

# VASTGOEDMARKT IS VEEL MINDER VOORSPELBAAR GEWORDEN

Door Hans Amesz

**Institutionele beleggers kunnen zeker meer in vastgoed beleggen, maar niet vanwege de argumenten die in het verleden altijd werden gebruikt. Volgens Dirk Brounen, hoogleraar aan de Tilburg School of Economics and Management, vormen vastgeroeste verwachtingspatronen het grootste risico op de vastgoedmarkt.**



Foto: Archief Universiteit Tilburg

Dirk Brounen

CV

Dirk Brounen studeerde economie aan de universiteiten van Maastricht en Tilburg. In 2000 was hij Visiting Scholar aan de UC Berkeley. In 2003 promoveerde hij in Finance aan de Universiteit van Amsterdam. Vanaf 2000 tot 2008 was hij assistent hoogleraar in Finance and Real Estate in Amsterdam en Rotterdam (RSM Erasmus University). Van 2008 tot 2010 was hij hoogleraar aan de Rotterdam School of Management en van 2011 tot heden hoogleraar Real Estate Economics aan de Universiteit Tilburg. Verder adviseerde hij tussen 2000 en 2011 ABP, Achmea, Amvest, AZL, Bouwfonds, KLM Pensioenfonds, Vesteda en VendexKBB.

‘Veel pensioenfondsen denken en spreken vaker over vastgoed dan in het verleden. Dat komt vooral omdat vastgoed nu aanzienlijk meer vragen oproept, de markt is niet meer zo voorspelbaar. De argumenten voor het hebben van vastgoed waren: het is waardevast, inflatiegerelateerd, en laag gecorreleerd met andere beleggingscategorieën. Maar die overwegingen stammen uit de jaren tachtig en gelden nu minder. De laatste jaren hebben we bijvoorbeeld gezien dat je met vastgoed ook veel geld kunt verliezen.’ Dat zegt Dirk Brounen, die daarmee vooral niet gezegd wil hebben dat er niet of minder in vastgoed belegd zou moeten worden. ‘Integendeel. Gemiddeld bestaat 13 tot 15 procent van de portefeuille van een institutionele belegger uit vastgoed.

Als je de cijferreeksen erbij neemt, zelfs van de laatste zeven à acht jaar, moet je constateren dat vastgoed, enigszins afhankelijk van de gehanteerde definitie, het relatief goed gedaan heeft. De mogelijkheid om indirect publiek te beleggen, heeft enorm in de kaart van vastgoed gespeeld, want er is geen vermogenstitel die zo goed heeft geredeneerd als beursgenoteerd vastgoed. Er kan zeker meer in vastgoed belegd worden, maar niet vanwege de argumenten uit het verleden. Die hoorde je in een tijd voordat de leegstandsniveaus groot werden en de wereld veranderde.

We zitten de laatste tien jaar in een samenleving waarin de dingen echt digitaal gaan worden. Het winkelconcept verandert, flexplekken en thuiswerken nemen toe. Vroeger werd gezegd: vastgoed (winkels, kantoren) is altijd nodig, maar dat is in veel gevallen minder evident geworden en dat is vrij snel gegaan. Dat de vraag onder invloed van internet zal halveren, is over-



dreven, maar die invloed is wel duidelijk merkbaar. Mensen veranderen wat betreft hun voorkeuren en wensen, ook richting vastgoed. Voor een belegger is het belangrijk een mindset te hebben die daarvoor openstaat, erover na te denken wat die veranderingen inhouden en welke gevolgen ze kunnen hebben.'

Volgens Brounen worden afwegingen, die in het verleden bijna vanzelfsprekend waren, nu heel anders genomen. 'Op de vraag woning kopen of huren, zei vroeger iedereen kopen, want de huizenprijzen zouden alleen maar omhoog gaan. Dat bleek niet zo te zijn. Volgend jaar komt er een sociaal leenstelsel voor studenten, waardoor studeren aanzienlijk duurder wordt. Het is goed voor te stellen dat veel studenten zullen besluiten voorsnog thuis te blijven wonen. De laatste keer dat de woningmarkt een klap heeft gehad, was in de afgelopen jaren en daarvoor in 1979. Beleggers en consumenten zijn gewend geraakt aan langdurige periodes waarin de vastgoedprijzen alleen maar stegen; het is inmiddels hoog tijd geworden om veel veronderstellingen en zogenaamde waarheden te herijken.'

### KANTOREN EN WONINGEN

Brounen noemt het voorbeeld van kantoren. 'Vijftien jaar geleden, in 1999, hadden we de high-tech wind vol in de rug. Op conferenties die ik bezocht, ging het er in het begin alleen maar over dat er een enorme nieuwe sector was opgestaan, die voorzien moest worden van kantoren. Maar je wist ook dat diezelfde ICT-sector zorgde voor automatisering op de werkvloer; het flexconcept van architect Rem Koolhaas is al van voor 1999. De verhouding tussen aanbod en vraag is behoor-

**Ik maak me zorgen over het feit dat veel mensen vast zitten in een idee over waardevastheid van onroerend goed.**

lijk scheef gaan groeien.' Vooral met betrekking tot de woningmarkt wijst hij op de demografische trend. 'Wat gebeurt er met de vraag als de bevolking krimpt? Op lange termijn kan dat natuurlijk prijseffecten tot gevolg hebben. Maar als dat eigenlijk tachtig jaar niet is voorgekomen, is het heel moeilijk uit een stijgend verwachtingspatroon te komen.' Brounen constateert dat dit soort patronen het grootste risico op de vastgoedmarkt zijn. 'We passen onze overtuigingen en verwachtingen niet snel aan. Ik maak me zorgen over het feit dat veel mensen vast zitten in bijvoorbeeld een idee over waardevastheid van onroerend goed.'

Volgens hem moeten we de gedachte loslaten dat het wel meevalt. 'Er is altijd gezegd: vastgoed volgt de cyclus, het is dus een vast gegeven dat de vastgoedmarkt zich altijd herstelt. Zeker, de normale economische cyclus is ook in de vastgoedmarkt voelbaar, maar er is inmiddels sprake van structurele veranderingen, die voor heel veel mensen echt nieuw zijn, omdat we uit een samenleving komen die zestig jaar lang is gegroeid en uitgebreid. Je hoeft geen trendwatcher te zijn of vastgoedkunde gestudeerd te hebben om een aantal van die patronen en trends alvast te zien.'

### HERVORMINGSAGENDA KABINET

Brounen wijst op de aangekondigde hervormingsagenda van het kabinet. 'Op de hypotheekmarkt is sprake van een echte hervorming met betrekking tot bijvoorbeeld de belastingaftrek en annuïtaire plicht voor starters. Dat maakt nogal een verschil in de woningmarkt. We gaan naar een participatie-samenleving en dat heeft gevolgen voor vrijwel alle sectoren in de vastgoedmarkt. Ik ben er overigens van overtuigd dat het feit dat zoveel dingen hervormd worden gewoon van deze tijd is en niet speciaal een voorkeur van het kabinet-Rutte. Een hervorming in de zorg is dat die veel meer geliberaliseerd gaat worden, er komt meer prijsvorming. In de toekomst krijgen ziekenhuizen en verpleegtehuizen veel minder geld van de overheid. Ze krijgen het eigendom van hun panden en zullen zelf uitbreidingen en verbouwingen moeten financieren, zoals elk ander bedrijf. Dat betekent dat er een kans voor beleggers ontstaat. Die zullen zeggen: wij denken niet dat jullie daar heel goed in zijn, maar wij kunnen dat voor jullie organiseren. Daar kun je zorgvastgoedfondsen voor stichten.'

De eerste vraag die een vastgoedbelegger zichzelf moet stellen is: waarin ga ik hoeveel investeren? 'Er zijn wereldwijde verschillen, hoewel die kleiner zijn dan tussen sectoren,' aldus Brounen. 'Ik denk niet dat een belegger van elke sector alles moet weten, maar hij moet wel durven zeggen: in die en die markten heb ik gewoon geen vertrouwen, maar voor de markten waarin ik wel geïnteresseerd ben, wil ik een goede propositie zien. Dat mis ik nog wel eens, ik zie dat veel pensioen- en beleggingsfondsen worstelen met de vraag hoe goed ze een markt kennen. Je moet echt zorgen dat je met vastgoed niet op de verkeerde plekken komt te zitten en niet zeggen: we hebben een lange praktische ervaring met kantoren en winkels, dus daar gaan we gewoon mee door. Steeds blijkt echter weer dat het heel lastig is om jezelf opnieuw uit te vinden. Ik merk dat grote beleggers hun koers maar moeilijk kunnen verleggen.'

Beleggen in woningen kan volgens Brounen interessant zijn. 'Alles wijst erop dat minister Blok graag wil dat de corporatiesector kleiner wordt. Qua aanbod zou je als

pensioenfonds misschien alvast je interesse moeten tonen in het opkopen van zo'n fonds of een portefeuille. Dan koop je bijvoorbeeld langlopende huurcontracten en heb je een inflatie-instrument of een gesecuritiseerde pool van vastgoedpanden. De eerste experimenten lopen al, institutionele beleggers beginnen actief te worden in portefeuilles van corporaties. Als gezegd: een belegger moet wel goed weten in welke markt hij wil zitten, Amsterdam is een ander verhaal dan een buitengebied in Drenthe.'

### MAATSCHAPPELIJKE TRENDS

Een belegger doet er, zegt Brounen, verstandig aan in te spelen op de maatschappelijke trends en die te duiden. 'Een belegger moet zich ook de vraag stellen wat veranderende regelgeving en toezicht voor hem betekenen, zoals Basel III, Solvency II, AIFMD en IFRS lease accounting. Wat ik merkwaardig vind, is dat er gezegd wordt: veranderingen zijn er altijd, we hebben een boekhouder en als het zover is, dan horen we het wel. Je ziet dat het kabinet zaken verandert die invloed hebben op jouw markt en op elke deelmarkt anders uitpakken. Tien jaar geleden waren er sommige drieste voorspellingen dat winkelen overbodig zou worden of dat er geen kantoren meer nodig zouden zijn. Dat is natuurlijk niet uitgekomen en hoe de toekomst eruit ziet weet ik niet, maar ik weet wel dat er nog heel veel regelgeving komt, die voor enorme gamechanges gaat zorgen. Per 1 januari wordt bijvoorbeeld een label over het energieverbruik verplicht. Ik ben ervan overtuigd dat dat en andere regels voelbaar gaan worden in de risico-rendementsverhouding van vastgoed. In Tilburg zijn we in 2009 gestart met een onderzoek naar wat de energierekening doet met de verkoopprijs. Als je met grote bedragen actief in de vastgoedmarkt bent, moet je nieuwsgierig blijven naar het antwoord op de vraag wat een en ander echt betekent. Dan mag je niet alleen op je gevoel afgaan. Er wordt nu al gespeculeerd over het flexibel maken van de onroerendgoedbelasting, net als de bijtelling van een auto. De regeldruk die er nu is, vind ik een heel voorspelbare trend.' «

**Ik zie dat veel pensioen- en beleggingsfondsen worstelen met de vraag hoe goed ze een markt kennen.**

- Gemiddeld bestaat 13 tot 15 procent van institutionele portefeuille uit vastgoed
- Beleggers moeten goed weten in welke markt ze willen investeren
- Beleggers moeten zich afvragen wat impact is van veranderende regelgeving en toezicht