

ING Investment Office

Publicatiedatum: 5 juni

Sectorcommentaar

Vastgoed

Door Jan Kleipool, analist van het ING Investment Office

De vooruitzichten voor beursgenoteerd vastgoed zijn volgens ons voor zowel de korte als de lange termijn minder rooskleurig dan in de afgelopen zes jaar. Met hogere rentes in het vooruitzicht, te hoge waarderingen in de meeste regio's van de wereld en vertraging van de positieve operationele trends ligt het hoogtepunt in de vraag naar wereldwijd beursgenoteerd vastgoed naar verwachting achter ons.

ING belegt voor haar beleggingsstrategieën alleen in beursgenoteerd vastgoed. Dat kan relatief snel worden aangekocht en verkocht. De huurinkomsten worden deels als dividend uitgekeerd, wat vastgoed extra aantrekkelijk maakt in tijden van lage obligatierentes. De huidige waarderingen zijn echter hoog vergeleken met het verleden en de kans op renteverhogingen door centrale banken neemt toe. We zijn daarom, ondanks de goede bedrijfsresultaten van vastgoedondernemingen, minder positief over de vermogensklasse vastgoed voor de tweede helft van 2015.

Al jaren sprake van koersrally beursgenoteerd wereldwijd vastgoed



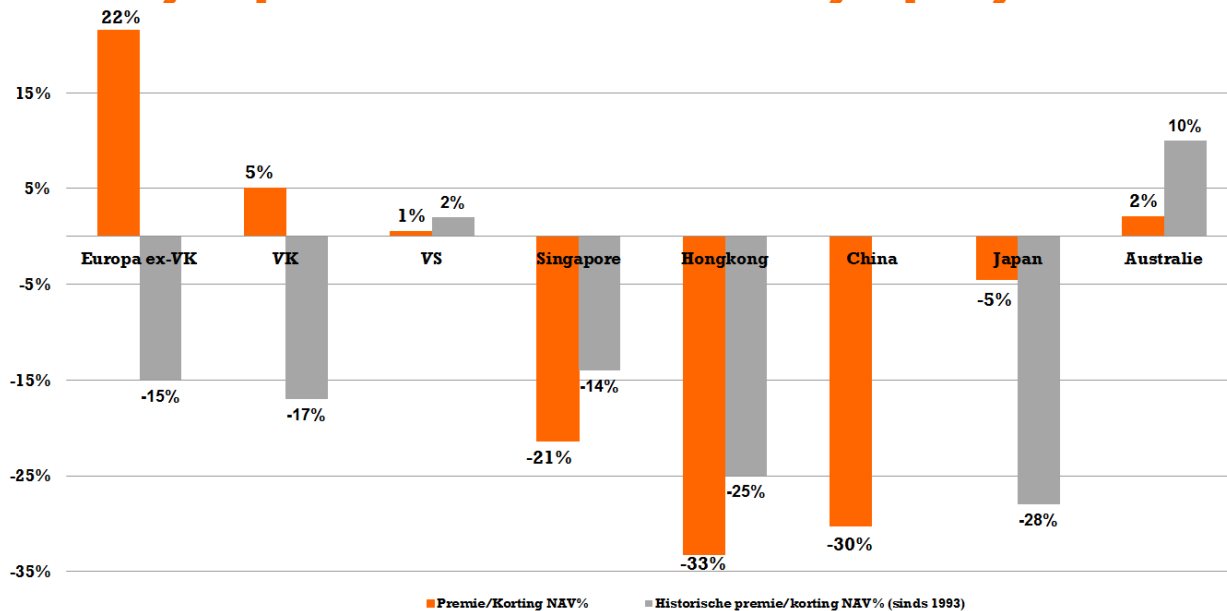
Bron: FTSE EPRA/NAREIT, Bloomberg, ING Investment Office, juni 2015

Rente bepalend voor rendement vastgoed

De koersbewegingen van beursgenoteerd vastgoed worden nog steeds in hoge mate bepaald door renteschommelingen. Met een nieuwe cyclus van renteverhogingen in de VS in het vooruitzicht verwachten we dat

vastgoed in de tweede helft van 2015 meer tegenwind zal ondervinden van de rentes. De waarderingen zijn volgens ons te ver opgelopen door de zoektocht van beleggers naar 'direct rendement' (rente, dividend). In combinatie met de toenemende kans op een nieuwe cyclus van renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank (de 'Fed') zijn we, ondanks de positieve trends in de resultaten van de meeste vastgoedfondsen, minder positief over de vermogensklasse vastgoed voor de rest van 2015. In Hongkong, China en Singapore zijn de waarderingen nog relatief laag, zowel ten opzichte van de eigen historie als ten opzichte van de overige regio's.

Waardering ten opzichte van de intrinsieke waarde* vastgoed per regio



Bron: UBS, ING Investment Office, juni 2015. *Intrinsieke waarde berekend op basis van vastgoedtaxaties.

De waardering van Amerikaans vastgoed op basis van de intrinsieke waarde (net asset value, NAV) is ten opzichte van de historische waardering niet heel hoog. Wanneer we echter kijken naar waarderingsmaatstaven zoals de koers-winstverhouding, de koers-kasstroomverhouding en koers-boekwaardeverhouding dan ligt de waardering meer dan 1 standaarddeviatie (getal dat de spreiding rond gemiddelde aangeeft) boven de gemiddelde historische waardering sinds 1993. Hetzelfde geldt voor Europa en het Verenigd Koninkrijk (VK) maar deze regio's zijn ook op basis van de intrinsieke waarde hoog gewaardeerd. Australië en Japan zijn ook op de meeste waarderingsmaatstaven meer dan één standaarddeviatie hoger gewaardeerd dan het historische gemiddelde. Aan de andere kant zijn vastgoedbedrijven in China, Hongkong en Singapore nog steeds laag gewaardeerd. Op sommige maatstaven zelfs meer dan één standaarddeviatie onder de gemiddelde historische waardering. Op wereldwijde basis noteert vastgoed op de meeste maatstaven meer dan één standaarddeviatie boven het historisch gemiddelde en op basis van de intrinsieke waarde meer dan een halve standaarddeviatie boven het historisch gemiddelde. De waardering van de vermogensklasse ligt daarmee volgens ons aan de bovenkant van de bandbreedte.

Goede bedrijfsresultaten ondersteunen hoge waarderingen...

In de meeste regio's en deelsectoren is er over het algemeen sprake van positieve trends in de resultaten van vastgoedbedrijven. De bezettingsgraad stijgt, de vraag naar vastgoed trekt aan en het aanbod blijft matig. Als gevolg daarvan stijgen de huurinkomsten en de waarde van het vastgoed. Ook vastgoed van mindere kwaliteit profiteert inmiddels van de hoge prijzen van topkwaliteit vastgoed. De risico-acceptatie van vastgoedbeleggers en -investeerdere neemt dus toe wat de hoge waardering van de vastgoedfondsen deels ondersteunt.

... maar renteverhogingen en hoge waarderingsmaatstaven maken ons voorzichtig

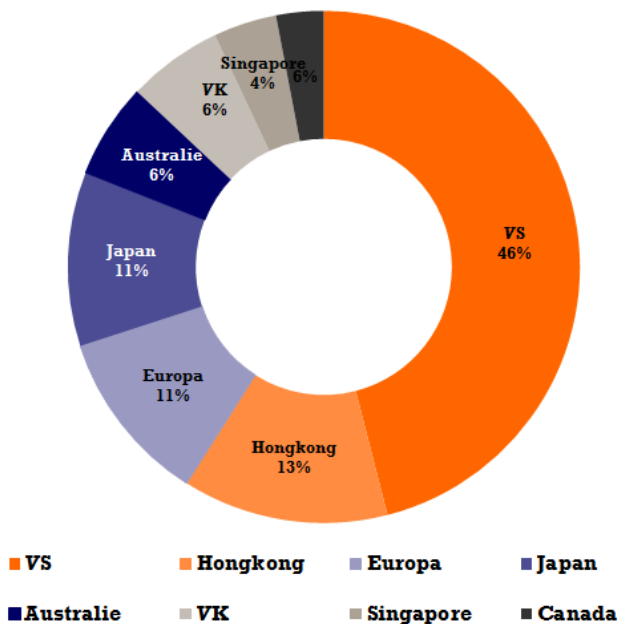
Wereldwijd beursgenoteerd vastgoed bestaat voor bijna de helft uit Amerikaans vastgoed. Hogere rentes in de VS kunnen dus een grote impact hebben op de wereldwijde vermogensklasse vastgoed. De aanstaande renteverhogingen door de Fed zijn volgens ons de eerste in een lange cyclus van beleidsrenteverhogingen en (mede daardoor) stijgende obligatierentes. Aangezien de waardering van vastgoed in de VS, het VK en Europa op basis van diverse maatstaven bovendien aan de hoge kant is ten opzichte van de historische waarderingen, zijn we zowel voor de korte als de langere termijn terughoudender geworden.

Bijlage

Overzicht wereldwijde beursgenoteerde vastgoedsector

Het ING Investment Office (IIO) selecteert voor de beleggingsstrategieën van ING aandelen in beursgenoteerd vastgoed. 'Direct' vastgoed - dus niet-beursgenoteerd - valt niet binnen het bereik ('universum') van de beleggingen waaruit het IIO kiest. Hieronder een korte uitleg over de fundamentele verschillen tussen de directe en de beursgenoteerde vastgoedmarkt.

Regioverdeling beursgenoteerd vastgoed

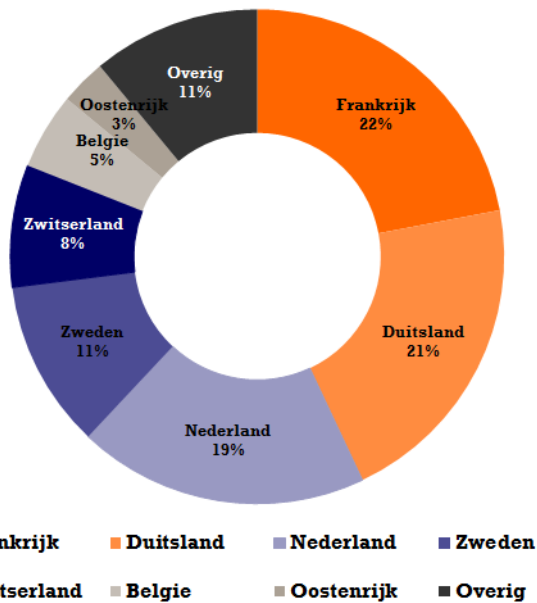


Bron: FTSE/EPRA/NAREIT, UBS, ING Investment Office, juni 2015

De wereldwijde vastgoedmarkt: grote verschillen

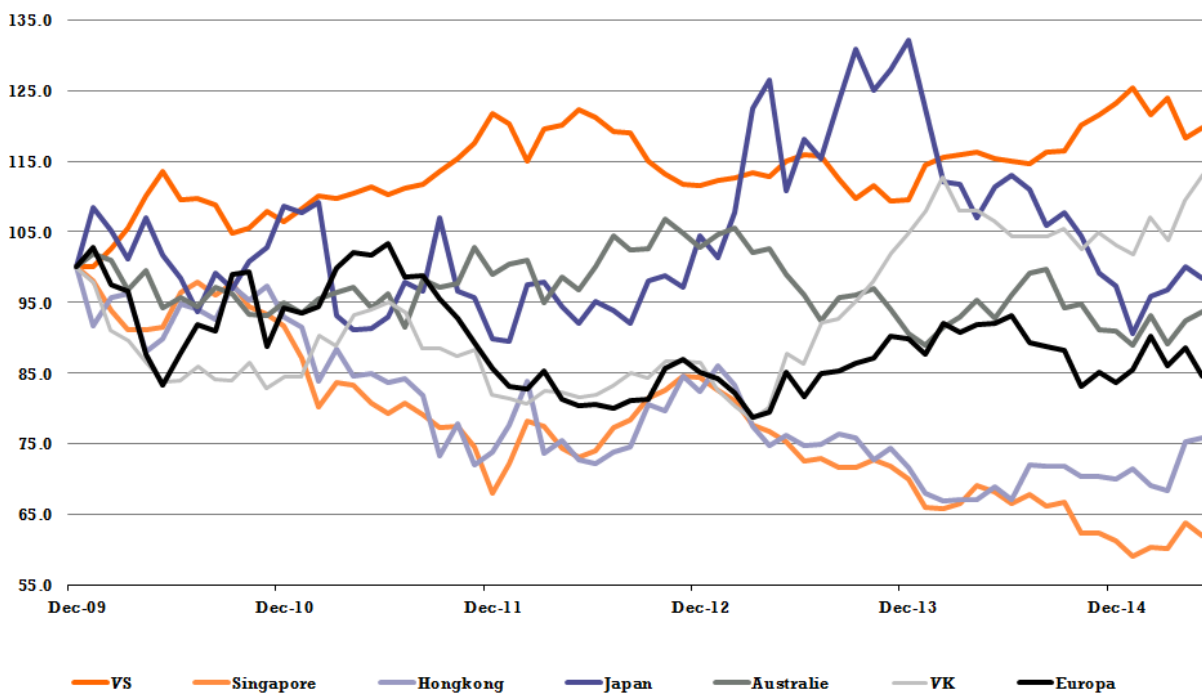
Er wordt vaak gesproken over 'de' vastgoedmarkt. Dit roept een beeld op van vastgoed als een overeenkomstige sector die veelal dezelfde trends laat zien. Er bestaan echter grote verschillen tussen direct en beursgenoteerd vastgoed. Daarbinnen zijn wereldwijd weer grote regionale verschillen te onderscheiden. Ook per regio en land zijn duidelijke verschillen te onderscheiden tussen de diverse sectoren (soorten vastgoed). Als gevolg van de globalisering lopen de trends in de beursgenoteerd-vastgoedsector wel in toenemende mate gelijk. Dit is veelal het gevolg van wederzijdse economische afhankelijkheid en het gemak waarmee kapitaalstromen zich internationaal verplaatsen. De interregionale samenhang (mate van waarin de regionale waardeontwikkelingen gelijklopen) van vastgoed is echter nog steeds lager dan bij aandelen en obligaties. Van volledig samenvallen van deze markten is dus nog geen sprake. Dit is het gevolg van grote afwijkingen op het gebied van economisch beleid, regelgeving, demografische trends enzovoort. Hierdoor kunnen beleggers inspelen op grote rendementsverschillen, zowel regionaal als qua sector.

Regioverdeling Europees beursgenoteerd vastgoed



Bron: FTSE/EPRA/NAREIT, UBS, ING Investment Office, juni 2015

Totaalrendement per regio ten opzichte van de wereldwijde vastgoedindex* (in euro's)

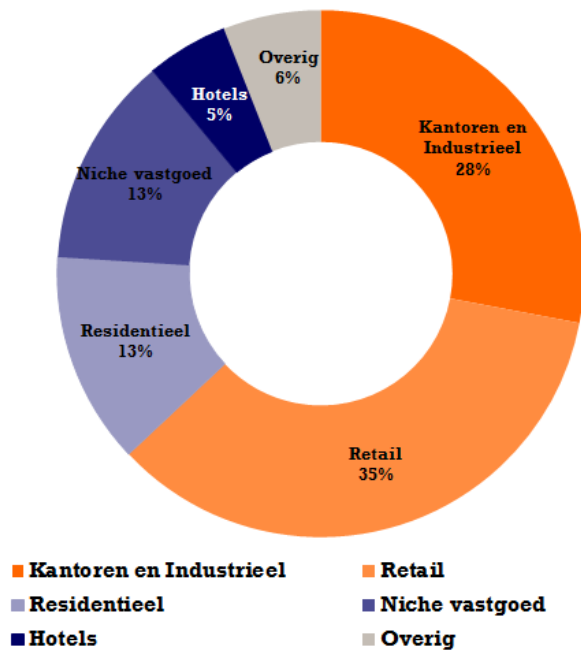


Bron: *FTSE/EPRA/NAREIT, ING Investment Office, juni 2015

Sectoren

De vastgoedmarkt kan worden onderverdeeld in verschillende sectoren die elk hun eigen karakteristieken hebben. De factoren die de waardering beïnvloeden zijn per sector verschillend.

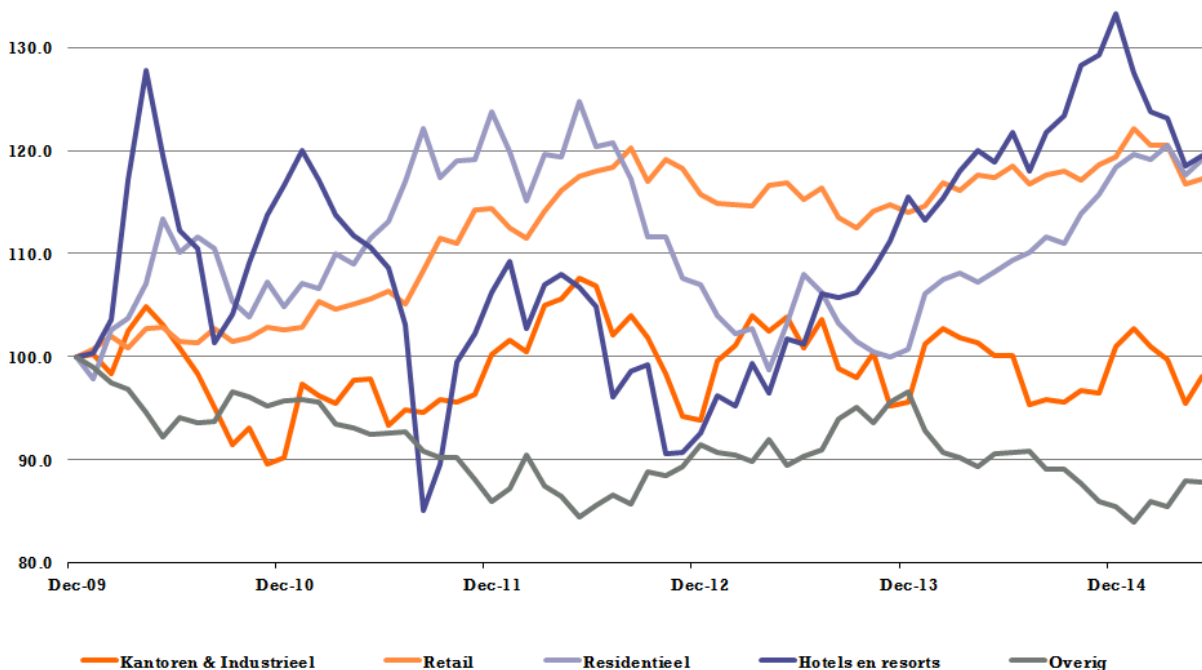
Sectorverdeling vastgoed



Bron: FTSE/EPRA/NAREIT, UBS, ING Investment Office

Vastgoed voor de detailhandel ('retailvastgoed' zoals winkels en winkelcentra) is verreweg de grootste categorie. Daarna volgen kantoren, woningen, industrieel vastgoed, vastgoed voor de gezondheidszorg, voor hotels en voor opslag.

Totaalrendement per sector ten opzichte van de wereldwijde vastgoedindex* (in euro)



Bron: *FTSE/EPRA/NAREIT, ING Investment Office

REIT-structuur

Beursgenoteerde vastgoedbedrijven zijn vaak gestructureerd als 'real estate investment trust', afgekort REIT. REIT's vinden hun oorsprong in de VS door de invoering van de Real Estate Investment Trust Act van 1960. REIT's kregen daardoor fiscale voordelen zodat deze aantrekkelijker werden als belegging. Andere landen volgden het Amerikaanse voorbeeld met gunstige fiscale regels voor REIT's. Inmiddels is wereldwijd ongeveer 70% van de vastgoedmaatschappijen gestructureerd als REIT.

Wat is een REIT?

Dit is een fiscale structuur waardoor vastgoedmaatschappijen profiteren van vrijstelling van vennootschapsbelasting. Deze structuur is ontwikkeld om voor vastgoed een zelfde fiscale behandeling mogelijk te maken als voor beleggingsfondsen die in aandelen van reguliere ondernemingen beleggen. Dit heeft twee van de grote nadelen van vastgoedbeleggingen verholpen, het 'illiquide' karakter (slechte handelbaarheid) van direct vastgoed en de grote investeringen. Hierdoor kunnen ook kleinere beleggers profiteren van de voordelen van beleggen in vastgoed waarbij zij ook hun portefeuille kunnen diversifiëren. De karakteristieken van REIT's zijn niet wereldwijd gestandaardiseerd maar wel zijn gangbare overeenkomsten aan te geven. In de meeste landen moeten REIT's meer dan 90% van de belastbare inkomsten uitkeren als dividend maar ook komen andere percentages voor, zij het meestal in de range van 80-100%. Aan de andere kant zijn er vaak verschillen in het beheer van de REIT's en kunnen er beperkingen gelden ten opzichte van projectontwikkeling en/of hefboomlimieten (verhouding tussen vastgoedwaarde en geleend kapitaal). In 1994 waren er nog maar vier landen met REIT-structuren: de VS, Nederland, Australië en Nieuw-Zeeland. Tegenwoordig zijn dat er al zo'n twintig. REIT's zijn dus bezig met een sterke opmars.

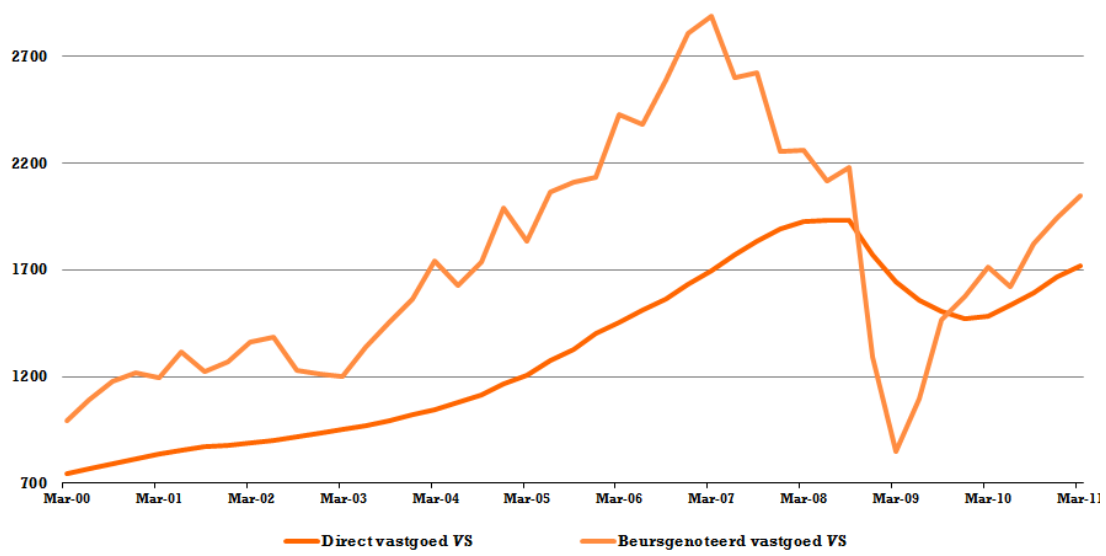
Direct en indirect vastgoed

De vraag of vastgoed als aparte vermogensklasse beschouwd moet worden, of dat het onderdeel is van de vermogensklasse aandelen, kan tot wisselende antwoorden leiden. De voordelen van diversificatie binnen een gespreide beleggingsportefeuille zijn vooral merkbaar bij direct vastgoed, dus als het vastgoed als direct eigendom wordt aangehouden. Omdat deze vastgoedbeleggingen niet beursgenoteerd zijn, is er geen marktprijs die continu onderhevig is aan de verwachtingen van de markt (de beurs). De waarde van de bezittingen kan via taxaties wel worden bijgesteld maar is in de regel minder schommelend (volatiel) dan de fluctuaties als gevolg van beursstemming. Het gevolg is dat de prijs van direct vastgoed in mindere mate samenhangt met de aandelenkoersen dan beursgenoteerd vastgoed. Zelfs als beursgenoteerd vastgoed tegen grote kortingen noteert ten opzichte van de intrinsieke waarde, kunnen de taxaties van de directe bezittingen nog lange tijd op peil blijven. Als de taxaties vervolgens langzaam naar beneden aangepast worden, kan het beursgenoteerde vastgoed al weer fors stijgen door de optimistische visie van beleggers. Zo kan het zijn dat de dramatische verhalen over de Nederlandse kantorenmarkt volledig in de koersen zijn verwerkt en de koersen van beursgenoteerd vastgoed al weer stijgen terwijl tegelijkertijd de waarde van het directe vastgoed daalt door taxatieverlagingen. Door het minder volatiele en 'uitgesmeerde' (gedempte) karakter van direct vastgoed is de samenhang ('correlatie') met reguliere aandelenbeleggingen relatief laag. De correlatie van beursgenoteerd vastgoed ten opzichte van reguliere aandelen is hoger dan bij direct vastgoed waardoor het diversificatievoordeel binnen een portefeuille minder uitgesproken is dan bij beleggingen in direct vastgoed.

Vastgoedaandeel sneller verkocht dan winkelpand

De liquiditeit (handelbaarheid) van beursgenoteerd vastgoed is uiteraard beter dan die van direct vastgoed. Een vastgoedobject verkopen is lastiger dan een aandeel van een beursgenoteerd vastgoedfonds. Hoewel direct vastgoed dus als voordeel heeft dat het minder gecorreleerd is aan reguliere aandelen, is de beperkte liquiditeit een zeer groot nadeel. We beperken ons voor de beleggingsstrategieën van ING daarom tot beursgenoteerd vastgoed. Bijkomend voordeel is dat diversificatie van vastgoedbeleggingen over objecten, sectoren en regio's veel makkelijker te bewerkstelligen is dan via direct vastgoed.

Rendement direct vs. indirect vastgoed



Bron FTSE EPRA/NAREIT, NCREIF, Bloomberg, ING Investment Office, juni 2015