

TEIL 2  
SÜDEUROPAISCHER LOGISTIKIMMOBILIENMARKT  
DYNAMIK UND AUFHOLPOTENZIALE



|  |       |
|--|-------|
| 1. <b>Ökonomische Rahmenbedingungen</b> . . . . .  | S. 3  |
| 2. <b>Entwicklung Treiber</b> . . . . .            | S. 5  |
| 2.1. <b>Globalisierung</b> . . . . .               | S. 5  |
| 2.2. <b>E-Commerce</b> . . . . .                   | S. 7  |
| 2.3. <b>Urbanisierung</b> . . . . .                | S. 8  |
| 2.4. <b>Wertschöpfungs-/Lieferketten</b> . . . . . | S. 9  |
| 3. <b>Vermietungsmarktmarkt</b> . . . . .          | S. 11 |
| 3.1. <b>Spanien</b> . . . . .                      | S. 11 |
| 3.2. <b>Portugal</b> . . . . .                     | S. 11 |
| 3.3. <b>Italien</b> . . . . .                      | S. 12 |
| 3.4. <b>Zusammenfassung</b> . . . . .              | S. 12 |
| 4. <b>Investmentmarkt</b> . . . . .                | S. 13 |
| 5. <b>Fazit</b> . . . . .                          | S. 14 |

### Kurzfassung

- Zeitliche Verschiebung des Konjunkturzyklus im Vergleich zu Westeuropa führt zu aktuellen und prognostizierten höheren Wachstumsraten in Südeuropa.
- Strukturreformen zeigen Wirkung und stärken nachhaltige, langfristig positive ökonomische Entwicklung.
- Treiber der Logistikbranche entwickeln sich analog zu Westeuropa, jedoch verstärkt durch Aufholeffekte deutlich dynamischer.
- Daraus resultierende reelle Kapazitätsausweitung zeigt sich überaus deutlich an den nationalen Vermietungsmärkten.
- Positive Entwicklung führt zu anhaltend steigender Investorennachfrage, die sich deutlich an den Investmentmärkten ablesen lässt.
- Parallele Entwicklung zu westeuropäischen Kernmärkten ist sehr gut erkennbar, befindet sich jedoch an einem früheren Punkt innerhalb des Zyklus.
- Während Westeuropa an Momentum verliert, bleibt die Dynamik in Südeuropa auf hohem Niveau und bietet damit Opportunitäten mit signifikant höheren Wachstumspotenzialen unter nahezu identischen fundamentalen Voraussetzungen.

### Autor:



**Peter Schnellhammer**

Investment Writer

[peter.schnellhammer@aquila-capital.com](mailto:peter.schnellhammer@aquila-capital.com)

## 1. Ökonomische Rahmenbedingungen

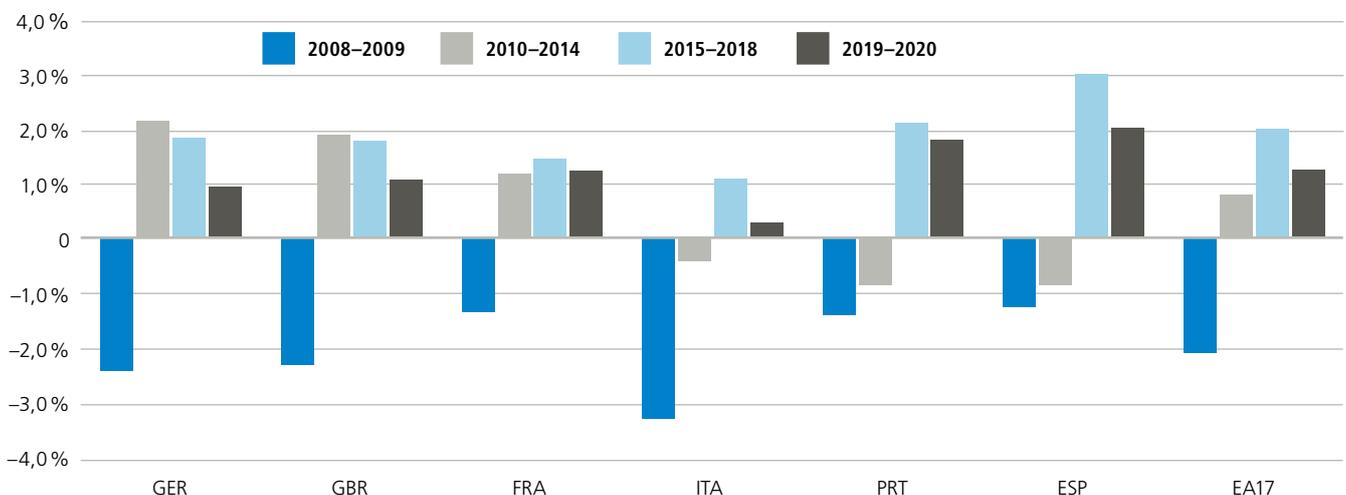
In Teil 1 wurden auf aggregierter Ebene die Zusammenhänge innerhalb der Logistikbranche verdeutlicht. Die Expansion der logistischen Dienstleistungen und Anwendungsbereiche wurde in diesem Kontext auf maßgebliche Treiber und deren jeweilige Ausprägung zurückgeführt. Durch diese Vorgehensweise konnte gezeigt werden, dass fundamentale Entwicklungen das Wachstum der Branche begleiten und durch sich verstärkende Wechselwirkungen zusätzliche Impulse entstehen. Die Entwicklung der Branche und insbesondere deren Auswirkungen auf die Immobilienmärkte konnten auf aggregierter Ebene eindrucksvoll dargestellt werden. Darüber hinaus wurde jedoch ebenfalls deutlich, dass die Europäische Union sowie die Eurozone durch einen hohen Grad an Heterogenität zwischen den Mitgliedsstaaten gekennzeichnet sind. Diesen Ergebnissen Rechnung tragend wird im Folgenden, unter Beachtung dieser zentralen Unterschiede, eine spezifische Betrachtung mit dem Fokus auf die südeuropäischen Länder Spanien, Portugal sowie Italien erfolgen. Mit Blick auf die aus Teil 1 abzuleitenden Trends und kausalen Beziehungen wird deren spezifische Ausprägung im Vergleich zum europäischen Durchschnitt sowie zu anderen Ländern gezeigt, um aus strategischen Gesichtspunkten die Opportunitäten unter Beachtung der Chancen-Risiko-Allokation innerhalb dieser Region zu bewerten.

Insbesondere in den südeuropäischen Ländern führte die in 2008 beginnende globale Finanzkrise zur Enthüllung sowie Verstärkung historisch gewachsener Strukturdefizite. Die Wachstumsmodelle in Südeuropa fokussierten die Expansion der Binnennachfrage, in deren Zusammenhang es zu einer Ausweitung der Branchen kam, welche nicht handelbare Güter (z. B. Immobilien) produzierten. Insbesondere

der Bausektor entwickelte sich zum Wachstumstreiber, getragen durch staatliche wie auch private Investitionen, die mit expansiver Kreditvergabe und damit verbundener steigender Verschuldung einherging. Begleitet wurde dies durch eine von der Produktivität entkoppelte Lohnentwicklung, in deren Folge sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und damit die Exportwirtschaft deutlich verschlechterte. Der externe Schock durch Finanzkrise und globale Rezession führte zum Kollaps des Systems und wurde durch eine hohe Rigidität der Arbeitsmärkte auf Unternehmensebene umso deutlicher verstärkt.

Unabhängig von den beschriebenen südeuropäischen Besonderheiten sorgte die Finanzkrise für eine globale Rezession, durch deren zeitgleiche Wirkung – wie in Abbildung 1 dargestellt durch den gelben Balken ersichtlich – eine zunächst staatenunabhängige Homogenisierung der Konjunkturzyklen erfolgte. Um die volkswirtschaftlichen Schäden zu begrenzen, war eine Ausweitung staatlicher Ausgaben, finanziert durch entsprechende Neuverschuldung, nahezu alternativlos. Diese Entwicklung sorgte jedoch in Verbindung mit strukturellen Defiziten, insbesondere in Südeuropa, und einem globalen Vertrauensverlust für Zweifel an der Tragfähigkeit dieser Neuverschuldung. Die darauffolgende Bewertung am Kapitalmarkt führte zum Auseinanderdriften der Zinssätze, wodurch erheblicher Druck auf die Staaten entstand. Erst das Einschreiten der Europäischen Zentralbank und die historische Rede Mario Draghis, in der er verdeutlichte, dass die EZB alles in ihrer Macht stehende tun würde, um den Euro zu retten, beruhigten die extrem angespannte Lage.<sup>1</sup>

Abbildung 1: Jährliche Wachstumsraten der Volkswirtschaften innerhalb spezifischer Zeiträume<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Mario Draghi, 26.07.2012

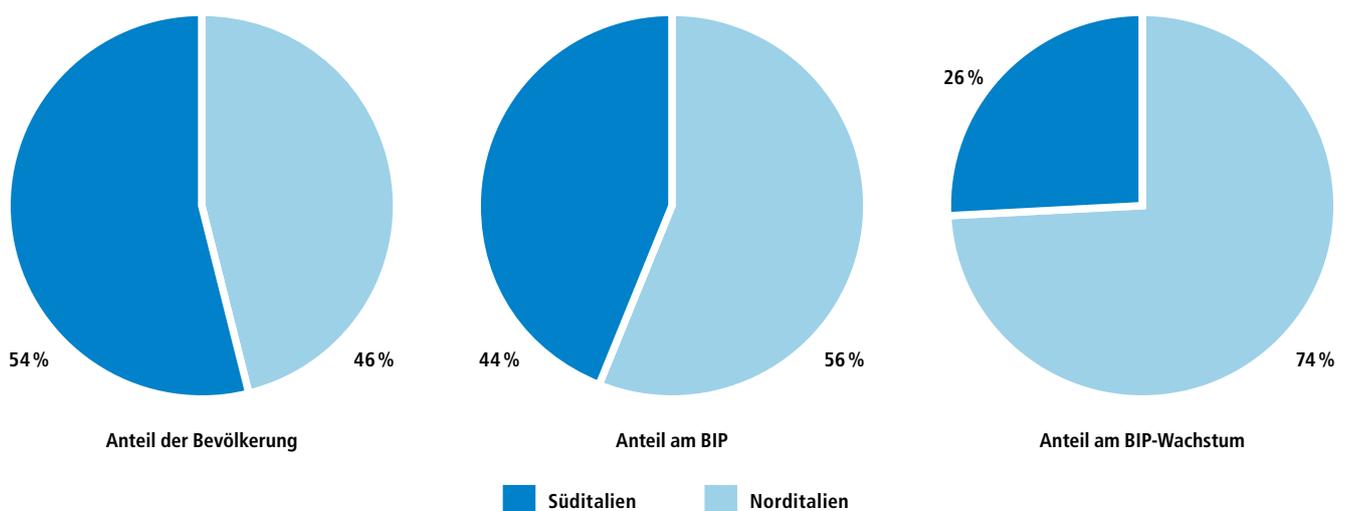
<sup>2</sup> OECD (2019)

Während die westeuropäischen Kernländer (u. a. Deutschland, Frankreich, Großbritannien) relativ schnell auf den Wachstumspfad zurückkehrten, wie Abbildung 1 im Zeitraum 2010 bis 2014 aufzeigt, setzte sich die Rezession in Südeuropa fort. In diesem Zuge wurden jedoch in den Krisenländern umfangreiche Strukturreformen angestoßen, um die mangelnde Reagibilität von Löhnen und Preisen sowie die Fehlallokation von Ressourcen im Sektor der nicht handelbaren Güter zu korrigieren. Diese in erheblichem Ausmaß umgesetzten Strukturreformen führten zur entsprechenden Wirkung und stärkten die Wettbewerbssituation der südeuropäischen Staaten nachhaltig.<sup>3</sup> Die Folgen lassen sich erneut deutlich in Abbildung 1 erkennen. Im Zeitraum ab 2015 verzeichneten Portugal und Spanien deutlich überdurchschnittliche Wachstumsraten, während z. B. Deutschland und Großbritannien an Momentum verloren. Auch in der Prognose weisen Portugal und Spanien ein anhaltend höheres Wachstumspotenzial auf. Einzig Italien zeigt sich weniger dynamisch und bleibt auch angesichts einer reiferen und erheblich größeren Volkswirtschaft in dieser Betrachtung deutlich hinter Portugal und Spanien zurück. Zum einen ist dies auf die Besonderheit zurückzuführen, dass Italien nicht den europäischen Rettungsschirm beansprucht hat und deshalb nur in geringerem Maße dem „Reformzwang“ unterlag. Zum anderen ist jedoch zu beachten, dass Italien von erheblichen geographischen Heterogenitäten innerhalb des Staatsgebietes geprägt ist. Die Unterschiede in der Leistungsfähigkeit, Produktivität und bezüglich des Wachstums zwischen Nord- und Süditalien beeinflussen den Länderdurchschnitt, erfordern jedoch eine differenzierte Betrachtung.

Abbildung 2 ist zu entnehmen, dass Norditalien mit weniger als der Hälfte der Bevölkerung 56 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) erwirtschaftet und drei Viertel des nationalen Wachstums verantwortet. Im Zeitraum 2015 bis 2017 ist für das hier definierte Norditalien eine jährliche Wachstumsrate von 2,5 % zu verzeichnen.<sup>4</sup> Dementsprechend ist unter Beachtung dieser Gegebenheiten in Bezug auf Abbildung 1 eine analoge positive Entwicklung des Wachstums für Norditalien zu verzeichnen, welches zwischen den Werten von Portugal und Spanien und damit ebenfalls deutlich oberhalb des Mittelwertes der Eurozone notiert.

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Marktkorrektur und in bestimmten Bereichen die Marktberichtigung strukturelle Fehlentwicklungen zwar schmerzhaft, jedoch effektiv beseitigte. Darauf aufbauende Strukturreformen zeigen die gewünschten Auswirkungen, indem sie durch gesteigerte Flexibilität von Löhnen und Preisen die Wettbewerbssituation verbessern, Heterogenitäten innerhalb der Währungsunion abbauen und so signifikant verbesserte Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven aufweisen.<sup>5</sup> Die im Vergleich zu westeuropäischen Kernländern verzögert einsetzende konjunkturelle Erholung sorgt dabei innerhalb der Währungszone für eine Entkopplung der Konjunkturzyklen, wodurch sich Diversifizierungs- sowie Wachstumspotenziale bieten.

Abbildung 2: Heterogenität Nord- und Süditalien (2017)<sup>6</sup>



<sup>3</sup> IW Köln (2015)

<sup>4</sup> Eurostat (2019)

<sup>5</sup> IW Köln (2015)

<sup>6</sup> Eurostat (2019) / Norditalien: Nördliche NUTS 2 Regionen bis einschließlich Ligurien (Genua) und Emilia-Romagna (Bologna) / Süditalien: Südliche NUTS 2 Regionen ab einschließlich Toskana (Florenz) und Marken (Ancona)

## 2. Entwicklung Treiber

Der schweren Krise sowie dem noch relativ jungen Konjunkturaufschwung Rechnung tragend wird im Folgenden genau betrachtet, unter welchen Bedingungen die wirtschaftliche Erholung erfolgt. Unter Beachtung der in Teil 1 als fundamentalen Treibern der Expansion im Logistiksegment definierten Indikatoren werden die Entwicklungen in Südeuropa analysiert. Im Zentrum der Untersuchung steht die Beantwortung der Frage, ob der Wirtschaftsaufschwung den gleichen Parametern folgt, die wir in der gesamteuropäischen, insbesondere aber in den westeuropäischen Kernmärkten, beobachten konnten. Deren Ausprägung wird, Teil 1 folgend, die Ausweitung sowie Bedeutung der Logistikbranche maßgeblich und auch zukünftig nachhaltig prägen. Weiterhin werden – abgeleitet aus den ökonomischen Entwicklungen und mit spezifischem Blick auf die jeweiligen Immobilienmärkte – Diversifizierungs- sowie Renditepotenziale abgeschätzt, die gegenüber den westeuropäischen Märkten bestehen.

### 2.1 Globalisierung

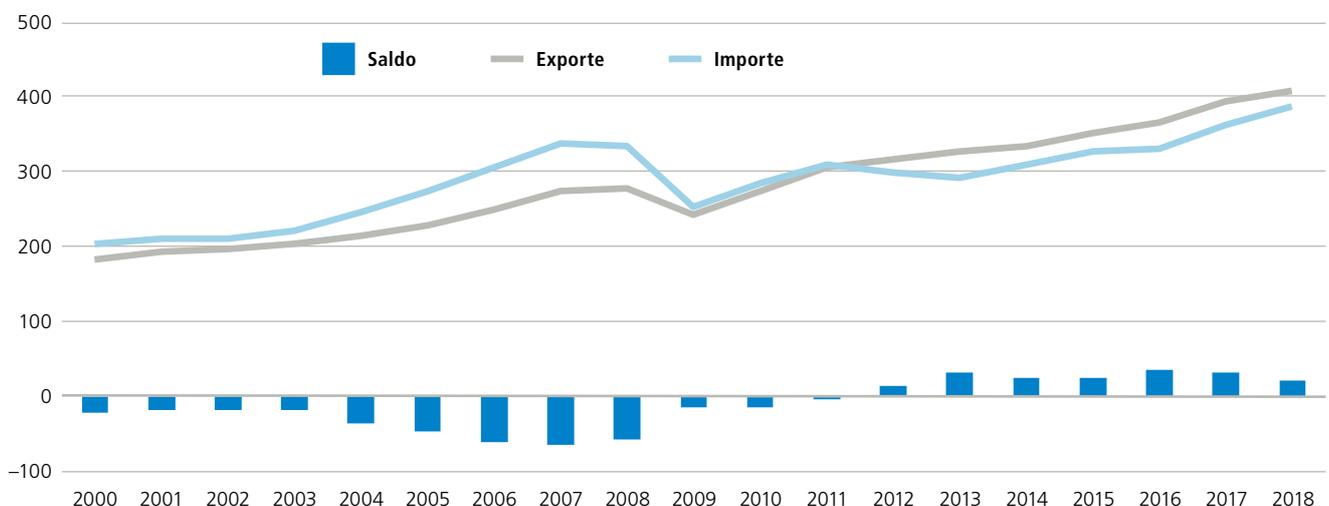
Die Globalisierung ist durch den internationalen Handel, in dem auch Vorprodukte vertikaler Produktionsketten enthalten sind, von zentraler Bedeutung für die Nachfrage nach logistischen Dienstleistungen. Insbesondere der Warenhandel, der grenzüberschreitende Lieferungen auslöst, hat dabei direkten Einfluss auf die Transportnachfrage.

Bevor jedoch der gesamte Warenhandel, der sich aus der Summe von Ex- und Importen ergibt, betrachtet wird, muss die Außenhandelsituation der betroffenen Länder näher analysiert werden, da Nachhaltigkeit

und Perspektive von besonderer Bedeutung für langfristige Investitionsentscheidungen sind. Insbesondere bei der Betrachtung des spanischen sowie des portugiesischen Außenhandels werden die Unterschiede der heutigen Situation gegenüber der Vorkrisenzeit überaus deutlich. Abbildung 3 zeigt exemplarisch am Beispiel Spaniens den Verlauf über die Zeit. Relativ analog dazu verhält sich die Situation in Italien und Portugal, mit dem Unterschied, dass die Volatilität in Italien durch eine ausgeglichene Leistungsbilanz geringer ist. Davon abgesehen zeigen die Länder einen simultanen Verlauf hinsichtlich Ausprägung und Wirkungsrichtung.

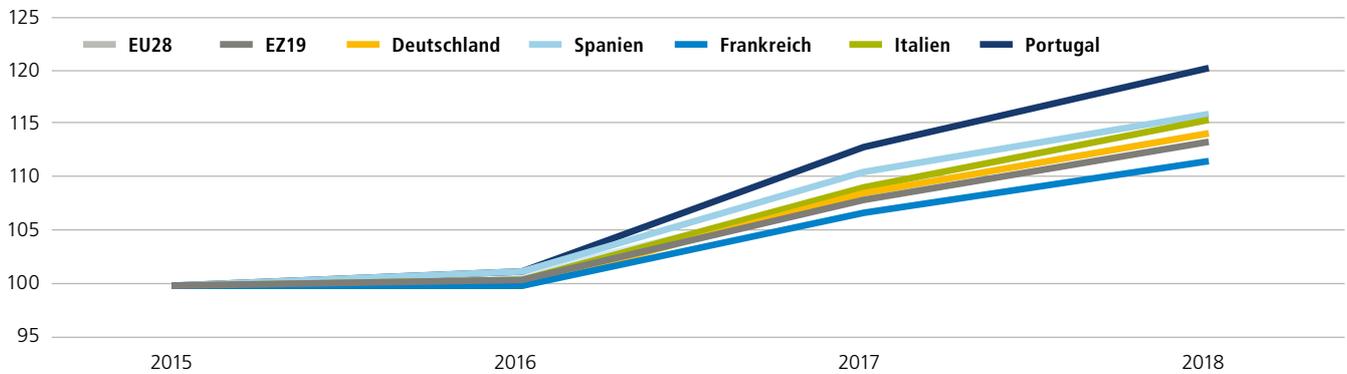
In Abbildung 3 wird anschaulich illustriert, welche Auswirkungen sich von Beginn des Jahrtausends bis zur Krise in 2008 durch die Expansion des Sektors nicht handelbarer Güter (insbesondere Bausektor) ergeben haben. Der Importbedarf der wachsenden südeuropäischen Wirtschaften wurde über ständige, bis 2007 steigende Leistungsbilanzdefizite finanziert. Nach Ausbruch der Krise wurde dann eine Verbesserung des Außenbeitrages mit einer schrumpfenden Wirtschaft erkaufte, um die Nettoauslandspositionen zu begrenzen. Ab 2012 ist jedoch in Verbindung mit den strukturellen Reformen eine kontinuierliche Verbesserung und eine daraus resultierende positive Leistungsbilanz zu registrieren. Da ab 2013 Ex- sowie Importe wachsen, d. h. keine reine Substituierung von Importen erfolgt, wird die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit in Verbindung mit gesteigerter Exportkapazität deutlich. Diesen stabilen Grundvoraussetzungen folgend kann der Vergleich mit den westeuropäischen Märkten erfolgen.

Abbildung 3: Außenhandel Spanien (in Mrd. EUR)<sup>7</sup>



<sup>7</sup> Eurostat (2019)

Abbildung 4: Index des Warenhandels (2015=100)<sup>8</sup>



Wie auch in Gesamteuropa zeigt sich für alle drei Länder eine Dynamisierung des Warenhandels, die das Wachstum des BIP's deutlich übersteigt und deren Differenz anhaltend zunimmt (vgl. Teil 1, Abbildung 2).<sup>9</sup> Im direkten Vergleich zum Rest Europas wird dabei eine weitere Besonderheit deutlich.

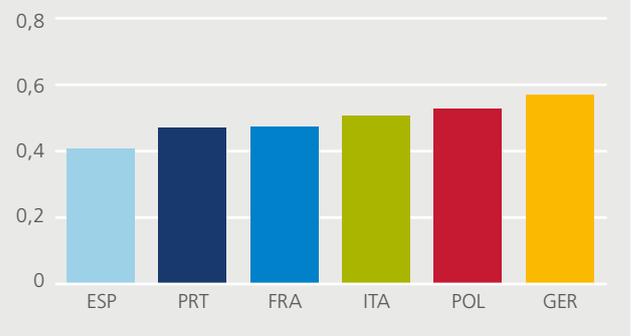
Es kann gezeigt werden, dass in zeitlichem Einklang mit dem Einsetzen der Konjunktur von 2015 bis 2018 (vgl. Abbildung 1) in den südeuropäischen Ländern – in Spanien (+5 % p. a.) und insbesondere in Portugal (+6,4 % p. a.) – ein signifikant über dem Durchschnitt liegendes Wachstum im Warenaußenhandel zu verzeichnen ist. Diese Entwicklung lässt darauf schließen, dass analog zum Wachstum in Westeuropa die gleichen Auswirkungen in Südeuropa auftreten, jedoch etwas später, basierend auf dem zeitlichen Versatz zwischen den Konjunkturzyklen. Das Wachstum in Italien (+ 4,3 %) entspricht dem von Deutschland und liegt damit leicht unterhalb des Durchschnitts der Europäischen Union (+ 4,5 %). Entsprechend der italienischen Entwicklung sind zum einen die bereits erwähnten Unterschiede zwischen Nord- und Süditalien zu beachten und zum anderen ist im Unterschied zu Portugal und Spanien der Außenhandel weniger strukturellen Änderungen unterworfen.

Zusammenfassend kann unter dem Punkt Globalisierung eine zu Westeuropa simultane, aber entsprechend der Wachstumsraten eine von Aufholeffekten<sup>10</sup> geprägte Entwicklung des Außenhandels aufgezeigt werden. Daraus resultierend lassen sich ähnlich positive Auswirkungen auf die Logistikbranche erwarten.

### BOX 1

Neben dem höheren Wachstum ist ebenfalls die breite Diversifizierung der südeuropäischen Warenexporte über die verschiedenen Branchen zu betonen. Mit Hilfe des Gini-Koeffizienten<sup>11</sup> zeigt Abbildung 5 die Vorteile gegenüber anderen europäischen Ländern.

Abbildung 5: Gini-Koeffizient als Verteilungsmaß der Exporte nach Branche in 2018<sup>12</sup>



<sup>8</sup> Eurostat (2019)

<sup>9</sup> OECD (2019)

<sup>10</sup> Aufholeffekte zeigen sich besonders deutlich in Portugal. Portugals Außenhandel war in der Krise besonders stark betroffen durch die schlechte Situation des mit Abstand wichtigsten Handelspartners Spanien. Dementsprechend zeigt sich in der Erholung die mit Abstand höchste Wachstumsrate.

<sup>11</sup> Maß für die Verteilung (GK=0 bedeutet absolute Gleichverteilung, d. h. alle Branchen haben den gleichen Anteil an den Warenexporten / GK=1 bedeutet absolute Ungleichverteilung, d. h. Warenexporte entfallen auf eine einzige Branche)

<sup>12</sup> Eurostat (2019)

## 2.2 E-Commerce

Entsprechend der Vorgehensweise bei der Betrachtung der Globalisierung muss vor dem Vergleich mit Europa der Ausgangspunkt für die Entwicklung der Online-Umsätze analysiert werden, um nachhaltig langfristige Effekte von kurzfristigen abzugrenzen. Basis für die Einzelhandelsumsätze – und somit auch für die Online-Umsätze – ist das verfügbare Einkommen und der daraus resultierende private Konsum. Hohe private Verschuldung durch Hypothekenkredite aus der Vorkrisenzeit in Verbindung mit einem sprunghaften Anstieg der Arbeitslosigkeit in/nach der Krise scheinen zunächst keine optimale Ausgangslage darzustellen.

Abbildung 7 zeigt jedoch eindrucksvoll, dass die strukturelle Reformierung im Einklang mit der konjunkturellen Erholung auch am Arbeitsmarkt zu deutlichen Verbesserungen geführt hat. Italien weist innerhalb der Eurozone die geringste Beschäftigungsvolatilität auf, was auf äußerst restriktive Arbeitnehmerschutzgesetze zurückzuführen ist. In Portugal und Spanien, die die größten Beschäftigungsverluste aufwiesen, führten dagegen Flexibilisierung sowie positive konjunkturelle Rahmenbedingungen zum dynamischsten Beschäftigungsaufbau

in der Währungsunion. In diesem Zuge zeigt sich ebenfalls ein deutlicher Rückgang der privaten Schuldenlast, deren Abbau sich wiederum am dynamischsten in Portugal und Spanien zeigt. Während Italien traditionell die geringste private Verschuldung in der Eurozone aufweist, haben Portugal und Spanien nach Rekordwerten, welche vorwiegend auf Immobilienfinanzierungen aus der Vorkrisenzeit zurückzuführen sind, nahezu das Durchschnittsniveau erreicht. Beide Entwicklungen sind miteinander verknüpft und haben entsprechend positiven Einfluss auf die verfügbaren Einkommen, wodurch der wichtigste Wachstumstreiber, der private Konsum, nachhaltig positive Impulse erhält. Resultierend steigt das Wachstumspotenzial für Einzelhandelsumsätze auf ein hohes Niveau, von dem auch der Online-Handel deutlich profitieren sollte.

Dem globalen Trend folgend weist auch in Südeuropa der Online-Handel signifikant höhere Wachstumsraten als der Gesamtmarkt auf. Im zeitlichen Einklang mit der konjunkturellen Erholung zeigt sich anhand der Online-Umsätze das aus Aufholeffekten resultierende Wachstumspotenzial. Ausgehend von 2016, einschließlich

Abbildung 7: Index der Beschäftigungsentwicklung (2013=100)<sup>13</sup>

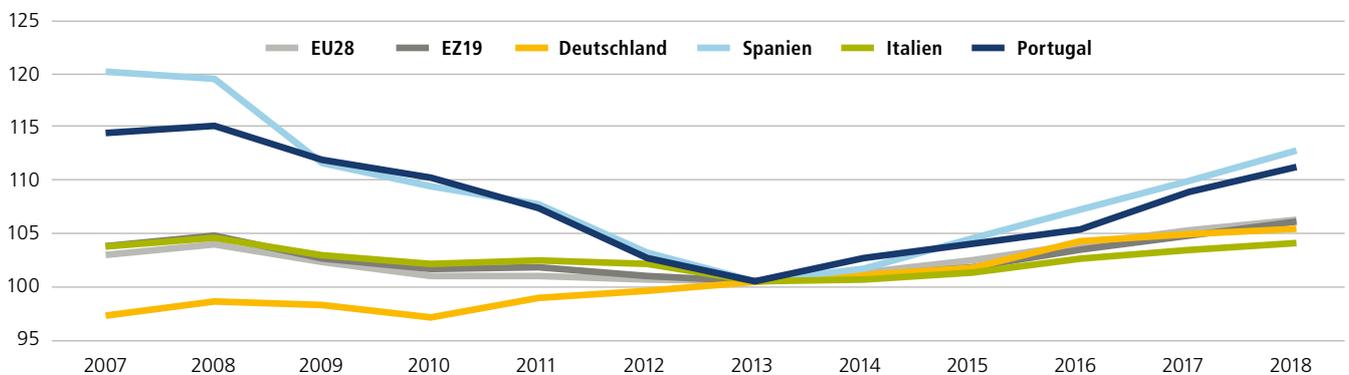
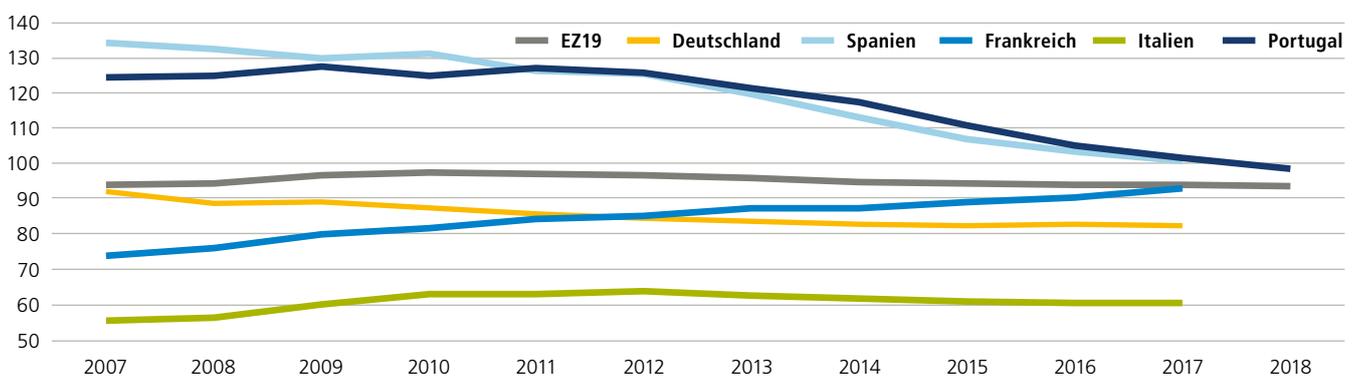


Abbildung 8: Brutto-Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte (in %)<sup>14</sup>



<sup>13</sup> Eurostat (2019)

<sup>14</sup> Eurostat (2019)

Abbildung 9: Marktanteil E-Commerce 2017 und zu erwartendes Wachstum 2019–2023<sup>15</sup>



der Prognose für 2019, weisen Spanien, Portugal und Italien die höchsten Wachstumsraten auf. Während die Online-Umsätze in den südeuropäischen Ländern jährliche Zuwachsraten zwischen 17 % (Portugal) und 20 % (Spanien, Italien) aufweisen, haben westeuropäische Kernmärkte wie z. B. Deutschland (+10 % p. a.) und Großbritannien (+11 % p. a.) bereits an Momentum verloren.<sup>16</sup> Die bemerkenswerten Wachstumsraten weisen, typisch für Aufholprozesse, eine hohe negative Korrelation zwischen Marktanteil und Umsatzwachstum auf.

Abbildung 9 veranschaulicht diesen Zusammenhang überaus deutlich. Die im Vergleich geringen Marktanteile in Südeuropa führen zu anhaltend hohen Wachstumsprognosen. Entsprechend den in Teil 1 erläuterten Flächenerfordernissen von Online-Händlern ist eine daraus resultierende hohe Nachfrage nach geeigneten Logistikimmobilien zu erwarten.

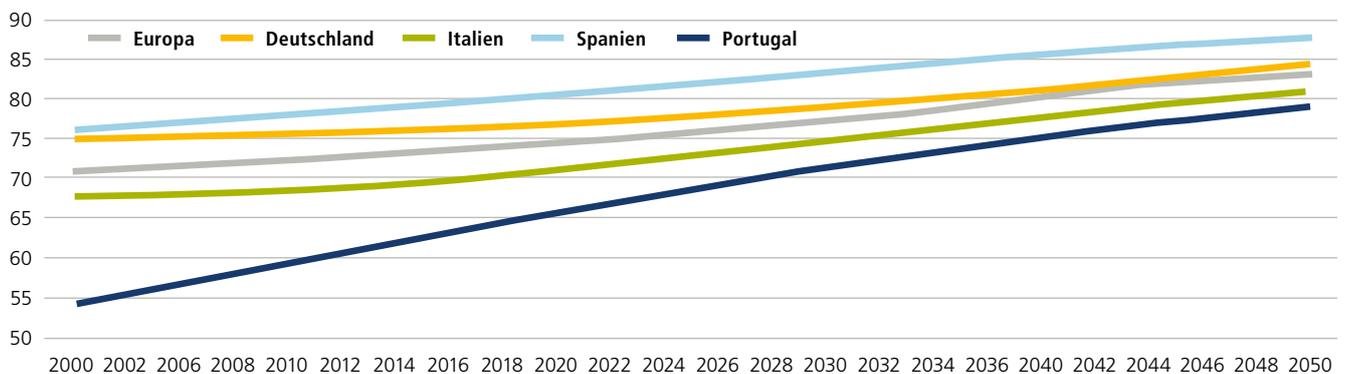
### BOX 2<sup>17</sup>

Das chinesische Pendant zu Amazon, Alibaba, wählt für den europaweit ersten Showroom die spanische Hauptstadt Madrid. Der Leiter des Iberischen Geschäfts begründet die Wahl zum einen durch die stark gewachsene Kundenanzahl im spanischen Markt und zum anderen betrachtet der Online-Riese Spanien als Tor zu Europa.

### 2.3 Urbanisierung

Insbesondere das Wachstum des Online-Handels stellt die Logistikunternehmen hinsichtlich der Belieferung vor zunehmende Herausforderungen. Engpässe in der Infrastruktur sowie steigende Kundenanforderungen mit dem Fokus auf immer kürzere Lieferzeiten (z. B. same-day-delivery) erschweren insbesondere in urbanen Räumen die Erfüllung. Während große Logistikflächen aus mehreren Gründen vorwiegend größere Distanzen zu den Zentren aufweisen, werden mit entsprechender Nähe zum jeweiligen Zentrum zunehmend Vermietungsaktivitäten im kleineren Segment verzeichnet (vgl. Teil 1, Abbildung 4).

Abbildung 10: Anteil der Bevölkerung, der in Städten lebt (in %; Prognose ab 2019)<sup>18</sup>



<sup>15</sup> Statista (2019)

<sup>16</sup> E-Commerce Foundation (2018/2019)

<sup>17</sup> Ecommerceneuws.eu (2019)

<sup>18</sup> Worldbank (2019)

Abbildung 10 ist zu entnehmen, dass der Trend zu urbanen Lebensformen langfristig anhält und dementsprechend noch optimale Lösungen benötigt werden. Auch diese Entwicklung zeigt am Beispiel Portugals die dynamisierende Wirkung von Aufholeffekten, da ausgehend vom geringsten Anteil die höchste Wachstumsrate zu verzeichnen ist. Aus heutiger Sicht ist es daher von großer Bedeutung, sich entsprechende Lagen zu sichern und dadurch Zeit- bzw. Wettbewerbsvorteile zu generieren.

### 2.4 Wertschöpfungs-/Lieferketten

Die sich verändernden Liefer- und Wertschöpfungsketten sind von zentraler Bedeutung, um die Herausforderungen zu bewältigen. In diesem elementaren Bestandteil, in dem Organisation und Koordination logistischer Prozesse erfolgen, treffen die beschriebenen Einflüsse aufeinander. Wie in Gesamteuropa zeigen die fundamentalen Treiber in Südeuropa – die sich jüngst im Einklang mit der später einsetzenden Konjunktur dynamischer als der Gesamtmarkt zeigen – durchweg die gleiche Wirkungsrichtung. Durch die vielschichtigen Einflüsse und deren gegenseitige Ergänzung sowie Verstärkung sind umfassende

Abbildung 11: Projekt TEN-T Netzwerkkorridore



<sup>19</sup> Europäische Kommission (2019) / Trans European Network-Transport (TEN-T)

Kapazitätserweiterungen erforderlich. Die zunehmende Verflechtung vertikaler und horizontaler Wertschöpfungsketten über die Staatsgrenzen hinweg unterstützt dabei die wirtschaftliche Integration innerhalb der Europäischen Union. Um die vom Markt getriebene Konvergenz, die eines der Hauptziele der Europäischen Kommission darstellt, zu unterstützen, werden Infrastrukturprojekte, die zur Verbesserung länderübergreifender Verbindungen beitragen, gefördert.

In Abbildung 11 sind die neun definierten Kernnetzkorridore eingezeichnet, deren Fertigstellung bis 2030 angestrebt wird. Der Ausbau richtet sich an alle Verkehrsträger, d. h. Straße, Schiene, Luft und Wasser. Über den Atlantikkorridor, in dessen Fokus sich eine bereits im Bau befindende Schienen-Hochgeschwindigkeitsstrecke befindet, ergibt sich eine deutliche Verbesserung der Anbindung der Iberischen Halbinsel nach Frankreich und Deutschland. Insbesondere Portugal wird von diesem Ausbau profitieren. Während Madrid durch die zentrale Lage an zwei Korridore angebunden wird, durchlaufen Norditalien sogar vier der definierten Routen. Das Bauvorhaben mit der höchsten Priorität betrifft ebenfalls Italien, dessen Anbindung nach Norden durch die natürliche Barriere der Alpen begrenzt ist und einen Engpass darstellt. Um diese Nord-Süd-Verbindung zu stärken, wird bereits am längsten Eisenbahntunnel der Welt gebaut, dem Brenner-Basis-Tunnel. Dieser umfasst eine Bahnstrecke, die die Alpen unterquert und damit eine deutlich schnellere und kostengünstigere Variante für die hochfrequentierte und stetig zunehmende Güterachse bietet.

### BOX 3<sup>20</sup>

2,4 Millionen Lastwagen sind nach Angaben der Tiroler Landesregierung 2018 über den Brennerpass gefahren, etwa 100.000 mehr als 2017. Um den stetig wachsenden Güterverkehr von der Straße auf die Schiene zu bringen und den Personenverkehr zu beschleunigen, bauen Österreich und Italien mit Hilfe der EU seit 2008 am insgesamt 64 Kilometer langen Brennerbasistunnel. Er soll 2028 in Betrieb gehen.

Neben den Verbindungen über Land wird unter dem Namen „Motorways of the Sea“<sup>21</sup> ebenfalls eine Stärkung der Seewege fokussiert, die entsprechend die Bedeutung der südeuropäischen Mittelmeerhäfen wachsen lässt. Neben der transeuropäischen Bedeutung der Häfen zeigt auch China im Rahmen des Megaprojektes „Neue Seidenstraße“ zunehmendes Interesse an den Mittelmeerhäfen, welche den Transportweg nach Europa deutlich verkürzen könnten. Eine detailliertere Betrachtung dieser Entwicklung sowie die zunehmende Bedeutung der Emissionskosten erfolgt in Teil 3.

<sup>20</sup> Süddeutsche Zeitung (2019)

<sup>21</sup> BMVI (2019)

### 3. Vermietungsmarkt

Analog zu Westeuropa zeigen die fundamentalen Entwicklungen auch an den Vermietungsmärkten in Spanien, Portugal und Italien Wirkung. Die entsprechenden Veränderungen erfordern zusätzliche Kapazitäten und führen an den Vermietungsmärkten zu bisher unbekanntem Höchstständen des Vermietungsumsatzes sowie historischen Tiefstständen der Leerstandsrate. Die aus diesen Entwicklungen abzuleitende Nettoabsorption (vgl. Teil 1, Kapitel 4, Seite 8) zeigt in Südeuropa ebenfalls eindeutig eine reelle Kapazitätsausweitung der Logistikbranche.

#### 3.1 Spanien (Abbildung 12)

2018 brach der spanische Logistikvermietungsmarkt alle Rekorde. Sowohl in Madrid als auch in Barcelona wurde ein historisch hoher Flächenumsatz sowie eine historisch geringe Leerstandsrate verzeichnet. Korrelierend zur konjunkturellen Entwicklung stiegen die Vermietungsumsätze seit 2015 kontinuierlich an. Die Betrachtung der Leerstandsrate weist bis 2018 auf ebenfalls hohe Nettoabsorption hin. Der geringere Flächenumsatz in 2019 fällt in Madrid auf ein schwächeres erstes Halbjahr zurück, das ähnlich zu Barcelona unter geringem Angebot litt, da die verbleibenden Leerstände zumeist nicht den modernen Standards entsprechen. Im dritten Quartal wies Madrid einen Flächenumsatz aus, der das erste Halbjahr um 75 % übertraf<sup>22</sup> und damit erwartungsgemäß positiv auf das gestiegene

Angebot reagierte. Für Madrid konnte 2019 eine leicht zunehmende Leerstandsrate verzeichnet werden, die auf hohe zeitlich aufeinander fallende spekulative Fertigstellungen zurückzuführen ist. Dies stellt jedoch nur einen temporären Effekt dar, keinen strukturellen. Aquila Research sowie BNP Research stimmen überein, dass die Flächen innerhalb der nächsten 16 Monate vom Markt absorbiert werden. Dennoch stabilisierte sich zunächst das dynamische Mietwachstum, welches sich jedoch ab 2020 fortsetzen sollte.

#### 3.2 Portugal (Abbildung 13)

Auch in Portugal ist analog zur wirtschaftlichen Entwicklung ein deutlicher Anstieg ab 2015 zu verzeichnen. Der Markt leidet jedoch sehr unter mangelndem Angebot, da es faktisch keine Projektentwicklungen gibt. Die enorme Reduktion der Leerstände von knapp 20 % auf 6,5 % ist ein überaus deutlicher Indikator für die Nachfrage. Der verbleibende Leerstand ist jedoch vernachlässigbar, da er dringend renovierungsbedürftig ist bzw. modernen Ansprüchen nicht genügt. Durch fehlende Neubauaktivitäten stagniert ebenfalls die Spitzenmiete, da fehlende Vertragsabschlüsse eine Realisierung der Mietsteigerung verhindern. Dementsprechend ist das Wachstumspotenzial im Markt sehr hoch. Aus diesen Gründen wird Lissabon als interessantester Immobilienmarkt in 2019 bewertet.<sup>23</sup>

Abbildung 12: Flächenumsatz (in m<sup>2</sup>) und Leerstandsrate (in %) <sup>24</sup>

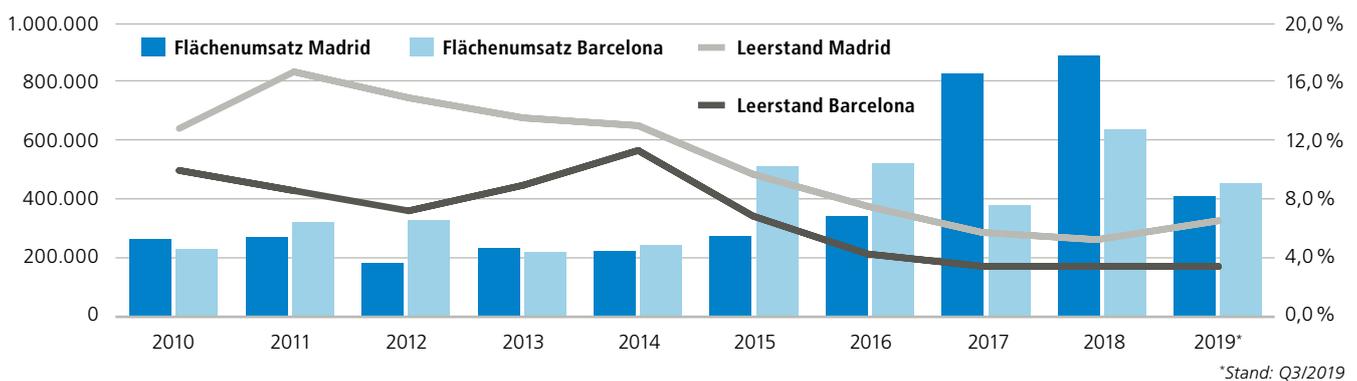
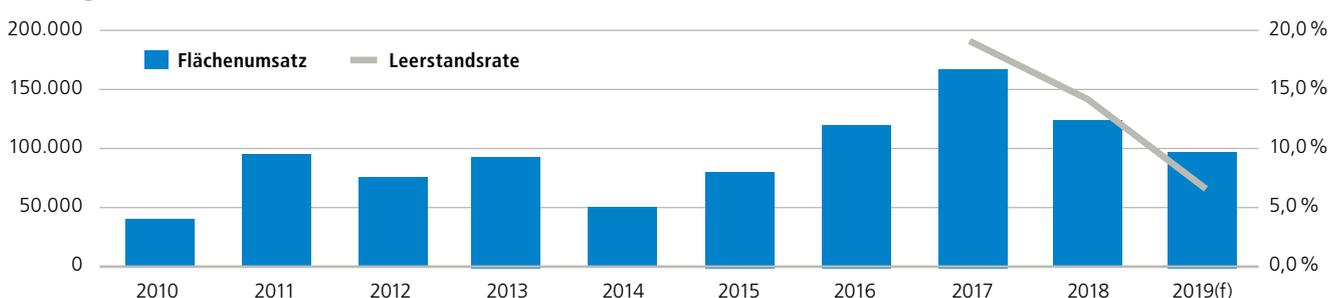


Abbildung 13: Flächenumsatz (in m<sup>2</sup>) und Leerstandsrate (in %) in Lissabon <sup>25</sup>



<sup>22</sup> Knight Frank (2019)

<sup>24</sup> PWC (2019)

<sup>23</sup> BNP (2019)

<sup>25</sup> CBRE (2019)

### 3.3 Italien (Abbildung 14)

Analog zum spanischen und portugiesischen Markt weist Italien enormes Wachstum hinsichtlich der Vermietungsaktivität und der Nettoabsorption auf. Der Rückgang in 2018 ist auf das enorm geringe Angebot zurückzuführen, welches auch in der mittleren Frist kaum entspannt wird, trotz Fertigstellungen von mehr als einer Million Quadratmeter bis 2020. Eine Entspannung tritt nicht ein, da bereits heute 80 % dieser Flächen vorvermietet sind.

### 3.4 Zusammenfassung

Die Lage an den Vermietungsmärkten gibt eindeutig die Wirkungsweise der erörterten Fundamentalwerte wieder und zeigt gegenüber Westeuropa eine ähnliche Reaktion auf die strukturellen und gesellschaftlichen Änderungen. Insbesondere besteht – ohne zu verwundern – die zeitliche Übereinstimmung zur später einsetzenden konjunkturellen Erholung, die analog zur veranschaulichten Verschiebung der Konjunkturzyklen auf eine andere Stufe innerhalb des Immobilienzyklus schließen lässt und damit das von Aufholeffekten geprägte Wachstumspotenzial auf hohem Niveau hält.

Die in Abbildung 15 dargestellte Mietentwicklung weist basierend auf mehreren, im Folgenden erläuterten, Gründen eklatante Unterschiede zur Entwicklung in Westeuropa auf (vgl. Teil 1 Kapitel 4).

1. Durch die deutlich länger anhaltende und schwerwiegendere Rezession nach der globalen Finanzkrise wurde die Wirtschaft deutlich stärker getroffen.

2. Die Rigidität des Arbeitsmarktes führte auf Unternehmensseite zu deutlich stärkeren Einbußen.

3. Die hohen Logistikmieten im Jahr 2008 wurden maßgeblich durch extrem hohe Landpreise in Spanien beeinflusst, die aus äußerst restriktiver Genehmigspolitik resultierten.

4. Die enorm positive Entwicklung der Einzelhandelsmieten ist zum einen auf ein sehr starkes Wachstum im Tourismussegment zurückzuführen, das von den gesunkenen Löhnen und zahlreichen Krisen (z. B. in der Türkei) profitierte. Zum anderen war der Druck aus dem Online-Handel aufgrund der noch geringen Marktanteile wesentlich geringer.

Punkt 1 und 2 wurden umfangreich reformiert. In Bezug auf Punkt 3 hat sich die Vergabepolitik deutlich geöffnet, was unter anderem das Mietwachstum nachhaltiger gestaltet, da es heute auf fundamentale, strukturelle Veränderung zurückzuführen ist und nicht maßgeblich durch den Landpreis bestimmt wird. Unter Punkt 4 wird der Druck anhaltend steigen und angesichts der beschriebenen Entwicklung wird sich die Substitution von Handels- durch Logistikflächen fortsetzen.

Den Entwicklungen am Vermietungsmarkt folgend wird sich der Wettbewerb um Flächen anhaltend verstärken, wodurch mit einer Fortsetzung des Mietwachstums zu rechnen ist, welches sich – zusätzlich beeinflusst durch die Aufholeffekte – dynamischer als das in Westeuropa gestalten wird.

Abbildung 14: Flächenumsatz (in m<sup>2</sup>) und Leerstandsrate (in %) in Italien<sup>26</sup>

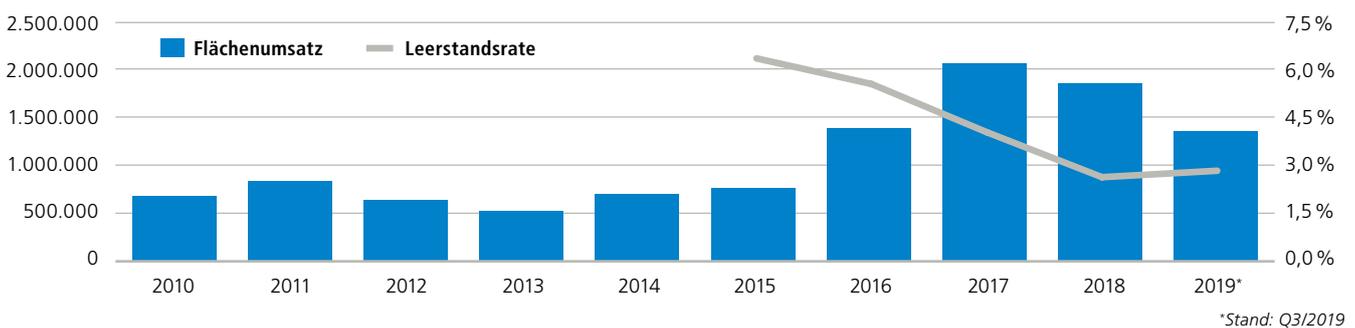
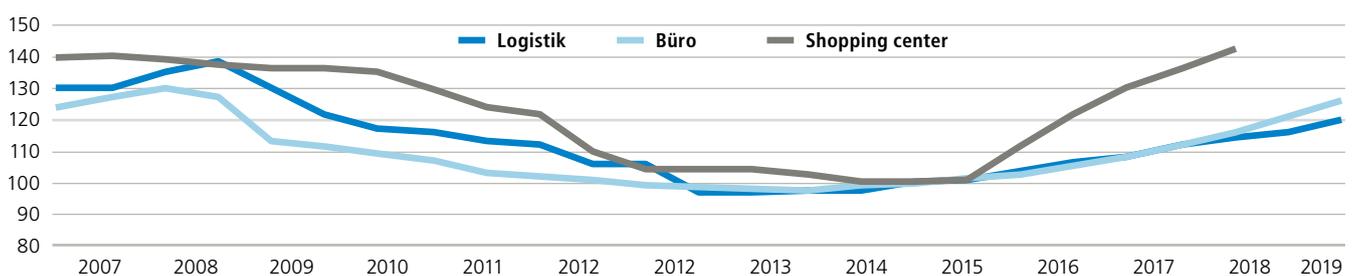


Abbildung 15: Index der mittleren Mietentwicklung nach Nutzungsarten für Südeuropa\* (2015=100)<sup>27</sup>



<sup>26</sup> CBRE (2019)

<sup>27</sup> Colliers/Bloomberg (2019); BNP (2019); Aquila Research (2019)

\*betrachtete Märkte: Madrid, Barcelona, Lissabon, Mailand

#### 4. Investmentmarkt

In Verbindung mit den Unsicherheiten und der tiefgreifenden Rezession nach der globalen Finanzkrise kam der Investmentmarkt in Südeuropa nahezu vollständig zum Erliegen. Mit dem Einsetzen der konjunkturellen Erholung kehrte dann das Interesse der Investoren zurück, während in den westeuropäischen Märkten bereits 2015 historisch niedrige Renditeniveaus erreicht waren.

Insbesondere Spanien, begründet durch die umfassende Reformierung und resultierend positive Entwicklung, weist stetiges Wachstum der Transaktionsvolumen im Logistikimmobilienmarkt auf. Das dynamische Mietwachstum sowie attraktive Renditen und eine allgemein gesteigerte Akzeptanz der Logistikimmobilie ließen die Transaktionsvolumina steigen. Aufgrund nahezu keiner Bautätigkeit in den Krisenjahren war das Angebot jedoch sehr begrenzt und lässt somit auf weiter anhaltendes Wachstum schließen. Im Gegensatz zu Spanien zeigt sich das Transaktionsvolumen in Italien deutlich volatil, was zum einen durch die Knappheit auf der Angebotsseite zu begründen ist, zum anderen aber auch durch in der Vergangenheit immer wiederkehrende Unsicherheiten mit Blick auf den Bankensektor und

die enorme Staatsverschuldung. Insbesondere durch die Wahlen in 2018, die mit einem sehr populistischen Wahlkampf einhergingen, erhöhte sich die Unsicherheit. In Anbetracht des Druckes, der durch die Kapitalmärkte auf den Bankensektor und den Staatshaushalt in Verbindung mit polarisierenden, jedoch unrealistischen Wahlkampfthemen entstand, ist eine tatsächliche Verschärfung der Lage äußerst unwahrscheinlich. Nach dem Bruch der Koalition und der darauffolgenden neuen Regierungsbildung ist mit einer Beruhigung der politischen Unsicherheit zu rechnen und dementsprechend wieder ansteigendem Interesse. Die Entwicklung in Portugal hingegen leidet unter fehlender Bauaktivität. Die Investorennachfrage sowie die Flächengesuche sind auf extrem hohen Niveaus, können aber ohne Fertigstellungen nicht realisiert werden. Dementsprechend weist Portugal aktuell das höchste Wachstumspotenzial auf, das jedoch durch neue Projekte aktiviert werden muss.

Die hohe und anhaltend steigende Investorennachfrage resultiert in entsprechender Renditekompression, wie in Abbildung 17 ersichtlich ist.

Abbildung 16: Logistiktransaktionsvolumen Südeuropa (in Mio. EUR)<sup>28</sup>

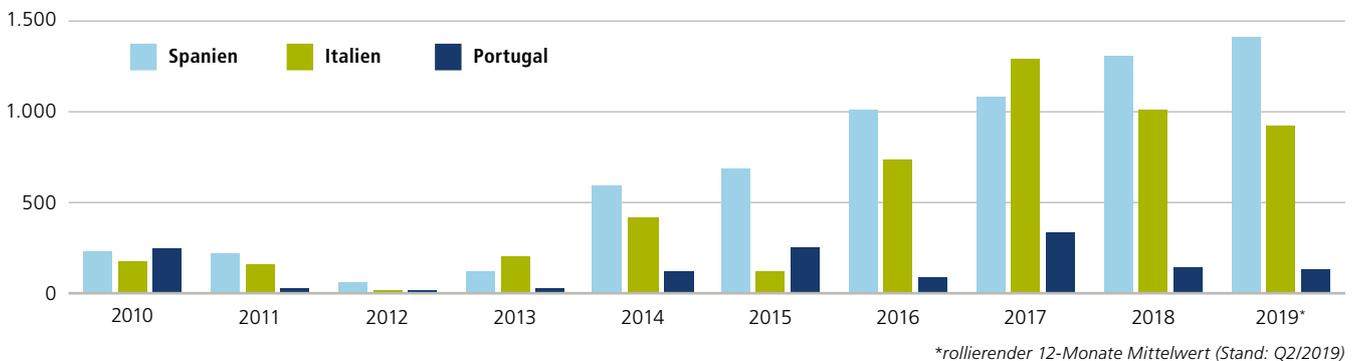
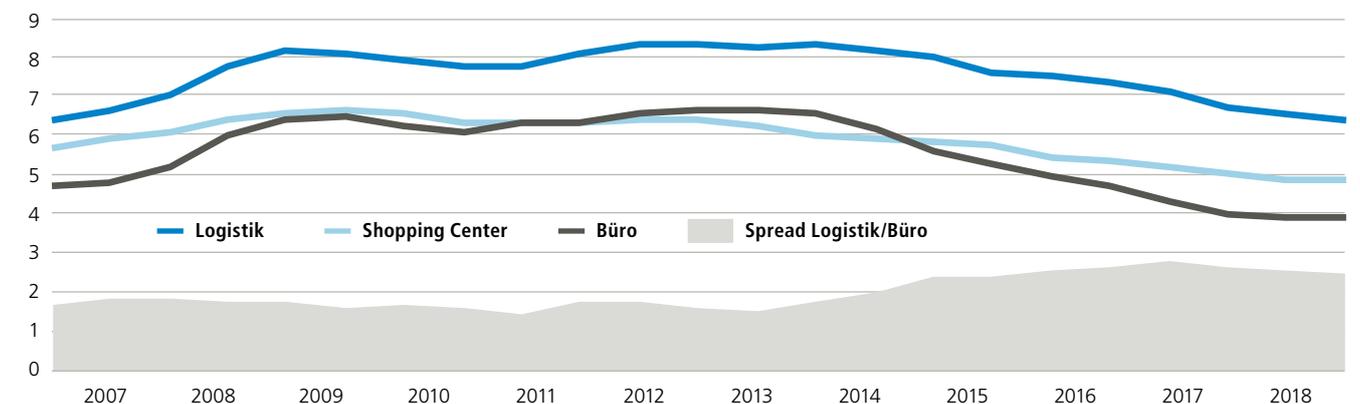


Abbildung 17: Entwicklung der mittleren Spitzenrenditen nach Nutzungsart in Südeuropa\* (in %)<sup>29</sup>



<sup>28</sup> BNP (2019)

<sup>29</sup> Colliers/Bloomberg (2019)

\*betrachtete Märkte: Madrid, Barcelona, Lissabon, Mailand

Insbesondere diese Entwicklung verdeutlicht den Unterschied zu Westeuropa (vgl. Teil 1, Abbildung 7). In der Betrachtung der westeuropäischen Kernmärkte wurde zum Endjahr 2009 die höchste Spitzenrendite, ausgelöst durch die globale Finanzkrise, verzeichnet. Von diesem Punkt aus war eine kontinuierliche Renditekompression zu beobachten, bei der die Risikoprämie gegenüber Büroimmobilien (Spread, gelbe Fläche) aber zunächst anstieg, da die Entwicklung im Bürosegment deutlich dynamischer verlief. 2015 unterschritt die Spitzenrendite für Logistikimmobilien den bisher historischen Tiefstwert aus 2007, und erst mit dem Abflachen der Renditekompression im Bürosegment, das 2017 nahe der Marke von 3 % einsetzte, erreichte auch die Risikoprämie 2018 einen historischen Tiefstwert, der unterstrichen durch die Fundamentaldaten seine Berechtigung findet.

Exakt dieser Verlauf wird auch in Abbildung 17 illustriert. Der Unterschied besteht nur in der zeitlichen Verschiebung, die im Verlauf der Arbeit bereits eingehend beschrieben wurde. So wurde das höchste Renditeniveau, das während der Staatsschuldenkrise weiter zunahm, erst in 2012 verzeichnet. Analog zu Westeuropa stieg trotz des von da an kontinuierlichen Rückgangs der Spitzenrenditen die Risikoprämie gegenüber Büroimmobilien an, da auch bzw. gerade in Südeuropa die Investoren zunächst die bewährten Anlageklassen präferierten. Die historisch geringste Rendite aus 2007 wurde zum ersten Mal 2018 unterboten und das Abschmelzen des entstandenen hohen Spreads zum Bürosegment beginnt erst langsam. Jüngsten Marktentwicklungen zufolge setzt sich dieser Trend anhaltend fort, da die Dynamik der Logistikrenditen, unter der Ausnahme Portugals – der besonderen Situation (kein Angebot) geschuldet – die des Bürosegments deutlich übertrifft. In Madrid und Barcelona übertrifft die Renditekompression, im Vergleich Q2/2019 zu Q2/2018, im Logistiksegment die des Büromarktes um 25 bps bzw. 50 bps.<sup>30</sup> In Mailand und Rom nimmt die Risikoprämie im gleichen Zeitraum je um 25 bps ab.<sup>31</sup> Einzig in Lissabon ist aufgrund keines Neubaus aktuell noch keine Veränderung der Spitzenrenditen zu verzeichnen,<sup>32</sup> wodurch mit hoher Wahrscheinlichkeit das hohe Potenzial noch durch Aufholeffekte verstärkt werden kann.

## 5. Fazit

Ausgehend von der tiefen Rezession in Südeuropa ergibt sich eine Verschiebung des Konjunkturzykluses, die sich auf den Immobilienmarkt überträgt. Daraus folgend weisen die südeuropäischen Länder Spanien, Italien und Portugal einen signifikanten Unterschied zu den aus der globalen Finanzkrise entstandenen homogenen Verläufen in Westeuropa auf. Basierend auf tiefgreifenden Strukturreformen ergibt sich in Südeuropa ein festes Fundament hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung. Die später einsetzende konjunkturelle Erholung besticht durch signifikant höhere Wachstumsraten, die sich in der Entwicklung der definierten Treiber genau so wiederfinden. Analog zu den westeuropäischen Kernmärkten wird, insbesondere anhand der Nettoabsorption, die reelle Kapazitätserweiterung innerhalb der Logistikbranche deutlich. Durch die unterschiedliche Position im Zyklus werden die höheren Wachstumsraten durch Aufholeffekte verstärkt. Diesen Entwicklungen folgend ist ein analoger Verlauf zu dem in Westeuropa beobachteten zu erkennen, der jedoch aufgrund der zeitlichen Verschiebung Opportunitäten mit signifikant höherer Dynamik bei anhaltend hohem Potenzial bietet.

<sup>30</sup> Cushman&Wakefield (2019)

<sup>31</sup> Cushman&Wakefield (2019)

<sup>32</sup> Cushman&Wakefield (2019)

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:

**Aquila Gruppe**

Valentinskamp 70

20355 Hamburg

Deutschland

Tel.: +49 (0)40 87 50 50-199

E-mail: [info@aquila-capital.de](mailto:info@aquila-capital.de)

Web: [www.aquila-capital.de](http://www.aquila-capital.de)

Folgen Sie uns auf   

Hamburg · Frankfurt · London · Luxemburg · Madrid · Lissabon · Oslo · Zürich · Invercargill · Singapur · Tokio

Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken. Es stellt weder eine Anlagevermittlung noch eine Anlageberatung dar. Es handelt sich nicht um ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten, die Inhalte des Dokuments stellen auch keine sonstige Handlungsempfehlung dar. **Das Dokument dient allein der (Vorab)Information über die dargestellten Produkte. Eine Kaufentscheidung bezüglich der dargestellten Produkte sollte unbedingt auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach Sichtung der vollständigen Unterlagen und Risikohinweise getroffen werden.** Eine vorherige Beratung durch Ihren Rechts-, Steuer- und/oder Anlageberater wird empfohlen. Die Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die von uns als zuverlässig und richtig beurteilt wurden. Dennoch gewährleisten wir nicht die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und lehnen jede Haftung für Schäden ab, die durch die Nutzung der Informationen entstehen könnten. **Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Aussagen über eine zukünftige wirtschaftliche Entwicklung beruhen auf Beobachtungen aus der Vergangenheit und theoretisch fundierten objektiven Verfahren, sind mithin Prognosen und als solche zu verstehen. Es werden keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dafür abgegeben, dass eine indikative Performance bzw. Rendite in Zukunft erreicht wird.** Bei den dargestellten Produkten handelt es sich um langfristige Investments, die mit verschiedenen Risiken verbunden sind. Ihre Realisierung kann zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen.

Unter den Bezeichnungen Aquila und Aquila Capital werden Gesellschaften für Alternative Investments und Sachwertinvestitionen sowie Vertriebs-, Fondsmanagement- und Servicegesellschaften der Aquila Gruppe („Aquila Gruppe“ meint die Aquila Capital Holding GmbH und mit dieser verbundene Unternehmen i.S.d. §§15 ff.AktG) zusammengefasst. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die (potentiellen) Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Aquila Gruppe anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Eine Veröffentlichung der Aquila Capital Investmentgesellschaft mbH. Stand: Februar 2020. Autor: Peter Schnellhammer