

DE VASTGOEDBELEGGINGSMARKT IN 2006: KANSEN EN BEDREIGINGEN?

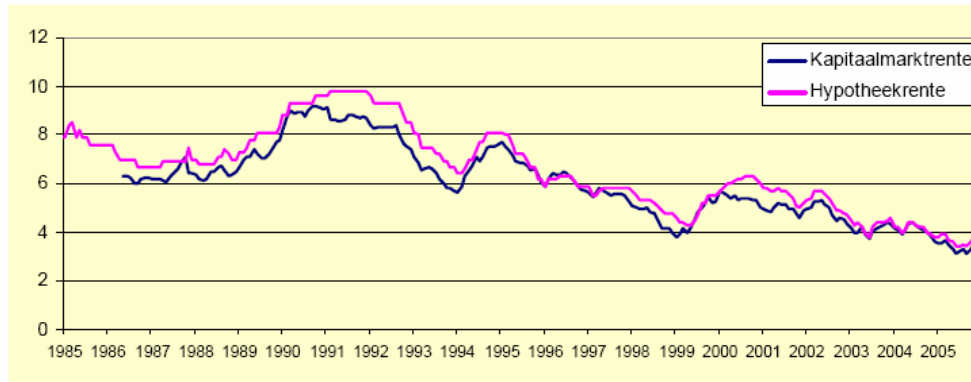
Maart 2006 – door mr. Manfred Kühl (directeur)

Vastgoed als aparte beleggingscategorie binnen de asset allocatie van institutionele en particuliere beleggers speelt de afgelopen jaren een steeds prominentere rol. De achterliggende reden hiervoor is de gunstige bijdrage aan het risicorendement profiel voor de beleggingsportefeuille, mede door het inflatieneutrale karakter van vastgoedbeleggingen. Daarnaast speelt de lage kapitaalmarktrente een belangrijke rol, waardoor vastgoed een aantrekkelijke risico-opslag kent ten opzichte van risicoloze staatsobligaties. Vooral particuliere beleggers en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hadden een groot aandeel in de totale omvang van beleggingstransacties in 2004 en 2005. De omvang van de beleggingen in Europese niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is vorig jaar met circa €25 miljard gestegen tot een recordhoogte van €225 miljard. Het volume aan directe beleggingstransacties in 2005 in Nederlands vastgoed bedroeg 7,3 miljard en was niet eerder zo hoog. Welke kant gaat de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt op in 2006, is het aantrekkelijk om in beursgenoteerd vastgoed te gaan beleggen of juist in niet-beursgenoteerd vastgoed en welke vastgoedcategorieën bieden een gunstig risicorendement profiel. In dit artikel zal op deze kwesties worden ingegaan.

Macro-economische kernindicatoren

De economische groei in 2005 bedroeg 0,9% en voor 2006 heeft het CPB recentelijk haar groeiraming van 2,5% bijgesteld naar 2,75%. De consumentenbestedingen groeiden in de tweede helft 2005 met 1,2%, de hoogste stijging sinds oktober 2002. De detailhandelomzet steeg in dezelfde periode ook weer voor het eerst sinds oktober 2002. De non-food sector (duurzame consumptiegoederen en kleding) steeg met 4% het sterkst, maar ook de food sector steeg met 2,4% sterk, ondanks de prijzenoorlog in de supermarktbranche. Het consumentenvertrouwen bereikte in januari 2006 het hoogste niveau sinds april 2002. De inflatie lag in 2005 op 1,7% terwijl de (10-jaars) kapitaalmarktrente met de daaraan gekoppelde hypotheekrente eind 2005 met 3,5% een historisch laag niveau bereikte.

Ontwikkeling hypotheek- en kapitaalmarktrente



(bron: Hypotheekshop, DNB)

Over het algemeen is de verwachting dat in 2006 de kapitaalmarktrente in beperkte mate zal stijgen doordat met name in de Verenigde Staten de afkoeling van de huizenmarkt aanleiding kan geven tot een groeivertraging. Als gevolg van de lagere consumentenbestedingen in de Verenigde Staten zou de Fed in de tweede helft van 2006 zelfs over kunnen gaan tot een renteverlaging. Zowel de groeivertraging in de Verenigde Staten als een uit de renteverlaging voortvloeiende stijging van de Euro ten opzichte van de Dollar zou een negatief effect kunnen hebben op de economische groei in de Eurozone. Analisten verwachten dan ook dat de kapitaalmarktrente eind 2006 zal schommelen rond de 3,5 tot 3,7%.

Rendement op Nederlandse vastgoedbeleggingen in 2005

De effecten van macro-economische ontwikkelingen in 2005 op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt kunnen aan de hand van de ROZ/IPD Vastgoedindex worden weergegeven.

ROZ/IPD index

	2004	2005
Totaal rendement %		
winkels	10,2	11,6
kantoren	5,4	7,1
woningen	7,8	10,7
bedrijfshallen	9,0	8,1
alle objecten	7,8	9,9

Het rendement op directe vastgoedbeleggingen in Nederland vertoonde in 2005 een aanmerkelijke stijging ten opzichte van 2004. Het totaal rendement van de ROZ/IPD Vastgoedindex bedroeg 9,9% in 2005 (2004: 7,8%). Het totaal rendement op de woningen in 2005 bedroeg 10,7% (2004: 7,8%). Winkels lieten weer een stabiel rendement van 11,6% zien. Kantoren presteerden het minst met een totaal rendement van 7,1%. Woningen kenden de hoogste waardegroei en markthuur groei van alle categorieën.

De vraag bij beleggers naar kwalitatief goede vastgoedbeleggingsobjecten was in 2005 groot. Zowel van de kant van de institutionele beleggers als van de kant van (buitenlandse) vastgoedfondsen en particulieren. Het relatief geringe aanbod van goede beleggingsobjecten ten opzichte van de vraag heeft in 2005 aanleiding gegeven tot verdere waardevermindering van bestaande vastgoedbeleggingen. Dit betekent een daling van het bruto aanvangsrendement (BAR) bij aankoop, ofwel een stijging van de prijzen.

De kantorenmarkt

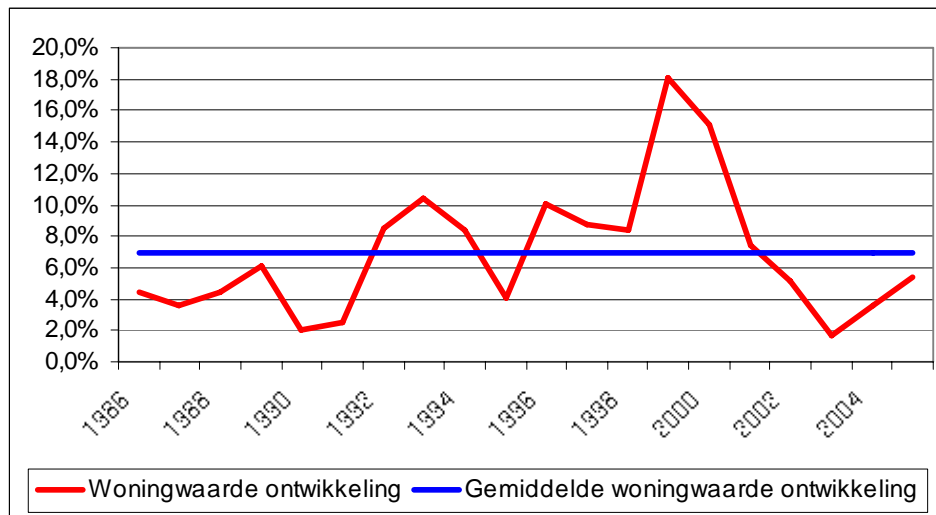
De kantorenmarkt in 2005 werd gekenmerkt door een grote discrepantie tussen aanbod (ca. 6,3 miljoen m²) en opname (ca. 1,6 miljoen m²) van kantoorruimte. De leegstand bedroeg per eind 2005 op landelijk niveau ongeveer 14% van de voorraad. Hiervan wordt tussen de 0,5 en 1,5 miljoen m² als kansloos beschouwd. Dat de leegstand tot op heden niet tot het inzakken van de kantorenmarkt heeft geleid, heeft enerzijds te maken met de lage kapitaalmarktrente en anderzijds met de grote behoefte aan hoogwaardige kantoorruimte op primaire locaties. Deze ogenschijnlijke paradox laat een beeld zien van weer stijgende huurwaarden op A-locaties en dalende BAR's als gevolg van schaarste aan hoogwaardige beleggingsobjecten. De kantorenmarkt heeft zich ontwikkeld tot een vervangingsmarkt, ook wel huurdersmarkt, waarbij sprake is van een snellere economische en (voor de huurder) gevoelsmatige veroudering. Een belangrijk aandachtspunt vanuit beleggingsoptiek is de trendmatig dalende kantoorbanengroei binnen de hoogconjunctuurcyclus. In de periode 1996-2000 bedroeg de gemiddelde kantoorbanengroei 210.000 per jaar. Gedurende de economische laagconjunctuur in de periode 2001-2005 daalde de gemiddelde kantoorbanengroei tot 15.000 per jaar en over de komende periode van hoogconjunctuur 2006-2010 wordt een gemiddelde kantoorbanengroei van 150.000 per jaar verwacht, duidelijk lager dan in de periode 1996-2000. Volgens berekeningen zal de totale beroepsbevolking van Nederland in 2050 met 14% zijn gedaald. De combinatie van dalende BAR's en kortere economische levensduur onderstreept het hogere risicoprofiel van deze vastgoedbeleggingscategorie.

De winkelmarkt

Nederland zit binnen Europese context, samen met het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Oostenrijk, België en Denemarken, met ca. 1,5 m² winkelruimte per inwoner circa 10-15% boven het gemiddelde van de oude EU landen van vóór 2004. De totale winkelvoorraad bedraagt in Nederland thans circa 25 miljoen m² winkelvloeroppervlakte. Traditioneel werd de winkelmarkt in Nederland gekenmerkt door de fijnmazige winkelstructuur van stad(deel)centra, wijkwinkelcentra en buurtcentra. De vraag vanuit de retailsector naar A-locaties hield in 2005 aan, terwijl de mindere B- en C-locaties met toenemende leegstand te maken kregen. In totaal bedroeg de leegstand in 2005 ca. 3,2% van de winkelvoorraad. Kenmerkend voor winkelbeleggingen is dat de winkelmarkt minder cyclisch is dan de kantorenmarkt en daardoor stabiel. Het aanbod van (binnen)stedelijke winkelruimte is immers planologisch begrensd, waardoor een gedeelte van ca. 1,8 miljoen m² binnenstedelijke planvoorraad de mindere B- en C-locaties zal moeten absorberen. Daarnaast zullen steeds meer B- en C-locaties worden omgevormd tot woningbouw en dienstverlening. Voor wat betreft A-locaties is een tendens te zien waarbij vooral buitenlandse retailers strategische posities innemen, waarbij enerzijds sprake is van schaalvergroting (zoals H&M, AS Watson en Mediamarkt) en anderzijds van specialisatie (zoals T-Mobile, Six Shop en Bijou Brigitte). De toename van het aantal retail warehouses (ook wel pdv/gdv) als gevolg van het nieuwe overheidsbeleid, zal vooral ten koste gaan van de mindere B- en C-locaties. Door het lage leegstandrisico op A-locaties is te zien dat beleggers in 2005 bereid waren zeer lage BAR's te accepteren (zie de Vendex/KBB portefeuille en winkelcentrum De Barones in Breda). Dit is uiteraard goed voor beleggers met winkelbeleggingen in hun portefeuille, voor nieuwe beleggingsbeslissingen is de vraag hoe de BAR's zich in de toekomst zullen gaan ontwikkelen.

De 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 bedroeg zelfs 5,4%. Het aantal verkochte woningen steeg met 8%. Voor 2006 verwacht de NVM een prijsstijging van 6%. De prijsstijging van woningen over de periode 1986-2005 bedroeg gemiddeld 6,9%.



(bron: NVM)

Over het algemeen wordt verwacht dat de huizenprijzen een robuuste groei zullen blijven noteren. Immers, de woningmarkt wordt gekenmerkt door een structurele mismatch tussen vraag en aanbod, zowel in kwantitatieve als in kwalitatieve zin. Deze wordt veroorzaakt door de structureel te lage nieuwbouwproductie waardoor ook de doorstroming naar duurdere woningen niet op gang komt. Daarnaast leggen de grondprijzen en de productiekosten van nieuwbouwwoningen een bepaalde bodem in de markt. Het woningtekort loopt in Nederland in de periode 2005-2010 op tot 207.000 woningen, ofwel circa 3% van de woningvoorraad. Het aantal (eenpersoons)huishoudens in Nederland zal tot 2035 zelfs nog met ca. 1 miljoen toenemen. Het tekort aan beschikbare woningen doet zich vooral voelen in het lage segment (startersegment), zowel in de huur- als in de koopsector (tot €200.000). Structurele leegstand komt in het lage segment daardoor niet of nauwelijks voor. Voor de niet-geliberaliseerde huurwoningmarkt (het lage huursegment tot €604 per maand) wordt de jaarlijkse maximale huurprijsverhoging bepaald door het Ministerie van VROM. De huurprijzen mogen stijgen met maximaal een opslag boven de inflatie. Deze opslag stijgt geleidelijk van 1,5% in 2006 tot 3,0% in 2009 boven inflatie.

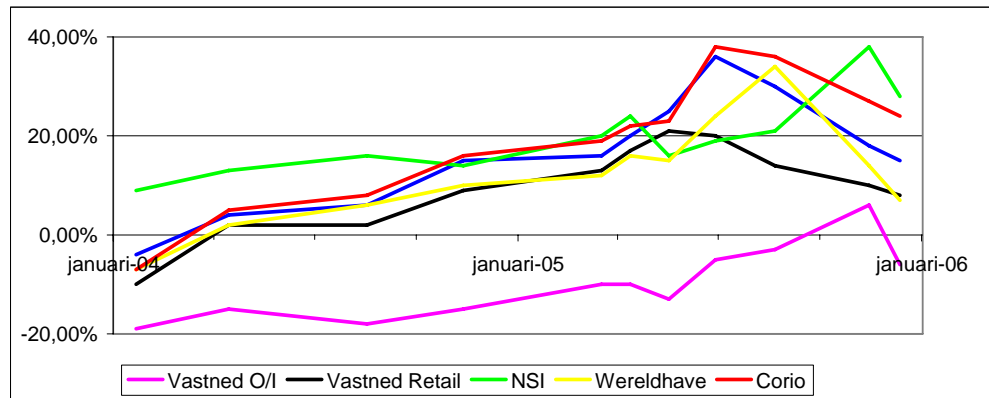
De discussie over een verdere beperking van de aftrek van hypotheekrente wordt steeds nadrukkelijker aangezwengeld vanuit de politiek en de wetenschap. Over het algemeen wordt ervan uitgegaan dat een beperking van de aftrek een generatiekwestie zal zijn teneinde schokeffecten op de huizenmarkt te voorkomen. Daarbij zullen voor de goedkopere woningen (de lagere inkomens) flankerende (fiscale) maatregelen worden genomen teneinde negatieve koopkrachteffecten te neutraliseren. De gevolgen van de beperking van de aftrek van de hypotheekrente zullen zich volgens de ROZ vooral in het hogere segment kunnen voordoen. De

prijzen in het lagere segment zullen hierdoor mogelijk juist kunnen stijgen. De hypotheekrenteaftrek discussie biedt zo gezien vooral in het lage woningsegment juist kansen vanuit beleggingsoptiek.

In 2005 hebben de prijzen voor woningbeleggingsportefeuilles duidelijk onder opwaartse druk gestaan. Ondanks de lage BAR's wordt het risicorendement profiel van woningen door beleggers, als gevolg van bovenstaande structurele marktomstandigheden, als zeer gunstig gezien.

Beursgenoteerd vs niet-beursgenoteerd vastgoed

Bij de keuze te beleggen in Nederlands vastgoed via beursgenoteerde danwel via niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen speelt de prijsvorming van de beursgenoteerde aandelen een belangrijke rol. De aandelen van beursgenoteerde vastgoedfondsen noteren over het algemeen niet precies op de intrinsieke waarde van het onderliggende vastgoed maar daarboven (agio) of daaronder (disagio). In 2005 hebben de Nederlandse beursgenoteerde aandelen een goed rendement laten zien van +17% (GPR 250 Europe index). Deze kan mede verklaard worden doordat de aandelenprijzen vanaf begin 2005, in navolging van 2004, verder zijn gestegen waardoor het begin 2004 bestaande disagio van gemiddeld -6,3% medio 2005 was omgeslagen in een agio van gemiddeld +22%. Per begin 2006 bedroeg het agio nog maar +12,7%.



Dit geeft de volatiliteit weer van beursgenoteerd vastgoed ten opzichte van niet-beursgenoteerd. De verwachting van analisten is dat het rendement van Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen over 2006 gemiddeld zal neerkomen op slechts +2% doordat de aandelen in 2006 verder met gemiddeld 7% zullen dalen.

Mede in verband met deze ontwikkelingen is de verwachting dat veel institutionele en particuliere beleggers in 2006 meer zullen beleggen via niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Een duidelijke toestroom naar deze zogenoemde *non-listed real estate vehicles* in Europa was in 2005 reeds duidelijk zichtbaar. Deze ontwikkelingen hebben mede bijgedragen aan de groei van zogenoemde vastgoed CV's in Nederland.

Conclusies en aanbevelingen

Vastgoed zal ook in 2006 een prominente rol spelen binnen bij het samenstellen van een optimale asset allocatie van beleggingsportefeuilles van particuliere en institutionele beleggers. Binnen de Nederlandse vastgoedmarkt kennen woning- en winkelbeleggingen de meest gunstige risicorendement verhouding, zeker indien binnen deze vastgoedcategorieën het kwalitatief juiste segment kan worden verworven. Woningbeleggingen kennen daarbij het laagste leegstandrisico en bieden de mogelijkheid via uitpondscenario's een aantrekkelijk cash flow rendement te realiseren. Beleggen via niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen heeft daarbij de voorkeur, rekening houdend met de huidige relatief hoge prijsstelling van beursgenoteerde vastgoedaandelen en de verwachte lagere beursnoteringnotering in 2006. Aangezien woning- en winkelbeleggingen in Nederland tegen nog acceptabele prijzen in de huidige marktomstandigheden steeds schaarser worden, zal het voor de particuliere en institutionele beleggers wel moeilijker worden tot dit beleggingsproduct toe te kunnen treden.

Voor meer informatie kunt u contact opnemen met:

Holland Immo Group

Luchthavenweg 55e, Eindhoven

Tel: +31 (0)40 235 26 35

Fax: +31 (0)40 235 26 36

E-mail: info@hollandimmogroup.nl

Web: www.hollandimmogroup.nl