



Woningen in de pensioenportefeuille

Auteur(s):

Eichholtz, P.M.A.

Hilverink, H.

Theebe, M.A.J.

Respectievelijk verbonden aan de Universiteit Maastricht en de Universiteit van Amsterdam, aan Vesteda en aan de Universiteit van Amsterdam en het Tinbergen Instituut. De auteurs danken P.J. Boelhouwer voor hulp bij het verkrijgen van internationale woninggegevens.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4275, pagina 812, 13 oktober 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Beleggen in woningen kan de institutionele beleggingsportefeuille inflatiebescherming, risicospreiding en diversificatie bieden.

In tegenstelling tot hun buitenlandse collega's beleggen Nederlandse institutionele beleggers relatief veel in woningen. Deze tegenstelling wordt goed geïllustreerd door de samenstelling van de ROZ-IPD-index, die wordt gebruikt om de prestaties te meten van Nederlands direct vastgoed. Deze index, die gebaseerd is op de Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles, bestaat voor 47 procent uit woningen. In de vergelijkbare index voor het Verenigd Koninkrijk, de IPD-UK index, hebben woningen een weging van nog geen vier procent. Dat komt goed overeen met de situatie in de rest van Europa¹. Het is de vraag of de beleggingsprestaties van Nederlandse woningen deze uitzonderlijke situatie rechtvaardigen.

Kijkend naar de institutionele beleggingsportefeuilles in Nederland valt verder op dat de pensioenfondsen gemiddeld meer in woningen beleggen dan de verzekeringsmaatschappijen: de allocaties zijn respectievelijk 46 procent en 34 procent². Een belangrijk verschil tussen deze twee groepen beleggers is de aard van hun verplichtingen: reëel voor pensioenfondsen en nominaal voor verzekeringsmaatschappijen. De ruimere allocatie naar woningen door de pensioenfondsen zou dus kunnen betekenen dat woningen worden gezien als een relatief goede bescherming tegen inflatierisico. De vraag is of ze die inderdaad bieden.

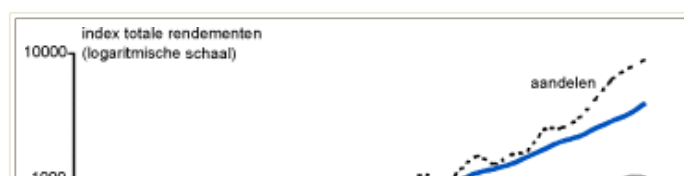
Het opvallende aan de institutionele woningportefeuilles is dat ze vrijwel geheel uit Nederlandse woningen bestaan. Nederlandse beleggers bezitten slechts bij hoge uitzondering woningen in het buitenland, terwijl er binnen het commerciële vastgoed juist een traditie bestaat om ook in het buitenland te beleggen. Wel is er sprake van buitenlandse beleggingen in beursgenoteerde woningfondsen, maar die zijn slechts voorhanden in een zeer beperkt aantal landen. Recentelijk ontstaan er in de Nederlandse vastgoedwereld discussies over de vraag hoe Europees de institutionele vastgoedportefeuilles moeten worden nu Europa steeds meer één wordt. Woningen spelen in deze discussie nauwelijks een rol en dat is, gezien het grote belang van woningen in de portefeuilles, een beetje vreemd.

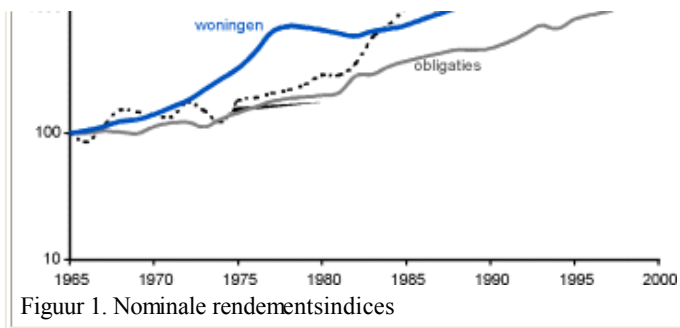
Toegevoegde waarde

De drie hierboven gestelde vragen met betrekking tot beleggingsprestaties, inflatiebescherming en internationale spreiding draaien allemaal om de toegevoegde waarde die woningen kunnen hebben in een Nederlandse institutionele beleggingsportefeuille en in dit artikel zullen we ze alle drie uitgebreid behandelen. Om te beginnen vergelijken we de beleggingsprestaties van woningen met die van aandelen en obligaties. Hieruit blijkt vooral dat woningen in een portefeuille die verder overwegend bestaat uit aandelen en obligaties tot zeer veel risicospreiding kunnen leiden. Vervolgens onderzoeken we in hoeverre woningen bescherming bieden tegen inflatie-risico's. Hier blijkt de beleggingshorizon een grote rol te spelen: op korte termijn biedt geen van de onderzochte beleggingscategorieën echt bescherming tegen inflatie en kunnen we woningen beschouwen als de minst slechte bescherming tegen inflatierisico. Op de lange termijn is er sprake van iets meer bescherming en doen woningen het wat dit betreft iets beter dan aandelen. Tenslotte onderzoeken we in hoeverre het nuttig zou zijn voor Nederlandse beleggers om internationaal in woningen te beleggen.

Risicoreductie

Om te bepalen hoe woningen zich gedragen ten opzichte van aandelen en obligaties hebben we gebruik gemaakt van jaarlijkse data voor de periode 1965-1999. De aandelen- en obligatiereeksen zijn herbeleggingindices die eerder zijn gebruikt in Eichholtz, Koedijk en Otten³. De woningindex is een index van totale rendementen die is gebaseerd op verkoopcijfers van de NVM en een huurindex van het ministerie van VROM⁴. [figuur 1](#) is een grafische weergave van deze indices, waarbij de schaal van de y-as logaritmisch is. De figuur laat duidelijk zien dat aandelen de beste rendementen hebben opgeleverd, gevolgd door woningen en op afstand door obligaties.





Om de prestaties van de verschillende beleggingscategorieën aan een nader onderzoek te kunnen onderwerpen, berekenen we eerst gemiddelde jaarlijkse rendementen en standaarddeviaties. Deze worden gepresenteerd in [tabel 1](#). De cijfers in deze tabel laten zien dat het gemiddelde jaarlijkse woningrendement over de meest recente 35 jaar zich ongeveer halverwege tussen de hogere aandelenrendementen en de lagere rendementen op obligaties bevindt, zowel in nominale als voor inflatie gecorrigeerde termen. De standaarddeviatie van de woningrendementen is iets hoger dan die van obligaties maar aanmerkelijk lager dan de standaarddeviatie van aandelenrendementen. De tabel presenteert ook correlatiecoëfficiënten die aangeven dat aandelen- en obligatierendementen positief aan elkaar zijn gerelateerd, terwijl rendementen op woningen vrijwel geen correlatie vertonen met aandelen en obligaties. Dat betekent dat woningen vanuit het oogpunt van de spreiding van het risico van een beleggingsportefeuille een sterke beleggingscategorie vormen.

Tabel 1. Jaarlijkse rendementen, risico's en correlaties, 1965-1999

	Aandelen	woningen	obligaties
<i>nominale rendementen (%)</i>			
gemiddelde	16,0	11,9	7,4
standaarddeviatie	20,9	10,0	8,4
<i>correlaties</i>			
woningen	-0,04		
obligaties	0,16	-0,02	
<i>reële rendementen (%)</i>			
gemiddelde	11,7	7,6	3,3
standaarddeviatie	20,7	9,3	8,3
<i>correlaties</i>			
woningen	0,02		
obligaties	0,23	-0,01	

Woningen en inflatie

Pensioenfondsen zijn vanwege hun verplichtingen bijzonder geïnteresseerd in beleggingen die bescherming bieden tegen inflatie-risico. Woningen doen het wat dat betreft iets beter dan aandelen en obligaties. Correlaties tussen de jaarlijkse rendementen van deze laatste twee beleggingscategorieën geven namelijk aan dat zij respectievelijk negatief (-0,15) en nauwelijks (0,06) met de inflatie mee bewegen, terwijl jaarlijkse woningrendementen met een coëfficiënt van 0,20 wat inflatiebescherming betreft iets meer hoop bieden.

Voor een gemiddeld pensioenfonds is een horizon van één jaar echter veel te kort. Gezien de verplichtingenstructuur zijn horizons van vijf jaar en langer relevanter en dat geldt met name voor de vraag of er sprake kan zijn van bescherming tegen inflatierisico. Aangezien we slechts voor 35 jaar data hebben, kunnen we geen analyse doen met aaneengesloten perioden van vijf jaar; we zouden dan slechts zeven waarnemingen hebben. We kijken derhalve naar overlappende perioden en onderzoeken eerst voor horizons van één, vijf, tien en vijftien jaar hoe groot de kans was op een negatief reëel rendement.

Het eerste gedeelte van [tabel 2](#) geeft de resultaten van deze analyse. Voor een horizon van een jaar blijkt dat de kans op een negatief reëel rendement voor woningen het kleinst is: 14,7 procent. Als we de horizon verlengen, dan blijkt dat voor alle drie de beleggingscategorieën de kans op een negatief reëel rendement kleiner wordt. Het snelst daalt die kans voor aandelen en woningen, het langzaamst voor obligaties. Op de lange termijn, met een horizon van tien jaar, blijkt dat er voor woningen geen enkele periode was met een negatief reëel rendement. Voor een horizon van vijftien jaar gold dit ook voor aandelen, terwijl de kans op een negatief reëel rendement op obligaties wel aanwezig bleef. Vanuit het oogpunt van inflatie-bescherming doen obligaties het dus opvallend slecht.

Tabel 2. Inflatie-bescherming en beleggingshorizon

horizon (jaren)	1	5	10	15
<i>kans op negatief reëel rendement (%)</i>				
aandelen	32,4	13,3	4,0	0,0
obligaties	41,2	30,0	24,0	10,0
woningen	14,7	13,5	0,0	0,0
<i>gemiddelde negatieve reële rendement (%)</i>				
aandelen	-12,0	-4,0	-1,4	0,0
obligaties	-3,9	-1,4	-1,0	-1,0
woningen	-8,0	-5,0	0,0	0,0
<i>standaarddeviatie van alle reële rendementen (%)</i>				

aandelen	20,7	10,0	7,1	5,5
obligaties	8,3	4,1	3,2	2,6
woningen	9,3	6,3	3,5	1,8
waarnemingen	34	30	25	20

Voor alle 35 jaar zijn impliciete totale rendementen berekend voor diverse beleggingshorizonten. De berekeningsperioden schuiven steeds een jaar verder op in de tijd.

Het tweede gedeelte van [tabel 2](#) laat zien hoe groot het negatieve reële rendement is in de jaren dat er sprake is van zo'n rendement. Vooral op de korte termijn blijkt dat erg negatief te zijn voor aandelen: -12,0 procent. Ook hier geldt dat de situatie verbetert naarmate de horizon langer wordt. Hierbij gaan aandelen en woningen ongeveer gelijk op. De conclusie is hier dus dat woningen op jaarbasis meer bescherming bieden tegen inflatie dan aandelen en obligaties en dat een langere horizon met zich meebrengt dat de kans op een positief reëel rendement verbetert. Daarbij moet worden opgemerkt dat obligaties hier achterblijven bij aandelen en woningen.

Het laatste deel van [tabel 2](#) geeft inzicht in de vraag hoe de beleggingshorizon de zekerheid van het reële rendement beïnvloedt. Aangezien het hier om overlappende perioden gaat, is het niet erg vreemd dat de gepresenteerde standaarddeviaties dalen naarmate de beleggingshorizon langer wordt. Waar het hier echter om gaat is of ze voor alle drie de beleggingscategorieën even snel dalen. Dat blijkt niet het geval te zijn. Uit de gepresenteerde cijfers blijkt dat woningen bij de langste beleggingshorizon het laagste risico vertonen en dus de positie van obligaties overnemen. Voor beleggers met een lange horizon zijn woningen dus een relatief interessante belegging.

Internationaal beleggen?

Nog meer dan het geval is voor commercieel vastgoed, worden woningmarkten gezien als lokale markten, met een zeer geringe internationale dimensie. Inderdaad worden woningprijzen sterk beïnvloed door factoren die per locatie of per land sterk uiteen kunnen lopen. De vraag naar woningen is, gezien het spaarzame internationale verhuisgedrag, vooral landelijk bepaald. Het aanbod wordt sterk bepaald door de overheid. Ook woninghuren zijn onderhevig aan veel overheids-ingrijpen en dat geldt in vrijwel alle landen. Juist vanwege deze grote rol van de overheid houden institutionele beleggers zich doorgaans verre van internationale woningbeleggingen. Vanuit beleggersperspectief wordt de overheid vooral gezien als een risicobron.

Toch suggereert juist het feit dat de woningmarkten zo lokaal bepaald zijn, dat het internationaal beleggen in woningen sterke diversificatievoordelen zou kunnen opleveren. Recent onderzoek geeft indirect aan dat er inderdaad sprake is van dergelijke diversificatievoordelen ⁵. Wij willen dit wat verder uitdiepen door een internationale vergelijking te maken tussen woningmarkten en te onderzoeken in hoeverre woningprijsveranderingen internationaal met elkaar zijn gecorreleerd. Om dit uit te kunnen zoeken, zijn data gebruikt die is verzameld door de European Mortgage Federation ⁶. Het betreft hier landelijk gemiddelde procentuele prijsveranderingen van koopwoningen. We maken de vergelijking op basis van nominale prijsveranderingen. De gegevens zijn opgenomen in [tabel 3](#). Voor de meeste onderzochte landen hebben we gegevens van 1970 tot en met 1998 kunnen gebruiken, maar voor een aantal landen begint de tijdreeks enkele jaren later.

Tabel 3. Internationale nominale woningprijs-veranderingen, 1970-1998

	verandering prijzen koopwoningen _a			correlatie _b
	gemiddelde	standaard-deviatie	aantal waarnemingen	
<i>Europa</i>				
België	6,6	6,8	28	0,74***
Denemarken	6,8	9,0	27	0,36*
Duitsland	4,1	8,6	27	-0,04
Finland	8,2	12,4	28	-0,09
Frankrijk	3,0	6,3	13	0,02
Ierland	7,6	6,8	14	0,35
Nederland	6,9	10,5	28	
Oostenrijk	8,2	9,5	28	0,13
Spanje	8,1	9,7	11	-0,58*
VK	11,2	10,9	28	0,01
Zweden	6,4	8,1	28	0,43**
<i>rest wereld</i>				
Canada	5,3	8,5	14	-0,07
Japan	6,4	11,2	27	-0,04
VS	6,6	3,8	27	0,30

* = significant op 10%-niveau
 ** = significant op 5%-niveau
 *** = significant op 1%-niveau

a. Gemiddelde en standaarddeviatie van prijsveranderingen van koopwoningen.

b. Correlatie van prijsveranderingen van koopwoningen in het betreffende land met prijsveranderingen van Nederlandse koopwoningen.

Deze tabel laat zien dat de prijsveranderingen op koopwoningen internationaal sterk uiteen lopen. Aan de onderkant bevinden zich landen als Frankrijk en Duitsland, met gemiddelde jaarlijkse prijsstijgingen van drie tot vier procent. Boven in het spectrum zit het Verenigd Koninkrijk, met een jaarlijkse prijsstijging van 11,2 procent vanaf 1970. Nederland neemt met 6,9 procent een middenpositie in. De standaarddeviaties van deze prijsstijgingen liggen tussen de 3,8 procent voor de Verenigde Staten en 12,4 procent voor Finland. De

cijfers laten een positief verband zien tussen gemiddelde prijsstijging en standaarddeviatie.

De laatste kolom van [tabel 3](#) geeft de correlaties tussen prijsveranderingen van Nederlandse woningen en die van woningen in het buitenland. Deze correlaties blijken erg laag te zijn. De Nederlandse markt vertoont alleen significant positieve correlaties met België, Denemarken en Zweden. Verder zijn de correlaties niet significant verschillend van nul, of negatief. Dat betekent dat internationaal beleggen in woningen wel eens belangrijke diversificatievoordelen zou kunnen opleveren; voor Nederlandse beleggers een reden om in het buitenland te kijken en voor buitenlandse beleggers een reden om naar Nederland te kijken. Al of niet beursgenoteerde woningfondsen zouden hierbij een rol kunnen spelen.

Conclusies

Woningen kunnen belangrijke toegevoegde waarde leveren aan een institutionele beleggingsportefeuille. De correlaties tussen aandelen- en obligatierendementen aan de ene kant en het rendement op woningen aan de andere kant zijn laag en het diversificatiepotentieel van woningen is derhalve hoog. Bovendien bieden woningen een redelijke bescherming tegen inflatie, zeker op de lange termijn. De relatief hoge allocatie aan woningen die veel Nederlandse pensioenfondsen hebben is dan ook gerechtvaardigd. Onze resultaten geven aan dat ze daarnaast zouden kunnen overwegen om in woningen in het buitenland te beleggen. De internationale correlaties tussen de woningrendementen zijn dermate laag dat beleggen in buitenlandse woningen uit oogpunt van risicospreiding zonder meer het overwegen waard is

1 Situatie eind 1999; zie ROZ/IPD, *Netherlands property index*, Den Haag, 2000 en IPD UK, *Annual index*, Londen, 2000. Woningen in het Verenigd Koninkrijk delen een restcategorie van vier procent met boerderijen en ander niet-commercieel vastgoed.

2 Situatie 1997; Zie *Trends 2000-2001*, Vastgoedmarkt, Den Haag, 2000.

3 Zie P.M.A. Eichholtz, R. Otten en C.G. Koedijk, [De eeuw van het aandeel](#), *ESB*, 14 januari 2000, blz. 24-27.

4 Huurrendementen op woningen van Nederlandse beleggers worden niet centraal geregistreerd. Eerdere studies (zoals bijvoorbeeld P.M.A. Eichholtz en D. Geltner, *Woonfondsen: een revolutie op de huizenmarkt*, *ESB*, 30 augustus 1995, blz. 756-759) besteden doorgaans weinig aandacht aan deze component van het totale rendement, door dit bijvoorbeeld als een vast percentage van de woningwaarde op te nemen. In dit artikel willen wij het huurrendement realistischer benaderen door gebruik te maken van de huurindex die is gepubliceerd in *Volkshuisvesting in cijfers 99* van het ministerie van VROM. Deze index bevat naast woningen van beleggers ook corporatiewoningen, die gewoonlijk worden gekenmerkt door een veel lagere huur. Deze index gebruiken wij om een waarschijnlijk wat voorzichtig verondersteld bruto aanvangsrendement van 6,5 procent jaarlijks aan te passen voor huurontwikkelingen, rekening houdend met 25 procent huurlasten.

5 Zie P.J. Boelhouwer, A.A.A. Mariën en P. de Vries, *Koopprijsonwikkeling in internationaal perspectief*, NETHUR/DGVH, Delft, 1999. Deze auteurs presenteren volatiliteitscijfers voor internationale woningmarkten die aangeven dat die volatiliteiten over landen niet synchroon lopen in de tijd.

6 Zie European Mortgage Federation, *Hypostat*, diverse jaren. Deze data zijn ook gebruikt door Boelhouwer e.a. (zie noot 5).