

Gemengde verwachtingen institutionele beleggers over vastgoed

Drs. J.L. Gebraad

De Stichting Leerstoel Marktbeleid en Marktonderzoek aan de Universiteit van Amsterdam heeft in opdracht van Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V. het vastgoedbeleggingsbeleid 2003 van institutionele beleggers onderzocht. Daaruit blijkt dat deze beleggers de komende jaren meer willen beleggen in indirect vastgoed, maar minder in direct vastgoed. De plannen uit genoemd onderzoek worden in dit artikel besproken en aangevuld met de feitelijke ontwikkelingen die zijn ontleend aan CBS-statistieken. Daaruit blijkt dat de aan- en verkopen in vastgoedbeleggingen de afgelopen jaren op een hoog peil liggen.

Gemengde verwachtingen over vastgoed

Institutionele beleggers hebben gemengde verwachtingen over de rol van vastgoed in hun beleggingsportefeuille, zo blijkt uit het Troostwijk-onderzoek van 2003 bij vijftig pensioenfondsen, verzekeraars en vastgoedbeleggingsinstellingen. In tegenstelling tot voorgaande jaren is de groep beleggers die verwacht dat hun direct vastgoed zal afnemen groter dan de groep die een uitbreiding verwacht. Voor indirect vastgoed geldt juist dat de groep beleggers die verwacht meer te gaan beleggen aanzienlijk groter is dan de groep die minder wil gaan beleggen.

Tabel 1
Verwachtingen institutionele beleggers over beleggingen in direct vastgoed

	Minder	Gelijk	Meer
% van aantal beleggers			
2000	23	47	30
2001	17	50	33
2002	25	42	33
2003	36	46	18

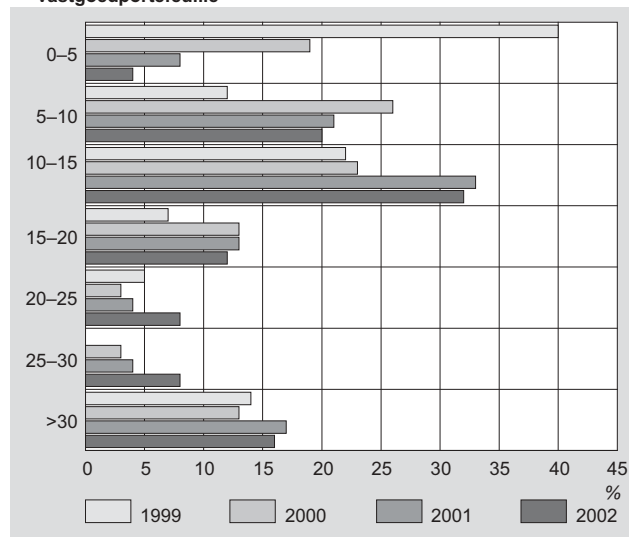
Bron: Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V.

Tabel 2
Verwachtingen institutionele beleggers over beleggingen in indirect vastgoed

	Minder	Gelijk	Meer
% van aantal beleggers			
2000	28	32	40
2001	20	37	43
2002	32	32	36
2003	13	39	48

Bron: Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V.

1. Minder pensioenfondsen en verzekeraars met een kleine directe vastgoedportefeuille



Bron: Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V.

Verzekeraars en pensioenfondsen hanteren volgens het Troostwijk-onderzoek een streefpercentage van 7,2 procent voor het belang van direct vastgoed in de beleggingsportefeuille. Dit streefpercentage kwam vorig jaar met 5 procent aanzienlijk lager uit dan nu. Ook het feitelijke belang per ultimo 2002 zoals dit blijkt uit CBS-statistieken is 1 tot 2 procentpunten lager. Het huidige hoge streefpercentage lijkt niet in overeenstemming met de relatief grote groep beleggers die aangeeft minder te gaan beleggen in direct vastgoed.

De afgelopen jaren heeft zich een opmerkelijke verschuiving voorgedaan in de frequentieverdeling naar grootte. De groep pensioenfondsen en verzekeraars met een vastgoedbelang in hun beleggingsportefeuille tussen de 0 en 5 procent is gedaald van 40 procent in 1999 naar 4 procent in 2002. Deze ontwikkeling spoort ook met de mening van tweederde van de beleggers dat het pas zinvol is een direct vastgoedportefeuille te beheren als deze minimaal 0,5 miljard euro bedraagt.

Uit CBS-gegevens met realisaties blijkt dat in 2002 het belang van de vastgoedbeleggingen in de totale beleggingsportefeuille is gedaald. Deze daling doet zich met name voor in het direct vastgoed, terwijl indirect vastgoed een geringe stijging geeft. De verwachtingen zoals weergegeven in de tabellen 1 en 2 wijzen erop dat de ontwikkelingen in 2002 zich zullen doorzetten in de komende jaren.

Van direct naar indirect

De afgelopen jaren heeft zich binnen de vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers een grote verschuiving voorgedaan van

Tabel 3
Procentuele verdeling van de beleggingen van institutionele beleggers

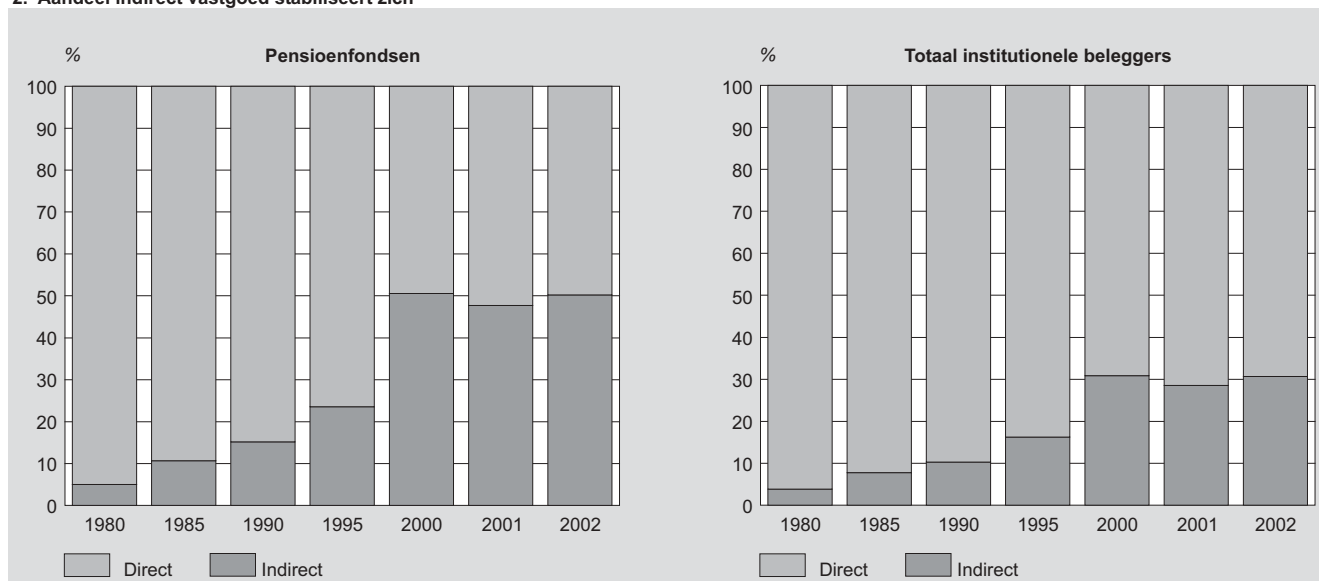
		Direct vastgoed	Indirect vastgoed	Hypo- theken	Aandelen (excl. indirect vastgoed)	Obligaties	Leningen op lange termijn	Overige beleggingen
		%						
Pensioenfondsen	1999	5,3	3,8	3,0	46,1	30,2	10,3	1,3
	2000	5,1	5,2	3,1	43,3	34,2	7,5	1,6
	2001	5,7	5,2	3,2	43,5	34,7	6,3	1,5
	2002	5,3	5,3	3,7	37,5	41,7	4,8	1,8
Verzekeraars	1999	4,4	0,5	10,9	30,9	29,4	18,5	5,5
	2000	5,1	0,8	11,7	29,6	29,4	16,2	7,2
	2001	5,6	0,9	12,2	28,2	31,6	13,7	7,8
	2002	6,0	1,0	15,3	23,8	32,5	12,7	8,7
Niet onder toezicht staande instellingen	1999	0,7	0,5	0,3	30,0	30,4	13,0	25,0
	2000	0,7	0,6	0,3	29,6	31,4	13,7	23,8
	2001	0,7	0,6	0,2	29,4	31,3	16,2	21,6
	2002	0,7	0,6	0,3	26,2	36,5	15,2	20,5
Beleggingsinstellingen	1999	20,8	3,8	0,4	55,0	13,0	1,1	5,9
	2000	28,2	3,3	0,3	51,9	10,7	0,9	4,7
	2001	31,3	2,7	0,4	45,1	13,6	3,6	3,3
	2002	30,0	2,4	0,4	40,3	17,6	6,4	2,9
Totaal	1999	6,6	2,7	5,2	42,0	28,1	12,0	3,3
	2000	7,9	3,5	5,4	39,9	29,7	9,5	3,9
	2001	8,7	3,5	5,7	38,7	31,2	8,4	3,9
	2002	8,1	3,6	7,0	33,4	36,1	7,5	4,3

Tabel 4
Vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers

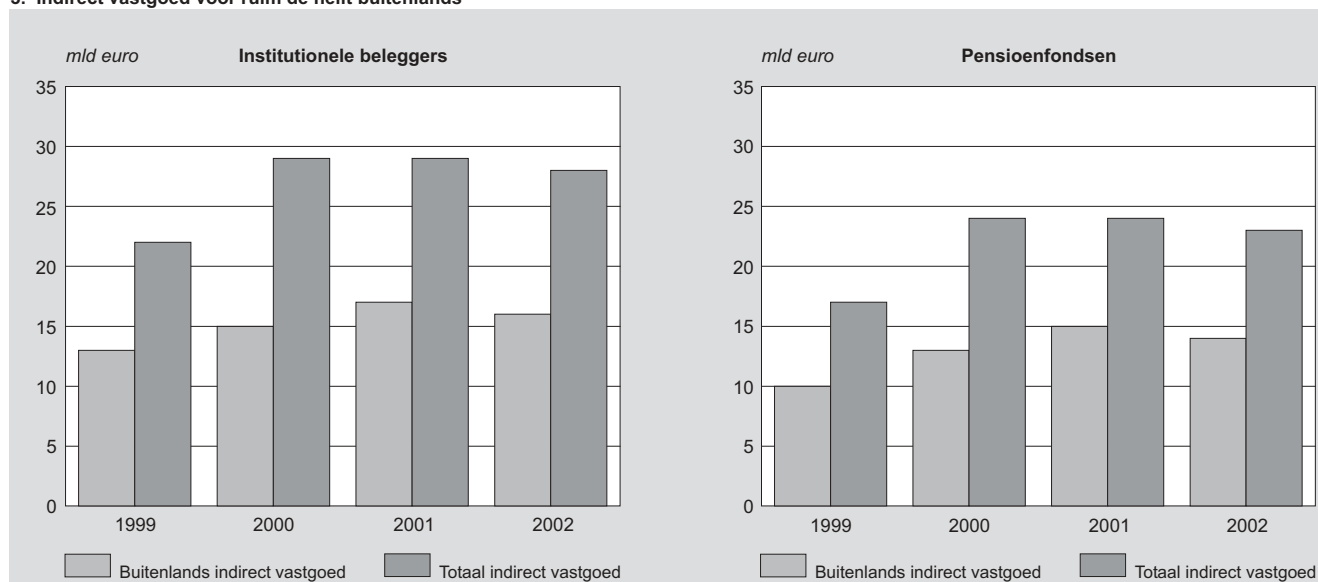
		1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
		mld euro						
Pensioenfondsen	Direct	6,3	10,9	14,2	19,4	23,3	26,0	22,9
	Indirect	0,3	1,3	2,5	6,0	23,8	23,7	23,1
	Totaal	6,7	12,2	16,8	25,4	47,2	49,7	46,0
Verzekeraars	Direct	4,8	5,4	7,3	8,6	13,5	14,8	14,6
	Indirect	0,1	0,2	0,4	0,7	2,1	2,3	2,5
	Totaal	4,8	5,6	7,7	9,3	15,6	17,1	17,1
Niet onder toezicht staande instellingen ¹⁾	Direct	.	.	.	0,3	0,0	0,0	0,0
	Indirect	.	.	.	0,1	0,0	0,0	0,0
	Totaal	.	.	.	0,4	0,1	0,1	0,1
Beleggingsinstellingen	Direct	1,5	2,6	7,0	9,1	28,7	31,1	24,8
	Indirect	0,1	0,1	0,3	0,5	3,4	2,7	2,0
	Totaal	1,6	2,7	7,3	9,5	32,1	33,8	26,8
Totaal	Direct	12,6	18,9	28,5	37,4	65,6	71,9	62,3
	Indirect	0,5	1,6	3,3	7,3	29,4	28,7	27,6
	Totaal	13,1	20,5	31,8	44,7	95,0	100,7	89,9

¹⁾ Tot en met 1990 begrepen in de uitkomsten van de verzekeraars.

2. Aandeel indirect vastgoed stabiliseert zich



3. Indirect vastgoed voor ruim de helft buitenlands



Tabel 5
Verwachtingen institutionele beleggers over typen direct vastgoed

	Onderzoek 2002			Onderzoek 2003		
	minder	gelijk	meer	minder	gelijk	meer
% van aantal beleggers						
Kantoren	35	22	43	48	32	20
Winkels	19	33	48	4	35	61
Woningen	33	24	43	38	10	52
Bedrijfsgebouwen	25	56	19	7	60	33

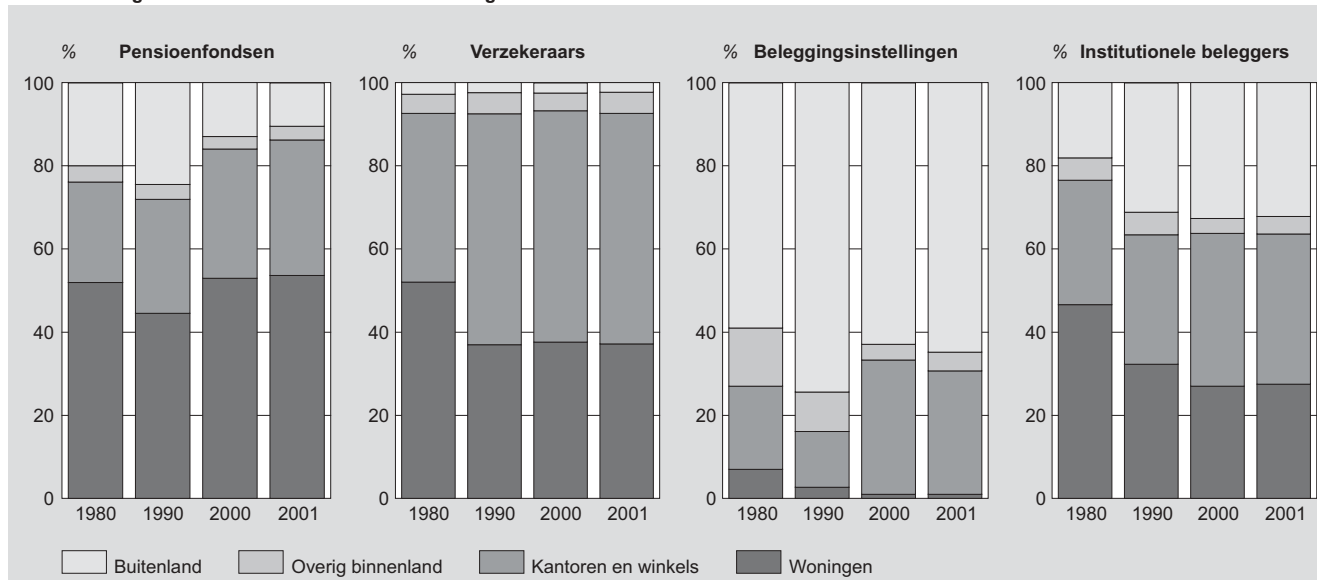
Bron: Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V.

Tabel 6
Samenstelling directe vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers

		1980	1985	1990	1995	2000	2001
		mld euro					
Pensioenfondsen	Woningen	3,3	5,3	6,3	8,1	12,3	13,9
	Kantoren en winkels	1,5	2,8	3,9	6,5	7,2	8,5
	Overig binnenland	0,2	0,4	0,5	0,9	0,7	0,9
	Buitenland	1,3	2,5	3,5	4,0	3,1	2,7
	Totaal	6,3	10,9	14,2	19,4	23,3	26,0
Verzekeraars	Woningen	2,5	2,5	2,7	2,9	5,1	5,5
	Kantoren en winkels	1,9	2,6	4,0	5,0	7,5	8,2
	Overig binnenland	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7
	Buitenland	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
	Totaal	4,8	5,4	7,3	8,6	13,5	14,8
Niet onder toezicht staande instellingen ¹⁾	Woningen	.	.	.	0,2	0,0	0,0
	Kantoren en winkels	.	.	.	0,1	0,0	0,0
	Overig binnenland	.	.	.	0,0	0,0	0,0
	Buitenland	.	.	.	0,0	0,0	0,0
	Totaal	.	.	.	0,3	0,0	0,0
Beleggingsmaatschappijen	Woningen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3
	Kantoren en winkels	0,3	0,6	0,9	4,0	9,3	9,2
	Overig binnenland	0,2	0,2	0,7	0,2	1,1	1,4
	Buitenland	0,9	1,6	5,2	4,7	18,1	20,2
	Totaal	1,5	2,6	7,0	9,1	28,7	31,1
Totaal	Woningen	5,9	7,9	9,2	11,3	17,7	19,8
	Kantoren en winkels	3,8	6,0	8,9	15,5	24,1	26,0
	Overig binnenland	0,7	0,8	1,5	1,6	2,4	3,0
	Buitenland	2,3	4,2	8,9	9,0	21,4	23,2
	Totaal	12,6	18,9	28,5	37,4	65,6	71,9

¹⁾ Tot en met 1990 begrepen in de uitkomsten van de verzekeraars.

4. Direct vastgoed betreft vooral binnenlandse woningen en kantoren/winkels



direct naar indirect vastgoed. In 1980 bestond nog slechts 4 procent van het totale vastgoed uit aandelen in vastgoedbeleggingsinstellingen. Tweeëntwintig jaar later is dit opgelopen tot 31 procent. De laatste twee jaar is de verschuiving overigens marginaal, in 2001 is er zelfs sprake van een kleine daling. De verwachtingen zoals weergegeven in de tabellen 1 en 2 wijzen voor de komende jaren op een verdere toename van indirect vastgoed.

Een belangrijk deel van indirect vastgoed wordt ingenomen door buitenlandse vastgoedbeleggingsinstellingen. In 2002 is dit deel in het totale indirect vastgoed gedaald van 61 naar 57 procent. Overigens hebben ook belangen in Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen een buitenlands karakter. Zo bestaat 55 procent van het totale vastgoed van Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen in 2002 uit buitenlands vastgoed.

Negatief toekomstbeeld voor kantoren

Uit het Troostwijk-onderzoek blijkt dat institutionele beleggers verwachten de komende jaren minder te gaan beleggen in kantoren.

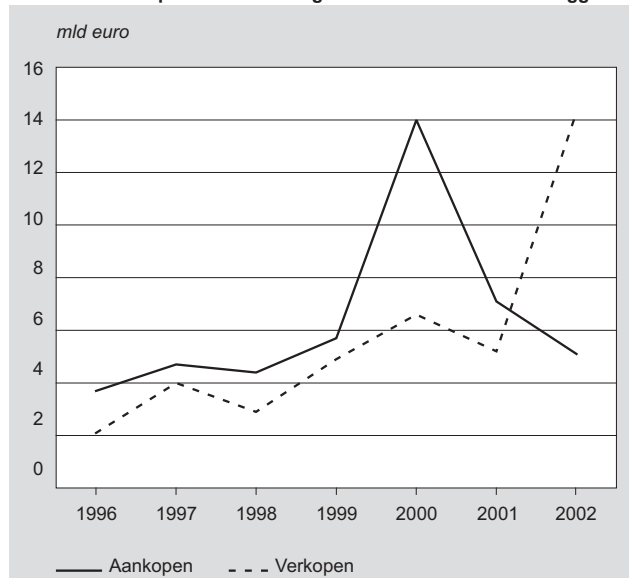
De kantorenmarkt wordt als ongunstig gezien. De belangrijkste argumenten zijn het overaanbod aan kantoorgebouwen en de economische recessie. Een groot deel van de beleggers verwacht een daling van het huurprijsniveau. Een herstel van de kantorenmarkt wordt pas verwacht na 2004. Voor de andere segmenten van direct vastgoed zijn de verwachtingen positief. Vooral winkels scoren hoog in de peiling. Belangrijke argumenten daarvoor zijn de schaarste van het aanbod van winkels op toplocaties en het stabiele rendement dat beleggingen in winkels opleveren. Het positieve beeld van de woningmarkt is vooral gebaseerd op de woningschaarste. Ook de stabiele waardeontwikkeling en de lage hypotheekrente dragen aan het positieve beeld bij. Een deel van de beleggers heeft een negatief beeld van de woningmarkt, vooral vanwege het huurbeleid van de overheid en de economische recessie.

De CBS-gegevens tonen aan dat zich de afgelopen eenentwintig jaar enkele grote verschuivingen hebben voorgedaan binnen de directe vastgoedbeleggingen. Voor het totaal van de institutionele beleggers is sprake van een relatieve daling van woningen ten gunste van buitenlands direct vastgoed en in mindere mate kantoren en winkels. De toename van buitenlands vastgoed is afkom-

Tabel 7
Mutaties in directe vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers

		Pensioen- fondsen	Verzekeraars	Niet onder toezicht staande instellingen	Beleggings- instellingen	Totaal
<i>mld euro</i>						
Stand ultimo 1999		23,5	11,2	0,0	18,0	52,8
mutaties 2000	aankopen	1,5	2,1	0,0	10,4	14,0
	verkopen	3,6	1,2	0,0	1,9	6,6
	overig	2,0	1,3	0,0	2,2	5,5
Stand ultimo 2000		23,3	13,5	0,0	28,7	65,6
mutaties 2001	aankopen	1,5	1,3	0,0	4,2	7,1
	verkopen	2,0	0,9	0,0	2,4	5,2
	overig	3,2	0,8	0,0	0,5	4,5
Stand ultimo 2001		26,0	14,8	0,0	31,1	71,9
mutaties 2002	aankopen	1,4	1,0	0,0	2,7	5,1
	verkopen	4,3	1,2	0,0	8,7	14,3
	overig	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,4
Stand ultimo 2002		22,9	14,6	0,0	24,8	62,3
mutaties 1e kw. 2003	aankopen	0,6	0,1	0,0	0,4	1,1
	verkopen	0,4	1,1	0,0	0,4	1,9
	overig	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0
Stand ultimo 1e kw. 2003		23,4	13,4	0,0	24,6	61,5
mutaties 2e kw. 2003	aankopen	0,1	0,1	0,0	0,5	0,7
	verkopen	0,3	0,7	0,0	2,5	3,5
	overig	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0
Stand ultimo 2e kw. 2003		23,3	12,9	0,0	22,5	58,7

5. Aan- en verkopen in direct vastgoed door institutionele beleggers



stig van beleggingsinstellingen, bij pensioenfondsen loopt het aandeel van het buitenlandse vastgoed juist terug.

Investerings

Institutionele beleggers zijn volgens het Troostwijk-onderzoek van plan de komende drie jaar vastgoed met een waarde van 3,7 miljard euro te verkopen. Voor de verwachte investeringen in vastgoed zijn alleen uitkomsten bekend van beleggingsinstellingen. Met 1,0 miljard euro komen deze nu veel lager uit dan de 4,4 miljard euro van vorig jaar.

De gerealiseerde aan- en verkopen volgens de CBS-gegevens liggen in de afgelopen jaren historisch gezien op een hoog peil. De realisaties zijn ook hoger dan de verwachtingen uit het Troostwijk-onderzoek. In 2002 zijn met name de verkopen met 14,3 miljard euro opvallend. Dit heeft vooral te maken met enkele grote transacties, zoals de overnames van Rodamco North America en Haslemere door buitenlandse marktpartijen.

Favoriete regio's en landen

Institutionele beleggers hebben voor hun binnenlands direct vastgoed een voorkeur voor stedelijke knooppunten, aldus het Troostwijk-onderzoek. Naast Amsterdam, Utrecht, Den Haag en Rotterdam zijn ook het knooppunt Arnhem/Nijmegen en de steden Eindhoven, Breda en Den Bosch favoriet.

In het buitenlandse vastgoed staat de Verenigde Staten ruim bovenaan met 43 procent. Daarna volgen Frankrijk met 14 procent en België met 9 procent. Het Verenigd Koninkrijk is teruggevallen van 14 procent vorig jaar naar 5 procent nu. De voorkeur van pensioenfondsen en verzekeraars voor de komende jaren gaat uit naar Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, maar ook wil men meer gaan beleggen in de Verenigde Staten, Frankrijk, België, Italië en Spanje/Portugal. Vastgoedbeleggingsinstellingen verwachten de komende jaren minder in Duitsland en meer in Frankrijk, Italië, Spanje/Portugal en het Verenigd Koninkrijk te gaan beleggen.

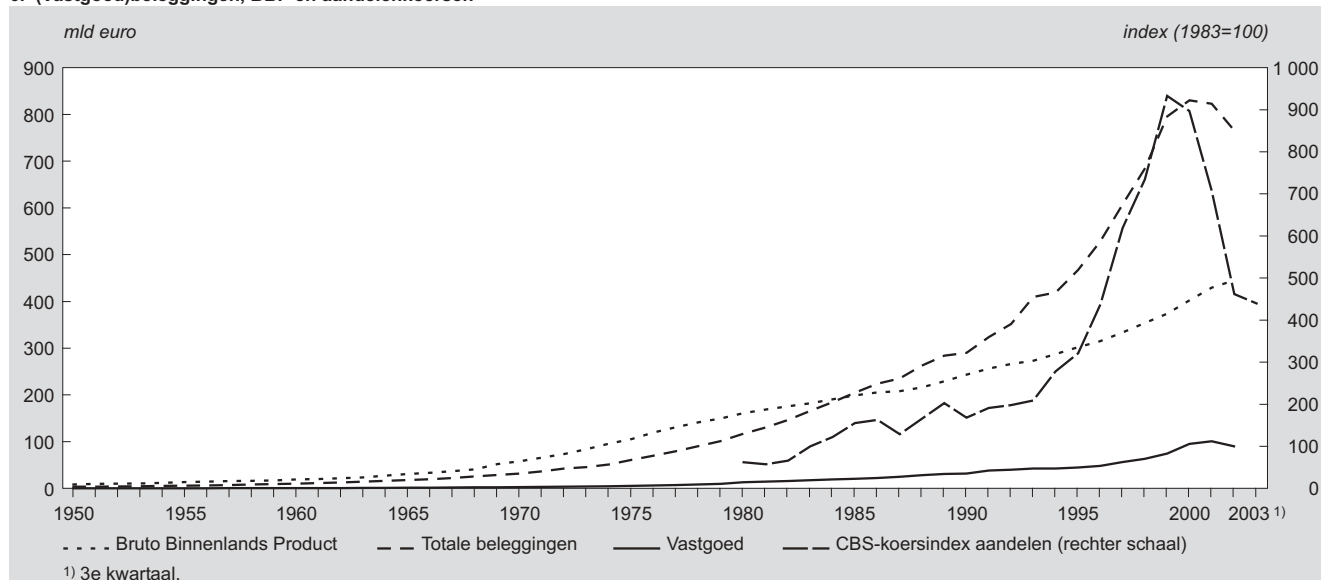
Definities

Tot direct vastgoed wordt het onroerend goed gerekend waarover de instelling zeggenschap heeft. Indirect vastgoed bestaat uit minderheidsaandelen in zowel Nederlandse (zoals Rodamco, Wereldhave, VIB) als buitenlandse vastgoedbeleggingsinstellingen. Een deel van de door beleggingsinstellingen beheerde vermogens is ingebracht door verzekeraars en pensioenfondsen. Eind 2001 bedroeg hun inbreng 24 miljard euro. Hiervan heeft 12 miljard euro betrekking op Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen. Deze 12 miljard euro aan indirect vastgoed kan aanleiding geven tot een dubbeltelling wanneer gekeken wordt naar het totale vastgoedbezit van Nederlandse institutionele beleggers. De dubbeltelling bestaat dan uit de combinatie direct vastgoed van de beleggingsinstellingen en indirect vastgoed van de pensioenfondsen en verzekeraars.

Het Troostwijk-onderzoek

De uitkomsten van het in opdracht van Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V. uitgevoerde onderzoek 2003

6. (Vastgoed)beleggingen, BBP en aandelenkoersen



hebben betrekking op 50 Nederlandse institutionele beleggers. Daarbij is gebruik gemaakt van de in oktober 2002 door Vastgoedmarkt gepubliceerde 'Ranglijst vastgoedbeleggers'. De vastgoedportefeuille van de onderzochte beleggers varieert van 58 miljoen euro tot 26 miljard euro. Het totaal belegd vermogen van deze groep institutionele beleggers bedraagt 711,4 miljard euro per ultimo 2002. Dit komt overeen met 92,9 procent van het totale belegd vermogen van alle, ruim tweeduizend, institutionele beleggers uit CBS-statistieken. De omvang van de vastgoedbeleggingen van de institutionele beleggers in het Troostwijk-onderzoek komt met 108,9 miljard euro overeen met 121,1 procent van de omvang bij de CBS-populatie.

Het is opmerkelijk dat de Troostwijk-uitkomsten voor de vastgoedbeleggingen hoger en voor de totale beleggingen lager uitkomen dan het CBS. Een belangrijke rol hierin spelen populatieverschillen. Zo bevat de Troostwijkpopulatie enkele eenheden die geen deel uitmaken van de CBS-populatie van de institutionele beleg-

gers, omdat deze volgens de statistische richtlijnen deel uitmaken van de niet-financiële sector. De CBS-statistieken bevatten drie groepen die niet in de Troostwijkpopulatie zitten. De eerste groep bevat pensioenfondsen en verzekeraars met een vastgoedportefeuille van minder dan 58 miljoen euro, daarbij dus ook pensioenfondsen en verzekeraars zonder vastgoed. De tweede betreft beleggingsinstellingen die in aandelen, obligaties, liquiditeiten of een combinatie daarvan beleggen. De derde betreft de niet onder toezicht staande instellingen. Deze groep bestaat uit beroepspensioenfondsen, herverzekeraars, VUT-fondsen, enkele risicofondsen en ziektekostenregelingen voor ambtenaren.

Voor meer informatie over dit onderwerp kunt u contact opnemen met de CBS Infoservice, tel. (045) 570 70 70; e-mail: info-service@cbs.nl

Tabel 8
Vergelijking Troostwijk met CBS-statistieken

	Aantal beleggers		Beleggingen in vastgoed		Totale beleggingen	
	CBS	Troostwijk ¹⁾	CBS	Troostwijk ¹⁾	CBS	Troostwijk ¹⁾
	<i>aantal</i>		<i>mld euro</i>			
Pensioenfondsen	929	25	46,0	40,4	434,9	286,0
Verzekeraars	619	9	17,1	37,8	242,4	394,6
Niet onder toezicht staande instellingen	146		0,1		6,1	
Beleggingsinstellingen	316	16	26,8	30,8	82,6	30,8
Totaal	2 010	50	89,9	108,9	766,1	711,4

¹⁾ Bron: Troostwijk Makelaars O.G. B.V. en Troostwijk Taxaties B.V.