

## Vastgoedperspectieven voor 2018



### **Pol R. Tansens, Head of Real Estate Investment Strategy, BNP Paribas Wealth Management**

*Een aanzienlijke daling van de bruto-aanvangsrendementen in de afgelopen vijf jaar, in combinatie met het vooruitzicht van stijgende rentetarieven, leidt tot een waas van onzekerheid op de vastgoedmarkten, zowel commercieel als residentieel. Veel vastgoedmarkten presteerden in 2017 echter opmerkelijk goed. Alhoewel vorig jaar belangrijke factoren, zoals de nominale en de reële rentevoeten, een zekere mate van dubbelzinnigheid in het vastgoeduniversum brachten, kenden zowel commerciële als residentiële markten opnieuw een stabiel (of sterk) jaar. De vastgoedprestaties overtroffen onze verwachtingen voor de meeste vastgoedsectoren.*

### ***Real Estate perspectives for 2018***

*Both institutional and private investors can give priority to diversification, acquiring direct real estate on markets they know well, and operating (other) private and listed real estate vehicles in order to acquire greater exposure to those real estate markets with which they may be less familiar. Indeed, we deliberately embrace investments in REITs (or funds investing in REITs), as they provide access to the more international property markets.*

*It is clear that listed real estate companies invest in real estate, but at the same time they operate in a market parallel to the physical real estate market, in other words the stock exchange.*

*Thus, property stocks can have different risks (volatility) and yield characteristics, especially in times of high inflation. Therefore, investors' attention at present needs to be focused on future dividend yields.*

*We believe that, in the near future, investors will 'demand' a higher real total return (before leverage) to offset increased property risk. Stable or higher cap rates moderate the total return, reducing the increase in value. We assume that the total return (before financing) for most property markets will not exceed 10% this year.*

## 1.1. Determinanten voor vastgoed in 2017

### 1.1.1. Rentevoeten

De rentetarieven bleven de vastgoedmarkten ondersteunen, wat ons zowel verbaasde als angst aanjaagde. Tabel 1 illustreert dat de nominale rente op langlopende overheidsobligaties in de drie maanden tot 28 maart 2018 nauwelijks is gewijzigd. De economisch volgroeide wereld is, met uitzondering van de VS, nog steeds een omgeving van lage rentevoeten. Uiteraard zijn de nominale langetermijnrentevoeten veel hoger in de opkomende markten, zoals Turkije en Brazilië.

In de VS verhoogde het Federal Open Market Committee de *basisherfinancieringsrente* drie keer in 2017, telkens met een kwart van een punt, tot 1,5% op 13 december. Op 28 maart 2018 brachten tienjarige staatsobligaties uit de VS een rendement van 2,84% op.

Niettegenstaande de rente in absolute termen nog redelijk laag was vanuit historisch oogpunt, eindigde ze toch 45 basispunten hoger in vergelijking met eind 2017 (bron: TradingEconomics).

In Europa waren en zijn zowel de korte als de lange rente nog steeds bijzonder laag. Op 14 december 2017 heeft de Raad van bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) besloten de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties, de rentevoet op de marginale kredieten en de deposito's ongewijzigd te handhaven op respectievelijk 0%, 0,25% en -0,40% (bron: ECB).

Alhoewel de rentevoeten op korte termijn meer door de centrale banken dan door de "markten", worden bepaald en gewijzigd, bleef de nominale marktrente op 10 jaar erg bescheiden. Tot op zekere hoogte waren en zijn de kapitaalmarkten verstoord door deze zeer lage intrestlasten, waarbij aanzienlijke geldstromen naar verschillende activaklassen werden gesluisd (zoals vastgoed). Daarom zijn wij van mening dat de brutohuurrendementen in het verleden vooral door overvloedige liquiditeiten werden aangestuurd en dus minder op de fundamentele waarden van onroerend goed berustten.

Tabel 1: Nominale langetermijnrente (per 27 maart 2018)

10-year government bond yields (% , 28/03/2018)			
Major countries	Actual	31/10/2017	change (bp)
Switzerland	0.04	-0.05	0.09
Germany	0.50	0.37	0.13
United Kingdom	1.42	1.20	0.22
Spain	1.24	1.81	-0.57
United States	2.84	2.37	0.47
China	3.77	3.95	-0.18
Brazil	9.52	10.27	-0.75

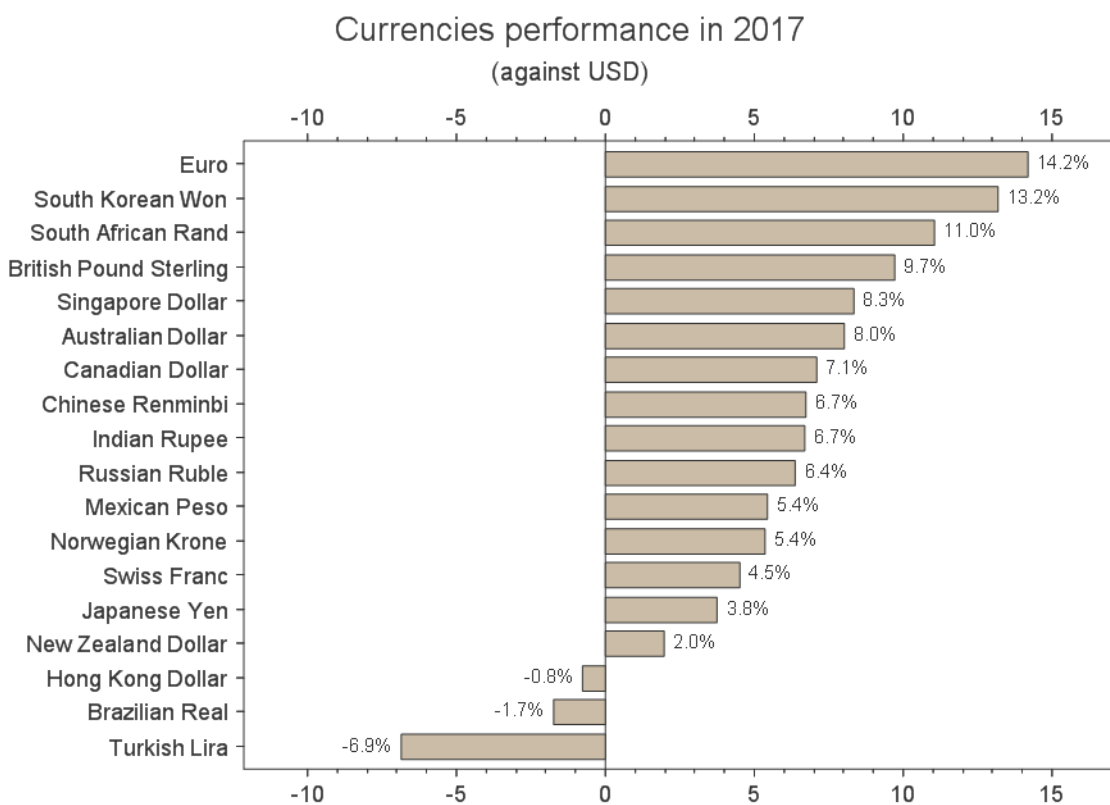
Bron: TradingEconomics, 27 maart 2018.

Belangrijker nog is dat de reële langetermijnrente - gecorrigeerd voor inflatie - in 2017 tussen 0% en -1% schommelde, of zelfs negatief uitviel. Het Verenigd Koninkrijk is een mooi voorbeeld. De nominale inflatie bedroeg 3% op jaarbasis in december 2017, waardoor de reële rente op 10 jaar in het rood belandde (-1,5%, bron: TradingEconomics). Eigenlijk zijn de reële tarieven uiterst belangrijk voor vastgoedbeleggers. De nominale rentetarieven kunnen door vastgoedinvesteerders immers worden "verteerd" omdat de netto-huren in de meeste landen ofwel (gedeeltelijk) worden geïndexeerd aan de kerninflatie, ofwel onderhevig zijn aan opwaartse huurherzieningen ter compensatie van de daling van de koopkracht.

### 1.1.2. Wisselkoersen die vastgoedrendementen beïnvloeden

Wisselkoersschommelingen zijn blijkbaar moeilijker te voorspellen dan rentetarieven. Tegen alle verwachtingen in daalde de Amerikaanse dollar met ongeveer 14% ten opzichte van de euro in 2017. Het is duidelijk dat deze depreciatie een deel van het totaalrendement van de in euro denkende beleggers, die vastgoed in Noord-Amerika in eigendom hadden, aantastte. Grafiek 1 illustreert dat de greenback vorig jaar niet alleen ten opzichte van de euro maar ook ten opzichte van de meeste andere munten is gedaald, zij het in mindere mate.

Grafiek 1: De US-dollar ten opzichte van andere deviezen in 2017 (per 11 januari 2018)



Source: Thomson Reuters Datastream, 1/8/2018

De economieën van de eurozone presteerden in 2017 zo goed dat sommige analisten de term “Euroboom” bedachten. In 2017 groeide het bbp met 2,5%, zijn beste prestatie in tien jaar (bron: TradingEconomics, 14 februari 2018). De euro is sinds half januari boven de 1,20 dollar gestegen.

### 1.1.3. Vastgoedprijzen in de commerciële vastgoedmarkten

De daling van de kapitalisatiepercentages (of bruto-huurrendementen) is praktisch in alle geografische gebieden voorbij. De kapitalisatietarieven (‘cap rates’) voor eersteklasmakten (‘prime’ markten) en de netto aanvangsrendementen (NAR's) convergeren naar een magere 3-4% gemiddeld wereldwijd. Zoals hogervermeld, zijn de NAR's vorig jaar afgenomen (resultierend in hogere prijzen) als wij de vastgoedrendementen vergelijken met kredietwaardige ‘Investment Grade’ langlopende obligaties.

Wij zouden kunnen stellen dat veel commerciële vastgoedmarkten langzaam evolueren naar een evenwicht tussen vraag en aanbod, wat tot uiting komt in een lagere leegstand en stijgende huren.

Er zijn toch enkele uitzonderingen op de regel van de vlakke netto-huurrendementen, zoals de verschillende logistieke markten aantonen. Zij plukken namelijk de voordelen van de vele e-commerce activiteiten die in volle expansie zijn. Bovendien hebben een aantal specifieke landen zich hersteld of blinken zij eenvoudigweg boven andere landen uit (bijvoorbeeld Spanje en Duitsland in Europa).

De Europese logistieke markten bleven dus zeer goed presteren in 2017, aangedreven door het gunstig macro-economische klimaat. Zo droeg de verkoop van belangrijke Duitse portefeuilles (Hansteen en Logicor) bij aan de recordvolumes op de binnenlandse markt in de eerste helft van 2017. In juni 2017 heeft Hansteen Holdings, een Britse vastgoedbeleggingsmaatschappij, haar Duitse en Nederlandse portefeuilles voor EUR 1,28 miljard verkocht aan fondsen die geadviseerd worden door dochterondernemingen van de participatiemaatschappijen Blackstone en M7 Real Estate. Bijgevolg daalden de aanvangsrendementen van Europese logistieke activa tot onder de 5% in sommige Duitse en Britse regio's (bron: BNP Paribas Real Estate, European Logistics Markets, september 2017).

In de VS bleef commercieel vastgoed een sterk totaalrendement neerzetten (voor schuldfinanciering), ondanks hogere nominale rentetarieven. Het totaalrendement voor 2017 - gedragen door een mix van kantoren, winkels, bedrijfsruimten, hotels en appartementen - lag net onder de 7%, en dit was boven onze verwachtingen. De gemiddelde 'loan-to-value' ratio (schuldgraad) bedroeg 41% en de gemiddelde betaalde rente was een fractie lager dan 4% (bron: The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries NCREIF, 25 januari 2018).

#### **1.1.4. Hoe zit het met de Brexit?**

De kernvraag is of de totaalrendementen (voor schuldfinanciering) in 2017 door de Brexit-saga zijn beïnvloed?

Volgens CB Richard Ellis presteerde commercieel vastgoed vrij behoorlijk, waarbij het ontwikkelen van nieuwbouw redelijk beperkt bleef.

Vorig jaar eindigde met een sterke noot, waarbij het jaarlijkse totaalrendement - voor leverage - uitkwam op gemiddeld 11,8% (in GBP), de beste prestaties sinds 2014 en de op één na beste in 18 jaar. De industriële sector scoorde met een uitstekend totaalrendement van 21% zelfs beter dan alle andere belangrijke vastgoedsegmenten in 2017. Bovendien bedroeg het rendement in de sectoren 'Office' en 'Retail' in 2017 respectievelijk 9,8% en 8,6%. De winkelrendementen waren bescheidener, maar lagen nog steeds boven het langjarig gemiddelde (bron: CBRE United Kingdom Monthly Index, december 2017).

Brexit, of geen Brexit, dat is de hamvraag. Beleggers uit Hongkong werden in geen geval afgeschrikt. De Londense commerciële vastgoedmarkt profiteerde vooral van belangrijke in Hong Kong gevestigde investeerders die twee van de grootste vastgoedtransacties ooit in het Verenigd Koninkrijk afronden: in maart 2017 kocht CC Land Holdings het Leadenhallgebouw, een wolkenkrabber in de City of London, bekend als de 'Cheesegrater', voor een bedrag van GBP 1,15 miljard.

In juli heeft LKK Health Products Group 1,28 miljard Britse pond betaald voor een andere Londense toren, gelegen aan 20 Fenchurch Street, de zogenaamde 'Walkie-Talkie'.

Andere voorbeelden zijn de Cheung Kei Group die 410 miljoen Britse pond heeft betaald voor 20, Canada Square in Canary Wharf en de Tenacity Group die 70 Gracechurch Street heeft verworven voor 271 miljoen pond.

Nochtans werd 2017 gekenmerkt door een zekere nervositeit op de Britse commerciële markten. Eén op de drie commerciële vastgoedbeleggers gaf aan dat Duitsland hun favoriete investeringsregio was geworden (bron: barometer voor commerciële vastgoedbeleggingen van BrickVest, november 2017): "Dit is de eerste keer dat Duitsland is gekozen als de nummer één regio om in te investeren, vóór het Verenigd Koninkrijk, dat slechts door een kwart van de ondervraagde mensen is geselecteerd (27%)".

### **1.1.5. Co-working en flexibiliteit in opkomst**

Co-working is een nieuw fenomeen dat bestaat uit een gedeelde werkplek, vaak een kantoor. Maar in tegenstelling tot een typisch kantoor zijn de werknemers meestal niet in dienst van hetzelfde bedrijf. Deze manier van werken neemt bijna overal ter wereld toe. In het Verenigd Koninkrijk sprongen Blackstone, Carlyle en British Land (een beursgenoteerde UK REIT) allemaal op de trein van het gedeelde werkavontuur in Londen (bron: IPE, 16 juni 2017).

De Carlyle Groep investeerde in de Londense co-workingmarkt door drie objecten te verwerven en uit te baten. Vorig jaar kocht de 'private equity' groep een co-working platform dat door de Adir Group wordt beheerd, inclusief de operationele business en een operationeel co-werkbureau van 18.000 m<sup>2</sup> in Islington. Blackstone verwierf 'The Office Group' in een deal waarbij de flexibele werkplek specialist werd gewaardeerd op 500 miljoen pond. The Office Group is één van de bedrijven dat pionier is op het gebied van flexibele kantoor- en co-workingmarkten in Londen. Ondertussen lanceerde British Land 'Storey', een exploitant van flexibele kantoorruimte voor kleine ondernemingen (bron: IPE).

### **1.1.6. Vastgoedprijzen van de woningmarkten**

De Europese residentiële kernmarkten zijn de afgelopen vijf jaar verder verstevigd dankzij de steeds lagere nominale en reële rentevoeten, waardoor beleggers 'tastbare' objecten kopen. Tegelijkertijd hebben een aantal huizenmarkten, die zwaar waren getroffen door de krediet- en vastgoedcrisis in 2007/2010 (Spanje, Ierland en in mindere mate Nederland) zich de afgelopen jaren behoorlijk goed hersteld.

Een voorbeeld van een voorname kernmarkt zijn de belangrijke residentiële deelmarkten in Frankrijk, die in 2017 veerkrachtiger bleken dan in het voorgaande jaar.

De transactieniveaus stegen vorig jaar zelfs met 10%, en de huizenprijzen in Parijs namen met een mooie 5,8% toe (bron: MeilleursAgents.com). Toch was Bordeaux de toppersteerder met een jaarlijkse prijsstijging van maar liefst 16,5%!

IJsland is een klassiek voorbeeld van hoe de woningmarkt van een land jarenlang verlamd werd door de kredietcrisis voordat het eiland van de crisis kon herstellen. De prijsstijging in de IJslandse hoofdstad was namelijk spectaculair in de 12 maanden tot september 2017. De residentiële prijzen stegen nominaal met 20,4% in Reykjavik (bron: Knight Frank Global House Price Index, december 2017). 'Small is beautiful', nietwaar?

Desalniettemin nam de onzekerheid op de Europese huizenmarkten eind vorig jaar toe, omdat de hypothecaire financieringsfaciliteiten naar verwachting verder zullen verstrakken als gevolg van de verwachte hogere nominale rentetarieven. Aangezien de waarderingsparameters bij een aantal woningmarkten erg duur zijn (Frankrijk, Duitsland, Zwitserland, enz.), zijn wij van mening dat vele potentiële beleggers in opbrengsteigendommen een voorzichtigere houding zijn gaan aannemen in de tweede helft van 2017. Het netto-huurrendement bleef vrij laag na aftrek van tal van operationele lasten (minder dan 4%).

Het Verenigd Koninkrijk (en vooral Londen) is een bijzonder geval. De luxe-woningmarkten hebben de afgelopen drie jaar zware tijden doorgemaakt, waardoor de waarde van de baksteen is gedaald. Medio 2017 werd een jaarlijkse prijsdaling van 7% per jaar opgetekend (afhankelijk van de aanschaffingsprijs, segment en locatie). Gelukkig kalfden de gemiddelde prijzen in december vorig jaar slechts met 0,7% af (op jaarbasis), wat erop wijst dat de top van de markt binnenkort zou kunnen stabiliseren.

De markt heeft zich nog steeds niet volledig aanpast aan de hogere transactiekosten (de zogenaamde 'stamp duty'). Het Brexit verhaal is dus niet het enige kwaad dat verantwoordelijk is voor de zwakke luxueuze huizenmarkten (bron: Knight Frank, Prime Central London Sales Index, december 2017). Bovendien is de impact van de Crossrail 'Elizabeth Line', genoemd naar Koningin Elizabeth II, in de belangrijkste woonkernen van de hoofdstad zorgwekkend. Wat zal de impact zijn op de traditionele residentiële kernen van Londen?

In de VS stegen de huizenprijzen in 2017 lichtjes. In ieder geval zagen wij nog altijd een betekenisvolle waardegroei in de meeste markten (van 6,4% gemiddeld, zelfs 12,7% voor Seattle), en presteerden ze beter dan verwacht (bron: S&P Dow Indices, 30 januari 2018).

### **1.1.7. Vastgoedprijzen, wijziging van de kredietregels en fiscale gevolgen**

In november 2017 kondigde de regering van het Verenigd Koninkrijk in de door haar gepubliceerde begrotingsverklaring een nieuwe belastingwet aan, die het toepassingsgebied van de Britse vermogenswinstbelasting op niet-ingezetenen uitbreidt tot alle Britse eigendommen, wat niet alleen residentieel maar ook commercieel vastgoed bevat. Dit kan gevolgen hebben voor de zogenaamde 'family offices'. Het overleg hierover werd op 18 februari 2018 afgesloten en de ontwerpwetgeving zal deze zomer worden gepubliceerd. De maatregelen zullen worden opgenomen in de begrotingswet van 2019 en zullen uiteindelijk in april 2019 van kracht worden.

Op 1 januari 2018 is de Franse vermogensbelasting ("Impôt sur la Fortune" - ISF), die gebaseerd was op alle activa van het 'huishouden' (zoals gedefinieerd voor belastingdoeleinden) wanneer het netto vermogen 1,3 miljoen euro overschrijdt, vervangen door een nieuwe vermogensbelasting ('Impôt sur la Fortune Immobilière' - IFI). De IFI wordt uitsluitend toegepast op het onroerend vermogen dat eigendom is van de belastingplichtige indien de waarde van het onroerend netto-vermogen meer dan 1,3 miljoen euro bedraagt.

De nieuwe Deense kredietvereisten die op 1 januari 2018 van kracht zijn geworden, kunnen in 2018 een dempend effect hebben op de huizenprijzen. De wet bepaalt dat indien een lening 60% van de waarde van de woning overstijgt en bovendien de totale schuld van het huishouden meer dan vier keer het jaarinkomen bedraagt, lenen beperkt wordt. In het naburige Zweden en Noorwegen begonnen de huizenprijzen in 2017 wat af te kalven toen de autoriteiten strengere regels voor kredietverstrekking invoerden.

In Vlaanderen worden de registratierechten in juni 2018 verlaagd tot 7% (van 10% voorheen), wat een positief effect zou kunnen hebben op de lokale woningmarkt. Toch waarschuwt Fitch, een kredietbeoordelaar, voor oververhitte huizenprijzen in België in het algemeen. Vorig jaar hebben de hogere huizenprijzen de schuld/inkomensquote van de huishoudens maar liefst tot 104% getild, boven het gemiddelde van de eurozone, terwijl de totale groei van de kredietverlening aan huishoudens steeg van 2,0% eind 2014 tot ongeveer 5,0% in 2017. Maar tegelijkertijd bleef het netto-vermogen van de Belgische huishoudens zeer sterk, met een netto-financieel vermogen van ongeveer 1 biljoen euro (ongeveer 246% van het bbp) in het tweede kwartaal van 2017, de hoogste ratio in de eurozone (bron: Fitch, 1 december 2017).

In de VS hebben eigenaars uit het hele land er alles aan gedaan om hun onroerendgoedbelasting vooruit te betalen voordat de nieuwe belastingwet op 1 januari 2018 van kracht werd. De wet heeft de heffing op luxewoningen daadwerkelijk verhoogd. De nieuwe wetgeving beperkt het bedrag aan staats- en lokale belastingen, die belastingbetalers kunnen aftrekken van hun federale belastingrekening, tot 10.000 dollar.

### **1.1.8. Beleggers nog steeds gecharmeerd door de beursgenoteerde sector**

De combinatie van dalende lange termijn obligatierendementen en de daling van de kapitalisatiepercentages hebben de REIT's (vastgoedbevaks) de afgelopen jaren zeer populair gemaakt. Ondanks de incidentele volatiliteit vorig jaar (zeker in verband met de verwachte stijging van de rentevoeten), zijn de REIT-prestaties gestegen van -5% in Japan tot meer dan 38% in Hongkong, waarbij veel REIT-markten totaalrendementen van 2 cijfers behaalden. Noord-Amerika was een plausibele uitzondering, gezien het minder accommoderende monetaire beleid van de Fed (bron: EPRA, 8 januari 2018).

Dit mooie rendement (in lokale munt) in markten zoals Europa versloeg onze eigen prognoses. Wij zouden meer dan gelukkig zijn geweest met een totaalrendement dat alleen uit bruto-dividenden zou hebben bestaan. In feite was dit in de VS het geval. Het goede totaalrendement (koersevolutie + bruto-dividenden) voor UK REITs is verrassend gezien de sombere vooruitzichten voor de Londense kantorenmarkten in 2018 en 2019. Nu is het wel zo dat de schuldgraad die door de REIT's van het Verenigd Koninkrijk worden gedragen momenteel zeer redelijk is. De 'loan-to-value' ratio schommelde rond de 30% in december 2017 (vergeleken met 38,5% voor Continentaal Europa, bron: European Public Real Estate Association EPRA).



In Singapore zijn de *fundamentals* verbeterd - met name in de residentiële sector – waar het aanbod is afgenomen. REIT's uit Hong Kong leverden een fantastisch rendement van +38% (met hefboomwerking) en bieden vandaag de dag een mooi alternatief voor beleggingen in het Chinese vasteland.

*Tabel 2: Jaarlijkse prestaties van de REIT's in 2017 (in lokale munt)*

Index (as at 3 January 2018)	Currency	1M	1Y	3Y*	5Y*
FTSE EPRA/NAREIT Hong Kong	HKD	3.34	38.10	8.73	5.54
FTSE EPRA/NAREIT Singapore	SGD	3.68	33.11	9.48	5.79
FTSE EPRA/NAREIT Germany	EUR	4.23	30.42	19.43	19.35
FTSE EPRA/NAREIT Europe ex UK	EUR	3.87	17.31	13.12	13.27
FTSE EPRA/NAREIT Asia	USD	2.46	16.55	4.70	3.55
FTSE EPRA/NAREIT France	EUR	6.74	16.19	10.90	10.36
FTSE EPRA/NAREIT Europe	EUR	4.79	14.47	8.83	12.18
FTSE EPRA/NAREIT UK	GBP	8.35	13.59	4.71	11.08
FTSE EPRA/NAREIT Belgium	EUR	2.84	9.48	10.74	12.24
FTSE EPRA/NAREIT North America	USD	-0.51	3.78	4.17	8.03
FTSE EPRA/NAREIT Japan	JPY	0.03	-4.95	-3.24	7.19

*\*Jaarlijkse opbrengst - Bron: Datastream, 3 januari 2018.*

Continentaal Europa in het algemeen, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk (de lijst is verre van volledig) leverden een aantrekkelijk jaarlijks totaalrendement (met hefboomwerking) van meer dan 10% op in lokale valuta in de periode van vijf jaar tot 3 januari 2018. Bovendien genereerde Noord-Amerika een totaalrendement van 8% in dezelfde periode.

Desondanks maken wij ons zorgen over het gebrek aan potentieel voor Britse REIT's in het algemeen. Britse bevakken in het Verenigd Koninkrijk hebben eerder activa verkocht terwijl buitenlandse investeerders de afgelopen maanden nieuwe panden hebben verworven. In juli 2017 kondigde British Land aan dat het in de loop van zijn boekjaar 300 miljoen pond aan aandeelhouders zal uitkeren via een programma van inkoop van eigen aandelen.

De op één na grootste REIT in het VK is van mening dat er op dit moment minder aantrekkelijke mogelijkheden in de kantorenmarkt zijn zodat haar eigen aandelen, die aan een discount ten opzichte van de netto-intrinsieke waarde noteren, een betere waarde bieden dan toekomstige acquisities in de vastgoedmarkt. In februari verkocht Great Portland, een andere REIT, Estates Rathbone Square aan het Duitse fonds Deka voor 435m Britse pond en keerde op 31 mei 2017 een uitzonderlijk dividend van 110 miljoen pond uit aan de aandeelhouders (bron: Great Portland Estates). Dit staat in schril contrast met particuliere beleggers die vorig jaar spraakmakende transacties afsloten (zoals de 'Walkie-Talkie').

Ter herinnering: REIT's zijn fiscaal transparante vastgoedbedrijven. Daarom zijn zij vrijgesteld van vennootschapsbelasting zolang ze voldoen aan een aantal voorwaarden, zoals de uitkering van het grootste deel van hun nettowinst in dividenden. Daarom worden REIT's gewoonlijk als 'dividendaandelen' bestempeld (individuele beleggers zijn wel onderworpen aan een dividendbelasting).

En de door REIT's geboekte dividenden zijn aantrekkelijk in vergelijking met de cashinkomsten die bijvoorbeeld door kredietwaardige obligaties worden gegenereerd.

## 1.2. Wat kunnen wij in de toekomst verwachten?

### 1.2.1. Totaalrendement van vastgoed voor schuldfinanciering

Het is redelijk om aan te nemen dat de periode van spectaculaire vastgoedrendementen - voor schuldfinanciering - achter ons ligt, maar zonder dat er een serieuze prijscorrectie zal plaatsvinden. Dit geldt zeker voor de belangrijkste commerciële vastgoedmarkten ter wereld. Aan de andere kant mogen beleggers niet bang zijn voor een nieuwe golf van volatiliteit op de 'financiële' markten (obligaties en aandelen, zoals waargenomen op 6 februari 2018). De 'fysische' vastgoedmarkten gedragen zich niet op dezelfde manier.

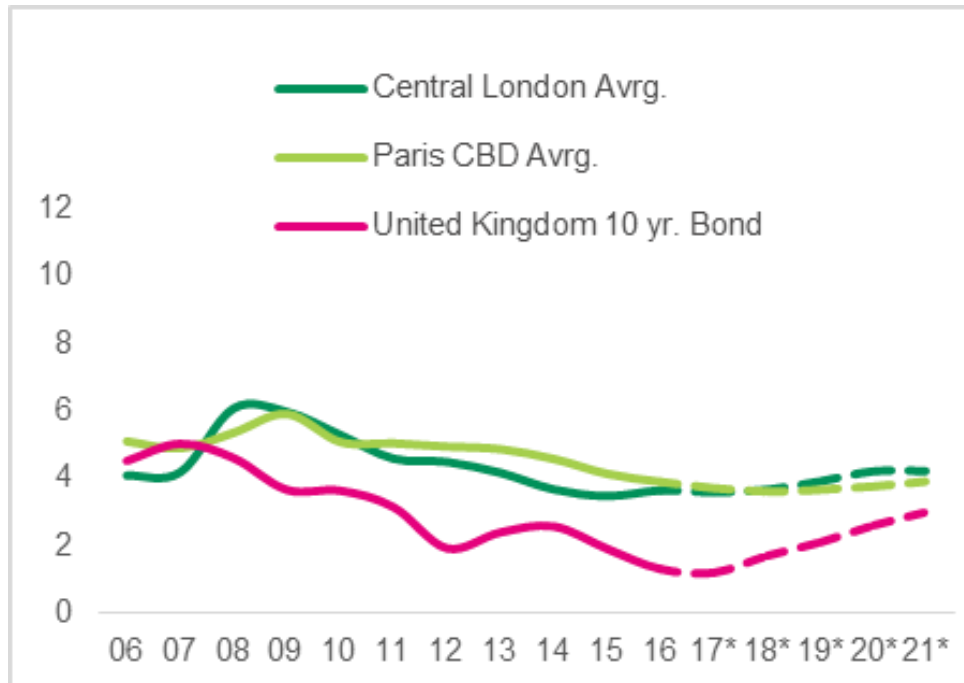
In ieder geval zal het monetair beleid ooit strakker worden. In de VS voorspellen onze economen van Wealth Management vier nieuwe tariefverhogingen van elk 25 basispunten in 2018 (en misschien één in 2019), waardoor het percentage van de 'fed funds rate' op 2,50% zou uitkomen vóór het jaareinde. BNP Paribas Wealth Management voorspelt een rendement van 3,25% voor 10-jaarse overheidsobligaties op het einde van het jaar. De voor inflatie gecorrigeerde obligatierendementen in de VS, die in de voorgaande maanden licht waren gedaald, zijn momenteel ook aan het toenemen. Het reële rendement op de 10-jaarse *Treasury Inflation Protected Securities* ('TIPS') bedroeg 0,548% bij de veiling van 18 januari 2018, het hoogste rendement sinds januari 2016 (bron: TIPSWatch).

Met betrekking tot Continentaal Europa nemen wij aan dat de ECB haar referentierente in 2018 niet zal verhogen. Het uitgebreide programma van de centrale bank m.b.t. het inkopen van obligaties zal echter tot stilstand komen eind volgend jaar, zeker indien de inflatievooruitzichten gunstig evolueren.

Het totaalrendement van vastgoed kan worden opgesplitst in twee componenten, namelijk het rendement uit inkomen (netto-huur) en het kapitaalrendement (gerealiseerde en niet-gerealiseerde meerwaarde of verlies). Deze componenten zijn relevant voor de drie belangrijke beleggingsdoelstellingen: inkomen, groei en een combinatie van inkomen en groei. Enkele markten kunnen kampen met een gebrek aan kapitaalrendement, aangezien wij van mening zijn dat een verdere inkrimping van de netto-huurrendementen op onroerend goed zeer onwaarschijnlijk is.

En dit is te wijten aan de minimale spread tussen vastgoedrendementen en de nominale langetermijnrentevoeten. Grafiek 2 illustreert bijvoorbeeld de kleine spreads tussen rendementen op vastgoed en staatsobligaties.

Grafiek 2: Spreads tussen bruto-huurrendementen bij kantoren en de 'risicovrije' rente



Bron: BNP Paribas Real Estate, februari 2018.

Tabel 3 geeft het verwachte totaalrendement voor een aantal Europese steden aan voor een periode van vijf jaar (bron: BNP Paribas Real Estate).

Tabel 3: Meer- of minwaarde in de Europese kantorenmarkten (1 februari 2018).

Capital appreciation returns for Europe's office markets						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Berlin	31.76	12.99	6.43	-0.91	-3.65	-4.90
Helsinki	8.34	12.07	4.53	2.00	-1.78	-3.93
Madrid	31.56	8.67	2.00	-7.66	-5.41	-7.50
Brussels	18.79	8.14	-8.51	-9.62	-5.45	-5.17
Hamburg	10.01	5.66	1.95	-1.36	-1.30	-2.86
Prague	10.82	5.59	-4.08	-5.84	-2.90	-6.40
Cologne	9.96	5.50	1.49	-0.64	-5.06	-4.82
Rome	6.27	4.99	-4.78	-3.36	-5.26	-5.00
Stockholm	13.14	4.92	-7.03	-0.13	4.68	4.37
Frankfurt	28.47	4.09	3.10	1.33	-2.33	-2.86
Munich	13.06	4.05	2.19	-0.75	-1.89	-4.41
Düsseldorf	12.08	3.70	-1.04	-2.70	-2.21	-3.75
Amsterdam	29.31	3.00	-1.23	-2.03	-6.39	-5.89
Greater Paris	8.44	2.88	-2.09	-3.13	-1.90	-2.94
Central Paris	8.44	2.88	-2.09	-3.13	-1.90	-2.94
Paris CBD	8.44	2.88	-2.09	-3.13	-1.90	-2.94
Copenhagen	0.00	2.20	1.50	0.80	-1.32	2.00
La Défense	14.62	1.85	-1.55	-1.50	-2.33	-4.44
Milan	20.26	1.82	-5.00	-6.25	-5.88	-5.56
Dublin	16.07	1.54	-5.88	-6.99	-2.17	1.25
Lisbon	24.93	1.50	-5.47	-1.40	-0.89	-2.24
Budapest	12.59	1.50	-2.26	-6.23	-2.40	-0.70
Barcelona	28.25	1.42	-0.89	-1.19	-2.35	-0.75
Warsaw	1.94	0.98	2.53	-2.80	-4.46	-1.35
Lyon	27.32	0.00	-0.85	-2.44	-0.81	-2.33
Birmingham	2.97	-4.76	-4.72	-2.80	-2.43	5.00
City	4.00	-5.37	-5.75	-1.40	4.00	7.39
Midtown	-1.22	-5.49	-3.47	1.46	6.00	8.65
Central London	-9.81	-6.34	-8.45	-3.10	3.00	8.42
West End	-9.81	-6.34	-8.45	-3.10	3.00	8.42

Bron: BNP Paribas Real Estate, februari 2018. De verwachte kapitaalrendementen voor 2018 werden gerangschikt van hoog naar laag.

Op de Europese kantorenmarkt valt het op dat een eventuele waardedaling dit jaar alleen in Britse steden (Londen, Birmingham, verliezen uitgedrukt in ponden) zou plaatsvinden. Vanaf 2019 kunnen echter meerdere Europese hoofdsteden worden getroffen.

Als wij rekening houden met het stabielere inkomensrendement, kunnen de totaalrendementen schommelen tussen 0,9% voor Birmingham en 20,2% voor Berlijn in 2018 (bron: BNP Paribas Real Estate, februari 2018). Desalniettemin zouden zij in 2019 en 2020 aanzienlijk moeten verzwakken, gezien de voorspelde negatieve kapitaalprestaties van Europese kantoren.

In de Verenigde Staten zijn wij van mening dat het totaalrendement dat door kantoren wordt gegenereerd dit jaar iets lager zou kunnen uitkomen dan in Europa, alhoewel het rendement in de daaropvolgende jaren wellicht gelijk zal blijven (in US-dollar). De kantoorrendementen in een aantal opkomende Aziatische landen kunnen dit jaar wellicht iets betere resultaten opleveren.

### **1.2.2. Hoe zit het met de IRR?**

Wij zijn van mening dat de Internal Rate of Return (IRR) beter zou kunnen uitvallen dan het totaalrendement van het vastgoed, dankzij een redelijke hefboomwerking. Het (positieve) hefboomeffect kan wel worden belemmerd door een stijgende rente. De 'loan-to-value' ratio zou het gezond verstand van de markten moeten weerspiegelen en bijgevolg schommelen rond (of net onder) 50% voor een niet-agressieve beleggingsstrategie. Het hefboomeffect verhoogt de IRR's maar vergroot eveneens het risico voor het eigen vermogen bij een dalende marktwaarde.

Ter herinnering: het interne rendement (IRR) wordt gewoonlijk opgesplitst in drie componenten:

*i) het aanvangsrendement (initieel rendement), dat nu historisch laag is voor eersteklasvastgoed;*

*ii) de daaropvolgende cashflowverandering, die momenteel een zeer belangrijke factor is voor de IRR. Het aanvangsrendement kan immers worden verhoogd door een wijziging in de kasstromen in de loop der tijd, bijvoorbeeld door een (gedeeltelijke) indexering van de huren op basis van oplopende inflatie, opwaartse huurherzieningen, betere huurstromen toe te schrijven aan renovatie, een andere huurdersmix, enz;*

*iii) de verandering in huurrendementen of de 'waardering'-component tussen het begin en het einde van de bezitsperiode van een onroerend goed. Zoals hierboven vermeld, zal het zeer moeilijk zijn om een redelijke waardeverhoging op prime vastgoed te boeken in de nabije toekomst, ook al omdat het afschrijvingspercentage van een gebouw normaal 1 tot 2% per jaar bedraagt. Gemiddeld zouden wij kunnen stellen dat de toekomstige waarde-ontwikkeling samenloopt met de verwachte inflatie. Nu is het wel zo dat de inflatie in veel economisch ontwikkelde landen nog steeds erg laag is. Desalniettemin kan de zogenaamde 'yield-change'-component wel bijdragen aan de IRR als de beleggingsstrategieën van toegewezen vermogensbeheerders gericht zijn op het creëren van waarde om de IRR te verhogen (waarde creatie/opportunistische beleggingsbenaderingen). Het rendement op eigen vermogen dat een belegger verwacht, hangt niet alleen af van het type onroerend goed en het land waarin wordt belegd maar vaak ook van de culturele achtergrond van de investeerder.*

### 1.2.3. Vastgoeddiversificatie, met de nadruk op inkomensdiversificatie

We kunnen ons afvragen of een internationale vastgoedbelegging nog wel een slim idee is. Het antwoord is bevestigend omdat vastgoedmarkten in 'normale' tijden' (dus zonder een grote financiële crisis) minder nauw met elkaar verbonden zijn en bijgevolg meer gediversifieerd zijn. Om slechts een paar voorbeelden te noemen: de commerciële vastgoedmarkten in het Verenigd Koninkrijk hebben niet dezelfde vooruitzichten als die van Duitsland. In Azië zijn de woningmarkten van Singapore en Taiwan geenszins te vergelijken met de huizenmarkt van Hongkong. In vele landen evolueren de retail- en logistieke markten niet aan hetzelfde tempo. Ook in de beursgenoteerde vastgoedsector kunnen verschillende rendementen worden waargenomen.

Als gevolg hiervan vinden wij het de moeite waard om te diversifiëren tussen vastgoedmarkten en producten in de verschillende regio's van de wereld. Niet alleen vanwege de *outperformance* die beleggers buiten hun binnenlandse markten verwachten (na het in overweging nemen van alle belemmeringen bij een internationale vastgoedbeleggingen, zoals de investeringskosten in het buitenland, transactiekosten, informatiekosten, politieke risico's en gebrek aan liquiditeit) maar ook vanwege de diversificatie van de huurinkomsten. Wat de wisselkoersschommelingen betreft, volgen beleggers doorgaans risico's en rendementen in hun eigen munt op. In de afgelopen jaren hebben investeerders die buitenlandse panden hebben verworven dus vooral een hoger totaalrendement beoogd door betere groeivoorzichten. De geprojecteerde waardeverhoging van hun internationale investeringen zijn doorgaans van doorslaggevend belang geweest.

Wij zijn echter van mening dat de belangrijkste reden om internationaal te investeren de diversificatie van inkomsten dient te zijn en niet noodzakelijkerwijs een kapitaaltoename (hogere prijzen). Ondanks het feit dat tal van 'prime' vastgoedmarkten vergelijkbare bruto-huurrendementen kennen, is het verstandig om internationaal uit te breiden om op lange termijn de netto-huurstromen over verschillende markten te spreiden (meerdere huurders, verschillende markten, andere juridisch kader, enz.). Bovendien zijn de netto-huuropbrengsten nog steeds aantrekkelijker dan wat activaklassen met een vergelijkbaar risico momenteel als cashrendement 'aanbieden' (bv. kredietwaardige obligaties in de economisch rijpere markten). Het huurinkomen biedt dus nog steeds een duidelijk voordeel ten opzichte van andere inkomsten-genererende activaklassen. Daarom is onroerend goed ook relatief aantrekkelijk in relatie tot andere investeringen zodat in 2017 tal van beleggingsproducten gebaseerd waren op schuldstrategieën ('debt strategies'). Bovendien bleken logistieke beleggingen uitermate populair vorig jaar (hypotheekleningen, mezzaninefinanciering, etc.).

Uiteraard accepteren beleggers met een groei doelstelling geen bescheiden totaalrendement op hun vastgoedbeleggingen, of deze nu in het binnenland of het buitenland zijn gelegen. Deze beleggers dienen te diversifiëren via vastgoedfondsen (of via directe investeringen indien ze betaalbaar zijn), waarbij vermogensbeheerders 'waarde' identificeren in specifieke vastgoedmarkten en -segmenten. De groei doelstelling impliceert uiteraard een relatief lange investeringshorizon (vaak tot 10 jaar) zonder dat de geïnvesteerde geldmiddelen onmiddellijk kunnen opgevraagd worden. Bovendien zullen de IRR's voornamelijk worden bepaald door de eerder beschreven waarde component.

Vanuit een 'fundamenteel' perspectief aanvaarden beleggers met een inkomensdoelstelling een lager totaalrendement, terwijl beleggers met een groei beleggingsstrategie hogere IRR's 'eisen' om het extra risico te compenseren, zoals tabel 4 weergeeft.

Tabel 4: Verwachte totaalrendementen

Return expectations in the coming years (irrespective of geography)				
	Annual income return (after operational charges)	Annual realised or unrealised capital growth	Total unlevered return	IRR
Prime/core(+)	2-5%	2-3%	4-8%	Below 10% on average
	Depending on property type Very low for residential investments Higher for logistics assets (followed by offices and retail) Less favourable interest-rate environment LTVs should be realistic, debt financing at fixed rates	Slowing/stabilising capital appreciation Capital gains more in line with inflation projections Cap rates less driven by capital markets (liquidity) Less favourable interest-rate environment Potential of real estate compared with prospects of other asset classes		Modest positive leverage still possible Unless in the event of a spike in interest rates
Value-Add/opportunistic	0-5%	5-10%	5-15%	Above 10% on average
	Not always required by investors Generally lower compared to stabilised properties	Value to be created by experienced asset managers Acquisition below replacement cost Off-market deals at a discount Conversions, extensions, upgrading, enhanced asset management		Modest positive leverage still possible Unless in the event of a spike in interest rates

Bron: BNP Paribas Wealth Management, februari 2018

Zowel institutionele als particuliere beleggers kunnen prioriteit verlenen aan diversificatie, het verwerven van direct vastgoed op markten die zij goed kennen, en het exploiteren van (andere) private en beursgenoteerde vastgoedvehikels om een grotere blootstelling te verwerven aan die vastgoedmarkten waarmee zij wellicht minder vertrouwd zijn. Inderdaad, wij omarmen doelbewust beleggingen in REIT's (of fondsen die in REIT's investeren), aangezien zij toegang geven tot de meer internationale vastgoedmarkten.

Het is duidelijk dat beursgenoteerde vastgoedondernemingen beleggen in onroerend goed, maar dat ze tegelijkertijd opereren op een markt parallel aan de fysieke vastgoedmarkt, met andere woorden de beurs. Vastgoedaandelen kunnen dus verschillende risico's (volatiliteit) en rendementskenmerken vertonen, zeker in tijden van hoge inflatie. Daarom moet de aandacht van beleggers momenteel op de toekomstige dividendrendementen gespitst zijn.

Wij zijn van mening dat beleggers in de nabije toekomst een groter reëel totaalrendement (vóór hefboomfinanciering) zullen 'eisen' om het verhoogd vastgoedrisico te compenseren. Stabiele of hogere cap rates matigen het totaalrendement, zodat de waardestijging afneemt. Wij gaan ervan uit dat het totaalrendement (vóór financiering) dit jaar voor de meeste vastgoedmarkten niet meer dan 10% zal bedragen.