

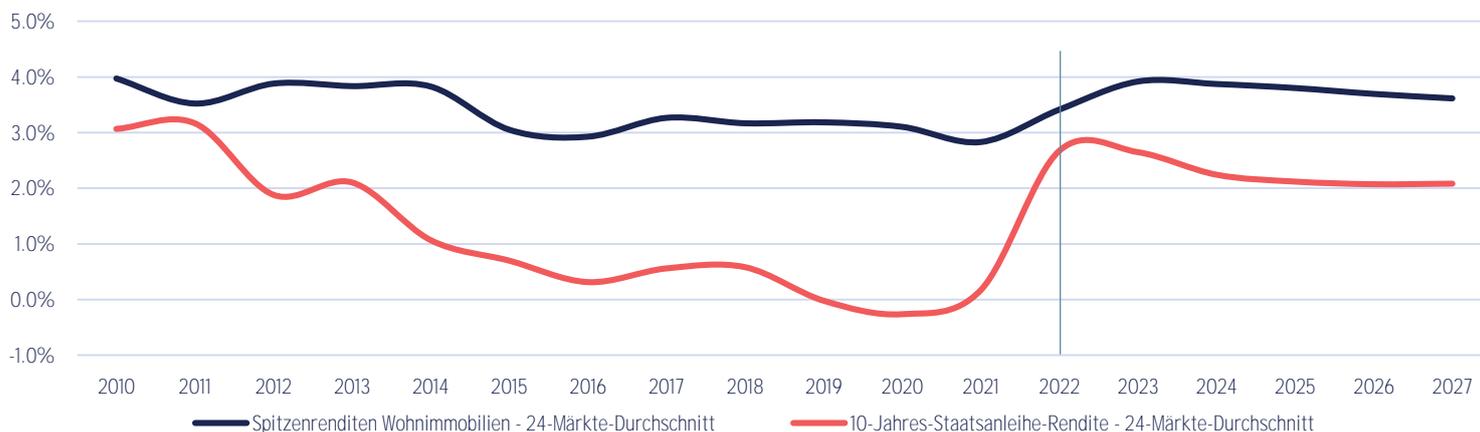
Monatlicher Research Report

MÄRZ 2023

WOHNIMMOBILIEN BLEIBEN AUCH IN EINEM HÖHEREN ZINSUMFELD WEITERHIN DEFENSIV

- Steigende Hypothekenzinsen in Kombination mit der Rückkehr der Beschäftigten in die Büros erhöhen die Nachfrage nach Mietimmobilien und verschärfen die seit langem bestehende Angebotsknappheit weiter. Zusammen mit der steigenden Anzahl an Haushaltsbildungen gleicht dies die negativen Auswirkungen des schwachen Bevölkerungswachstums in Europa aus.
- Die nach wie vor hohen Bau- und Finanzierungskosten reduzieren das Angebot an Märkten mit bereits niedrigem Leerstand zusätzlich und schwächen die Gewinnmargen der Bauunternehmer.
- Anforderungen an die Energieeffizienzklassen (EPC-Ratings) werden das Angebot an allen Märkten voraussichtlich weiter verknappen, da die Ökoprüfungen in den Preisen Niederschlag finden.
- Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die europäischen Vermietungsmärkte künftig kräftige Mietzuwächse verzeichnen. Unsere aktuelle Mietzuwachsprognose für Wohnimmobilien liegt im Zeitraum 2023-27 bei 3% per annum und entspricht damit in etwa den Prognosen für den Logistiksektor, ist jedoch höher als im Büro- und Einzelhandelssektor. Kürzlich eingeführte Mietendeckel zum Schutz der Mieter vor inflationsgebundener Mietindexierung dürften nicht von Dauer sein und langfristige Mietzuwächse am Markt nicht behindern.
- Es wird erwartet, dass die Nachfrage der Investoren nach Wohnimmobilien stark bleiben wird und dass die Transaktionen zunehmen werden, sobald sich die Erwartungen von Käufern und Verkäufern angeglichen haben. Dies gilt insbesondere für den Studenten- und Seniorenwohnungssektor, der Investoren die Vorteile eines langfristigen Triple-Net-Gewerbemietvertrags und somit durchschnittlich höhere Renditen bietet.
- Im Zuge gestiegener Zinsen könnten Refinanzierungen für einige Investoren zum Problem werden, im Wohnimmobiliensektor dürfte die Kreditfinanzierungslücke (KFL) jedoch relativ moderat sein. Befördert wird diese vor allem durch die angenommene Zinsdeckungsgrad Auflage (ICR-Auflage) infolge der niedrigen Renditen im Sektor.
- Tatsächlich werden Wohnimmobilien-REITs infolge ihrer überdurchschnittlichen Fremdkapitalanteile mit bedeutenden Abschlägen auf den NAV gehandelt. Einige könnten dadurch gezwungen sein, Vermögenswerte zu veräußern, um ihr Stammkapital in ein ausgeglichenes Verhältnis zu bringen, und dies trotz solider Eigentümer-Rahmenbedingungen.
- Die Anleiherenditen sind von den jüngsten Befürchtungen mit Blick auf die Banken betroffen. Da die Inflation allerdings bereits abflaut und Zinserhöhungen in geringerem Umfang als erwartet erfolgen dürften, deuten unsere aktualisierten Wohnimmobilien-Renditeprognosen auf eine weitere Entspannung der Renditen gegenüber dem aktuellen Stand, die ab 2024 von einer erneuten Renditekompression abgelöst wird.
- Unsere aktualisierten Renditeprognosen für Wohnimmobilien gehen von einem weiteren Renditeanstieg um 50 Basispunkte aus, gefolgt von einem Renditerückgang ab 2024.
- Aufgrund der guten Angebots- und Nachfragesituation sowie diversifizierter und stabiler Cashflows, wird der Wohnimmobiliensektor als Ersatz für Anleihen nach unserem Dafürhalten selbst in dem heutigen Hochzinsumfeld bei zahlreichen Investoren weiterhin stark nachgefragt sein. Ein Grund ist die defensive Rolle des Sektors in einem diversifizierten Immobilienanlageportfolio. Außerdem bietet der Sektor eine gewisse Inflationsabsicherung.

Europäische Spitzenrenditen für Wohnimmobilien (%) & Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (%) - AEW-Prognosen März 2023



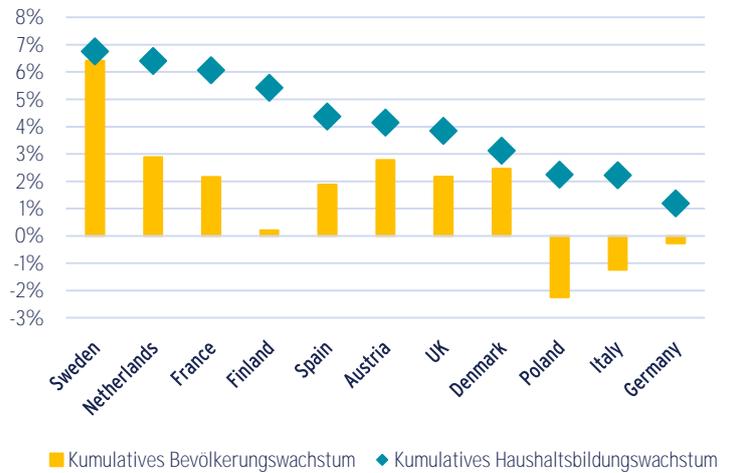
Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

ANGESPANNTE MÄRKTE BEI RÜCKLÄUFIGEM ANGEBOT GLEICHEN SCHWACHES BEVÖLKERUNGSWACHSTUM AUS

KURZFRISTIGE NACHFRAGEBELEBUNG DURCH RÜCKKEHR IN DIE STÄDTE

- 2022 erholte sich die Nachfrage nach innerstädtischen Wohnimmobilien nach der allmählichen Rückkehr der Beschäftigten in die Büros.
- Verstärkt wurde diese Entwicklung durch den Zustrom von 4,7 Millionen ukrainischer Flüchtlinge, die 2022 vorübergehenden Schutz in der EU beantragten. Deutschland und Polen nahmen jeweils 1 Million ukrainischer Flüchtlinge auf. Da kein Ende des Konflikts in der Ukraine in Sicht ist, werden die Flüchtlinge voraussichtlich im Gastland ansässig werden und zunehmend Wohnungen am privaten Wohnungsmarkt mieten.
- Ein weiterer zentraler Nachfragemotor ist die nach wie vor hohe Zahl der Haushaltsgründungen, insbesondere in den Städten.
- Dies sind die zentralen Nachfragemotoren im Kontext langfristig schwacher demografischer Aussichten und des damit verbundenen erwarteten negativen Bevölkerungswachstums in Deutschland, Mittel- und den meisten Teilen von Südeuropa.

Kumulatives Bevölkerungs- und Haushaltsbildungswachstum 2023-2032 (%)

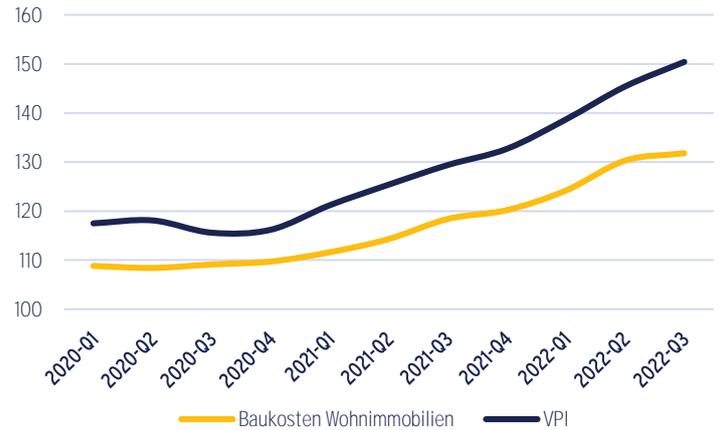


Quellen: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

STEIGENDE BAUKOSTEN SCHWÄCHEN RENTABILITÄT

- Das Angebot an neuen Mietwohngebäuden wird langfristig durch die Rentabilität der Bauunternehmen angekurbelt, die wiederum von den Grundstücks- und Baukosten und den Verkaufspreisen abhängt.
- In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die Baukosten im europäischen Wohnimmobiliensektor im 3. Quartal 2022 seit Jahresbeginn um 11% gestiegen sind und seit Anfang 2020 parallel zum VPI stetig zugenommen haben.
- Neueren Hinweisen zufolge hat sich der Anstieg der Baukosten seit Ende 2022 allerdings verlangsamt.
- Die hohen Baukosten haben die Margen der Bauunternehmer im Zusammenspiel mit gestiegenen Kapitalkosten geschmälert und damit das künftige Angebot begrenzt. In der Folge wird der Kapitalwertzuwachs bei Bestandsimmobilien gestützt.
- Im Wohnimmobiliensektor führt dies zudem zu höheren Preisen bei Neubauten (z.B. +5% in Frankreich im 4. Quartal 2022).
- Die gestiegenen Baukosten haben außerdem Einfluss auf die Sanierungskosten und damit auch das Nettobetriebsergebnis und die Renditen von Bauunternehmern und Investoren.

EU - Baukosten im Wohnimmobiliensektor gegenüber VPI - 2015 = 100

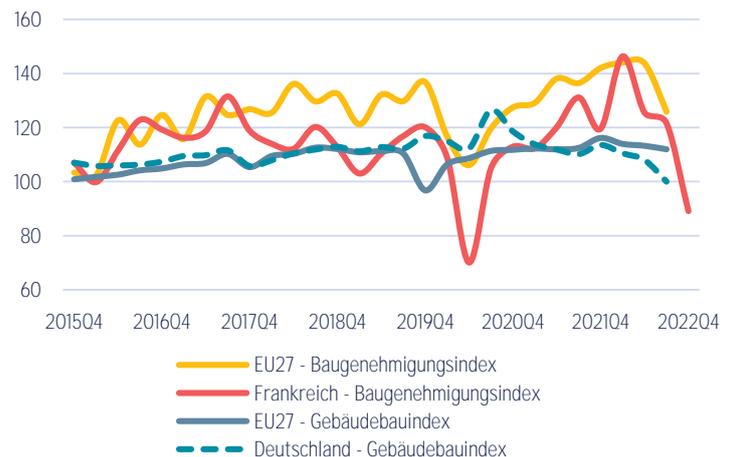


Quellen: Eurostat, AEW Research & Strategy

RÜCKLÄUFIGE BAUGENEHMIGUNGEN & -PROJEKTE SCHMÄLERN NEUFLÄCHENANGEBOTE

- Infolge strengerer Finanzierungsbedingungen und höherer Baukosten war die Leistung im Wohnimmobilienbau 2022 insbesondere in Deutschland (siehe Grafik), aber auch in Spanien und Österreich rückläufig.
- Das Angebot an neuen Wohnflächen dürfte kurzfristig nicht anziehen. Dadurch gerät der Wohnimmobilienmarkt in Städten mit knappem Angebot weiter unter Druck. In der Folge wird der der Mietzuwachs am Markt weiter anziehen.
- Die Zahl der in den 27 EU-Mitgliedstaaten beantragten Baugenehmigungen für Wohnimmobilien - ein Frühindikator für künftige Bauvorhaben - ging 2022 dramatisch zurück.
- Aufgrund der durch Kostensteigerungen gefährdeten Rentabilität, könnten Baugenehmigungen nicht automatisch in neue Wohnungsbauprojekte münden.
- In Frankreich ging die Zahl der Bauanträge für Wohnimmobilien deutlich zurück (siehe Abbildung). Dieser Trend ist auch in Dänemark, Irland, Finnland und Schweden zu beobachten.

Baugenehmigungen für Wohnimmobilien & Produktionsindex im Baugewerbe (rechts) - 2015 = 100



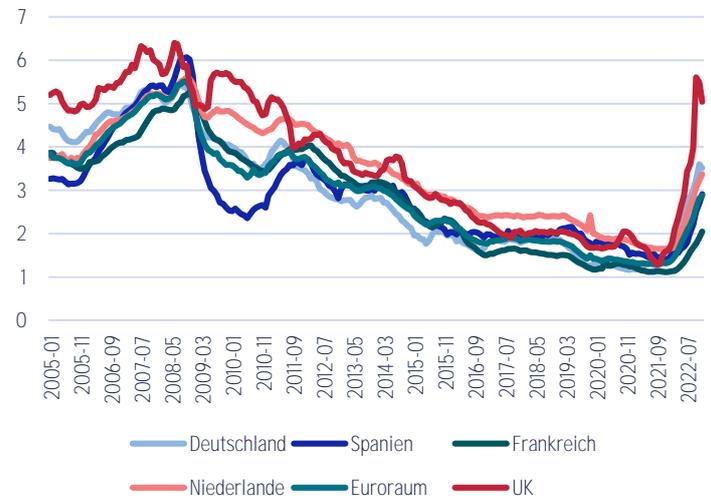
Quellen: Eurostat, AEW Research & Strategy
Der Produktionsindex des Baugewerbes spiegelt den monatlichen Mehrwert des Bausektors (deflationierter Bruttoproduktionswert oder Arbeits- und Rohstoffaufwand).

STEIGENDE HYPOTHEKENZINSEN KURBELN NACHFRAGE NACH MIETOBJEKTEN AN

GESTIEGENE HYPOTHEKENZINSEN BRINGEN PREISE UNTER DRUCK

- Seit Anfang 2022 sind die ortsüblichen Bankhypothekenzinsen im Euroraum deutlich gestiegen. Dieser Entwicklung vorangegangen sind Leitzinserhöhungen der Zentralbanken in dem Versuch, die zuletzt hohe Inflation erneut auf die Zielmarke von 2% zu senken.
- Ende 2022 sind die Hypothekenzinsen in der Eurozone im Durchschnitt auf knapp unter 3% gesunken, ein Niveau, das zuletzt 2013 erreicht wurde und der stärkste und schnellste Anstieg seit Beginn der Aufzeichnungen.
- Im UK liegen die Hypothekenzinsen weit über dem Niveau in der Eurozone. Zurückzuführen ist dies in Teilen auf die Politik der Bank of England.
- Im Vorjahr sind die Zinsen im UK drastisch gestiegen. Für eine Festhypothek mit einer Laufzeit von 5 Jahren mit einer Beleihungsquote von 75% lag der Zinssatz im Dezember 2022 bei 5,0% gegenüber 1,3% im September 2021.
- Da sich zahlreiche Haushalte in der aktuellen Kreditlandschaft keinen Kredit für einen Hauskauf leisten können, werden die Immobilienpreise unter Druck geraten, gleichzeitig wird die Nachfrage nach Mietobjekten am privaten Mietwohnungsmarkt gestützt.

Ortsübliche Bankzinsen - Immobilienkredite (in %)

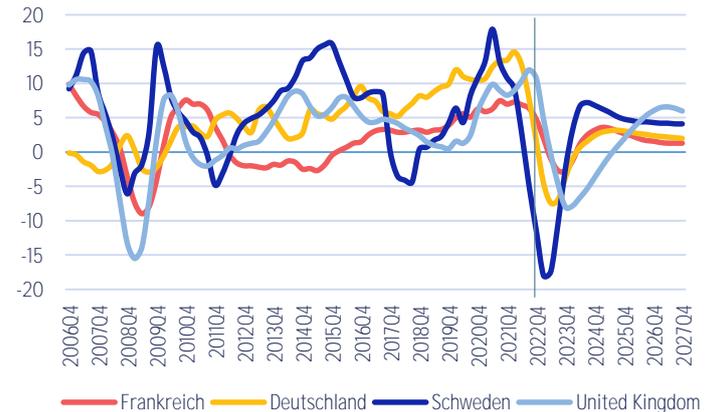


Quellen: ECB, Bank of England, AEW Research & Strategy

RÜCKGANG DER WOHNIMMOBILIENPREISE FÜR 2023 ERWARTET

- Der Anstieg der Zinsen hat Ende 2022 nach einem Anstieg von nahezu 10% im 1. Quartal 2022 zu einer markanten Abschwächung der Wohnimmobilienpreise in der Eurozone geführt.
- Aufgrund struktureller Unterschiede an den jeweiligen Hypothekenmärkten, variieren die Zahlen an den einzelnen Märkten allerdings erheblich.
- Märkte mit einem höheren Anteil variabler Hypothekenzinsen, wie Schweden, erleben eine raschere Preisabschwächung mit einem Rückgang von 11% im 4. Quartal 2022 beziehungsweise geschätzten 18% Anfang 2023 gegenüber dem Vorjahr.
- 2023 dürften die meisten Märkte einen Preisrückgang verzeichnen. Dieser dürfte zwischen -8% im UK und -3% in Frankreich liegen.

Nominaler Preisanstieg bei Wohnimmobilien (per annum, in %)

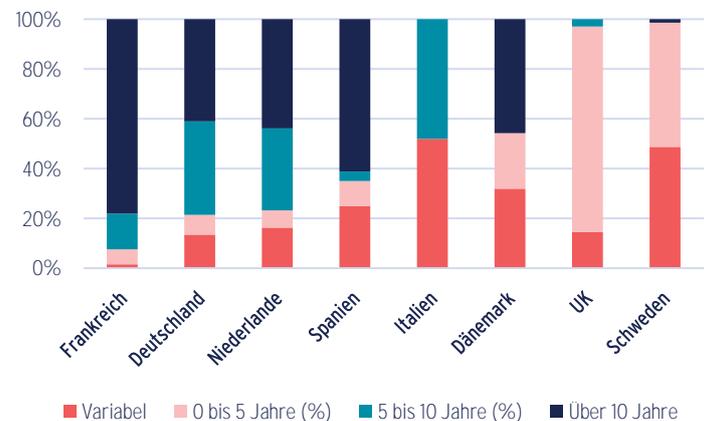


Quellen: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

MÄRKTE MIT VARIABLEN ZINSEN ODER KURZEN KREDITLAUFZEITEN SIND VOLATILER

- Der markante Einbruch der Wohnimmobilienpreise im UK und in Schweden in den letzten Quartalen ist vor allem auf den großen Anteil variabler Hypothekenzinsen (49% in Schweden) oder Kredite mit Laufzeiten unter 5 Jahren (83% im UK) an diesen Märkten zurückzuführen, was zu einer größeren Preisvolatilität geführt hat.
- Tatsächlich werden die meisten Hypotheken im UK zu einem Festzinssatz abgeschlossen, die Zinsfestschreibung gilt allerdings größtenteils für weniger als 5 Jahre und liegt damit deutlich unter der im Rest Europas.
- In Frankreich werden demgegenüber lediglich 1,6 % der Hypothekenkredite mit variablen Zinsen abgeschlossen und 78% der ausstehenden Kredite für mehr als 10 Jahre vergeben.
- Zu berücksichtigen ist zudem der erhebliche Marktanteil tilgungsfreier Hypothekenkredite in einigen Ländern (Schweden, Niederlande, Deutschland).
- Neue Kredite werden zunehmend mit Festzins und längeren Laufzeiten vergeben.

Ausstehende Immobilienkredite - Anteil variabler / fester Zinssätze nach Hypothekelaufzeit (in %). Deutschland, Niederlande & Spanien: Nur neue Kredite



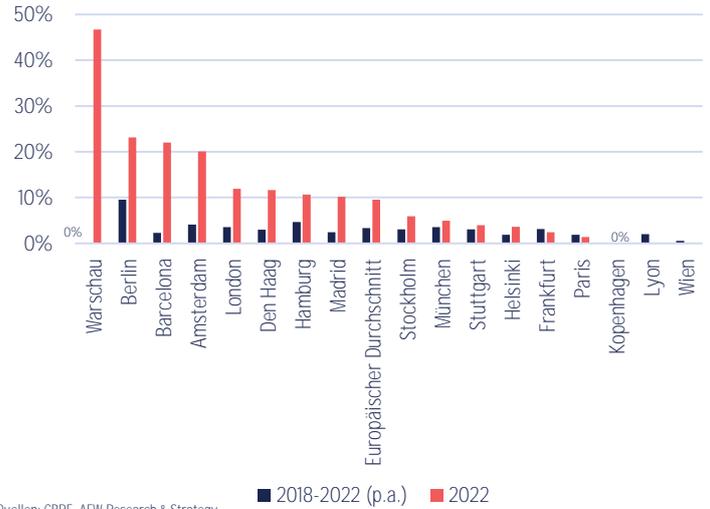
Quellen: OECD, ACPR, AEW Research & Strategy

FÜR DIE ZUKUNFT KRÄFTIGE MIETZUWÄCHSE AM MARKT ERWARTET

POST-COVID RÜCKKEHR IN DIE STÄDTE TREIBT DIE MIETEN UM 10% NACH OBEN

- Hinter dem europäischen Marktdurchschnitt von 3,3 % Spitzenmietenwachstum für den Zeitraum 2018-2022 verbergen sich einige bemerkenswerte Veränderungen zwischen den Zeiträumen.
- Nach dem Rückgang um durchschnittlich 0,8% während der Corona-Lockdowns 2020 in Europa, hat hier bereits 2021 eine Erholung der Spitzen-Wohnimmobilienmieten eingesetzt (+1,4%).
- Nach den Corona-Lockdowns zogen die Spitzenmieten im Wohnimmobiliensektor 2022 dann deutlich an (+9,6%).
- Besonders ausgeprägt war der Post-Covid-Aufschwung dort, wo über 20% des Spitzenmietzuwachses, nämlich in Warschau (+47%), Berlin, Barcelona und Amsterdam, verzeichnet wurde.
- Hier kommen die Rückkehr privater Mieter in die Städte nach den Lockdowns, die langfristige Angebotsknappheit sowie die aktuell hohe Inflationsrate 2022 zum Tragen.

Spitzenmietzuwachs bei Wohnimmobilien (per annum, in %)

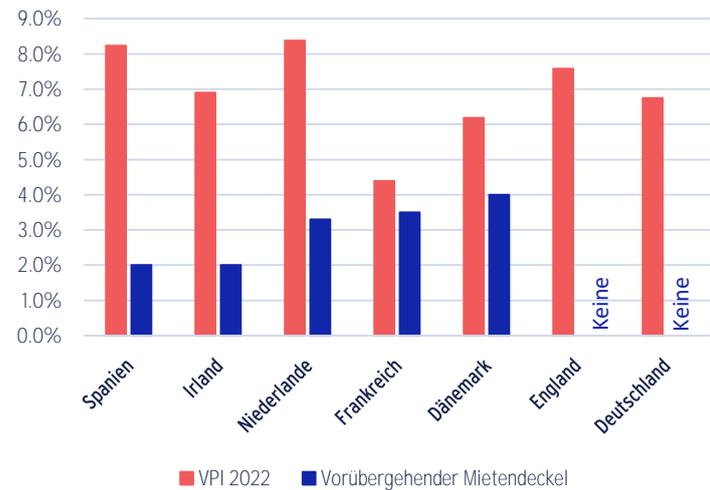


Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy 2020-2022 für Warschau, Madrid, Barcelona und Kopenhagen

INDEXIERUNG AN EINIGEN MÄRKTEN DURCH MIETENDECKEL BEGRENZT

- Die Inflation hat sich trotz der Indexierungsklauseln an den meisten europäischen Märkten infolge der in mehreren Ländern eingeführten Mietendeckel zur Begrenzung der Auswirkungen für die Mieter nicht unmittelbar in Zuwächsen bei den Marktmieten niedergeschlagen.
- Spanien, Irland, Niederlande, Frankreich und Dänemark haben alle vorübergehende Mietendeckel eingeführt, die von besonders strengen 2% in Spanien bis 4% in Dänemark reichen.
- England und, was noch erstaunlicher ist, auch Deutschland haben trotz einer Inflation von 7-8% keinen nationalen Mietendeckel eingeführt. Da in Deutschland die jährlichen Überprüfungen der Mieten bereits stark reguliert sind, waren hier keine neuen Mietendeckel vonnöten.
- Im Februar sank die Inflationsrate in der Eurozone auf 8,5%, die Kerninflation erreichte mit 5,6% jedoch ein Rekordhoch. Es bleibt daher unklar, ob die Regierungen die ursprünglich auf ein oder zwei Jahre befristeten vorübergehenden Mietendeckel verlängern werden.

Eingeführte vorübergehende Mietendeckel & VPI 2022 (in %)

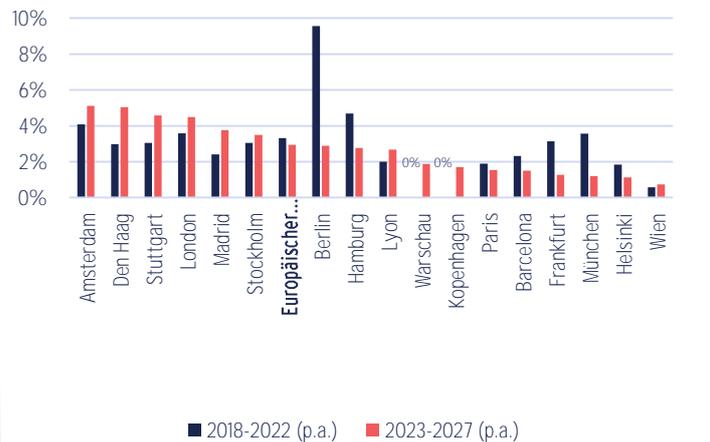


Quellen: Oxford Economics, AEW Research & Strategy

2023-27 ERWARTETER SPITZENMIETZUWACHS BEI 3% P.A.

- Mit durchschnittlich 2,9% per annum dürfte der erwartete Spitzenmietzuwachs bei Wohnimmobilien zwischen 2023 und 2027 aufgrund des weiter bestehenden Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage über der Inflationsrate (2,1% per annum) liegen.
- Damit entspricht er dem im letzten Fünfjahreszeitraum an unseren 24 Märkten verzeichneten Spitzenmietzuwachs von 3,3% p.a., der von einem starken 2022 profitierte.
- Beim Spitzenmietzuwachs schneidet der Wohnimmobiliensektor im Vergleich zu anderen Immobilitypen - wie Büroimmobilien (geschätzte 2,0% p.a.) und High Street-Einzelhandel (geschätzte 1,2% p.a.) im nächsten Fünfjahreszeitraum - gut ab. Der Spitzen-Logistiksektor liegt mit 3,1% p.a. leicht vorn.
- Amsterdam, die niederländischen Märkte sowie London und Madrid rechnen mit einer besseren Entwicklung als der europäische Durchschnitt.

Spitzenmietzuwachs Wohnimmobilien (per annum) (in %) - Prognosen März 2023



Quellen: CBRE, Oxford Economics, AEW Research & Strategy

ANHALTEND STARKE INVESTORENNACHFRAGE NACH DEFENSIVEM SEKTOR

SOLIDE INVESTITIONSVOLUMEN NACH REKORDJAHR 2021

- Nach dem 2021 verzeichneten Allzeithoch von 97 Mrd. € lagen die Investitionsvolumen im Wohnimmobiliensektor 2022 bei insgesamt 60 Mrd. €. Dies entspricht einem Rückgang von 40% gegenüber dem Vorjahr.
- 2021 war ein Ausnahmejahr, gekennzeichnet durch die Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia (27,6 Mrd.€) und des Lamartine-Portfolios durch den französischen Versicherer CNP von CDC Habitat (2,4 Mrd. €). Mit den Übernahmen stieg der Sektoranteil auf den Rekordwert von insgesamt 28%.
- Waren die Volumina im 1. Halbjahr 2022 noch hoch, so brachen die Investitionsaktivitäten in der zweiten Jahreshälfte ein, nachdem sich erste Auswirkungen der Zinserhöhungen zeigten.
- 2023 waren die Investitionsvolumen bislang begrenzt. Zurückzuführen ist dies auf die nach wie vor hohe Geld-Brief-Spanne und den Einbruch der Volumina in den ersten beiden Monaten 2023 gegenüber dem Vorjahr um rund 50%.
- Bei begrenzten Investitionsaktivitäten tun sich Investoren und Gutachter mit der Festlegung von Spitzenrenditen schwer.
- Dennoch konnte der Wohnimmobiliensektor laut einer INREV-Umfrage zu Investitionsvorhaben von 2023 seinen zweiten Platz nach dem Bürosector als bevorzugter Investmentsektor und weit vor dem Logistiksektor behaupten.
- Diese Präferenz erklärt sich durch die relativ hohe Stabilität der angebotenen Cashflows und wird durch den Anteil des Wohnimmobiliensektors von 21% am gesamten europäischen Investitionsmarkt 2022 noch bestätigt.

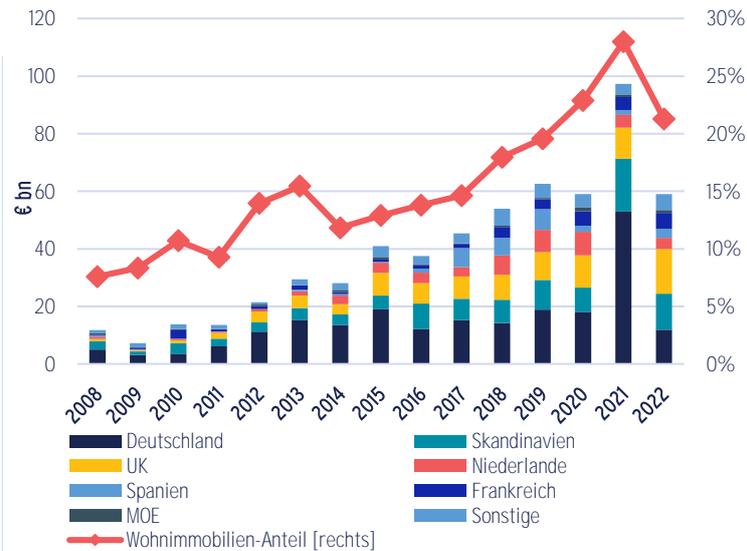
VERWALTETE WOHNIMMOBILIEN: DIE VORTEILE EINES GEWERBEMIEHTVERTRAGS

- Gewerbe- /Wohnimmobilien - Wohnimmobilien, die über einen Gewerbemietvertrag mit einem Betreiber verwaltet werden, vereinen die Vorteile eines langfristigen Triple-Net-Gewerbemietvertrags mit der Defensivität des Wohnimmobiliensektors.
- Vor dem Hintergrund einer alternden Bevölkerung ist das Interesse der Investoren am Seniorenwohnungsmarkt gestiegen.
- Seit 2012 haben sich die Investitionsvolumen im Seniorenwohnungssektor (nur selbständiges Wohnen) 2022 mit 3 Mrd. € mehr als verdoppelt.
- Das Investitionsvolumen für Studentenwohnungen ist ebenfalls gestiegen, vor allem im UK, und wird im Jahr 2022 ein Rekordhoch von 17 Mrd. EUR erreichen.
- Da die Universitäten zur Schließung gezwungen waren, hat sich der Betrieb nach der Pandemie schnell wieder erholt, wie die Reservierungsrate des £5-Milliarden-Portfolios von Unite im UK von 83 % zeigt (gegenüber 67 % zur gleichen Zeit im Vorjahr).
- Auf Senioren- und Studentenwohnungen entfallen derzeit 30% des gesamten Investitionsvolumens in Europa gegenüber einem Zehn-Jahres-Durchschnitt von 20%.

ERHEBLICHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE IM WOHNIMMOBILIENSEKTOR

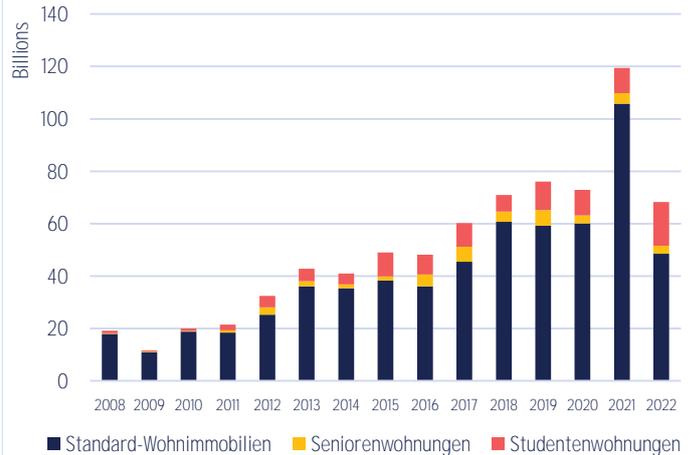
- Mit Gegenwind waren die Investoren durch die Kreditfinanzierungslücke (KFL) konfrontiert. Als KFL wird das potentielle Defizit zwischen dem ursprünglich besicherten Schuldenbetrag und dem zur Refinanzierung bei Kreditfälligkeit zur Verfügung stehenden Betrag bezeichnet.
- Unsere KFL-Schätzung beruht auf niedrigeren Beleihungswertprognosen, da sie die Beleihungsquoten (LTVs) bei Refinanzierung nach oben treiben, und auf den zusätzlichen Effekten gestiegener Zinsen auf den Zinsdeckungsgrad (ICR).
- Im Vergleich zum Bürosector und Einzelhandel weisen Wohnimmobilienkredite die niedrigste kombinierte KFL auf. Zurückzuführen ist dies vor allem auf die gegenüber anderen Sektoren relativ moderaten Akquisitionsvolumen, die im Zeitraum 2018-20 in diesem Sektor verbucht wurden.
- Die kombinierte KFL wird bei einem Zinsdeckungsgrad von 2,0 hier mit 11 Mrd. EUR veranschlagt und entspricht weniger als 22% der kombinierten KFL in allen Sektoren.
- Der Wohnimmobiliensektor ist der einzige Sektor, für den strengere ICR-Auflagen von 2,0 gelten. Dies ist das Ergebnis niedriger Renditen im Sektor bei Kreditvergabe im Zeitraum 2018-20 sowie solider Kapitalwertzuwächse bis 2022.

Investitionsvolumen im Wohnimmobiliensektor (in Mrd. €) nach Land und Anteil des Wohnimmobiliensektors (in %) am Gesamtinvestitionsvolumen (in %, rechts).



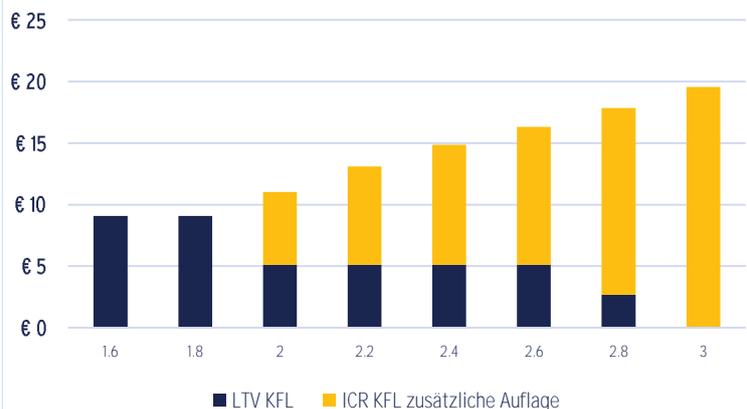
Quellen: RCA, INREV, AEW Research & Strategy

Investitionsvolumen Wohnimmobilien Europa (in Mrd. €) nach Teilsektor



Quellen: RCA, Green Street, AEW Research & Strategy

KFL-Sensitivität von Wohnimmobilienkrediten gegenüber ICR-Annahmen in Mrd. EUR - Schätzung für UK, Deutschland und Frankreich



Quellen: AEW Research & Strategy

UNTERDURCHSCHNITTLICH ABSCHNEIDENDE WOHNIMMOBILIEN-REITS BIETEN KAUFGELEGENHEITEN

KAUFGELEGENHEITEN BEI SCHULDEN ABBAUENDEN REITS

- Ein Blick auf die REIT-Märkte zeigt eine Reihe interessanter förderlicher Trends.
- Infolge gestiegener Zinsen, der aktuell negativen Performance und einer relativ hohen durchschnittlichen Beleihungsquote von 44% waren zahlreiche Wohnimmobilien-REITs gezwungen, Schulden abzubauen.
- Einige Wohnimmobilien-REITs müssen erhebliche Teile ihrer Kredite vor Ablauf 2024 auch in Bezug auf den absoluten Schuldenstand refinanzieren.
- Ungeachtet der Ungewissheit rund um die Vermögenswerte haben die Wohnimmobilien-REITs große Portfolios - häufig mit einem beträchtlichen Abschlag - zum Kauf angeboten, um ihre Fremdkapitalquote zu senken und die Aktionäre zu beruhigen.
- Der notwendig gewordene Schuldenabbau hat Vonovia und andere REITs veranlasst, die Aussetzung ihrer Entwicklungsambitionen bekanntzugeben.
- Die Größe dieser REIT-Entwicklungspipelines hat bedeutende Auswirkungen auf das Angebot am deutschen Wohnimmobilien- und Baugewerbemarkt.

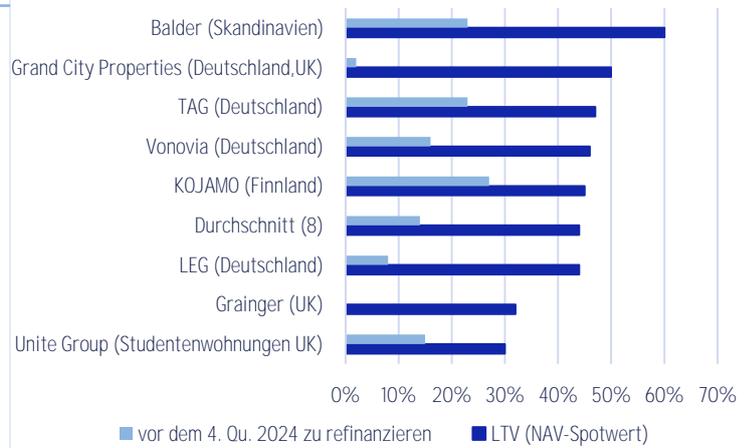
WOHNIMMOBILIEN-REITS MIT KRÄFTIGEM ABSCHLAG

- Bei täglicher Bewertung reagieren die REIT-Märkte am schnellsten auf veränderte Kapitalmarktbedingungen und sektorspezifische Meldungen.
- Wohnimmobilien-REITs erfuhren nach ihrem überdurchschnittlichen Abschneiden in den letzten Jahren im Zeitraum von Oktober 2021 bis Ende 2022 eine Berichtigung.
- Ihr Abschlag zum NAV brach 2022 ein und lag im Oktober, als die Angst vor steigenden Zinsen am größten war, bei über 50%.
- Diese Korrektur war nicht allein auf den Wohnimmobiliensektor beschränkt, allerdings führte die überdurchschnittliche Verschuldung der Wohnimmobilien-REITs und die damit verbundenen Refinanzierungsprobleme im Kontext steigender Zinsen zu einer Benachteiligung des Sektors.
- Im ersten Quartal 2023 kam es infolge besserer makroökonomischer Annahmen und solider Rahmenbedingungen am Markt teilweise zu einer Erholung der NAVs bei Wohnimmobilien-REITs.
- Noch Mitte März notierten sie mit einem für den Sektor hohen Abschlag zum NAV von 35%.
- In der Folge sind zahlreiche Wohnimmobilien-REITs derzeit gezwungen, ihren Verschuldungsgrad durch den Verkauf von Vermögenswerten zu senken. Damit bieten sich interessante Gelegenheiten für langfristig planende private Investoren.

CPPI-INDEX VON GREEN STREET VERWEIST AUF GRÖßERE RESILIENZ

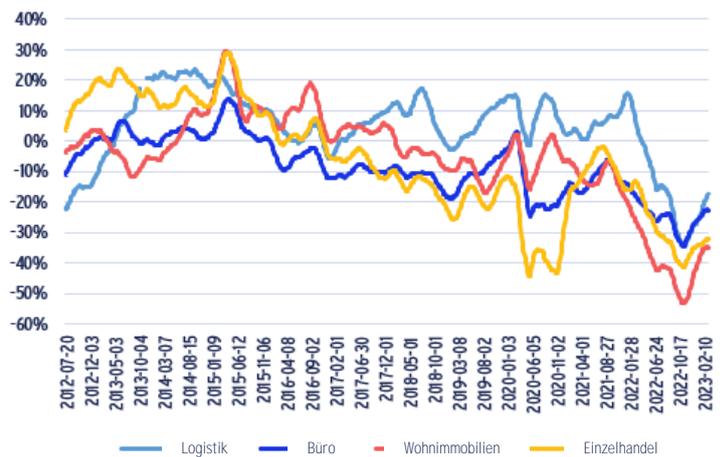
- Im Gegensatz zu diesen wenig ermutigenden Signalen, die vom REIT-Markt selbst kommen, bestätigt der CPPI-Index von Green Street, das sich der Wohnimmobiliensektor als resilienter als andere Immobilientypen erwiesen hat.
- Laut diesem Index, sind die Wohnimmobilienpreise seit dem Höchststand um durchschnittlich 16% gesunken. Dem gegenüber steht ein Preisrückgang von 40% im Einzelhandel (gegenüber dem Höchststand, der an den meisten Märkten bis 2018 zurückreicht), 21% im Bürosektor und 19% im Logistiksektor.
- Der CPPI-Index ist als Näherungswert für die Preisbildung am privaten Wohnimmobilienmarkt verschuldungsbereinigt und erfasst die Preise, zu denen Gewerbeimmobilientransaktionen aktuell verhandelt und abgeschlossen werden.
- Privatmarktbewertungen mögen im Vergleich zu der im Abschlag zum NAV erfassten implizierten Sicht der notierten Marktwerte hoch erscheinen.
- In der Regel benötigen externe Gutachter nicht börsennotierter Immobilienfonds rund 9 - 12 Monate zur Berichtigung der Bewertungen. Fehlende marktübliche Transaktionen erweisen sich als typische Hürde für diese Wertberichtigungen.

Wohnimmobilien-REITs: Eine Herausforderung für die Refinanzierung



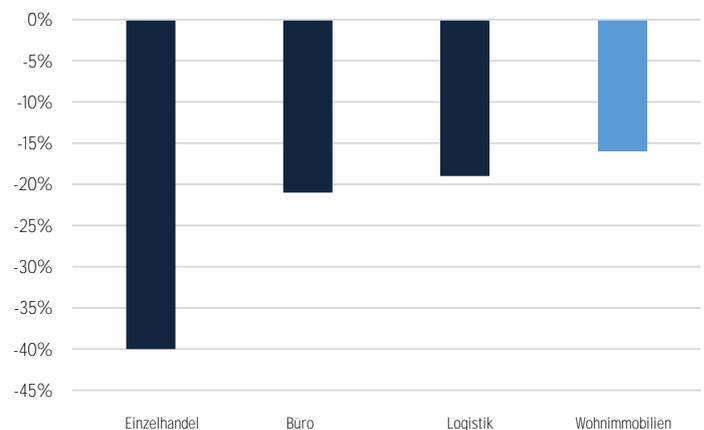
Quellen: Green Street, AEW Research & Strategy

Aufschlag / Abschlag zum NAV nach Immobilientyp, gleitender 13-Wochen-Durchschnitt



Quellen: Green Street, AEW Research & Strategy

CPPI: Veränderung des Privatmarktwerts seit Höchststand - 1. Quartal 2023



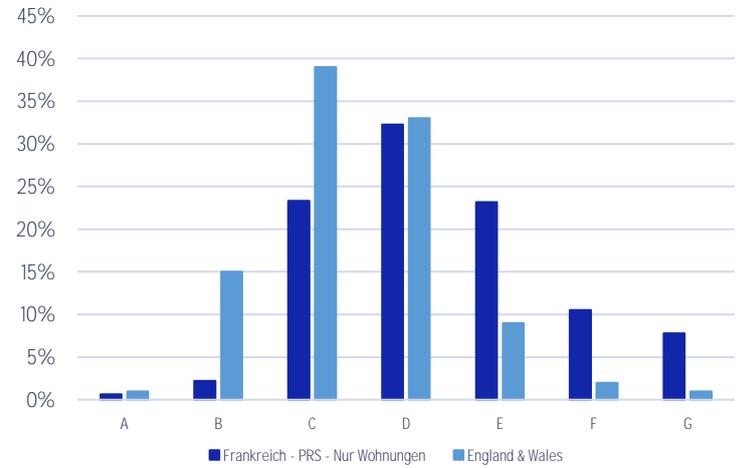
Quellen: Green Street, AEW Research & Strategy

ENERGIEEFFIZIENZKLASSEN-ANFORDERUNGEN DRÜCKEN ANGEBOT UND TREIBEN PREISE IN DIE HÖHE

EЕК-ANFORDERUNGEN KÖNNTEN BESTANDSREDUZIERUNGEN ZUR FOLGE HABEN

- EEK (Energieeffizienzklassen) liefern Informationen über die indikative Energieeffizienz eines Gebäudes, die bei Verkauf oder Vermietung der Immobilie vorgelegt werden. EEKS liefern derzeit die maßgeblichen Daten zur Energieeffizienz des europäischen Wohnimmobilienbestands.
- Nach den neuen Vorschriften werden Vermieter von Wohnimmobilien mit einem EEK-Wert von unter E nicht mehr vermieten bzw. für diese Immobilien keine neuen Mietverträge mehr abschließen dürfen, sofern sie nicht von der Richtlinie befreit sind.
- England & Wales haben diesen Mindeststandard für die Energieeffizienz im April 2020 implementiert.
- Frankreich hat mit dem Klima- und Resilienzgesetz 2021 die Frist für Immobilien mit einer EEK G bis 2025 und für Immobilien mit einer EEK F bis 2028 angesetzt. Einige Auflagen zu potentiellen Mieterhöhungen sind für die am schlechtesten abschneidenden Immobilien bereits in Kraft.
- In England und Wales haben 45% der Wohngebäude einen EEK von unter C. In Paris werden 42% der Bestandswohnungen mit einem schlechteren EEK als D bewertet. Diese Immobilien können unsaniert in absehbarer Zeit nicht mehr vermietet werden.
- Die Umsetzung und Durchsetzung dieser Politik dürfte sich insbesondere an den angespanntesten Mietmärkten als schwierig erweisen, da die Mieter hier bereit sind, nicht normgerechte Objekte zu akzeptieren. Sanierungen zur Erfüllung der EEK-Auflagen können kostenintensiv werden und das am regulierten Markt verfügbare Angebot reduzieren.

Energieeffizienzklassen - Aufschlüsselung des Wohnflächenbestands nach EEK - Energiebewertung (in %) - Fokus auf England & Wales und Frankreich

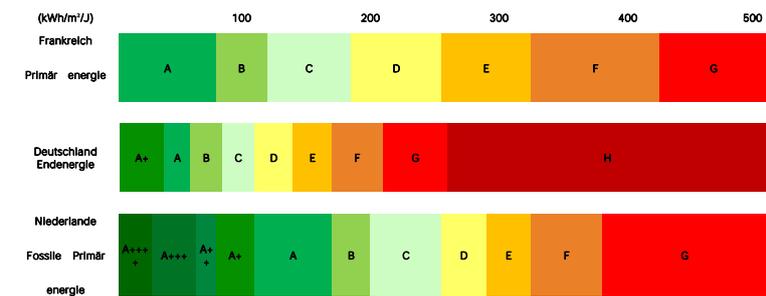


Quellen: Ministère de la Transition Ecologique, ONS, AEW Research & Strategy

EЕК-METHODIKEN UNTERSCHIEDEN SICH AN DEN MÄRKTEN

- EEKS sind ein wichtiges politisches Instrument zur Steuerung der Dekarbonisierung des Bausektors. Die EEK-Methoden unterscheiden sich in den einzelnen Ländern, trotz der einfachen Skala von A bis G, im Hinblick auf die Methoden (berechnet auf der Grundlage des tatsächlichen Verbrauchs), den Umfang des Energieverbrauchs, die Grenzwerte und die verwendeten Maßeinheiten allerdings erheblich.
- Diese Unstimmigkeiten erschweren den europaweiten Vergleich. Der 2021 unterbreitete Vorschlag der EU-Richtlinie über die Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden (EPBD) für eine Neufassung sieht die Harmonisierung der EEK in allen Mitgliedstaaten und die Standardisierung der Energiebänder ab 2026 vor.
- Diese werden anschließend in der EU-Taxonomie verwendet. Band A entspricht Null-Emissions-Gebäuden, Band G den 15% am wenigsten energieeffizienten Teilen des Wohnflächenbestands.
- Die Ausweitung des europäischen Emissionshandels auf das Baugewerbe beinhaltet eine neue, nicht auf EEK basierende Umweltpolitik. Im Kontext der hohen Inflation dürften ab 2025 zunächst die Gewerbeimmobilien in das Emissionshandelssystem eingebunden werden, ab 2029 werden Wohnimmobilien folgen.

Energieeffizienzklassen - Methodische Unterschiede



Quellen: OID, AEW Research & Strategy

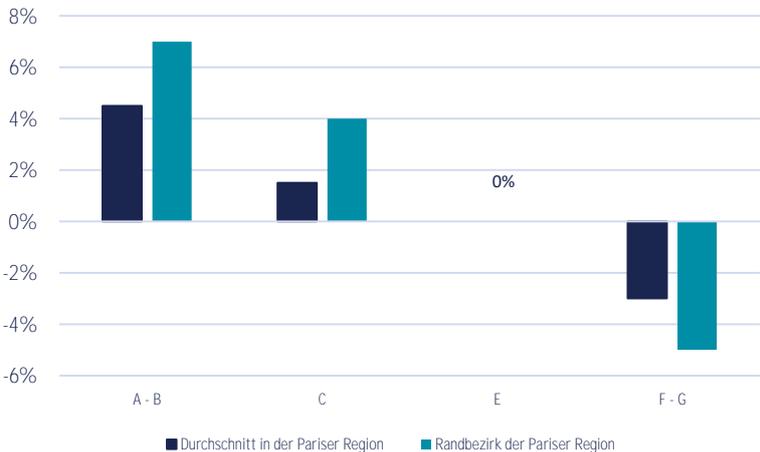
Im UK, in Spanien und Italien wird die Primärenergie nicht anhand einer Skala gemessen, sondern über den Vergleich mit einem Referenzgebäude ohne spezifische Maßeinheit eingestuft.

Die deutschen EEK berechnen die Energieeffizienz zunächst anhand der Endenergie, die dann in dem von der EU-Richtlinie über die Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden (EPBD) empfohlenen Format in Primärenergie umgerechnet wird.

ERSTE EEK-AUSWIRKUNGEN AUF PREISE

- Da Investoren die Kosten für EEK-Sanierungen einpreisen, gibt es nun im Wohnimmobiliensektor erste Hinweise auf einen grünen Abschlag / braunen Aufschlag.
- Im Vergleich zu Wohnungen der EEK D, notierten Gebäude der EEK F oder G mit einem Abschlag von 3% in der Pariser Region und von 5% in den Randbezirken, wo der Markt weniger angespannt ist. Für Immobilien mit der EEK A oder B wird zudem eine Ökoprämie von 5-7% gezahlt.
- Der Wert erscheint niedrig, allerdings beruhen die geschätzten Abschläge auf Transaktionen aus dem Jahr 2021. Höchstwahrscheinlich werden die EEK-bedingten Abschläge jedoch aufgrund der engeren Frist und der Auswirkungen auf die Liquidität künftig höher ausfallen.
- Im UK zeigen Hinweise von Knight Frank, dass Gebäude, deren EEK von D auf C angehoben wurde, eine Wertsteigerung von 3% erfuhr.
- Diese UK-Ökoprämie stieg nach einer Höherstufung um zwei Stufen von E auf C auf 9% und einer Höherstufung um drei Stufen von F/G auf C auf 20%.

Wohnungspreisabschläge in der Pariser Region im Vergleich zu einer EEK D (in %) Beobachtungszeitraum: 2021



Quellen: Notare, Knight Frank, AEW Research & Strategy

CRREM ALS KÜNFTIGER KOHLENSTOFFRICHTWERT

SEKTOR- & LÄNDER- UND PARIS-KONFORME PFADE

- Während kommunale Behörden und Hauseigentümer sich um die Umsetzung der EEK-Vorschriften bemühen, zeichnet sich bereits ein neuer Paris-konformer Richtwert ab.
- In früheren Berichten haben wir den Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) herausgestellt, der im Rahmen der wissenschaftsbasierten Klimainitiative Länder- und Immobiliertyp-spezifische Dekarbonisierungspfade aufzeigt.
- Diese Pfade berücksichtigen die globale Kohlenstoffbilanz der Treibhausgase, die bis 2050 maximal ausgestoßen werden dürfen, damit die Erderwärmung bis 2100 nicht über 2,0 Grad Celsius steigt.
- Unsere Abbildung zeigt die ursprünglichen Pfade von 2018 für Deutschland. Aufgrund des relativ hohen Anteils traditioneller Stromerzeugung auf Kohlenstoffbasis, starten die deutschen Pfade mit einer relativ hohen Emissionsintensität.
- Übereinstimmend mit anderen europäischen Ländern weist der Wohnimmobiliensektor auch in Deutschland eine niedrigere Emissionsintensität auf als andere Immobilientypen.
- Der CRREM wurde in GRESB und andere führende ESG-Richtwerte eingebettet. Führende Wohnimmobilienbetreiber wie Vonovia planen zudem ihr künftiges Portfolio mit Blick auf die schrittweise Erfüllung der CRREM-Pfade.
- Auch wenn der CRREM-Monitor noch nicht in Verordnungen und Gesetze verankert ist, könnte man den Monitor als nächste Phase der Dekarbonisierung betrachten.

SCHÄTZUNG DER KOSTEN DES KLIMAWANDELS IN FÜNF SCHRITTEN

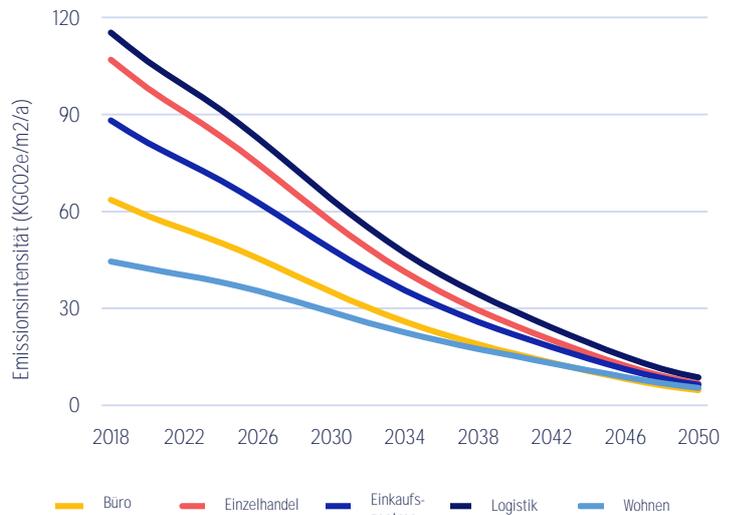
Wie in der Grafik abgebildet, berechnen wir die relativen Kosten der Energieintensitätswende in einem 5-Schritte-Ansatz:

- Nachschlagen mit dem CRREM-Tool, um wieviel % die Energieintensität in kWh pro m² in den drei Immobiliensektoren jedes Landes reduziert werden muss;
- Bestimmung des nationalen sektorspezifischen Baukostenindex mit Hilfe desselben Tools;
- Berechnung der jährlichen Kosten in Euro pro m², die zur Erreichung des 2020-40-Ziels zur Reduzierung der Energieintensität (unter Berücksichtigung des erforderlichen prozentualen Anteils (Schritt 1) und der Kostenveränderung über den Zeitraum) anfallen;
- Bestimmung des durchschnittlichen Kaufpreises pro m² für alle Immobiliensektoren jedes Landes anhand der RCA-Daten;
- Berechnung der Jahreskosten für die Reduzierung der Energieintensität zur Erfüllung der auf dem Pariser Klimaschutzabkommen basierenden CRREM-Pfade in % des aktuellen Immobilienpreises für die drei Sektoren jedes Landes.

ENERGIE-CAPEX IM WOHNIMMOBILIENSEKTOR RELATIV NIEDRIG

- Um die oben genannten erforderlichen jährlichen Investitionskosten zur Erfüllung der CRREM-Pfade in unsere bestehende Analyse des relativen Werts zu integrieren, schätzen wir die Investitionskosten in Basispunkten der erforderlichen Rendite jedes Marktes und definieren sie als Risikoprämie für den Klimawandel.
- Um diese Risikoprämien für den Klimawandel auf den Wohnungsmärkten in einen breiteren Kontext zu stellen, zeigt das Diagramm auf der rechten Seite die einzelnen Märkte sowie die Durchschnittswerte für die anderen Immobiliensektoren.
- Unsere Ergebnisse bestätigen, dass im Wohnimmobiliensektor die niedrigsten relativen Kosten für die Erfüllung der Paris-konformen Pfade zur Reduzierung der Energieintensität anfallen.
- Tatsächlich zeichnen sich Paris, Madrid und London durch die niedrigsten relativen Kosten aus. Zurückzuführen ist dies eindeutig auf den hohen Kapitalwert der Wohnimmobilien an diesen Märkten gegenüber regionalen Märkten, wie Köln.
- Ein Trost für institutionelle Anleger dürfte sein, dass der Investitionsaufwand für Energieeinsparungen im Wohnimmobiliensektor geringer ist als bei anderen Immobilientypen.

Muster-Pfad für die Reduzierung der Energieintensität nach Sektor -- Deutschland



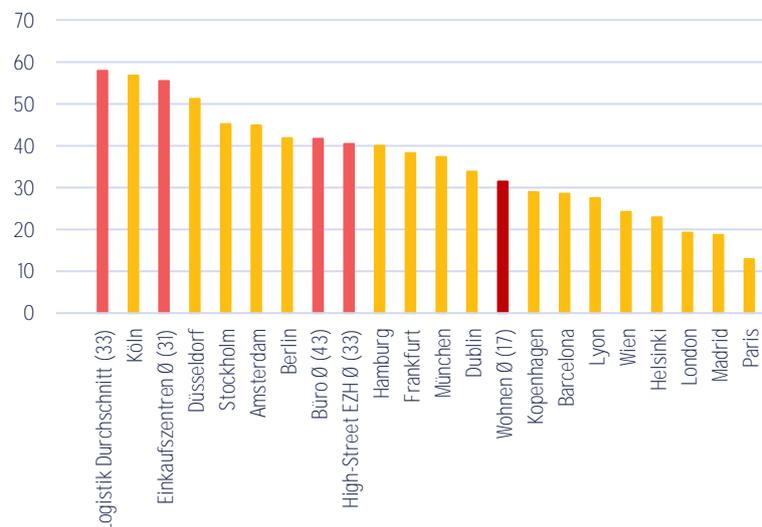
Quellen: CRREM und AEW Research & Strategy

Fünf Schritte zur Berechnung der Kosten für die Reduzierung der Energieintensität



Quellen: OJD, AEW Research & Strategy

Geschätzter jährlicher Capex zur Reduzierung der Energieintensität (in bsp), der zur Erfüllung der CRREM-Pfade für ausgewählte europäische Wohnimmobilienmärkte erforderlich ist, und andere Sektordurchschnittswerte



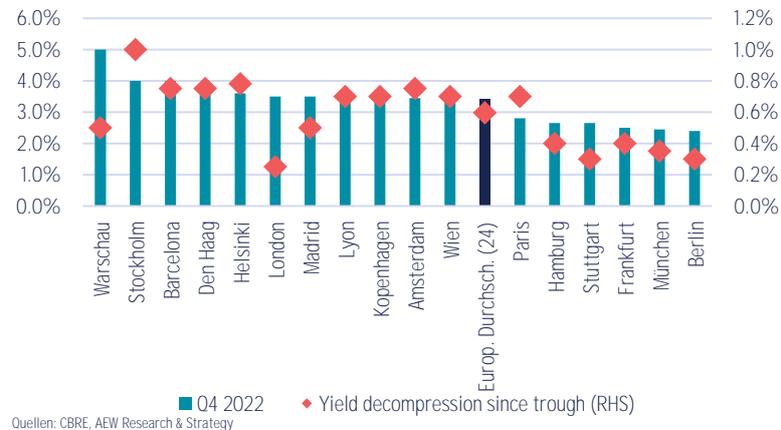
Quellen: CRREM und AEW Research & Strategy
 MAILAND PARIS PRAG SEOUL SINGAPUR SYDNEY TOKIO WARSCHAU AMSTERDAM | AEW.COM

LAUFENDE NEUBEWERTUNG & PROGNOSEN DEUTEN AUF RENDITEKOMPRESSION

SPITZENRENDITEN FÜR WOHNIMMOBILIEN 2022 UM 60 BASISPUNKTE GESTIEGEN

- Im 4. Quartal 2022 sind die Spitzenrenditen für Wohnimmobilien in Europa seit ihrem Tiefststand Anfang 2022 um durchschnittlich 60 Basispunkte gestiegen.
- In London und an den renditeschwachen deutschen Märkten wurde in diesem Zeitraum eine unterdurchschnittliche Entspannung der Renditen verzeichnet.
- Demgegenüber stiegen die Spitzenrenditen für Wohnimmobilien in Stockholm aufgrund sinkender Immobilienpreise um 100 Basispunkte.
- Ende 2022 betrug der europäische 24-Märkte-Durchschnitt der Spitzenrenditen im Wohnimmobiliensektor 3,4%. Die Spanne reicht von 2,4% in Berlin bis 5,0% in Warschau.

Spitzenrenditen im Wohnimmobiliensektor (in %) - 4. Quartal 2022 und Veränderungen seit der Talsohle (rechts)

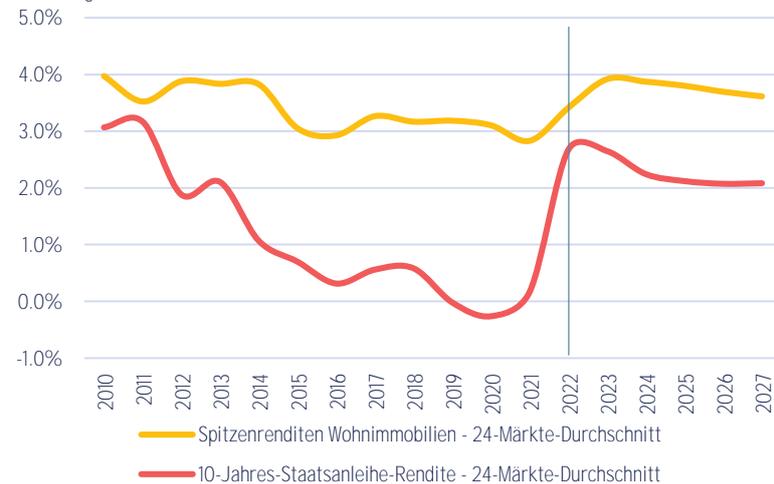


Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

WEITERE VERSCHIEBUNG DER RENDITEKURVE UM 50 BASISPUNKTE ERWARTET

- Unsere unlängst aktualisierten Prognosen für Spitzenwohnimmobilien deutet auf eine weitere Renditeentspannung um 50 Basispunkte, bevor die Spitzenrenditen im Zeitraum 2023-24 mit 3,9% ihren Höchststand erreichen, um eine Risikoprämie gegenüber 10-Jahres-Staatsanleihen aufzubauen.
- Dieser Entwicklung vorangegangen ist eine bereits 2022 verzeichnete Renditeentspannung von 60 Basispunkten.
- Ab 2024 gehen wir von einer erneuten Kompression der Spitzenrenditen im Wohnimmobiliensektor aus.
- Diese Entwicklung spiegelt die Erwartungen der Finanzmärkte an eine Stabilisierung der Staatsanleiherenditen wider, wenn die Zentralbanken die Leitzinserhöhungen ab Mitte 2023 aller Voraussicht nach einstellen.
- Auch die Anleiherenditen waren von den jüngsten Befürchtungen mit Blick auf die Banken betroffen.
- Demgegenüber gingen unsere internen Renditeprognosen für den Wohnimmobiliensektor von letztem November von einer Stabilisierung der Wohnimmobilienrenditen bei durchschnittlich rund 4% aus.
- Die Differenz zwischen Spitzenrenditen für Wohnimmobilien und Staatsanleiherenditen dürfte in den nächsten fünf Jahren durchschnittlich 160 Basispunkten betragen.

Spitzenrenditen im europäischen Wohnimmobiliensektor (in %) vs. 10-Jahres-Staatsanleiherenditen (in %) AEW-Prognosen März-2023



Quellen: CBRE, Oxford Economics, AEW Research & Strategy

RENDITEN FÜR SENIOREN- & STUDENTENWOHNUNGEN STABILISIEREN SICH

- Neben den Wohnimmobilienrenditen sind auch die Renditen für Senioren- und Studentenwohnungen unter Druck geraten, da diese Unterkategorien bei institutionellen Anlegern in den letzten zehn Jahren besonders gefragt waren.
- Die Renditen für Senioren- und Studentenwohnungen liegen auch künftig über den Renditen im Premiumwohnimmobiliensektor. Sie tragen den Betriebsrisiken Rechnung und liegen nach einer Entspannung um rund 30 Basispunkte 2022 bei 4,3% gegenüber 4,0% und einer Entspannung um 60 Basispunkte im Premiumwohnimmobiliensektor.
- Auf Grundlage der Interpolation unserer Prognosen für den Wohnimmobiliensektor gehen wir davon aus, dass sich die Renditen im Seniorenwohnungssektor bei 5,0% und im Studentenwohnungssektor bei 4,5% stabilisieren werden (UK-, Frankreich- und Deutschland-Durchschnitt).

Renditen für Studenten- & Seniorenwohnungen vs. Renditen für Premium-Wohnimmobilien (in %) - UK-, DE- und FR-Durchschnitt



Quellen: CBRE, AEW Research & Strategy

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 84,9 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 31. Dezember 2022). Mit über 800 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 managed AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 38,5 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 31. Dezember 2022). AEW beschäftigt europaweit über 450 Mitarbeiter in zehn Büros 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 über 21 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



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



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA
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
Data Analyst
 Tel. +33 (0)1 78 40 39 81
 ismail.mejri@eu.aew.com

INVESTOR RELATIONS CONTACTS



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
 33 Jermyn Street
 London, SW1Y 6DN
 UK

PARIS
 AEW
 43 Avenue Pierre-Mendes 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 Investoren dar. Hierin beschriebene Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für alle Investoren 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, 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.

