingeschränkt – weil die rechtzeitige Lieferung frischer Lebensmittel teuer ist –, aber wenn dies gelöst ist, werden die Kunden zunehmend online einkaufen. Das (Einkaufs-)Erlebnis von frischen Lebensmitteln findet teilweise weiterhin in den Läden statt, aber alltägliche und sperrige Waren sind einfacher online zu kaufen. Zudem haben erstmals seit vielen Jahren High-Street-Lagen mehr gelitten als Lagen am Stadtrand, da die Menschen zu Hause blieben. Es bleibt zu hoffen, dass die Betreiber solcher High-Street-Lagen die Zeit genutzt haben, um sich Gedanken über ihre künftige Kundengewinnung zu machen. Insgesamt werden sich diese Entwicklungen in vielen europäischen Märkten 2020/21 mit bis zu –15% negativ auf die Mieten auswirken, was sich mittelfristig wieder ausgleicht.

## Alle Augen auf Logistik gerichtet

Der Sektor etablierte sich als Gewinner der Pandemie. Die Mieten blieben in den meisten Märkten Europas in den ersten drei Quartalen 2020 stabil und tendierten in sehr angespannten Märkten aufwärts. Die begrenzte Verfügbarkeit von Flächen wird diese Entwicklung weiter befeuern. Dennoch dürften sich regionale Unterschiede zwischen Hauptlogistikmärkten wie London und dezentraleren Regionen wie Polen zeigen, die unter der Pandemie und ihren wirtschaftlichen Folgen leiden.

**Grafik 1: Durchschnittliche Renditen seit 2009 vs. durchschnittliche prognostizierte Renditen bis 2025**



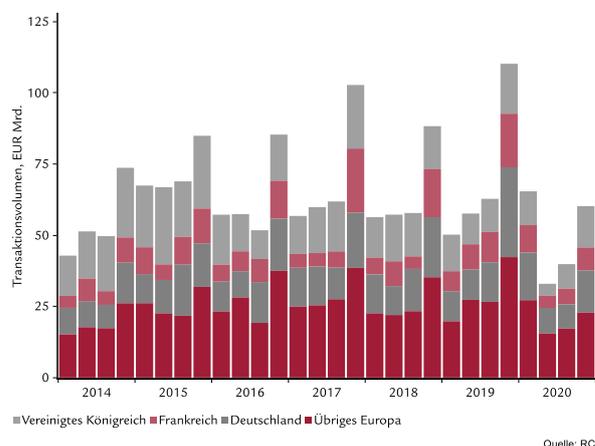
## Hotels: Erholung nicht vor 2024

Nach einem Rückgang des Investitionsvolumens um 84% im 2020 gegenüber 2019 erwarten wir vor 2024 keine Erholung auf das Vorkrisenniveau. Die Impfung wird hier einen grossen Einfluss haben, da der Sektor auf diese Entspannung und eine wieder anziehende Wirtschaft wartet. Ein Strukturwandel wird nicht erwartet, denn die Menschen werden wieder reisen. Firmen werden sich hingegen bei Geschäftsreisen wählerischer zeigen. Der Sektor sollte nicht gänzlich aufgegeben, sondern genau beobachtet oder gar berücksichtigt werden, sofern die Risiken entsprechend kalkuliert werden.

## Wohnimmobilien als Fundament

Der Sektor wurde in der aktuellen Krise immer wieder als «sicherer Hafen» bezeichnet, obwohl die Zahlen einen Rückgang des Transaktionsvolumen im Q4 2020 um 35% zeigen (–15% im 2020 gegenüber 2019). Dies unterstreicht, dass die Anlegernachfrage nicht immer durch das Angebot gedeckt werden kann und einige Zahlen Anfang 2020 durch grosse Deals stark unterstützt wurden. Dennoch hält sich der Sektor besser als andere, da auch keine strukturellen Veränderungen erwartet werden. Welche Effekte die wirtschaftliche Entwicklung mit steigender Arbeitslosigkeit und zunehmender Regulierung haben wird, wird sich mittelfristig zeigen.

**Grafik 2: Transaktionsvolumen Gewerbeimmobilien**



## Autoren

### Swiss Life Asset Managers

**Francesca Boucard**  
**Head Real Estate Research & Strategy**  
francesca.boucard@swisslife.ch

**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch

### Swiss Life Asset Managers, France

**Béatrice Guedj**  
**Head of Research & Innovation**  
beatrice.guedj@swisslife-am.com

**Elie Medina**  
**Investment Analyst**  
elie.medina@swisslife-am.com

### Swiss Life Asset Managers, Germany

**Andri Eglitis**  
**Head of Research AM DE**  
andri.eglitis@swisslife-am.com

**Gudrun Rolle**  
**Research Analyst Real Estate**  
gudrun.rolle@swisslife-am.com

### Mayfair Capital

**Tom Duncan**  
**Senior Associate, Research, Strategy & Risk**  
tduncan@mayfaircapital.co.uk

**Fintan English**  
**Associate, Research, Strategy & Risk**  
fenglish@mayfaircapital.co.uk

### Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



### Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department, Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

**Frankreich:** Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachener Strasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells Street, London T. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.