

BELEGGEN IN WONINGEN EN WINKELS

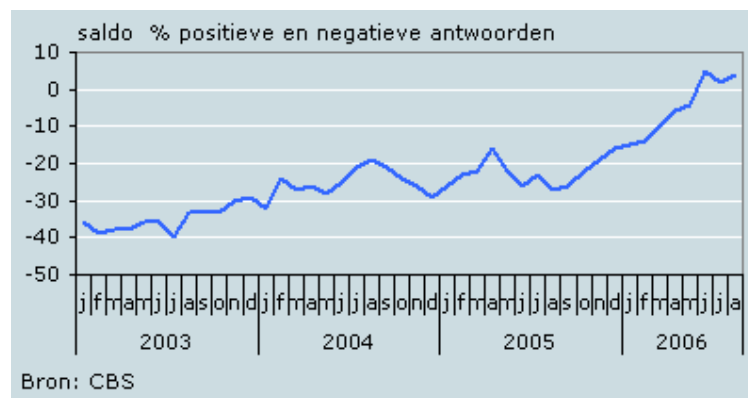
September / oktober 2006 – door mr. Manfred Kühn (directeur)



Macro-economische kernindicatoren

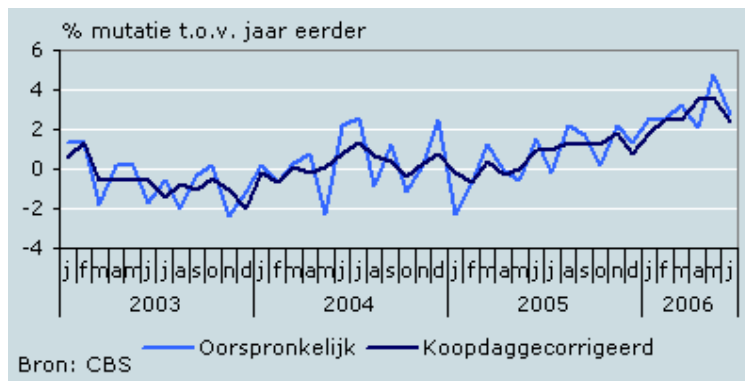
De Nederlandse vastgoedmarkt is door de gunstige economische ontwikkelingen sinds begin jaren '90 sterk gegroeid. Vanaf 2001 stagneerde de economische groei met in 2003 een krimp van 0,75%. In 2005 is de economische groei op 0,9% uitgekomen. Voor 2006 wordt door het CPB uitgegaan van een groei van 3% en voor 2007 wordt een lichte terugval naar 2,75% verwacht. In tegenstelling tot voorgaande jaren zullen de totale binnenlandse bestedingen (consumptie, investeringen en overheidsuitgaven) weer een substantiële bijdrage leveren aan de economische groei. Het totale besteedbaar inkomen van gezinnen stijgt door een herstel van de werkgelegenheid en de koopkracht. Dit heeft een positief effect op de groei van de particuliere consumptie. De indicator voor het consumentenvertrouwen toont al maanden een sterke stijging en bereikte in juni 2006 voor het eerst weer een positieve waarde (meer optimisten dan pessimisten).

Consumentenvertrouwen



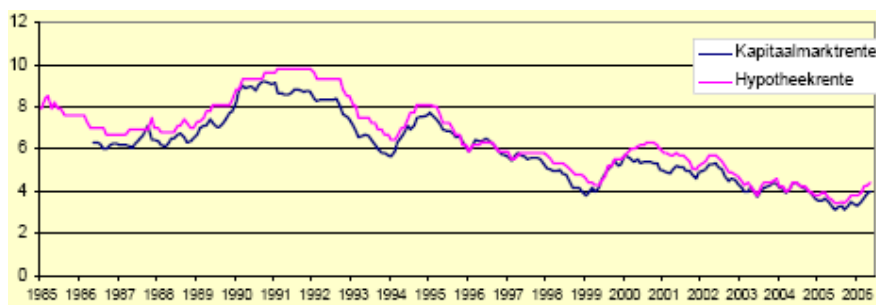
Over de eerste helft van 2006 is de consumptie sterk toegenomen. Huishoudens hebben in deze periode bijna 3% meer besteed dan in dezelfde periode in het jaar ervoor.

Binnenlandse consumptie door huishoudens (volume)



De inflatie lag in 2005 op 1,7% ten opzichte van 1,2% in 2004. Voor 2006 jaar wordt een inflatie verwacht van 1,25% en voor 2007 een inflatie van 1,5%. De lange (10-jaars) kapitaalmarktrente met hieraan gekoppeld de hypotheekrente is nog altijd historisch laag ondanks dat deze sinds medio 2005 geleidelijk weer oploopt.

Ontwikkeling hypotheek- en kapitaalmarktrente



Bron: De Hypotheekshop, DNB

Rendementen op Nederlands vastgoed eerste halfjaar 2006

De effecten van deze ontwikkelingen op de vastgoedbeleggingsmarkt kunnen als volgt worden samengevat aan de hand van de ROZ/IPD Vastgoedindex. De ROZ/IPD Vastgoedindex wordt samengesteld door de Raad voor Onroerende Zaken in Nederland (ROZ) in samenwerking met Investment Property Databank in Londen (IPD). De databank vertegenwoordigt een marktwaarde van €40,8 miljard in directe vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers. De geschatte dekkingsgraad bedraagt 60% van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland.

ROZ/IPD index

	2004	2005	Q2 2006
Totaal rendement %			
winkels	10,2	11,6	14,6
kantoren	5,4	7,1	8,4
woningen	7,8	10,7	11,5
bedrijfshallen	9,0	8,1	12,2
alle objecten	7,8	9,9	11,6
Direct rendement %			
winkels	7,4	7,2	7,2
kantoren	7,3	7,2	6,8
woningen	4,4	4,4	4,3
bedrijfsruimten	8,2	8,1	8,6
alle objecten	6,1	6,1	5,9
Indirect rendement %			
winkels	2,8	4,4	7,5
kantoren	-1,8	-0,1	1,5
woningen	3,4	6,3	7,2
bedrijfsruimten	0,8	0,1	3,6
alle objecten	1,7	3,8	5,7

Het totaal rendement op jaarbasis op vastgoedbeleggingen in Nederland vertoonde in 2005 en tot en met het tweede kwartaal 2006 over alle sectoren een sterke stijging ten opzichte van 2004. Het totaal rendement per het tweede kwartaal 2006 van de ROZ/IPD Vastgoedindex bedraagt 11,6%. Over 2004 was dit 7,8%. Het totaal rendement bestaat uit een waardegroei (indirect rendement) van 5,7% en een rendement uit exploitatie (direct rendement) van 5,9%. Het totaal rendement op de woningen na het eerste halfjaar 2006 bedroeg 11,5% (2004: 7,8%). Het rendement op woningen wordt grotendeels verklaard door een waardestijging ten gevolge van de grote populariteit van beleggers voor deze vastgoedcategorie. Woningen kennen een relatief hoog uitkeerbaar rendement ondanks het lage verhuurrendement. Dit houdt verband met het jaarlijks te realiseren verkooprendement (het zogenoemde uitpondeffect). Dit effect is het genereren van vermogenswinst door het jaarlijks verkopen van vrijgekomen woningen bij huurbeëindiging. Woningen vrij van huur zijn immers meer waard dan woningen in verhuurde staat. Winkels lieten na het eerste halfjaar van 2006 met 14,6% (2004: 10,2%) het hoogste rendement zien van alle vastgoedcategorieën. Kantoren presteerden het minst met een totaal van 8,4% rendement.

De vraag bij beleggers naar kwalitatief goede vastgoedbeleggingsobjecten is onveranderd groot, zowel van de kant van de institutionele beleggers als van de kant van buitenlandse vastgoedfondsen en particulieren. In 2005 werd in totaal voor €7,3 miljard geïnvesteerd in vastgoed. Recente cijfers laten

verwachten dat het bedrag over heel 2006 nog hoger zal uitvallen. Uit onderzoek blijkt dat particuliere beleggers de verhouding tussen risico en rendement het meest gunstig vinden bij winkels en woningen. Opvallend is echter ook dat particuliere beleggers een relatief groot gedeelte van hun vermogen geïnvesteerd hebben in kantoren, terwijl ze aangegeven hebben dat, in ieder geval op dit moment, de kantorenmarkt de minst gunstige verhouding heeft. De grootste groei aan beleggingen vond plaats in de categorieën winkels en woningen, hetgeen mede te verklaren is door de gunstige verhouding tussen risico en rendement. Particuliere beleggers en vastgoed CV's hebben aan importantie gewonnen.

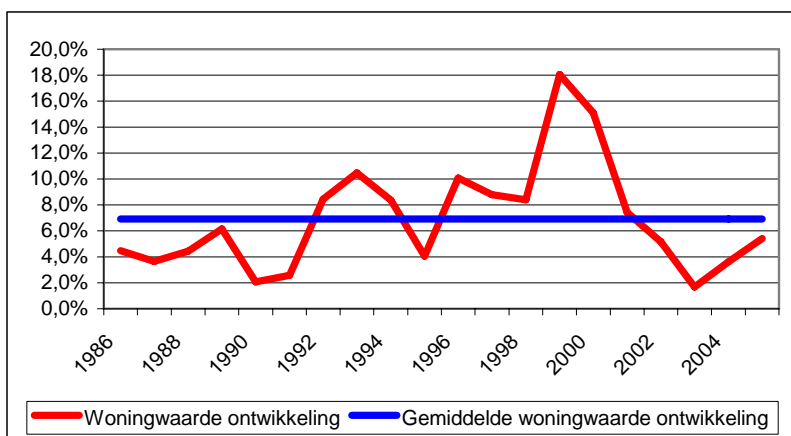
Aantrekkelijkheid naar risico-/rendementverhouding	
1	Winkels
2	Woningen
3	Bedrijfsgebouwen
4	Kantoren

Bron: Troostwijk, het particuliere beleggersonderzoek 2006

Het relatief geringe aanbod van goede beleggingsobjecten ten opzichte van de vraag heeft in 2005 en de eerste helft van 2006 aanleiding gegeven tot verdere waardeinstijging van bestaande vastgoedbeleggingen. Dit betekent een daling van het bruto aanvangsrendement bij aankoop. Het bruto aanvangsrendement (BAR) wordt bepaald door de huuropbrengsten op jaarbasis te delen door de koopsom. Een dalende BAR impliceert stijgende prijzen ofwel waardegroei van de beleggingen (zie de hiervoor vermelde ROZ/IPD index).

Ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt

De woningmarkt is ook in 2005 een stabiel beleggingssegment gebleken. Ondanks de relatief zwakke economie is het aantal verkochte woningen gestegen, evenals de prijzen van woningen. De gemiddelde prijsstijging over 2005 bedraagt 5,4%. Het aantal verkochte woningen steeg met 7,7%. Over het eerste halfjaar 2006 zijn de woningprijzen 4,7% hoger ten opzichte van een jaar eerder. De gemiddelde prijsstijging van woningen over de periode 1986-2005 wordt onderstaand weergegeven (bron: NVM). Over deze periode bedroeg de prijsstijging gemiddeld 6,9% per jaar.



De prijsontwikkeling over het jaar 2005 en eerste halfjaar 2006 op de woningmarkt is derhalve ver boven het inflatieniveau uitgekomen en deze stijging geldt gemiddeld zowel voor dure als voor goedkope woningen. Onderzoeksbureau NYFER verwacht dat de woningprijzen over de periode tot 2010 met 15% zullen stijgen indien het besteedbaar inkomen in diezelfde periode met 1% per jaar stijgt en de rente langzaam oploopt. Bij een stijging van het besteedbaar inkomen met 2% per jaar stijgen de woningprijzen over deze periode zelfs met meer dan 25%.

De woningproductie is al jarenlang een probleem waardoor de woningmarkt wordt gekenmerkt door een structurele mismatch tussen vraag en aanbod, zowel in kwantitatieve als in kwalitatieve zin. Het woningtekort loopt in Nederland in de periode 2005-2010 op van bijna 196.000 tot 207.000 woningen, ofwel ca. 3% van de woningvoorraad. Het Ministerie van VROM heeft als doelstelling dit tekort tot 2010 terug te dringen tot 1,5% - 2% van de woningvoorraad. Via afspraken met 20 regio's moet deze doelstelling gerealiseerd worden door jaarlijks 90.000 woningen te laten bouwen, waarvan de helft huurwoningen. De productie van nieuwe woningen lag in 2005 op 67.000 en er zijn 7.000 woningen bijgekomen door splitsing van woningen of het omzetten van kantoren en winkels in woningen. Daar stond tegenover dat er 19.000 woningen zijn onttrokken aan de voorraad door sloop. Per saldo was er derhalve een toename van de woningvoorraad van 55.000 woningen. Met name starters zijn door deze trend de dupe van de krapte op de woningmarkt. Zij hebben grote moeite met het vinden van betaalbare huisvesting. Dit wordt versterkt doordat de prijs van koopwoningen de afgelopen periode sneller steeg dan de loonontwikkeling. De vraag naar goedkope woningen (tot €200.000,-) blijft dan ook onveranderd hoog.

Het aantal (eenpersoons)huishoudens in Nederland zal volgens het CBS tot 2035 met ca. 1 miljoen toenemen. Het overheidsbeleid is gericht op een aandeel eigen woningbezit van 65% in 2010. In 2002

bestond de Nederlandse woningvoorraad voor 54% uit koopwoningen. Dit aandeel zal in 2010 naar verwachting zijn opgelopen tot ruim 55% en blijft dus ver achter bij de doelstelling.

Een beperking van de aftrek van hypotheekrente kan van invloed zijn op de woningmarkt. De Sociaal Economische Raad (SER, adviesorgaan van het kabinet en parlement) heeft geadviseerd de aftrek van de hypotheekrente in de komende kabinetsperiode ongemoeid te laten. De SER vindt dat dit onderwerp in de context van het gehele woondossier moet worden gezien. Wel stelt de SER het komende kabinet voor een evenwichtig beleid te ontwikkelen om knelpunten aan te pakken als de lange wachttijden voor huurwoningen, het gebrek aan doorstroming en aansluiting op de koopmarkt en betaalbaarheid van koopwoningen voor starters. In de discussie omtrent de hypotheekrenteaftrek wordt over het algemeen ervan uitgegaan dat een beperking van de aftrek een generatiekwestie zal zijn. Dit geldt zeker voor de goedkopere woningen en de lagere inkomens teneinde negatieve koopkrachteffecten te neutraliseren en economische schokeffecten te voorkomen. Mogelijke negatieve effecten op de woningmarkt (in het bijzonder in het goedkopere segment) zullen hierdoor voorkomen kunnen worden. Volgens onderzoek zullen de gevolgen van de beperking van de aftrek van de hypotheekrente zich vooral in het hogere segment kunnen voordoen. De prijzen in het lagere segment zullen hierdoor mogelijk juist kunnen stijgen.

Ook op de huurwoningmarkt bestaat al jaren een tekort aan vooral woningen in het maandhuursegment tot €600. Woningen uit het markthuursegment tot €615,01 per 1 juli 2006 vallen onder de niet-geliberaliseerde huurverhoging. Dat betekent dat de huurverhogingen (bij woningen normaliter per 1 juli van elk jaar) afhankelijk zijn van het woningwaarderingstelsel (ook wel het 'puntensysteem' genoemd) in combinatie met de door de overheid voorgeschreven maximale huurverhoging.

De maximale huurprijsgrens wordt jaarlijks door de overheid aangepast. Bij het bereiken van de maximale huurprijsgrens is uitsluitend een huurverhoging mogelijk conform de door de overheid toegepaste indexering van de maximum huurprijsgrens. Het puntensysteem bepaalt derhalve of de jaarlijkse huurverhoging al dan niet boven de door de overheid toegepaste indexering van de maximum huurprijsgrens uitkomt. Met ingang van 1 juli 2007 mogen de huurprijzen stijgen met maximaal de inflatie van het voorafgaande jaar vermeerderd met een opslag van 2,5% in 2007, 2,5% in 2008 en 3,0% in 2009. Ter illustratie zijn onderstaand enkele historische inflatiepercentages weergegeven.

Inflatie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
CPI alle huishoudens	2,6%	4,5%	3,4%	2,1%	1,2%	1,7%	1,25%

Bron: CBS

* raming CPB

Bij een verwachte inflatie van 1,25% over 2006, zullen de huurprijzen van woningen op 1 juli 2007 in beginsel verhoogd kunnen worden met maximaal 3,75%. Verdere liberalisering van huurverhogingen staat centraal in het overheidsbeleid.

Ontwikkelingen op de Nederlandse winkelmarkt

De economische malaise heeft voor het winkelsegment minder ernstige gevolgen gehad dan voor bijvoorbeeld de kantoormarkt. Het aanbod van beschikbare winkelmeters is niet buitensporig hoog (namelijk slechts 3% van de voorraad) en lag eind 2005 zelfs iets lager dan eind 2004. De winkelmarkt is, ondanks de lage consumentenbestedingen van de afgelopen jaren, minder cyclisch gebleken dan de kantorenmarkt in dezelfde periode van laagconjunctuur.

Het consumentenvertrouwen is een belangrijke pijler van de winkelmarkt in het algemeen. In augustus 2006 stond het consumentenvertrouwen op +4 waardoor er voor de derde achtereenvolgende maand meer optimisten dan pessimisten zijn ten aanzien van de verwachting omtrent de economische ontwikkelingen. Een positief oordeel over het economische klimaat leidt tot een hogere koopbereidheid. Huishoudens hebben in de tweede helft van 2006 totaal bijna 3% meer besteed dan een jaar eerder. Zowel de omzet van voedingsmiddelen (met 2,6%) als de duurzame consumptiegoederen (met 5,8%) hebben een forse stijging laten zien ten opzichte van 2005.

De winkelmarkt in Nederland is volop in beweging. Werd de markt traditioneel overheerst door Nederlandse partijen, zo zorgen buitenlandse retailers thans voor steeds meer concurrentie bij de vraag naar goede winkellocaties (zie bijvoorbeeld Kruidvat/A.S. Watson). Naast belangrijke grootwinkelbedrijven van Nederlandse origine zoals Albert Heijn, Blokker en C&A treden thans steeds meer buitenlandse retailers als H&M en Zara op de voorgrond, evenals het Duitse Media Markt. Een belangrijk kenmerk van de winkelmarkt is het streven van grootwinkelbedrijven naar schaalvergroting en behoud van marktaandeel. Anderzijds is een tendens te zien van verdergaande specialisatie door formules als T-Mobile, Six Shop, Bijou Brigitte etc. die juist zeer kleine maar hoogwaardige vloeroppervlakten binnen het kernwinkelgebied zoeken. De vraag naar winkelruimte blijft voor A- en goede B-locaties in de meeste winkelsteden dan ook goed. De verwachting is dat het hoge innovatieve karakter van retailformules met name de binnenstedelijke winkellocaties als fun-

shopping gebied zal versterken en dat wijk- en stadsdeelcentra goed blijven functioneren voor dagelijkse boodschappen. Daardoor zullen de huurprijzen zich hier stabiel blijven ontwikkelen. Een breed winkelaanbod en de aanwezigheid van voorzieningen en horeca zijn, naast de revitalisering van binnensteden en een verbeterde bereikbaarheid, belangrijke speerpunten voor binnenstedelijke winkelgebieden ten opzichte van grootschalige/perifere winkelontwikkelingen. De grootschalige winkelontwikkelingen hebben met name een belangrijke functie voor doelgerichte aankopen. Door de grote vraag van filiaalbedrijven naar locaties met hoge passantenstromen, kennen de zogenoemde A- (en goede B-) locaties nauwelijks leegstand. Leegstand komt met name voor op locaties buiten de kernwinkelgebieden langs de toegangswegen, met beperkte herkenbaarheid, een gebrek aan parkeerruimte en een slechte bereikbaarheid. Ook verouderde winkelcentra met een beperkte schaal en branchering alsmede verouderde woonboulevards zijn kwetsbaar. De overige winkellocaties blijven zich naar verwachting stabiel ontwikkelen en zullen verder profiteren van de verwachte stijging van consumentenbestedingen. De vergrijzing van de bevolking en de langetermijnprognose van het CPB die uitgaat van stijgende koopkracht, zullen een positieve invloed hebben op de particuliere consumptie. In dit verband zal het belang van een in de directe nabijheid gelegen breed winkelaanbod, een hoog voorzieningenniveau en goede bereikbaarheid de positie van (gerevitaliseerde) buurt- en wijkwinkelcentra verder kunnen versterken.

Ontwikkelingen op de Nederlandse kantorenmarkt

De kantorenmarkt wordt nog steeds gekenmerkt door een grote discrepantie tussen aanbod en opname van kantoorruimte. De leegstand bedroeg per eind 2005 op landelijk niveau ongeveer 14% van de voorraad. Ondanks dit enorme overaanbod van kantoorruimte blijft de vraag naar goed verhuurde kantoorpanden bij (buitenlandse) institutionele beleggers en fondsen groot. De beleggingsmarkt wordt dan ook gekenmerkt door een groot tekort aan goede beleggingsproducten binnen het kantorensegment. Daardoor worden binnen een zeer ruime verhuurmarkt extreme prijzen betaald voor objecten die langjarig zijn verhuurd aan een solvabele huurder. Voor de nabije toekomst moet echter rekening worden gehouden met de combinatie van een stijgende kapitaalmarktrente en een groot aanbod aan kantorenbeleggingen dat door een aantal institutionele beleggers (MPC, Bankhaus Wölbern, Uni-Invest, Rodamco en Corio) op de markt wordt gebracht. In totaal hangt thans ca. €4 miljard commercieel vastgoed boven de markt. Het betreft over het algemeen bestaande bouw en de verwachting van analisten is dat dit, versterkt door een verdere rentestijging, een prijsdrukkend effect zal hebben op de kantoorbeleggingen. De kantorenmarkt (verhuurmarkt) heeft zich verder ontwikkeld tot een vervangingsmarkt, ook wel huurdersmarkt, waarbij sprake is van een snellere economische en (voor de huurder) gevoelsmatige veroudering. Bij expiratie van huurcontracten worden verhuurders geconfronteerd met leegstand, danwel met noodzakelijke herinvesteringen in de panden (renovatie) en

met huurvrije perioden die huurders bedingen bij aanvang of verlenging van het huurcontract. Het totale aanbod (leegstand) in 2006 betreft 85% bestaande bouw en slechts 15% nieuwbouw, hetgeen onderstreept dat met name bestaande bouw kwetsbaarder is. De aantrekkende verhuurmarkt kan niet verhullen dat het vooral een vervangingsvraag betreft en geen uitbreiding van kantoorruimtebehoefte. Lage BAR's en hoge potentiële herinvesteringskosten hollen het uiteindelijke rendement voor de belegger uit.

De kansen van woning- en winkelbeleggingen

In 2005 en in het eerste halfjaar 2006 hebben de prijzen voor woning- en winkelbeleggingsportefeuilles duidelijk onder opwaartse druk gestaan, evenals die van kantorenbeleggingen. Dit blijkt onder andere uit de ROZ/IPD index. Ondanks de lage BAR's wordt het risico-rendement profiel van woningen, met name in het lage segment, en winkels op A- en goede B-locaties door beleggers als zeer gunstig gezien. Het gunstige risico-rendement profiel geldt met name in vergelijking met kantorenbeleggingen die nog steeds lijden onder het enorme overaanbod aan leegstaande kantoorruimte en die met name door de snellere economische veroudering en door de huidige vervangingsmarkt grote risico's voor leegstand en herinvestering kennen voor de belegger. Naast potentiële kosten van herinvestering zullen nieuw aanbod van beleggingsproducten (ca. 4 miljoen m² gebruikte kantoorruimte hangen boven de markt) in combinatie met een stijgende kapitaalmarktrente de uiteindelijke rendementen uit kantoorbeleggingen extra zwaar treffen.

Woningbeleggingen kennen het laagste leegstandrisico van alle vastgoedcategorieën terwijl de waardeontwikkeling van woningen in het lage segment ook in de toekomst een solide basis kent als gevolg van de relatieve schaarste op de woningmarkt. Winkelbeleggingen hebben hun lage cyclische karakter de afgelopen jaren van laagconjunctuur aangetoond en kunnen thans profiteren van de opgaande economie en de stijgende consumentenbestedingen. Huurpotentieel van winkelbeleggingen kan hierdoor makkelijker worden gerealiseerd. Voor woningen gaat de trend naar verdere liberalisering van huurverhogingen boven inflatie. De prijzen van alle categorieën vastgoed zijn de laatste tijd gestegen. Voor woningen en winkels geldt echter in nog sterkere mate dan voorheen dat ten opzichte van kantorenbeleggingen de kansen in de markt zijn toegenomen, terwijl de risico's aanmerkelijk beperkter zijn.