

Der Markt für Logistikimmobilieninvestments in Europa – Renditechancen unter Risiken und Nebenwirkungen

I. Einleitung

In der Immobilieninvestmentbranche wird traditionell nach der Maxime „Wir legen nicht alle Eier in einen Korb“ verfahren. Um das Risiko eines Investments zu evaluieren, wird seit der Finanzkrise primär die Volatilität als Kennzahl herangezogen. Die Quantifizierung von Risiken kann auf unterschiedliche Arten erfolgen: Zum einen durch die deterministische Analyse von Rendite-Risiko-Kennziffern, wie Catella Research 2017 anhand abgeleiteter Risikoprämien plausibilisiert hat; zum anderen durch die stochastische Analyse der Verteilungsparameter von Renditefunktionen (2016). Im Jahre 2018 haben wir aufgezeigt, welche Effekte Immobilienverkehrswerte erfahren, wenn sich wieder eine Normalisierung der Geldpolitik einstellen könnte (Market Tracker Dezember 2018). Die Messung des Risikos kann folglich aus sehr unterschiedlichen Blickwinkeln erfolgen. Ferner haben wir die Renditeerwartungen bzw. Risikoprämien von institutionellen Anlegern für verschiedene Risikostile von „Core“ bis zu „Opportunistic“ quantitativ erfasst (2019).

Im letzten Jahr wurde im Rahmen der Studie „Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte?“ der Begriff der Vermögensillusion in der Immobilienwirtschaft geprägt und eine kritische Auseinandersetzung mit den gängigen Bewertungsverfahren geführt. Um in letzter Konsequenz evaluieren zu können, welche Standorte im Kontext einer anhaltenden Niedrigzinspolitik gepaart mit steigenden Immobilienpreisen noch fair bepreist erscheinen. Dass ein Risiko – gar in Form einer Krise – zugleich auch eine Chance darstellt, demonstriert der aktuell vorherrschende Investmentrun auf die Immobilien-Assetklasse „Logistik“: Grund genug sich einmal dezidiert mit den Renditechancen und ausgewählten Risiken zu beschäftigen.

2. Logistik in Europa – Renditeentwicklungen und der Einfluss des eCommerce

Die Immobilien-Assetklasse Logistik gewinnt zunehmend an Attraktivität – dies spiegelt sich unmittelbar in den Transaktionszahlen wider. Auf dem europäischen Markt wird für 2021 ein Volumen für die Immobilien-Assetklasse Logistik von über 50 Mrd. EUR erwartet. Dies wäre ein historischer Höchstwert. Seit dem EU-Mitgliedschaftsreferendum im Vereinigten Königreich („Brexit“-Referendum) von 2016 hat Großbritannien auf dem Transaktionsmarkt relativ an Gewicht verloren. Seit 2020 ist jedoch wieder eine Stabilisierung der Transaktionszahlen beobachtbar, sodass der UK-Logistikimmobilienmarkt 2021 wohl den größten Markt darstellen wird – gefolgt von der DACH-Region, den Nordics, Frankreich und Benelux. Der Total Return auf Asset-Ebene (Gesamtpformance aus Einkommens- und Wertzuwachsrendite) ist für die Jahre 2018 bis 2020 im Mittel auf 12,4 % zu beziffern. Vor dem Hintergrund der Renditekompression für die Anfangsrendite lässt sich eine kontinuierliche Reduktion der Anfangsrendite erkennen. Im Jahre 2019 wurde die Fünf-Prozent-Marke erstmalig unterschritten und derzeit liegt die Einkommensrendite (2020) bei 4,6 %.

Für die einzelnen Länder liegt die Spannweite für die Einkommensrendite zwischen 4,0 % und 7,2 %, sodass im Hinblick auf die Ausschüttung für Cross-Border-Investments durchaus Chancen existieren. Die Entwicklung der Total Return Renditen für die einzelnen Länder ähnelt zumeist dem europäischen Benchmark. Gerade in Deutschland und Frankreich verhalten sich die Zeitreihen sehr ähnlich, wobei beide Länder im Jahr 2020 zu Europa eine Outperformance realisieren konnten. Die Total Return Entwicklung in Großbritannien ist deutlich volatiler; was aber auch durch die Verwendung eines anderen Bewertungsregimes zu begründen ist. Nach der Finanzkrise 2008 notierte die Gesamtpformance in Spanien einige Jahre deutlich unterhalb der Performance in Europa. In den letzten Jahren ließ sich hingegen eine Outperformance in Spanien erkennen.

ABB. 01: ALLOKATION DER TRANSAKTIONSVOLUMINA FÜR LOGISTIKIMMOBILIEN IN EUROPA

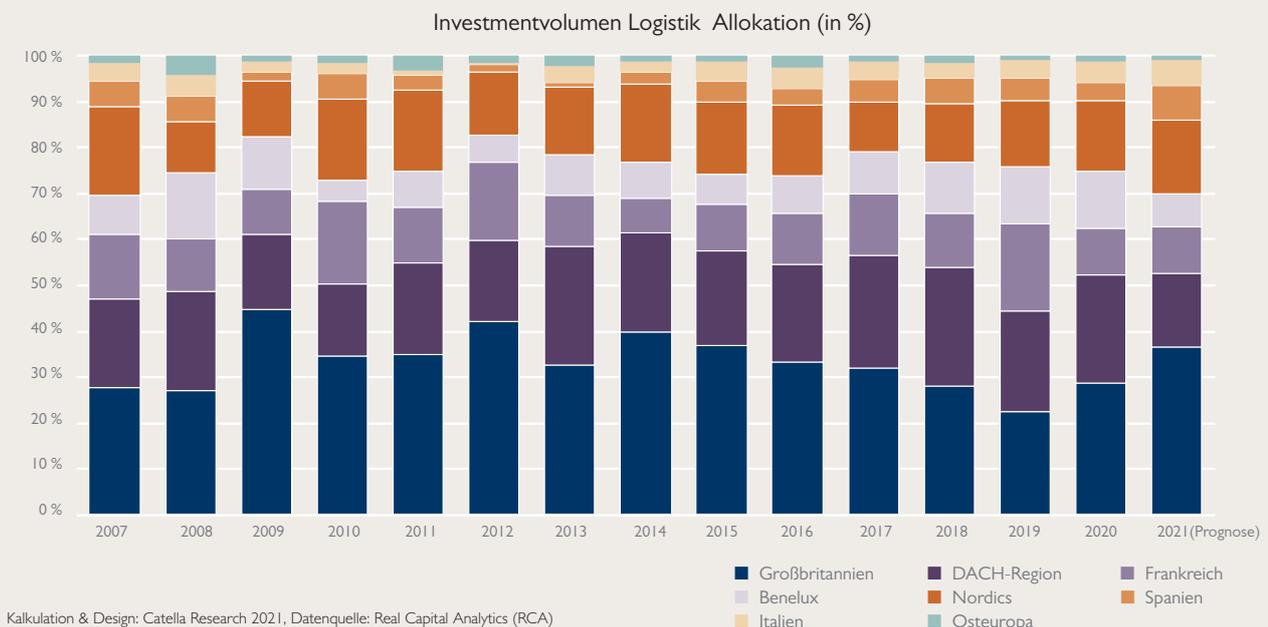
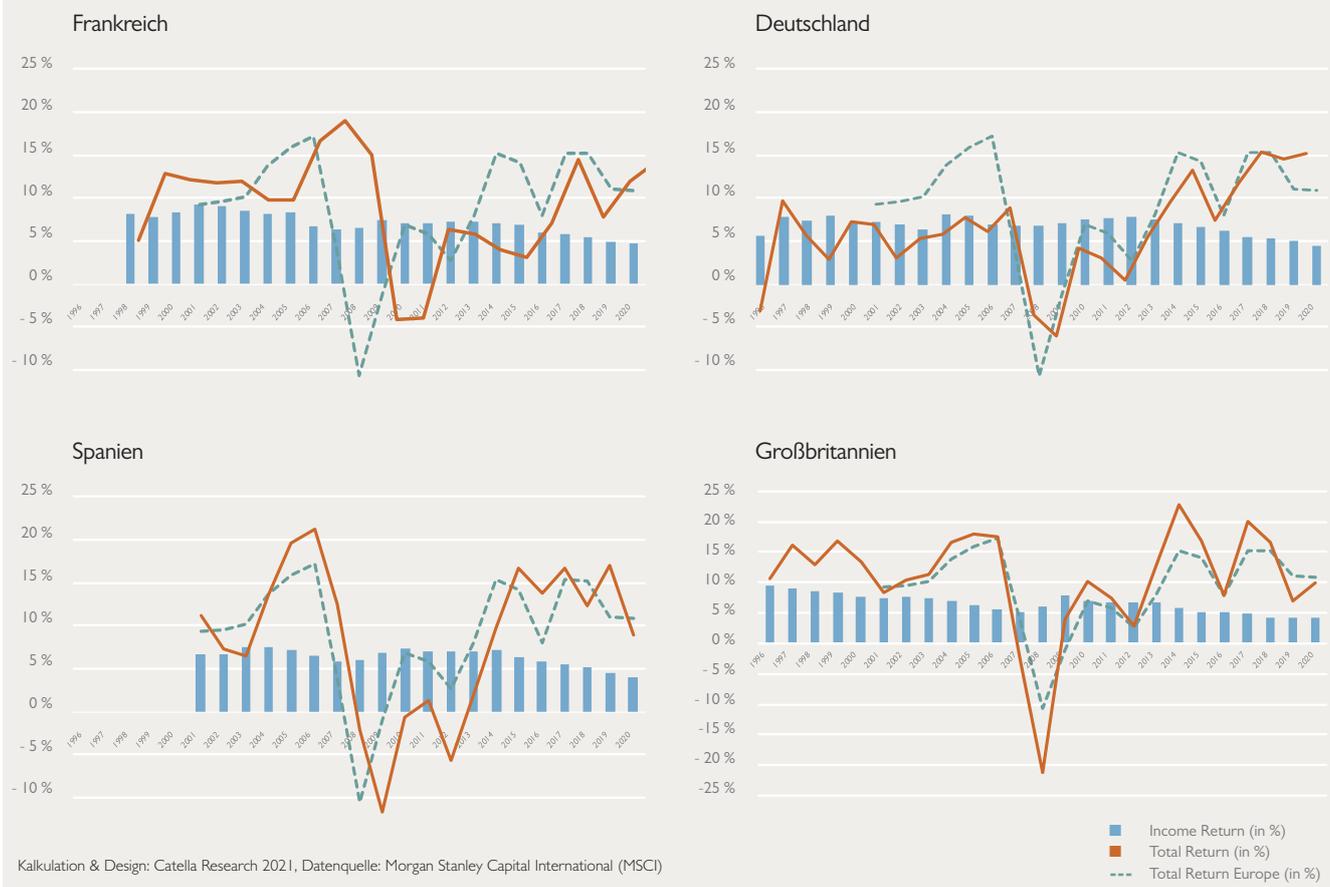


ABB. 02: ENTWICKLUNG EINKOMMENS- UND GESAMTRENDITE FÜR LOGISTIK IN AUSGEWÄHLTEN EUROPÄISCHEN LÄNDERN



Kalkulation & Design: Catella Research 2021, Datenquelle: Morgan Stanley Capital International (MSCI)

Die Gesamtrendite wird in den letzten Jahren zunehmend durch die Wertentwicklung der Logistikimmobilien genährt. Ökonometrisch lassen sich die Gesamtrenditen kaum noch durch fundamentale Wirtschaftsindikatoren erklären; den höchsten Erklärungsgehalt bietet vielmehr die Entwicklung der Zinsen. Da die Geldpolitik in Europa – wenn nicht sogar in der Welt – vornehmend expansiv ausgerichtet ist und somit alle großen Immobilienmärkte tangiert, ist kaum verwunderlich, dass das Diversifikationspotenzial eher begrenzt ist. Lediglich eine Beimischung von UK Logistikimmobilieninvestments birgt ein deutliches Diversifikationspotenzial. Bei Betrachtung ohne Großbri-

tannien liegt der minimale Wert für den Korrelationskoeffizienten bei 0,6. Eine mögliche Zinswende stellt in diesem Kontext das größte Risiko für die künftige Wertentwicklung dar. Während EZB-Präsidentin Christine Lagarde und ihr Chefvolkswirt Philip Lane die derzeitigen hohen Inflationsraten als temporär qualifizieren, steigt die amerikanische Notenbank Fed allmählich in eine Reduktion ihrer Anleihekaufprogramme (Tapering) ein. Die Notenbanken in Ungarn, Tschechien und Polen erhöhen sogar bereits die Leitzinsen. Ob die EZB dieser Entwicklung mittelfristig folgen wird, ist die zentrale Gretchenfrage für die künftige Entwicklung der Immobilienmärkte.

ABB. 03: KORRELATIONSMATRIX LOGISTIK AUSGEWÄHLTER LÄNDER UND REGIONEN IN EUROPA

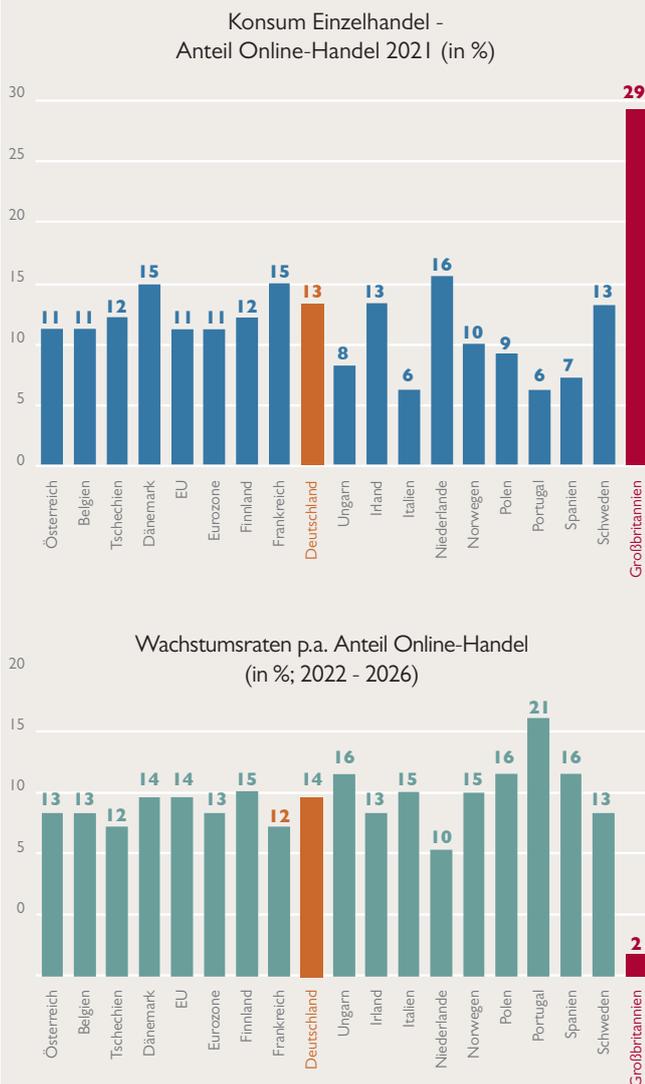
Total Return (2000 - 2020)	Frankreich	Deutschland	Italien	Niederlande	Nordics	Polen	Spanien	Großbritannien
Frankreich	1,00	0,77	0,77	0,86	0,81	0,84	0,89	0,55
Deutschland	0,77	1,00	0,80	0,83	0,64	0,68	0,76	0,55
Italien	0,77	0,80	1,00	0,87	0,72	0,60	0,76	0,35
Niederlande	0,86	0,83	0,87	1,00	0,75	0,69	0,87	0,32
Nordics	0,81	0,64	0,72	0,75	1,00	0,72	0,79	0,42
Polen	0,84	0,68	0,60	0,69	0,72	1,00	0,78	0,62
Spanien	0,89	0,76	0,76	0,87	0,79	0,78	1,00	0,53
Großbritannien	0,55	0,55	0,35	0,32	0,42	0,62	0,53	1,00

Kalkulation & Design: Catella Research 2021, Datenquelle: Morgan Stanley Capital International (MSCI)

Auch wenn die Immobilien-Assetklasse – die Transaktionsdaten belegen dies eindrucksvoll – ihrem Nischendasein entflohen ist und der Markt kontinuierlich transparenter wird, existieren doch nur vereinzelt langfristige Zeitreihen für Mietansätze. Vor diesem Hintergrund behelfen wir uns mit der Entwicklung der Einkommensrenditen.

Eine Regressionsanalyse legt nahe, dass die Entwicklung der Marktanteile für eCommerce in den Ländern durchaus einen Erklärungsgehalt besitzt, sodass die künftige Entwicklung dieses Segments für die erwartete Renditeentwicklung sehr spannend erscheint. Auffällig ist, dass in Großbritannien als Ausnahme in Europa die Entwicklung bereits tendenziell stagniert. Der Anteil ist auf 29 % zu beziffern, in Europa liegt der Durchschnitt hingegen bei ca. 11 %. Gerade in Italien, Portugal und Spanien erscheinen folgerichtig Nachholpotenziale zu existieren. Für Portugal ist dies auch der Fall, da eine Wachstumsrate von ca. 21 % für die nächsten Jahre im Mittel erwartet wird; Spanien und Italien werden aber wohl eher leicht über dem europäischen Niveau wachsen. In Großbritannien wird hingegen eine Stagnation der eCommerce-Entwicklung erwartet.

ABB. 4: ENTWICKLUNG DES ONLINE-HANDELS FÜR AUSGEWÄHLTE LÄNDER IN EUROPA



Kalkulation & Design: Catella Research 2021, Datenquelle: Property Market Analysis (PMA)

3. Vermeintlich resiliente Lieferketten und die Renaissance der Weltwirtschaft

Anfang 2020 – zu Beginn der Coronakrise – sahen sich die Verbraucher in Europa vermeintlich mit einer Produktknappheit konfrontiert. Mit der Folge, dass private Haushalte Güter des täglichen Bedarfs zuhauf aus den Supermärkten abtransportieren, um diese im heimischen Gefilde einzulagern. Derzeit erlebt die Wirtschaft diverse Engpässe, da die Coronakrise zu einer Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage geführt hat. Aufgrund von Kapazitätsengpässen – ob nun struktureller oder temporärer Natur (gestörte Lieferketten) – kann die aufflammende Nachfrage nicht bedient werden.

Vor diesem Hintergrund sagten und sagen viele Auguren eine resultierende Renationalisierung der Wertschöpfung voraus. Dies stieß auf allgemeinen Zuspruch, da die Globalisierung in den letzten Jahren vermehrt kritisch betrachtet wurde und eher die negativen Begleiterscheinungen Aufmerksamkeit fanden. Den Skeptikern sind allerdings wohl auch nicht umfänglich die Ausführungen von David Ricardo – ein britischer Wirtschaftswissenschaftler und ein führender Vertreter der klassischen Nationalökonomie – bekannt. In seinem Ricardianischen Modell postuliert Ricardo das Konzept der komparativen Kostenvorteile. Im Kern besagt die Theorie, dass ein Land auch dann erfolgreich am internationalen Handel teilnehmen kann, wenn es bei allen Produkten absolute Kostenvorteile gegenüber anderen Ländern aufweist. Umgekehrt lohnt es sich auch für Länder, die alle Produkte billiger herstellen können, Handel mit weniger wettbewerbsfähigen Ländern aufzunehmen und sich zu spezialisieren. Nicht die absoluten, sondern die komparativen Kostenvorteile sind von Relevanz. Der komparative Kostenvorteil besteht, wenn ein Unternehmen ein bestimmtes Gut zu geringeren Opportunitätskosten als die Konkurrenz produzieren kann. Hinter diesen Gedanken verbirgt sich der klassische Kernkompetenzenansatz. Handel ist damit kein Nullsummenspiel, bei dem die einen gewinnen, was die anderen verlieren – sondern schafft eine Win-Win-Situation. Eine Renationalisierung der Produktion von wenig kapital- und eher arbeitsintensiven Gütern aus den Schwellen- in die Industrieländer ist die falsche Antwort auf die Coronakrise und birgt die Gefahr globaler Wohlfahrtsverluste.

Unternehmen reagieren auf die neue Realität vielmehr mit einer erhöhten Lagerhaltung. Diese neue **Resilienz** ist das Gegenmodell zum jahrelang praktizierten Dogma der Just-in-time-Produktion. Neben der rasant positiven Entwicklung des Onlinehandels stellt die neue Resilienz den zweiten zentralen Argumentationsgrund für eine Investition in Logistikimmobilien in Deutschland und Europa dar. Nach Zahlen des internationalen Analysehauses Real Capital Analytics (RCA) wurde im Jahr 2021 ein Rekordwert von 45 Mrd. EUR in Logistikimmobilien in Europa (Deutschland: 8,3 Mrd. EUR) investiert. Schätzungen zufolge wird der Rekordwert im Kalenderjahr 2021 mit 53 Mrd. EUR noch einmal deutlich überboten. Aller Euphorie zum Trotz muss jedem Marktteilnehmer klar sein, dass eine krisenresistentere – resiliente – Wirtschaft mit höheren Kosten einhergeht und in letzter Konsequenz eine renditeschwächere Wirtschaft darstellt. Vor dem Hintergrund der ökonomischen Wettläufe zwischen den Staaten kann sich der Wirtschaftsstandort Deutschland diese üppigen Lagerkapazitäten nur in begrenztem Ausmaß leisten.

Für bestimmte Schlüsseltechnologien mag die erhöhte Lagerhaltung gerechtfertigt sein. Für bestimmte Konsumprodukte ist es das sicherlich nicht. Auch hier kann wiederum auf die Lektüre der Ricardianischen Theorie zurückgegriffen werden.

Die Just-in-time-Produktion als zentrales dogmatisches Steuerungskonzept der Produktionswirtschaft steht nicht vor einer Wachablösung, sondern erfährt vielmehr eine Ergänzung um erhöhte Lagerkapazitäten für unabdingbare Vorprodukte im Rahmen der industriellen Fertigung. Investoren und Investment Manager sehen sich nun mit der Gefahr konfrontiert, die künftige langfristige Erhöhung der Lagerkapazitäten zu überschätzen. Auf Basis der derzeitigen Vermietungserfolge und der vorherrschenden Flächenknappheit dürfen nicht zu starke Schlussfolgerungen für die Zukunft getroffen werden. Eine dezidierte Standortanalyse für die Drittverwendungsfähigkeit muss sorgfältig durchgeführt werden. Dafür bedarf es Expertise und Erfahrung.

4. Die Bewertung und die Preis-Wert-Analyse von Investments in Logistikimmobilien

Zahlreiche öffentliche Institutionen, Gremien und wissenschaftliche Berater – wie der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), die Deutsche Bundesbank oder der Sachverständigenrat – warnen schon seit geraumer Zeit vor Preisexzessen und vor der Verwundbarkeit des Finanzsystems durch Entwicklungen in lokalen Immobilienmärkten. Auch unsere Preis-Wert-Analysen für europäische Büroimmobilienmärkte (*Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte*) lassen erkennen, dass bestimmte Immobilienstandorte sehr teuer erscheinen.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Kompression der Renditen auf dem Logistikimmobilienmarkt ist es ratsam, zu eruieren, ob die zu zahlenden Preise auch noch die Werte widerspiegeln. Der deutsche Logistikimmobilienmarkt wird beispielhaft in die Analyse einbezogen. Zu diesem Zwecke bedienen wir uns nicht dem Ertragswertverfahren der deutschen ImmoWertV (Immobilienwertermittlungsverordnung), sondern postulieren den Basiszins und die relevanten Risikoprämien (Prämien für Volatilität, unzureichende Liquidität, mangelnde Transparenz und für das Downside-Risiko).

Im Zusammenspiel von nachhaltigem Cashflow und ermitteltem Diskontierungszins wird über die Verwendung der ewigen Rente der Wert bestimmt; weitere *methodische Details* stehen zum Nach-

lesen bereit. Für Logistikimmobilien wird zusätzlich eine Risikoprämie von 100 Basispunkten für das bereits erwähnte Drittverwendungsrisiko hinzuaddiert.

Steigende Preise stellen per se keine Exzesse dar, da der risikolose Zinssatz (Basiszins) als wesentliche Komponente des Diskontierungszinses deutlich zurückgegangen ist. Im Rahmen einer kleinen ökonomischen Modellierung wird deutlich, dass in den letzten Jahren die Entwicklung der Renditen für Logistik im Ankauf maßgeblich durch die Entwicklung einer zehnjährigen deutschen Bundesanleihe erklärt werden können. Das Bestimmtheitsmaß der Regression liegt für verschiedene Logistikimmobiliensegmente zwischen 0,7 und 0,9. Unser modellierter Basiszins besitzt sogar einen noch höheren Erklärungsgehalt für die Renditeentwicklung.

Das Bestimmtheitsmaß liegt zwischen 0,85 und 0,94. Bei einem Wert von 1,0 würde die Zinsentwicklung den Verlauf der Anfangsrenditen vollständig erklären. In Deutschland notierten die Preise für Logistik im mittleren Teil der Quantilfunktion derzeit bei 1.220 EUR/qm; dies stellt im Vergleich zum Jahr 2010 (674 EUR/qm) einen Preisanstieg von über 80 % dar. Trotz dieser hohen Preissteigerung lässt sich aktuell ein deutlich höherer Wert realisieren (1.550 EUR/qm). Die gehypte „letzte Meile“ gilt als absolutes Muss. Die hohe Nachfrage nach diesen Last-Mile-Standorten spiegelt sich auch in dem aktuell hohen Preisniveau wider. Für einen Quadratmeter dieses Objekttypus nahe den großen Metropolen sind derzeit ca. 2.040 EUR je Quadratmeter zu zahlen. Dies entspricht in etwa dem modellierten Wert von 2.125 EUR/qm.

Im Jahr 2019 überragte der Preis (1.970 EUR/qm) für diese Objektkategorie sogar leicht den eigentlichen inhärenten Wert (1.940 EUR/qm). Die erzielbare Überrendite im Ankauf zwischen einem Logistikimmobilien- und einem anderen Gewerbeimmobilieninvestment ist im Besonderen auf die schlechtere Drittverwendungsfähigkeit zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund kommt dem Nachhaltigkeitsmanagement eine besondere Bedeutung zu. Sollte es gelingen, im Rahmen eines ganzheitlichen nachhaltigen Logistikimmobilienmanagements dieses Risiko sukzessiv reduzieren zu können, resultieren deutlich höhere Wertansätze für den Investor.

ABB. 5: TRANSAKTIONSVOLUMINA FÜR LOGISTIKIMMOBILIEN IN DEUTSCHLAND UND EUROPA

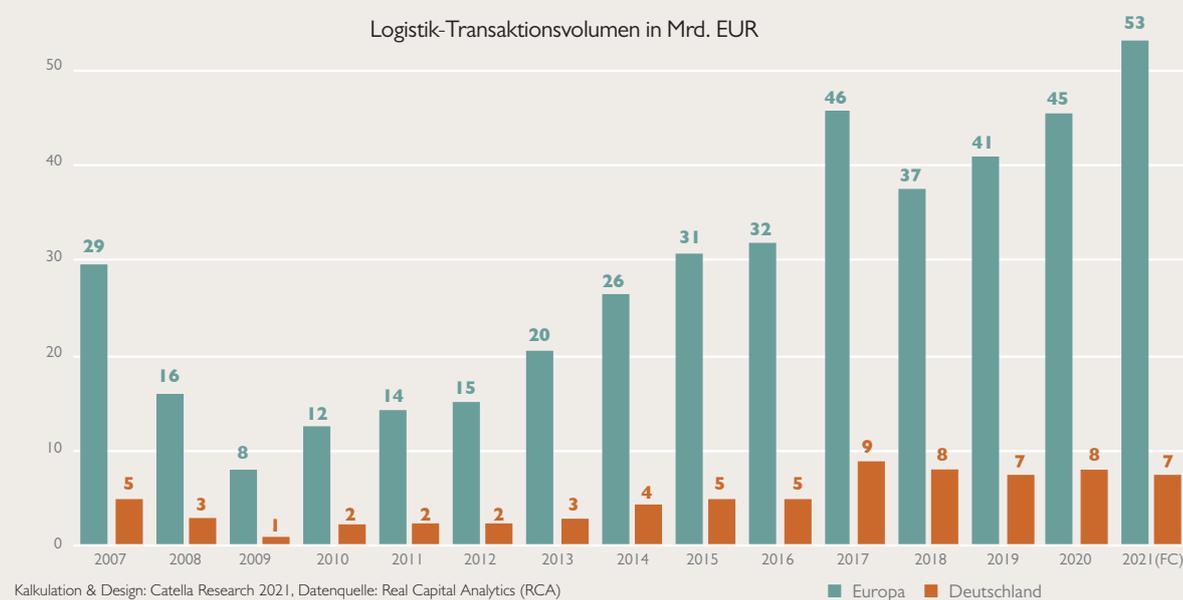
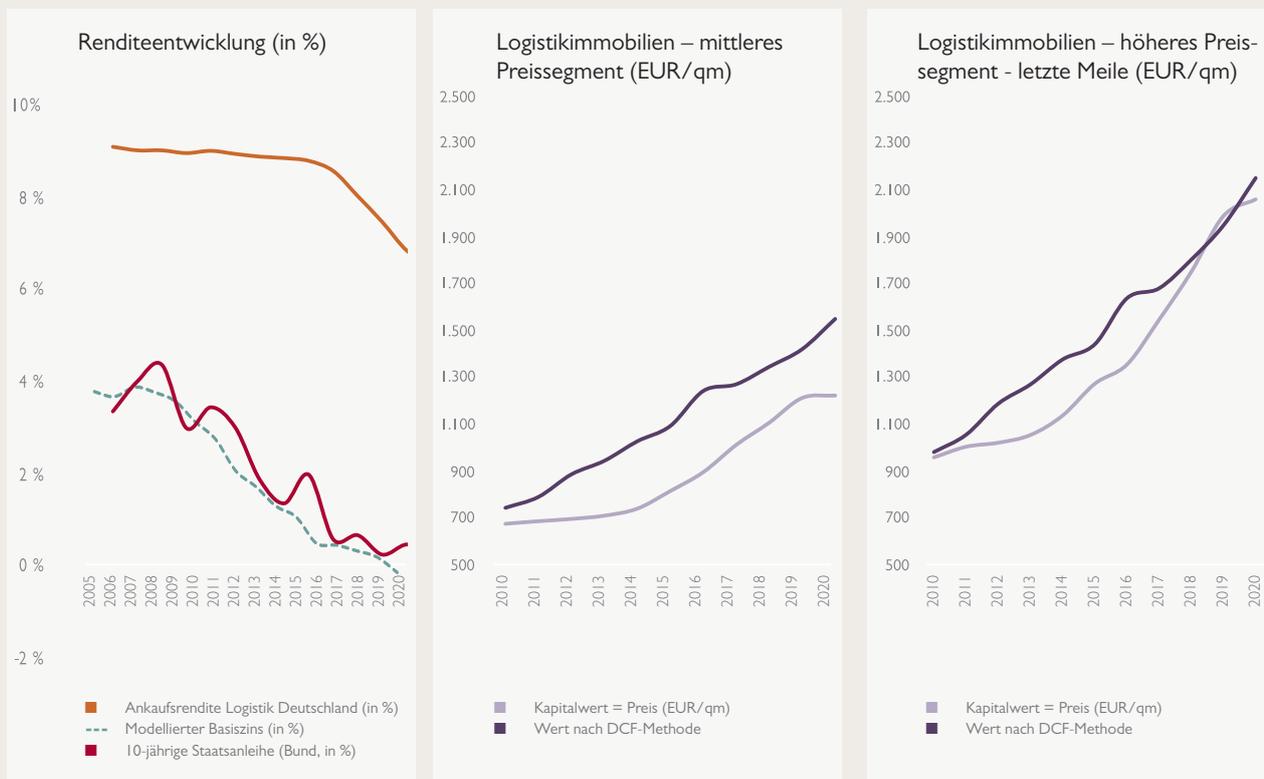


ABB. 6: PREIS-WERT-ANALYSE VON INVESTMENTS IN LOGISTIKIMMOBILIEN

Die Investition in Logistikimmobilien –
aktuelle Gemengelage und künftige Chancenpotenziale



Kalkulation & Design: Catella Research 2021, Datenquelle: Bulwiengesa AG (Riwis); Oxford Economics (OE)

5. Schlussbetrachtung

Die Immobilien-Assetklasse Logistik ist der Nische entsprungen. Das bringen die Transaktionszahlen eindrucksvoll zum Ausdruck. Eine Investition in den europäischen Markt ermöglicht durchaus – im Vergleich zu einem Investment in Deutschland – Potenziale für die Erzielung von Überrenditen. Aufgrund der langjährigen expansiven Geldpolitik ähnelt sich die historische Entwicklung der Gesamtrenditen in den einzelnen Ländern, sodass das Diversifikationspotenzial eher begrenzt erscheint. Ein Investment in Großbritannien stellt hier eine Ausnahme dar; allerdings hat der Online-Handel – der zentrale Treiber für die Entwicklung von Logistikimmobilien – im Vereinigten Königreich einen sehr hohen Reifegrad erreicht. Der vermeintlichen Deglobalisierung und der

resultierenden neuen Resilienz sollte man mit einer gewissen Skepsis begegnen, um nicht zu hohe Erwartungen zu schüren. Für Schlüsseltechnologien ist eine erhöhte Lagerhaltung zu rechtfertigen. Ein umfassender Abschied von der Just-in-Time-Produktion ist aber unwahrscheinlich. Aus Preis-Wert-Gesichtspunkten ist ein Investment in Logistik – trotz der vergangenen Renditekompression – attraktiv. Investoren können im Vergleich zum zu zahlenden Preis mehr „Wert“ vereinnahmen. Anders verhält es sich mit der sogenannten „letzten Meile“. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Grundstückskosten in den urbanen Gebieten ist die „letzte Meile“ bereits sehr teuer. Wenn Mietsteigerungspotenziale nicht mehr gegeben sind, lässt sich auch nicht zwingend ein „Wertplus“ ableiten.

Über Catella

Catella gehört zu den führenden Spezialisten im Bereich Immobilieninvestment und Fondsmanagement und agiert in 13 Ländern. Der Konzern hat zum Ende des dritten Quartals 2021 ein verwaltetes Vermögen von rund 11 Mrd. Euro. Catella ist im Mid Cap Segment des Nasdaq Stockholm gelistet.

Mehr unter [catella.com](https://www.catella.com)

Kontakt:

Prof. Dr. Thomas Beyerle
thomas.beyerle@catella.de
+49 30 310 193 220

Maximilian Radert M.Sc., LL.M., EMBA
maximilian.radert@catella-investment.com
+49 89 189 16 65 280