



De internationale vastgoedmarkt

Auteur(s):

Eichholtz, P.M.A.
Graaf, N. de

De auteurs zijn werkzaam bij Global Property Research te Maastricht. Eichholtz is daarnaast verbonden aan de Universiteit Maastricht en de Universiteit van Amsterdam.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4106, pagina 395, 14 mei 1997

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

woningmarkt, vastgoed, financiële, markten

Vastgoed aanhouden via de beurs wordt wereldwijd steeds belangrijker. Het mooie van vastgoedaandelen is dat er veel gemakkelijker informatie over te krijgen is dan over direct aangehouden vastgoed, namelijk door naar de prestaties van vastgoed-beleggingsfondsen te kijken.

Er zijn twee markten voor onroerend goed. De eerste is de markt voor ruimte: ruimte om te wonen, te werken en te winkelen. Op deze markt ontmoeten gebruikers van ruimte de eigenaars ervan. De andere markt is de vastgoed-beleggingsmarkt. Hier kopen en verkopen beleggers hun gebouwen, uiteraard met het oogmerk om daar geld mee te verdienen. Voor het beleggen in gebouwen is de scheiding tussen gebruik en eigendom cruciaal: als die scheiding er niet was zou er domweg geen onroerend goed zijn waar in kon worden belegd.

In het geval van direct aangehouden onroerend goed is de scheiding tussen gebruiker en eigenaar relatief klein. De gebruikers en de eigenaars hebben veelal direct contact met elkaar. Simpel gesteld betalen de gebruikers huur, en zorgen de eigenaars voor onderhoud. Dat is heel anders als het onroerend goed indirect wordt aangehouden, wat het geval is als er op de een of andere manier sprake is van beursnotering. Het aankopen van aandelen in vastgoedmaatschappijen betekent een indirecte onroerend-goedbelegging. De exacte keus en het beheer van de vastgoedobjecten laat de belegger dan aan het management van een vastgoedfonds over en de inspanning van de belegger is er in dit laatste geval niet meer op gericht om de juiste vastgoedobjecten te kiezen, maar veeleer de juiste vastgoedfondsen. De scheiding tussen eigendom en gebruik is dan heel groot.

Het wordt wereldwijd steeds belangrijker om onroerend goed te kopen via de beurs. Dit past in een veel bredere trend van securitisatie. Schuld- en eigendomstitels worden gestandaardiseerd, krijgen beursnotering, en zijn op die manier veel beter verhandelbaar geworden. De financiële wereld maakt wat dat betreft nu dezelfde ontwikkeling door als de industrie in de vorige eeuw, toen er voor het eerst sprake was van gestandaardiseerde en daardoor uitwisselbare onderdelen van machines en gebruiksvoorwerpen. Dit maakte de weg vrij voor massaproductie.

Securitisatie effent de weg voor slecht geïnformeerde beleggers. Op private markten, met niet-gestandaardiseerde activa, is de liquiditeit laag en zijn informatiekosten hoog. Voor een financiële partij die thuis is op zo'n markt is dat geen probleem, maar voor een outsider wel. Private en plaatselijke markten zijn niet erg geschikt voor internationale beleggers, omdat dergelijke beleggers waarschijnlijk relatief slecht geïnformeerd zijn. Aangezien internationaal beleggen uit het oogpunt van risicospreiding steeds belangrijker wordt, is dit een reden om aan te nemen dat de securitisatie van vastgoed nog verder zal toenemen. De verschillen tussen goed en slecht geïnformeerde beleggers zijn op openbare markten immers waarschijnlijk van minder belang dan op private markten.

Informatie over de wereldwijde vastgoedaandelenmarkt

Het mooie van vastgoedaandelen is dat er veel gemakkelijker informatie over te krijgen is dan over direct aangehouden vastgoed, namelijk door naar de prestaties van vastgoed-beleggingsfondsen te kijken. De indices zijn afkomstig uit een database waarin informatie is opgenomen over alle beursgenoteerde vastgoedmaatschappijen in de wereld. Dat zijn er inmiddels meer dan 400, met een gezamenlijke waarde van ongeveer 675 miljard gulden. De database bevat informatie die teruggaat tot 1984, en verschaft gegevens op verschillende niveaus van aggregatie.

Ten eerste worden er standaard- indices gebouwd en bijgehouden waarmee de prestaties van verschillende indirecte vastgoedmarkten kunnen worden gemeten. Daarbij gaat het om de wereldwijde index: de GPR-LIFE Index, om indices voor continenten en om landen-indices. Dit soort gegevens is vooral belangrijk bij het bepalen van de beleggingsstrategie. Zaken als de optimale asset-allocation en landen-allocation kunnen hiermee worden onderzocht. Ten tweede is het mogelijk om speciale indices te maken, bijvoorbeeld voor verschillende types vastgoed, voor grote vastgoedmaatschappijen, of voor vastgoedfondsen die relatief veel dividend uitkeren. Op dit gebied is vrijwel alles mogelijk, en beleggers die indexportefeuilles willen opbouwen kunnen dat doen aan de hand van een speciale index die precies bij hun profiel past. Naast de geaggregeerde gegevens is er een derde type data: informatie op individueel bedrijfsniveau.

De Nederlandse vastgoedbeleggers

Nederlandse beleggers in vastgoed investeren hun vermogen grotendeels binnen Europa. Uit een recent onderzoek blijkt dat gedurende de laatste tien jaar de gezamenlijke commerciële vastgoedportefeuille van institutionele beleggers is vertienvoudigd ¹. In 1994 bedroeg de totale vastgoedportefeuille circa 95 miljard gulden, waarvan 27,9 miljard was geïnvesteerd in het buitenland. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen belegden van die internationale portefeuille 53% binnen Europa. Dit is een duidelijk geval van 'home bias': het overwegen van het eigen land of de eigen regio in de beleggingsportefeuille.

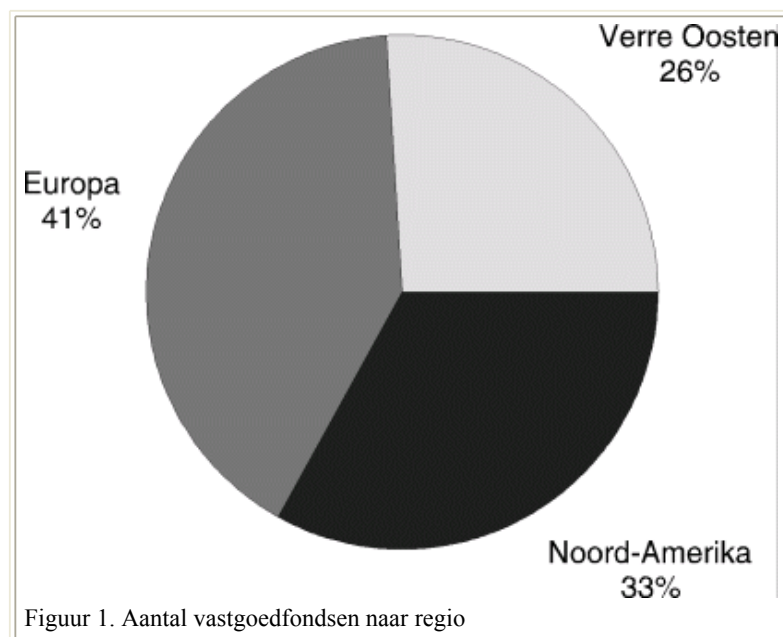
De vraag is of de institutionele beleggers op deze manier optimaal profiteren van de voordelen van internationale diversificatie. Door de steeds verder gaande economische integratie zullen macro-economische factoren als rente, werkgelegenheid, inflatie en groei van het bruto nationaal product binnen Europa steeds meer samenhang gaan vertonen. Hoogstwaarschijnlijk heeft dit ook gevolgen voor de integratie van de Europese vastgoedmarkten. Rendementen op vastgoed in de verschillende landen in Europa zullen meer op elkaar gaan lijken. Internationale risicospreiding wordt daardoor binnen Europa minder effectief.

Uit recent onderzoek blijkt dat de vastgoedmarkten in Europa al de sporen dragen van deze convergentie ². In de afgelopen tien jaar is het statistisch verband tussen de nationale markten in Europa al veel sterker geworden. Gezien het feit dat er in de nabije toekomst nog belangrijke verdere stappen zullen worden gezet op het pad naar volledige economische integratie valt te verwachten dat de vastgoedmarkten blijvend sterk met elkaar verweven zijn geraakt. Hoewel er natuurlijk altijd regionale verschillen zullen blijven, die zijn er binnen Nederland immers ook, kan men dus spreken van één Europese vastgoedmarkt.

Het is duidelijk dat het daardoor voor Nederlandse institutionele beleggers belangrijk is geworden om in vastgoed te investeren buiten Europa. Markten die op elkaar lijken bieden nu eenmaal niet veel mogelijkheden tot risicospreiding. Tot eind jaren tachtig was het voor beleggers moeilijk om dit advies in daden om te zetten, omdat het betekende dat ze dan direct in buitenlands vastgoed zouden moeten beleggen, met alle problemen van illiquiditeit en gebrekkige informatie van dien. De grote 'home bias' in vastgoedportefeuilles is waarschijnlijk te verklaren door die problemen. Door gebruik te maken van de wereldwijde vastgoed-aandelenmarkten kunnen beleggers die problemen echter vermijden, en toch buiten Europa beleggen.

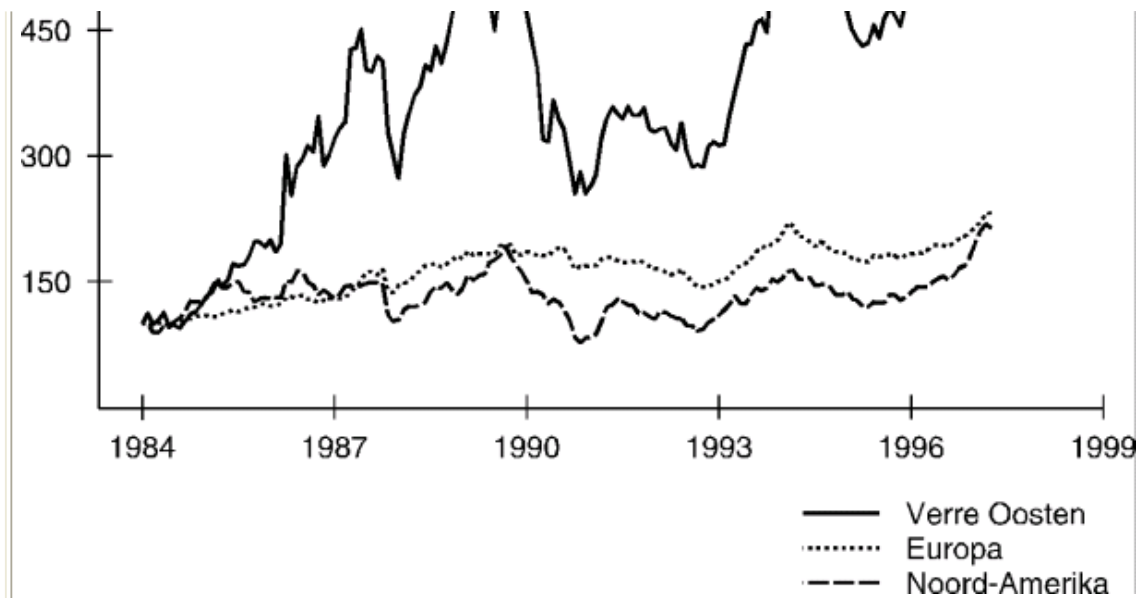
De prestaties van de regio's

[figuur 1](#) geeft een beeld van de samenstelling van de internationale vastgoedaandelenmarkt. De figuur laat zien hoe de vastgoedfondsen verdeeld zijn over de continenten. De markt heeft zich in de hele wereld ongeveer even sterk ontwikkeld, hoewel er in het Verre Oosten minder vastgoedfondsen zijn dan in Europa en Noord-Amerika. Gemeten naar marktwaarde is echter het Verre Oosten de belangrijkste regio. Met name in landen als Singapore en Hongkong is de omvang van de onroerend-goedfondsen groot.



Het is dus heel goed mogelijk om buiten Europa in vastgoed te beleggen via de beurs. Waar het nu om gaat is hoe nuttig dat is voor een belegger die zijn huidige vastgoedbeleggingen in Europa heeft geconcentreerd. Om daar inzicht in te krijgen hebben we de wereldwijde vastgoed-aandelenmarkt wederom verdeeld in drie regio's, en hebben we voor elk van die regio's een index gemaakt. Dit zijn herbeleggingsindices uitgedrukt in Nederlandse gulden, wat betekent dat valutarisico niet afgedekt is. In [figuur 2](#) is te zien hoe de drie continenten het sinds 1984 gedaan hebben. Puur kijkend naar het niveau van de index heeft het Verre Oosten de sterkste prestaties laten zien. De index bereikt een niveau van 660,46 in maart 1997. Daarbij vergeleken zijn de prestaties van Europa en Noord-Amerika een beetje mager. De indices voor deze regio's komen niet verder dan 231,84 en 214,10.





Figuur 2. Rendementsindices naar regio

De figuur geeft ook aan dat de hoge rendementen in het Verre Oosten gepaard zijn gegaan met een hoog risico. Om daar wat meer inzicht in te krijgen hebben we de rendementen en de standaarddeviaties daarvan berekend (tabel 1). De standaarddeviatie van de rendementen op indirect vastgoed in het Verre Oosten is inderdaad verreweg het hoogst: 8,39% tegenover 2,97% en 6,04% voor Europa en Noord-Amerika. tabel 1 geeft ook de correlaties tussen de continentale vastgoedmarkten weer. Het blijkt voor een Europese vastgoedbelegger nuttig te zijn om in het Verre Oosten en Noord Amerika te beleggen. De correlaties liggen rond de 0,5. Deze lage correlaties geven aan dat het diversificatiepotentieel van vastgoedbeleggingen buiten Europa hoog is.

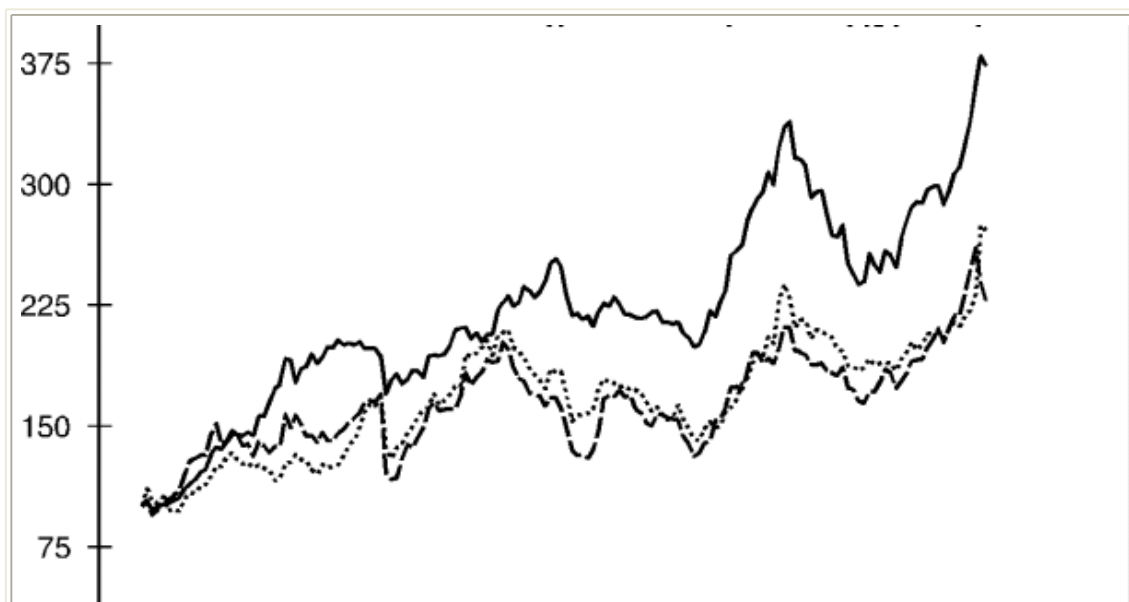
Tabel 1. Gemiddeld maandrendement en risico van indirect vastgoed per regio 1984-1996

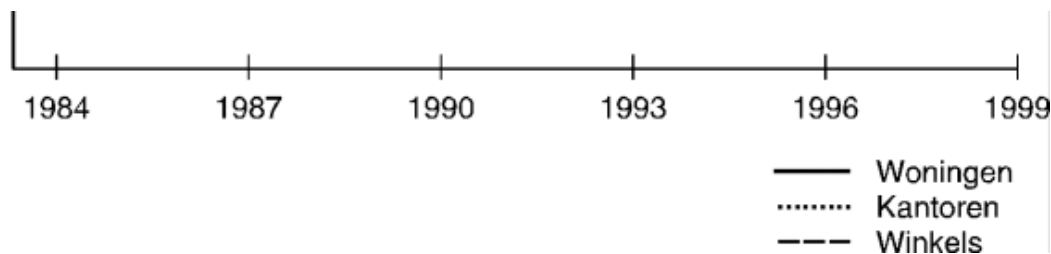
	gemiddeld rendement	standaard- deviatie	correlaties	
			Europa	Noord-Amerika
Verre Oosten	1,18	8,39	0,49	0,46
Europa	0,53	2,97		0,57
Noord-Amerika	0,48	6,04		

Verschillende typen vastgoed

Spreading over verschillende vastgoedtypen is een andere mogelijkheid tot beperking van het portefeuillerisico. Ook dit kan via indirect vastgoed. Vastgoedfondsen specialiseren zich vaak in verschillende typen vastgoed zoals kantoren, winkels, woningen, hotels, gezondheidszorg en industrieel vastgoed. Het nut van beleggen in verschillende sectoren kan op dezelfde manier worden onderzocht als het nut van beleggen in verschillende regio's.

Voor de duidelijkheid concentreren we ons hier op drie typen vastgoed: woningen, winkels en kantoren. In figuur 3 is voor elk van deze drie typen een index getekend. Hieruit blijkt dat woningfondsen het wereldwijd het best hebben gedaan sinds 1984. De woningindex staat op 373,28 per eind maart 1997. Winkels en kantoren doen het over de gehele periode gemeten wat minder goed. Deze indices bereiken respectievelijk waarden van 271,51 en 227,71 in december 1996. Opvallend is dat winkelfondsen het in de vastgoedcrisis van 1989-1990 wereldwijd slechter hebben gedaan dan kantorenfondsen. Sinds 1994 doen winkelfondsen het juist beter dan kantoren.





Figuur 3. Rendementsindices naar vastgoed-type

Zoals [tabel 2](#) laat zien vertaalt zich dit in gemiddelde rendementen van 0,82% per maand voor woningen, tegenover 0,54% voor kantoren en 0,61% voor winkels. De correlaties tussen de verschillende typen vastgoed zijn gemiddeld iets hoger dan de correlaties tussen de regio's, hetgeen aangeeft dat diversificatie langs de regionale dimensie wat nuttiger is dan langs de dimensie vastgoedtype.

Tabel 2. Gemiddeld maandrendement en risico indirect vastgoed per type vastgoed 1984-1996

	gemiddeld rendement	standaard- deviatie	correlaties	
			kantoren	winkels
Woningen	0,82	3,48	0,55	0,59
Kantoren	0,54	4,12		0,72
Winkels	0,61	5,09		

Conclusie

Het investeren in vastgoed-aandelen heeft de afgelopen jaren een enorme vlucht genomen. De wereldwijde vastgoed-aandelenmarkt is nu zo groot geworden dat zelfs grote kapitalen zonder veel moeite kunnen worden geabsorbeerd. Deze markt stelt beleggers in staat een werkelijk internationale vastgoed-beleggingsstrategie uit te voeren. Voor Nederlandse vastgoedbeleggers komt dat goed van pas, omdat de nationale vastgoedmarkten binnen Europa de laatste jaren steeds meer samenhang zijn gaan vertonen. Om een goed gediversifieerde vastgoedportefeuille op te bouwen is het dan ook nodig geworden om die portefeuille over de continenten te verspreiden. Door gebruik te maken van indirect vastgoed kan dat tegenwoordig vrijwel probleemloos

¹ Zie *Het vastgoed-beleggingsbeleid van de grote Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen*, Stichting Marktbeleid en Marktonderzoek, Universiteit van Amsterdam, 1996.

² Zie P. Eichholtz, R. Huisman, K. Koedijk en L. Schuin, *Continental factors in international real estate returns*, LIFE working paper, 1997.