

Kredietcrisis en kansen voor vastgoedbeleggingen (28-1-2009)

Inleiding

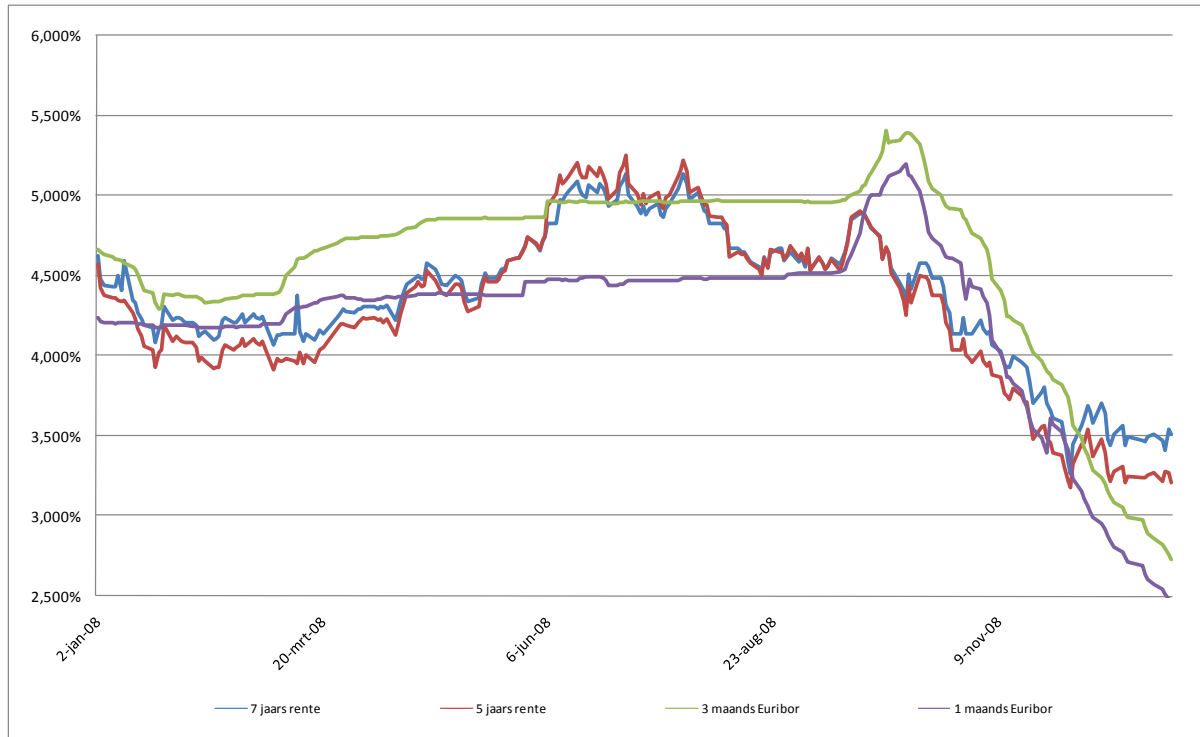
De mondiale kredietcrisis die begon met de zogenoemde sub-prime ("rommel") hypothekencrisis op de Amerikaanse huizenmarkt en de daarmee samenhangende perikelen binnen de bancaire sector zijn inmiddels wereldwijd uitgemond in nationalisaties van banken en andere vormen van overheidsgaranties of interventies van centrale banken. Deze wereldwijde financiële crisis wordt sinds september 2008 vooral gekenmerkt door een gebrek aan vertrouwen tussen banken onderling. Omdat de banken onderling geen geld meer aan elkaar durfden uit te lenen, dreigde de interbancaire geldmarkt stil te vallen. Slechts door het ingrijpen van overheden en centrale banken kon een volledige "stand-still" van het bancaire systeem tot nu toe worden voorkomen. Na de val van Lehman Brothers waren deze interventies in bepaalde gevallen noodzakelijk om andere banken van de ondergang te redden (zoals bij Fortis) en in andere gevallen om het dreigende verdere verlies aan vertrouwen bij spaarders in het bancaire systeem te voorkomen (zoals bij ING Bank). Inmiddels hebben ook SNS Reaal en Aegon steun gekregen in de vorm van een kapitaalinjectie door de overheid. Daarnaast staat de Nederlandse overheid tot € 200 miljard garant voor leningen die banken onderling aan elkaar verstrekken. De meerderheid van de banken zal in de loop van dit jaar een beroep doen op de garantiestelling. De verwachting is echter dat de er een tweede ronde komt van kapitaalverschaffing door overheden aan banken. Recente kapitaalinjecties bij Commerzbank, Hypo Real Estate en Royal Bank of Scotland voeden deze verwachting. Inmiddels heeft ING extra overheidssteun ontvangen in de vorm van een "back-up" garantie voor 80% van een dubieuze hypotheekportefeuille. Hiermee werd een substantiële afboeking door ING voorkomen welke de bank onherroepelijk in een moeilijk controleerbare situatie zou hebben gebracht. Deze vorm van steun is een tussenvorm tussen nationalisatie en de "bad bank" variant die door de Amerikaanse regering wordt aangehangen, waarin de overheid (alle) besmette hypotheekportefeuilles van banken tegen betaling overneemt. Dit overheidsingrijpen wordt als belangrijke voorwaarde gezien voor het herstel van het vertrouwen tussen banken onderling en voor betere kredietverstrekking aan het bedrijfsleven.

Geld- en kapitaalmarktontwikkelingen

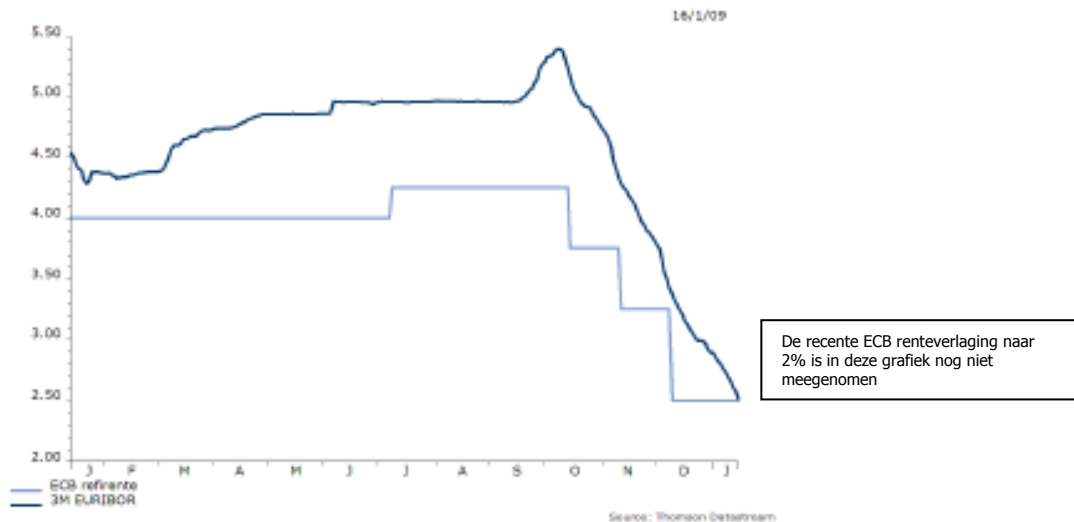
Door een gebrek aan liquiditeit op de geld- en kapitaalmarkt verlopen (her)financieringen van bedrijfsactiviteiten (waaronder die van vastgoedbedrijven) moeizaam omdat banken terughoudend zijn bij het verstrekken van nieuwe financieringen. In 2008 zijn in sommige gevallen banken zelfs voorlopig gestopt nieuwe financieringen te verstrekken. Ook zijn banken slechts bereid financieringen te verstrekken tegen veel hogere rentemarges en berekenen ze liquiditeitsopslagen, die zij in de huidige markt moeten betalen voor het aantrekken van geld, geheel of gedeeltelijk door aan de klanten. Daardoor zijn de kredietopslagen vanaf de tweede helft van 2008 twee tot drie keer zo hoog als begin 2008.

Daarnaast blijkt uit grafiek 1 dat de rentetarieven op de geld- en kapitaalmarkt in 2008 zich zeer volatiel hebben gedragen en valt op dat de korte Euribor (geldmarkt) tarieven per begin oktober 2008 aanmerkelijk uitstegen boven de langere kapitaalmarktrentes (meer dan 1%-punt). Deze inverse rentecurve weerspiegelt het gebrek aan vertrouwen tussen banken onderling en de vlucht van beleggers uit aandelen naar (langlopende) staatsobligaties als veilige haven. Inmiddels is de korte rente weer onder de lange rente gedaald. Dit komt onder meer door de aanzienlijke verlaging van de beleidsrente door de Europese Centrale Bank (ECB) naar 2% (zie grafiek 2) en dalende rentes op schatkistpapieren en staatsobligaties als gevolg van de gestegen vraag bij beleggers.

Grafiek 1



Grafiek 2



Stimulering reële economie

Wereldwijd is het vertrouwen bij consumenten en producenten door bovenstaande ontwikkelingen ingrijpend aangetast. Dit heeft zijn weerslag gehad op de reële economie als gevolg van afnemende consumentenvertrouwen en bestedingen en het uitblijven van nieuwe investeringen door het bedrijfsleven, hetgeen mede is veroorzaakt door de beperking van kredietverstrekking door banken. Zo wordt onder meer de Nederlandse (woning)bouwsector getroffen doordat de verkoop van nieuwe woningen in het vierde kwartaal van 2008 met meer dan 50% is gedaald ten opzichte van een jaar eerder. Een wereldwijde recessie is in snel tempo realiteit geworden en de verwachtingen voor 2009 zijn somberder dan ooit te voren. Volgens de Europese Commissie zou de Nederlandse economie dit jaar met 2% krimpen en in de hele EU bedraagt de achteruitgang 1,8%. De aanhoudende dramatische wereldwijde verliezen op de beurzen weerspiegelen de negatieve stemming bij beleggers. Om de economie weer aan te wakkeren, komen diverse overheden zoals die van Nederland, Duitsland, de

Verenigde Staten en Groot Brittannië met steunmaatregelen. Volgens de Europese Commissie zou de economie in de EU in 2010 als gevolg van alle stimuleringsmaatregelen met 0,5% groei weer licht stijgen. In Nederland zou de groei met 0,2% iets lager uitkomen.

Financiële crisis en vastgoedmarktbeleggingsmarkt

Waarde- en prijsontwikkeling

Deze turbulente tijden in de financiële sector hebben tevens invloed op facetten van de vastgoed(beleggings)markt. Als gevolg van de beperktere kredietverstrekking door banken in de tweede helft van 2008 zijn veel zogenaamde "leveraged-buyers" (kopers die met veel vreemd vermogen financieren) nagenoeg geheel uit beeld verdwenen en zagen "equity-buyers" (kopers die met veel eigen vermogen financieren) kansen om tegen aantrekkelijkere aanvangsrendementen vastgoed te kopen. Desalniettemin is in Europa de omvang van de directe beleggingen in commercieel vastgoed in 2008 55% lager uitgekomen dan over 2007. Een gevolg hiervan is dat per ultimo 2008 over de hele linie een (beperkte) prijs- en waardedaling te constateren is welke volgens berichtgeving door de diverse grote vastgoedadviseurs varieert tussen 5% en 15% ten opzichte van 2007, afhankelijk van de kwaliteit en het segment van het vastgoed. Vooral in het laatste kwartaal van 2008 waren de effecten van de kredietcrisis voelbaar. Kantoren op secundaire locaties kennen de hoogste daling en winkels op toplocaties blijven stabiel. Prijzen van woningen zijn in 2008 met 1,8% gedaald. Met name duurdere woningen zijn als gevolg van het afgenomen consumentenvertrouwen en de moeilijker financieerbaarheid moeilijk te verkopen. In het goedkopere ("starters") segment zijn de prijscorrecties minder voelbaar, hoewel ook dit segment getroffen wordt door de beperking van de kredietverstrekking door banken. De verwachting voor de vastgoedmarkt is dat de prijzen van commercieel vastgoed en van woningen in de loop van 2009 weer zullen stabiliseren. Wel is van belang dat de banken weer meer financiering gaan verstrekken om het transactievolume te verhogen. Ook de sinds november 2008 gedaalde renteniveaus dragen bij aan deze stabilisering van de waarde van commercieel vastgoed.

Vastgoed specifieke kenmerken en risico's

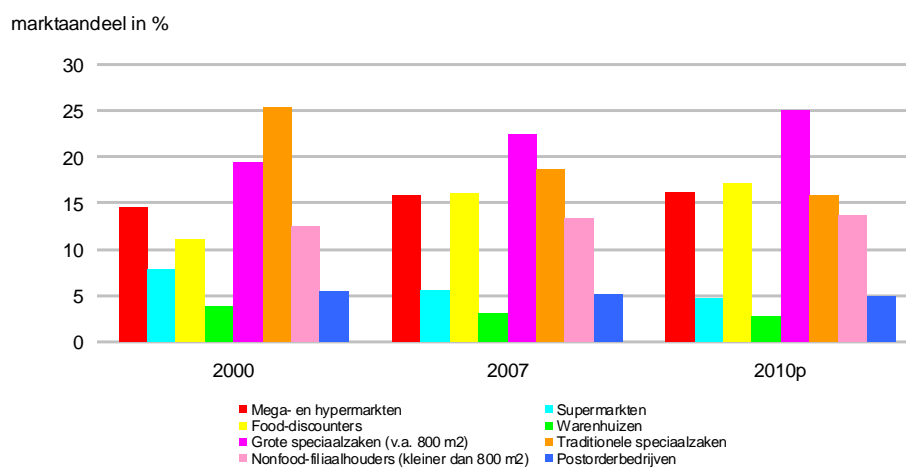
Een belangrijk aspect van de kredietcrisis is dat vastgoed weer gezien wordt als meer dan een financieel product of cash flow model. De specifieke kenmerken van het vastgoed (object, locatie en huurder) zijn weer bepalend voor de waardering van vastgoed. Verder zal het risicoprofiel van vastgoed in de huidige recessie versterkt bepaald worden door de diverse gebruikersmarkten (kantoor, industrieel/logistiek, detailhandel en wonen) die ieder op hun manier reageren op een economische recessie. Bij kantoren en bedrijfsmatig vastgoed, zeker in het secundaire vastgoedsegment, is het leegstandrisico en het risico van huurprijzverlaging het grootst. De opname van kantoorruimte is in 2008 met 40% gedaald ten opzichte van 2007. De kantorenmarkt zal in 2009 gekenschetst kunnen worden als gebruikersmarkt waar huurvrije perioden en andere incentives zullen toenemen. Voor winkels in het A1-segment zijn deze risico's aanmerkelijk lager of zelfs niet aanwezig. Aanloop- en B-locaties zullen meer te lijden hebben onder een economische recessie, het gedaalde consumentenvertrouwen en dalende consumentenbestedingen. De huurprijzen van winkels zijn in 2008 met 1,1% (na inflatie) nog licht gestegen. Ondanks de kredietcrisis blijft er vraag naar winkelruimte op goede locaties, vooral van de grote (internationale) winkelketens. Aanbod van winkelunits op goede locaties blijft beperkt doordat een groot aantal retailprojecten als gevolg van de financiële crisis is stopgezet. In de sector voor dagelijkse boodschappen en primaire voorzieningen (zowel food als non-food), en dan met name het discountsegment, zien winkelketens (zoals Aldi en Lidl) veelal hun omzet in tijden van economische recessie stijgen, zoals recentelijk weer is gebleken uit publicaties in Nederland en Duitsland over de omzetontwikkelingen. Daardoor is leegstandrisico of risico van neerwaartse huurprijsaanpassingen in dit segment, ook in economisch moeilijke tijden zeer gering. In de huurwoningsector is als gevolg van de aanhoudende krapte op de woningmarkt van leegstandrisico in feite geen sprake, met name niet in het lage en middensegment. Dit wordt nog versterkt door de verwachte daling van de woningbouwproductie als gevolg van de financiële crisis en het afgenomen consumentenvertrouwen. Bij beleggingsportefeuilles die gericht zijn op de verkoop van individuele woningen ("uitponden") is de afname van het aantal verkochte woningen wel voelbaar waardoor de (verkoop)rendementen van deze beleggingen onder druk komen te staan. Vrijgekomen

woningen kunnen wel redelijk snel en tegen veelal hogere huurprijzen worden wederverhuurd. De afname van het aantal verkochte woningen zal mogelijk een drukkend effect hebben op de waarde van woningportefeuilles. Voor beleggingen in vastgoed is in de huidige situatie daarom nog meer dan in rustige tijden van belang een weloverwogen selectie te maken binnen de verschillende vastgoedsectoren, vooral tegen de achtergrond van de hiervoor vermelde vastgoed specifieke kenmerken en risico's.

Beleggen in Duits retailvastgoed als veilige haven

Een vastgoedsector die in de huidige tijden een aantrekkelijk rendement-risicoprofiel kent is die van de winkels voor dagelijkse boodschappen en primaire voorzieningen (food en non-food) en dan met name het discountersegment. Zoals recentelijk weer is gebleken zijn juist de discounters zoals Aldi en Lidl en andere retailers in het goedkope segment in staat meer klanten te trekken in tijden van economische recessie. Dit (discount)segment weet zich daardoor als een van de weinige retailsegmenten juist in tijden van recessie goed te handhaven of zelfs te expanderen. Vooral in Duitsland zijn de grootschaliger winkelconcepten van supermarkten, drogisterijen, opticiens, schoenen en kleding de afgelopen decennia sterk gegroeid ten koste van de kleinschaliger traditionele winkelconcepten en supermarkten uit het hoge segment. De trendmatige groei van de discounters blijkt uit onderstaand overzicht.

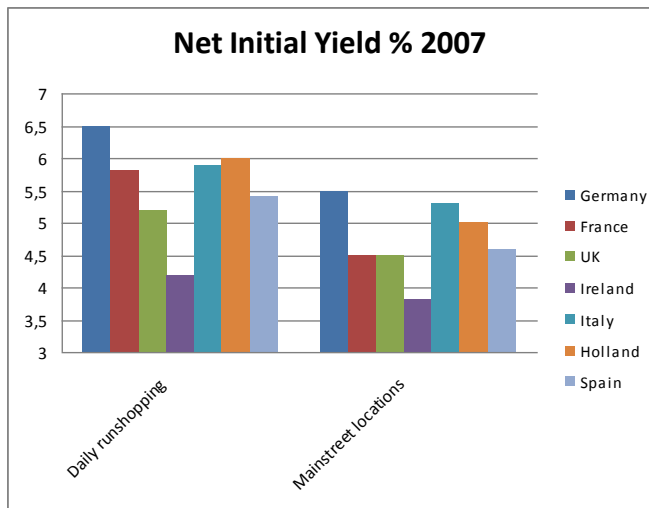
Marktaandeel in de Duitse detailhandel



p = prognose

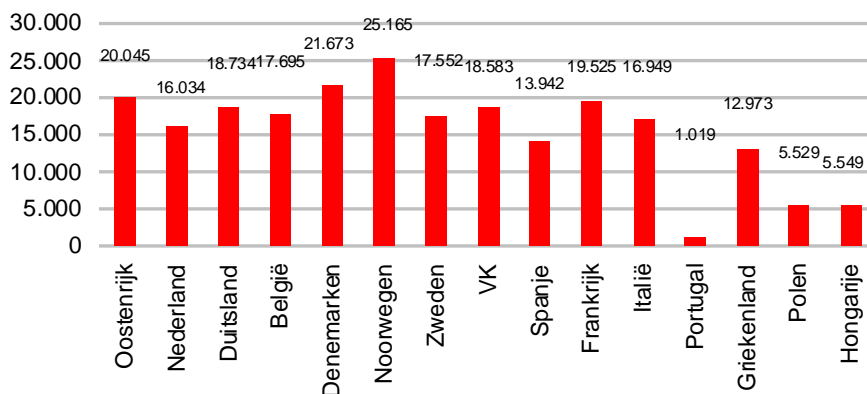
Daarnaast heeft de Duitse vastgoedmarkt de afgelopen jaren een veel geringere waardevermindering laten zien in het winkelvastgoedsegment waardoor de huidige prijsniveaus voor vastgoed aantrekkelijker zijn dan die in Nederland en andere Europese landen. Ook heeft een van de grootste vermogens- en fondsbeheerders in Duitsland, Union Investment, recentelijk haar onderzoek gepubliceerd waaruit blijkt dat Europese vastgoedondernemingen de Duitse vastgoedmarkt als de meest stabiele vastgoedmarkt binnen Europa beschouwen en om die reden overwegen om in 2009 meer te gaan investeren in Duits vastgoed.

Onderstaand overzicht van de netto aanvangsrendementen van winkelvastgoed in de sectoren dagelijkse voorzieningen respectievelijk hoofdwinkelstraten laat dit beeld zien. Neerwaartse prijsaanpassingen vanaf de tweede helft van 2008 in deze Duitse retailsector biedt aantrekkelijke mogelijkheden voor beleggers.



Duitsland is daarnaast nog steeds de grootste economie van Europa met het grootste volume aan winkelverkoop en een hoge koopkracht per hoofd van de bevolking.

Koopkracht per hoofd van de bevolking in Europa voor 2008 (euro/jaar)



Traditioneel kent Duitsland veel grote retailers/discounters zoals Aldi, Penny, Plus, Lidl, Edeka, Rossmann (Kruidvat), Schlecker etc. die een agressieve groei-strategie hebben in Duitsland en daarom voortdurend op zoek zijn naar nieuwe vestigingen. Deze winkelconcepten betreffen veelal nieuw gebouwde winkelobjecten op goede binnenstedelijke locaties of locaties in de directe nabijheid van een groot verzorgingsgebied met zeer langlopende huurcontracten (vaak zelfs 15 jaar) met de grootste Duitse retail(discount)ketens. In Duitsland wordt bovendien een zeer restrictief overheidsbeleid gevoerd voor de vestiging van grootschalige winkelcentra buiten de centrale verzorgingsgebieden, waardoor goede locaties schaars zijn. Door de combinatie van veelal nieuw vastgoed, sterke huurders, lange huurcontracten, aantrekkelijke aanvangsrendementen en goede locaties, kan de Duitse vastgoedmarkt voor dit retailsegment bij uitstek gezien worden als een crisisbestendige vastgoedsector en derhalve als een veilige haven.

Eindhoven, 28 januari 2009