

Erstes Halbjahr 2024

## Kernaussagen

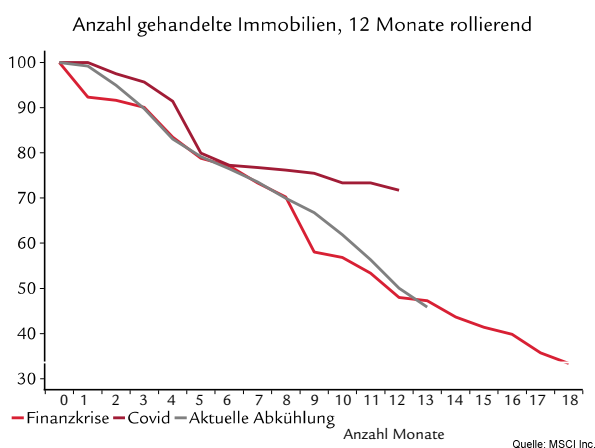
- **Grössere Marktsicherheit:** Man ist sich einig, dass die Geldpolitik ihren Höhepunkt erreicht hat, da die Inflationsraten in ganz Europa sich den Zielen der Zentralbanken annähern. Dies wird für die notwendige Stabilität an den Finanzmärkten und somit für Klarheit über die Preisgestaltung sorgen.
- **Die Talsohle timen:** Den Tiefpunkt eines Zyklus zu erkennen, ist viel einfacher, wenn er vorüber ist, aber Anleger sollten bereit sein für notleidende Anlagen, bei denen sich die Preisvorstellungen des Verkäufers am schnellsten mit den Erwartungen des Käufers decken.
- **Wertschöpfung durch aktives Management:** 2023 hat die Anlageklasse ihr Versprechen, Schutz vor Inflation zu bieten, gehalten. Da die Renditen von Staatsanleihen gestiegen sind, wird die Immobilienperformance zunehmend von der Netto-Cashflow-Rendite und dem Ertragswachstum getrieben. Für eine Outperformance sind aktive Managementstrategien notwendig.
- **Eingeschränkter Zugang zum richtigen Produkt:** Die Probleme im Bausektor werden das neue Angebot begrenzen und Anleger und Mieter konzentrieren sich weiterhin auf hochwertige Flächen. Dies wird trotz des gedämpften Wirtschaftswachstums kurzfristig ein Rettungsanker für das Mietwachstum sein.
- **Säkulare Trends prägen Nachfrage:** Um sich vor Rezession und Störungen zu schützen, sollten Anleger die säkularen Trends beachten, die die Art prägen, wie Nutzer interagieren und die gebaute Umwelt erleben.

## Wann ist der richtige Zeitpunkt für einen Wiedereinstieg?

Die Angst, bei sinkenden Werten zu investieren, übt starken Abwärtsdruck auf das Investitionsvolumen aus. Stattdessen beobachten Anleger die Renditen von Staatsanleihen und suchen nach Stabilität beim risikolosen Zinssatz, was signalisiert, dass sich auch die

Immobilienrenditen stabilisieren. 2024 dürfte die Investitionstätigkeit wieder steigen und die Preisfindung stützen. Auch wenn das erste Halbjahr nur zaghafte Anzeichen einer Besserung zeigen dürfte, wird die Aktivität im zweiten Halbjahr wieder anziehen.

## Grafik im Fokus



Als Antwort auf die Frage, wann der richtige Zeitpunkt für einen Wiedereinstieg ist, hat RCA den aktuellen Abschwung mit anderen verglichen. Sie verfolgten die Anzahl gehandelter Immobilien über einen rollierenden Zwölfmonatszeitraum, indiziert an den Spitzenmonat. Per September 2023 waren die Investitionen in europäische Gewerbeimmobilien bereits 13 Monate rückläufig, was sich weitgehend mit der Position während der Finanzkrise deckt. Abschwächungen sind sehr unterschiedlich und nicht leicht vergleichbar. Die aktuelle Abschwächung könnte im 18. Monat, irgendwann im ersten Quartal 2024, die Talsohle erreichen, wenn sie sich ähnlich entwickelt wie in der Finanzkrise.

Fünf Themen prägen 2024 das Wirtschaftsumfeld: Erstmals seit 2021 steigen die Reallöhne, was heisst, dass das konjunkturelle Tief Mitte Jahr wohl überschritten sein dürfte. Zweitens bringt die geldpolitische Straffung die Inflationsziele der Notenbanken in greifbare Nähe. Drittens gibt es eine Verschiebung in Geld- und Fiskalpolitik. Nachdem die Fiskalmassnahmen das Wirtschaftswachstum seit der Pandemie gestützt haben, dürften 2024 eher tiefere Finanzierungskosten und niedrigere Zinsen als Impulse dienen. Dann wird 2024 ein Rekordjahr für die Demokratie: Noch nie wurden so viele Menschen rund um den Globus in einem einzigen Jahr zu Wahlen aufgerufen. Abgesehen von temporärer Volatilität an den Finanzmärkten und v. a. an den Devisenmärkten dürften sich politische Ereignisse kurzfristig kaum auf die Wirtschaftsaussichten für Europa auswirken. Das fünfte grosse Thema jedoch wird die Weltwirtschaft stärker belasten: Wachstumsimpulse aus China dürften nach wie vor ausbleiben. Europas Güterexporte nach China erholen sich langsam und die Zahl chinesischer Touristen liegt weiterhin unter dem Vorpandemieniveau.

## Das BIP im Fokus

Trotz einer kurzen Atempause Mitte Jahr nehmen die Rezessionsängste gemäss Marktumfragen wieder zu, v. a. in der Eurozone (Wahrscheinlichkeit einer Rezession von 65%), befeuert von Deutschland und Italien, wo Umfragen auf eine Wahrscheinlichkeit von 75% bzw. 60% hindeuten, und Grossbritannien (60%). Eine Rezession würde die Konsumenten und die Firmen vor grosse Herausforderungen stellen und dazu führen, dass der aktuelle Abschwung auch den Mietmarkt erreicht, der sich bisher sehr robust gegenüber dem schwierigen Wirtschaftsumfeld gezeigt hat. Im Fall einer Rezession gibt es aber vielleicht dennoch Hoffnung: Sollte das Wirtschaftswachstum wie vom Markt erwartet stagnieren, dürfte dies ein hinreichender Anhaltspunkt dafür sein, dass die Zentralbanken von Zinsschritten zu Senkungen übergehen können. In unserem Basisszenario erwarten wir die erste Zinssenkung durch die EZB im April, gefolgt vom Fed im Juli und von der Bank of England im August. Dies wird sich positiv auf die Renditen lokaler Staatsanleihen auswirken, was wiederum einen positiven Effekt auf die Immobilienrenditen und die Investitionstätigkeit haben wird. Zum jetzigen Zeitpunkt dürften Immobilienanleger hochwertige Möglichkeiten finden können, da das gesamte Anlageuniversum starke Preiskorrekturen erfahren hat, wobei die Kapitalwerte überprüft und neu bewertet wurden und nun den fairen Preis aufweisen.

## Höhere Langfristzinsen erwartet

Wir rechnen zwar für 2024 mit Zinssenkungen durch die Zentralbanken, aber die Leitzinsen dürften nicht auf die Vorpandemietiefs zurückkehren. Die Inflation wird sinken, aber nicht weit unter das Ziel der Zentralbanken, weshalb die Zinsen genügend restriktiv bleiben müssen. Wir glauben, dass wir uns in einem neuen makroökonomischen Umfeld mit höheren Langfristzinsen befinden. Trotzdem bieten Immobilien im Kern einen effektiven Schutz vor Inflation, da Gewerbemietverträge meist anhand von Indizes überprüft werden. Daher dürften Immobilien bei den Anlegern beliebt bleiben, aber die Performance wird zunehmend vom Ertragswachstum getrieben.

## In den Startlöchern

Aufgrund der Entwicklungen an den breiteren Finanzmärkten ist die Transaktionstätigkeit seit dem Q4 2021 rückläufig. In ganz Europa geht die Marktaktivität seit sieben Quartalen jedes Quartal zurück und die Q3-Daten zeigen, dass nur Transaktionen von EUR 34,6 Mrd. getätigt wurden (-59% vs. Vorjahr), der tiefste Wert seit der Periode nach der Finanzkrise vor weit über zehn Jahren. Dieser Rückgang war in allen Regionen und Immobiliensegmenten breit abgestützt, denn die Preisvorstellungen der Käufer und die Erwartungen der Verkäufer weichen stark voneinander ab. Etwas besser schnitten die südeuropäischen Märkte im Q3 ab, wo der Abschwung schneller abzuflauen scheint: In Spanien z. B. legte die Aktivität vs. Q2 um 8% zu. Kurzfristig dürfte sich die Lücke bei den Preisermwartungen schliessen, sofern die Inflationsraten weiter sinken und die Zentralbanken die Zinsen senken. Dies verschafft dem Markt nicht nur mehr Preissicherheit, sondern dürfte auch den Refinanzierungsdruck mindern und die Marktstimmung aufhellen. Die Transaktionen dürften sich daher im ersten Halbjahr 2024 erholen. Vorläufige Q4-Daten deuten bereits auf eine stärkere Aktivität hin, gestützt durch solide Kapitalzusagen globaler Anleger, die mit viel «Dry Powder» auf Investitionen in europäische Immobilien warten.

## Wohnen bleibt robust

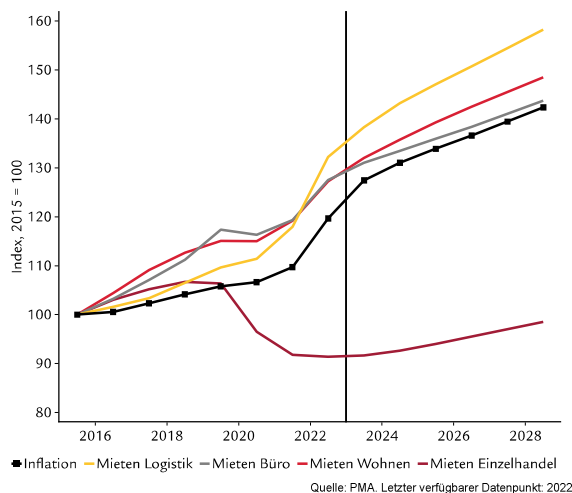
Angesichts der Mieterbasis beim Wohnen, die auf Privaten und nicht auf Firmen beruht, reagiert der Wohnsektor weniger stark auf Konjunkturabschwünge als Gewerbeimmobiliensektoren. Wir sind von Wohnimmobilien daher stark überzeugt, v. a. angesichts des chronischen Unterangebots in den europäischen

Märkten. Zudem wirkten sich die jüngsten Zinsschritte auf die Hypothekarzinsen aus, was zu einem Kaufkraftverlust führte und das ohnehin schon gravierende Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verschärfte. Längerfristig wird die Nachfrage nach Mietraum (Mehr-/Einfamilienhäuser, Studentenwohnheime, Co-Living) durch günstige demografische Veränderungen wie Migration und Bevölkerungswachstum gestützt. Anleger sollten aber aufpassen, da das starke Mietwachstum in den letzten zwölf Monaten zu Erschwinglichkeitsbedenken geführt hat, und weil ESG immer wichtiger wird, sollte die Auswahl nachhaltiger Gebäude oberste Priorität haben.

## Lichtblick bei der Performance

Trotz der geringeren Aktivität 2023 im Anlage- und im Mietmarkt fokussieren wir uns weiterhin auf Industrie und Logistik, ein Lichtblick in Sachen Performance. Geopolitische Ereignisse haben Schwachpunkte in den Lieferketten offengelegt. Folglich werden die Unternehmen mehr Industrieflächen für Lagerung und Vertrieb benötigen, um sich gegen weitere Probleme abzusichern und die ständig steigenden Erwartungen der Verbraucher an schnelle Lieferdienste zu erfüllen. Längerfristig wird das Wachstum im Onlinehandel von 6 bis 10% bis 2028 in europäischen Schlüsselmärkten (PMA) die Nachfrage v. a. nach Citylogistik und größeren Einheiten an Transportrouten stützen. Unsere Überzeugung bezüglich des Sektors widerspiegelt sich auch in unseren Mietwachstumsprognosen (Grafik 1), wo das Wachstum im Prognosezeitraum klar über der Inflation liegen dürfte.

**Grafik 1: Miet- und Inflationsprognose**



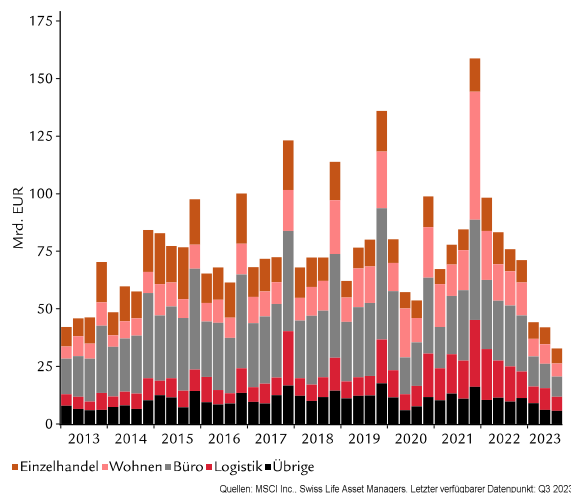
## Sorgenkind Büros

Der Bürosektor galt einst als sicherer Wert, wenn es um die Performance ging. Die digitale Autonomie bleibt aber eine Gefahr für den Sektor, der nun keinen klaren langfristigen Nachfragetreiber mehr hat. Nun müssen Portfoliomanager mit grossen Büropositionen erhebliche Investitionen tätigen, um Leerstand und Überalterung zu vermeiden, oder Neupositionierungen vornehmen. Daher ist es wichtig, robuste Städte anzupeilen, v. a. solche, in denen die Bürobeschäftigungsprognosen und das BIP-Wachstum am stärksten sind. So dürfte das Spitzenmietwachstum in den nächsten fünf Jahren im Pariser CBD (durchschn. 3,50% p. a.), in Madrid (3,00% p. a.) und im Londoner West End (2,00% p. a.) am stärksten ausfallen, obwohl angesichts des rückläufigen Anteils an Spitzenflächen ein äusserst selektiver Anlageansatz empfohlen wird.

## Konsumorientierte Sektoren gefährdet

Obwohl die Inflation von ihren Hochs gesunken ist, bleibt die Konsumentenstimmung negativ, weil die europäischen Haushalte grossem Kostendruck ausgesetzt sind. Hohe Leerstandsquoten an zentralen Einkaufslagen werden die Performance einschränken, weshalb wir für die Berichtsperiode keine Erholung im Einzelhandel erwarten. Derweil hat sich der Hotelsektor gut erholt und der Tourismus liegt fast wieder auf dem Vorpandemieniveau. Reisen gilt aber weitgehend als nicht essenzieller Ausgabenposten, weshalb für uns nur die wichtigsten Geschäfts- und Tourismuskörner wie London, Paris, Madrid und Berlin infrage kommen.

**Grafik 2: Transaktionsvolumen Europa**



## Autoren

### Swiss Life Asset Managers

**Francesca Boucard**  
**Head Real Estate Research & Strategy**  
francesca.boucard@swisslife-am.com

**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com

**Robert Kuert**  
**Real Estate Research Analyst Switzerland**  
robert.kuert@swisslife-am.com

### Swiss Life Asset Managers, France

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

### Swiss Life Asset Managers, Germany

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

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

### Swiss Life Asset Managers, UK

**Frances Spence**  
**Head UK Research, Strategy & Risk**  
frances.spence@swisslife-am.com

**Rachel Singleton**  
**Analyst Research, Strategy & Risk**  
rachel.singleton@swisslife-am.com

### 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, die 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 Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main, und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.