



a.s.r. real assets investment partners

De impact van gestegen rentes op Europees beursgenoteerd vastgoed en het duurzame herstel

De Europese beursgenoteerde vastgoedsector heeft de afgelopen achttien maanden, door verschillende factoren, een turbulente periode doorgemaakt. Voor ons als vertegenwoordiger van vastgoedbeleggers is de afgelopen periode interessant en leerzaam geweest, met voldoende aanknopingspunten voor de nabije toekomst. In de onderstaande analyse geeft a.s.r. real assets investment partners inzicht in de ontwikkelingen en deelt zij haar visie voor de komende tijd.

De Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt kan inmiddels worden aangemerkt als een volwassener geworden sub-sector binnen aandelen, en heeft een significante exponentiele groei doorgemaakt. Zo is de Europees beursgenoteerde vastgoedmarkt gegroeid van een marktkapitalisatie van circa €115 miljard eind 2000 naar €230 miljard eind 2022. Het gros van de exponentiële groei vond plaats in de periode 2010 – 2022. Waar voorheen met name traditionele vastgoedsectoren, zoals winkelvastgoed en kantoren, het grootste deel uitmaakten van menig index is de sectorverdeling ultimo 2022 gediversifieerder. Denk hierbij aan de opmars van sectoren als logistiek vastgoed, woningen en zorgvastgoed.

Beursgenoteerd vastgoed is vastgoed

In de periode 2014 – 2021 (There is no alternative tijdperk) waarin de rentes op Amerikaanse en Europese staatsobligaties naar recordlaagtes daalden kwamen zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed nadrukkelijker in het vizier van beleggers wereldwijd. Dit betrof zowel beleggers met een lange beleggingshorizon als beleggers met een relatief korte beleggingshorizon.

Een belangrijke reden voor de verhoogde aandacht was en is het relatief hoge directe rendement van beursgenoteerd vastgoed t.o.v. andere sub-sectoren binnen aandelen. Het aantrekkelijke dividendrendement van (Europees) beursgenoteerd vastgoed is toe te schrijven aan meerdere factoren, waaronder:

- Gunstige fiscale regimes voor directe rendementen (REIT-regime);
- Inflatiecorrectie in huurcontracten;
- Gunstige sociaal-demografische ontwikkelingen voor vastgoed.

De oplettende lezer zal het niet zijn ontgaan dat de bovengenoemde factoren, voor zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed gelden. Dit brengt ons bij de eeuwenoude vraag: "Is beursgenoteerd vastgoed ook vastgoed?". Na bestudering van eerdere onderzoeken en studies, van o.a. MSCI¹, EPRA² en Green Street³ is ook onze conclusie dat beursgenoteerd vastgoed 'gewoon' vastgoed is, vooral door de lange termijn correlatie tussen beide typen vastgoed. Ons uitgangspunt is dat als wordt gekozen om specifiek te beleggen in beursgenoteerd vastgoed, de eindbelegger moet worden geclassificeerd als vastgoedbelegger. De wijze waarop kan uiteraard wel verschillen. Denk hierbij aan een actieve of passieve benadering, middels een directe belegging, beleggingsfonds-, mandaat en/of indextracker. Daarnaast kan ook de beleggingshorizon van vastgoedbeleggers verschillen.

In de huidige tijdsgeest zien wij aanvullende argumenten om beursgenoteerd vastgoed te zien als vastgoed. Deze aanvullende argumenten worden in het vervolg van dit artikel aangestipt.

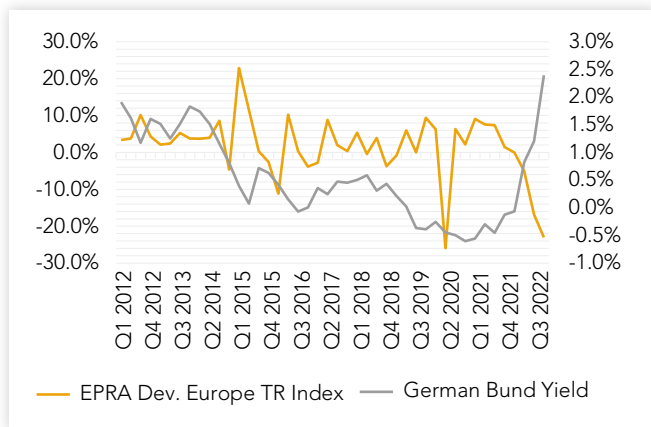
1 MSCI: Listed and Private Real Estate: Putting Pieces Back Together. www.msci.com/www/blog-posts/listed-and-private-real-estate/0629647090

2 Hoesli, M. & Oikarinen, E. (2021). Does Listed Real Estate Behave Like Direct Real Estate. Brussels: EPRA.

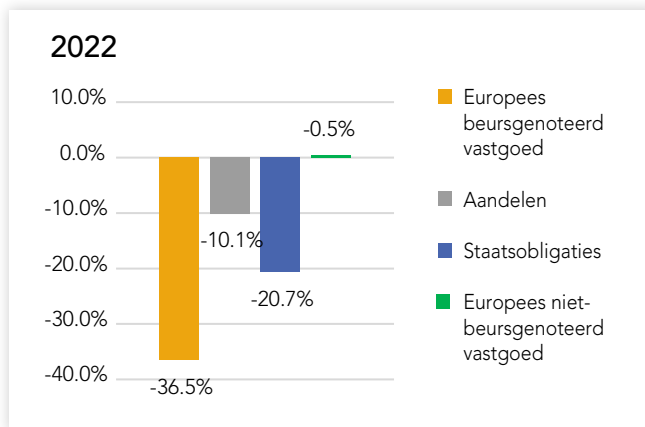
3 Green Street (2019): Listed and Private Real Estate. Madrid: EPRA

Trendbreuk in samenhang performance beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed

Het rendementsverloop voor Europees beursgenoteerd vastgoed is sinds de gestegen rentes in 2022 wezenlijk anders dan in de periode 2014 - 2021 (zie figuur 1). In 2022 rendeerd Europees beursgenoteerd vastgoed aanzienlijk slechter dan Duitse staatsobligaties, algemene aandelenindices en Europees niet-beursgenoteerd vastgoed (zie figuur 2).



(Figuur 1. Bron: Datastream)



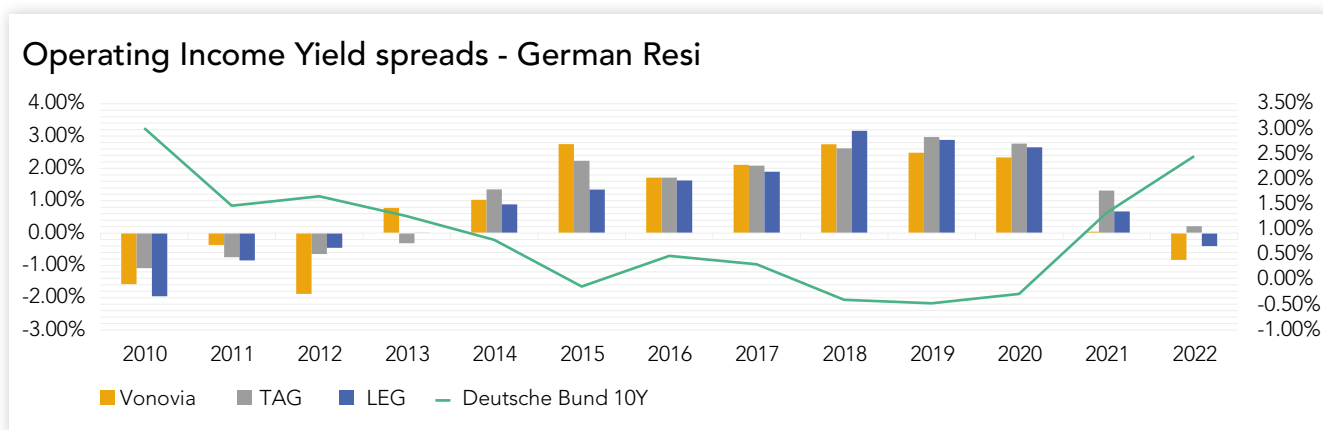
(Figuur 2. Bron: Datastream)

Het verschil in rendement in 2022 tussen Europees beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed doet voorkomen dat beursgenoteerd vastgoed weinig overeenkomsten deelt met niet-beursgenoteerd vastgoed. Echter, willen wij inzoomen op het verschil in rendement van beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd om verder aan te tonen dat Europees beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed juist sterk met elkaar samenhangen. Al geven we toe dat het huidige verschil in waarderingen van beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed dit (op het moment van publiceren) niet doet overkomen.

Argument 1: vastgoedratio's als leidende ratio's in stijgende renteomgeving

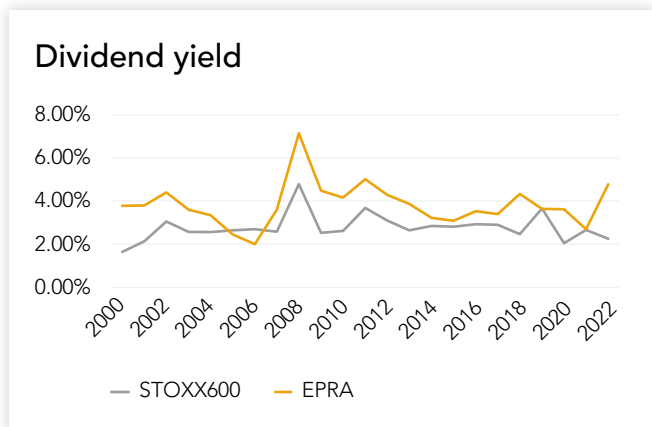
Een financieel kengetal waar in het 'There is no alternative -tijdperk' veelal naar werd verwezen is de zogeheten 'yield spread'. Namelijk, het verschil in rendement op, ter referentie, een 10-jaars Duitse staatsobligatie en een andere beleggingscategorie. In de jaren dat de rente op de 10-jaars Duitse staatsobligatie daalde, namen de 'yield spreads' van vastgoed toe. In 2022, toen de rente op de 10-jaars Duitse staatsobligatie steeg, daalden de 'yield spreads' aanzienlijk in relatief korte tijd (zie figuur 3). Met name in de periode van relatief harde rentestijgingen valt ons het gedrag van beleggers in Europees beursgenoteerd vastgoed op.

Wat er nadrukkelijk uitspringt zijn de koersdalingen in 2022 van een aantal beursgenoteerde vastgoedbedrijven met relatief veel vreemd vermogen (>40%) en historisch lage aanvangsrendementen. Waarbij wij doelen op het rendement dat wordt gemaakt op de beleggingsportefeuille ('de stenen'). Namelijk, de operationele opbrengsten t.o.v. de waarde van de vastgoedportefeuille. Denk hierbij aan enkele in Zweden en Duitsland genoteerde woningvastgoedbedrijven en/of enkele beursgenoteerde logistieke vastgoedbedrijven. Bedrijven waarvan de yields spread in de periode 2014 – 2021 relatief het hardst stegen behoorden tot de groep met de negatiefste koersontwikkelingen in 2022.

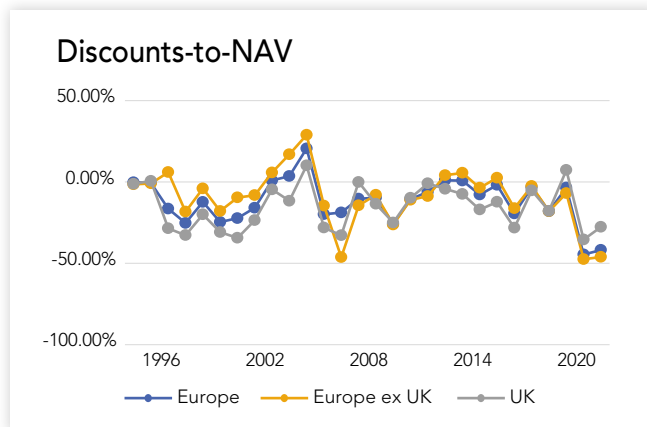


Figuur 3. Operating income yield spreads (Datastream, 2023)

Hiermee leek de markt te impliceren dat de waarde van de onderliggende portefeuilles bij de aangepaste renteniveaus negatieve herwaarderingen (zouden) moeten ondergaan, om zo weer een gezonde ‘yield spread’ dan wel aanvangsrendement te hebben. Als door beleggers in beursgenoteerd vastgoed niet werd gestuurd op de onderliggende vastgoedportefeuilles, maar op enkel winst- en verliesrekeningkengetallen hadden we hoogstwaarschijnlijk een snel koersherstel gezien van Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen in 2022/ H1 2023. De dividendrendementen (in plaats van het aanvangsrendement) stonden ultimo 2022 immers op een uiterst aantrekkelijk punt vanuit historisch perspectief, in combinatie met historisch grote discounts-to-NAV (zie figuur 4 en 5).



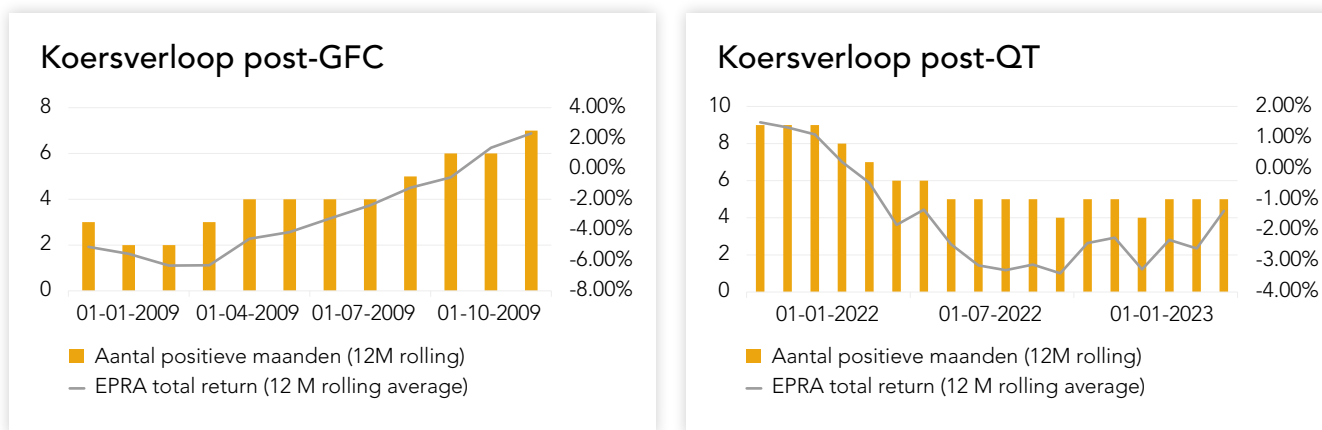
Figuur 4: Dividend Yields (Datastream, 2023)



Figuur 5. Discounts-to-NAV (EPRA, 2023)

Argument 2: uitgesteld koersherstel, ondanks historisch aantrekkelijke waarderingen

Na ruim zes maanden in het jaar 2023 hebben we, ondanks relatief grote discounts-to-NAV, nog geen structureel koersherstel gezien van Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. Ter referentie: vlak na het beursjaar 2008 (Great Financial Crisis) was er een vergelijkbare discount-to-NAV als ultimo Q2 2022. Waarbij de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt destijds een relatief snel en sterk koersherstel liet zien (zie figuur 6a). Uit onderzoek van Morgan Stanley⁴ is tevens gebleken dat het voor het eerst in de geschiedenis is dat Europees beursgenoteerd vastgoed 12 maanden nadat extreem hoge discounts-to-NAV's werden waargenomen (>40%) een negatief totaalrendement laat zien.



(Figuur 6a-b: koersverloop Europees beursgenoteerd vastgoed post-GFC en kwantitatieve verkrapping (Datastream, 2023))

Dit brengt ons bij de vraag, waarom blijft het herstel voor Europees beursgenoteerd vastgoed uit, na een historisch slecht beursjaar? Om een eensluidend antwoord te vinden op de vraag waarom structureel herstel van Europese beursgenoteerde vastgoedkoersen vooralsnog uitblijft, kan wellicht maandenlang worden gedebatteerd. Wij zien de oorzaak en het antwoord, opnieuw, in de stenen van de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt.

Bedrijven met relatief veel vreemd vermogen, en toevalligerwijs ook een sterk gestegen yield spread, worden momenteel geclassificeerd als bedrijven met balansproblemen. Van deze bedrijven wordt verwacht dat zij het vreemd vermogen zo snel mogelijk verlagen. De relevante bedrijven zijn voornemens om vastgoed te verkopen en met de opbrengsten externe financieringen af te lossen. In de gevallen dat dit op korte termijn niet mogelijk is worden door desbetreffende bedrijven dividendbetalingen uitgesteld en/of nieuwe aandelen uitgegeven om kapitaal op te halen. Laatstgenoemde maatregel is in principe met lage koersniveaus een niet-wenselijke optie.

Wat we in H2 2022 en H1 2023 eveneens hebben gezien is een gebrek aan grootschalige transacties op de Europese niet-beursgenoteerde vastgoedmarkt. De transactievolumes van Europees niet-beursgenoteerd vastgoed liggen medio Q1 2023 56% lager t.o.v. dezelfde periode een jaar geleden. Enerzijds bestaat er bij sommige marktpartijen geen noodzaak om fundamenteel aantrekkelijk vastgoed te verkopen. Anderzijds kunnen de partijen die wél willen verkopen doorgaans geen prijsovereenstemming vinden met potentiële kopers. Bijvoorbeeld door de gewenste yield-spread van aspirant kopers.

De twee bovengenoemde bevindingen zijn voor ons aanvullende argumenten om te beweren dat de Europese niet-beursgenoteerde en beursgenoteerde vastgoedmarkt waar het gaat over performance (sterk) met elkaar samenhangen. Kort samengevat staan de volgende punten ten grondslag aan onze stellingname, namelijk:

- Dat aan de hand van de huidige discounts-to-NAV kan worden aangenomen dat de markt ('beleggers') de onderliggende vastgoedportefeuilles een lagere boekwaarde toekennen;
- Dat het vertrouwen in sommige vastgoedaandelen pas 'herwonnen' kan worden als het tegendeel van de huidige discounts-to-NAV's bewezen wordt (bijvoorbeeld aan de hand van minder negatief dan verwachte taxatiewaarderingen en referentietransacties);
- Dat de patstelling tussen kopers en verkopers van 'de stenen' sommige bedrijven belet in het verbeteren van hun vreemd vermogen ratio's zonder nieuwe aandelen uit te geven.

4 Morgan Stanley Property Equity Research (2023): There is a first time for everything. London: A. Escalante

Een realistische blik op de waardering van beursgenoteerde vastgoedbedrijven

Op basis van recente historie, tevens benoemd in figuren 4a-b laat het zich niet moeilijk raden dat er een punt zal komen waarop Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen een duurzaam koersherstel laten zien. Op het moment van publiceren kan het zelfs zo zijn dat er een mooi koersrendement kan worden genoteerd, doordat de beurskoersen zich richting de minder negatief dan verwachte boekwaarden bewegen. Echter, denken wij bij a.s.r. real assets investment partners dat de komende jaren voor beleggers in Europees beursgenoteerd vastgoed wezenlijk anders zullen zijn dan in de afgelopen periode van bijzondere lage rentes.

De periode van hogere rentes en hierdoor veranderde rendementsverwachtingen van beleggers zal bedrijven met een minder aantrekkelijke beleggingspropositie uiteindelijk hun beursnotering kunnen kosten. Denk hierbij aan bedrijven met relatief veel vreemd vermogen en een fundamenteel niet-aantrekkelijke vastgoedportefeuille, die in de afgelopen jaren desondanks uiterst positieve koersontwikkelingen hebben doorgemaakt. Beleggers in beursgenoteerd vastgoed zullen in een hogere renteomgeving, nagenoeg worden gedwongen om hun beleggingsbeslissingen te baseren op fundamentele aspecten. Denk hierbij aan fundamentele aspecten zoals verduurzaamde vastgoedportefeuilles, gezonde gebruikersmarkten, structurele huurgroei en beperkt gebruik van vreemd vermogen. Beleggingskeuzes zullen in onze ogen gemaakt worden op basis van lange termijn trends binnen niet-beursgenoteerd vastgoed in combinatie met korte termijnontwikkelingen op financiële markten.

Verduurzaming kan zorgen voor duurzaam koersherstel

Een ander niet nader genoemd, maar desalniettemin belangrijke, trend voor de (Europese) beursgenoteerde vastgoedmarkt is ESG. Waarbij de aandacht, vanwege noodzaak, voornamelijk uit zal gaan naar de E van ESG. Dat vastgoed verantwoordelijk is voor circa 40% van de mondiale CO₂-uitstoot geldt onverminderd voor (Europees) beursgenoteerd vastgoed. Derhalve zullen vastgoedbeleggers ook bij het beleggen in (Europees) beursgenoteerd vastgoed verlangen dat de onderliggende portefeuilles de-carboniseren. Waar wij denken dat voornamelijk het verschil zal worden gemaakt in de komende periode t.o.v. de voorgaande jaren is de manier waarop beursgenoteerde vastgoedbedrijven inzichtelijk moeten maken hoe duurzaam hun portefeuille is. In feite is dit ons derde ondersteunende argument dat beursgenoteerd vastgoed ook vastgoed is en blijft.

Bij (Europees) niet-beursgenoteerd vastgoed zijn met SFDR en EU-taxonomie de nodige stappen gezet om de vergelijkbaarheid van financiële producten ten aanzien van duurzaamheid te vergroten. Voor (Europees) beursgenoteerd vastgoed wordt inmiddels eenzelfde stap gezet met het ingaan van het Corporate Sustainable Reporting Directive ('CSRD'). Beursgenoteerde vastgoedbedrijven die onder deze wetgeving vallen zullen op een vergelijkbare manier moeten rapporteren over duurzaamheid. Dit zal de vergelijkbaarheid van beursgenoteerde vastgoedondernemingen vergroten, maar ook de vergelijkbaarheid tussen beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed. Volgens menig onderzoek, waaronder die van EPRA⁵, kan het rapporteren over ESG-doelstellingen en de voortgang daarvan een positieve impact hebben op koersbewegingen van desbetreffende bedrijven.

Waar in de voorgaande jaren veel aandacht is geweest voor benchmarkindices die minder presterende bedrijven uitsluiten zien we bij a.s.r. real assets investment partners juist heil in engagement met bedrijven die minder scoren op ESG-factoren. Wij zijn van mening dat het uitsluiten van minder presterende bedrijven op ESG-vlak uit benchmarkindices met name de uitdaging van de-carbonisatie verschuift en niet oplost. Transparantere rapportagerichtlijnen kunnen dit engagement-proces verbeteren en versnellen. Hierbij zijn we ons ervan bewust dat er de komende jaren de nodige stappen gezet moeten worden. Zij het via gezamenlijke initiatieven van directe beleggers in beursgenoteerde vastgoedaandelen, zij het via externe asset managers die actief beleggen in fondsen en/of separate mandaten. Het actief beleggen in beursgenoteerd vastgoed biedt beleggers namelijk de ruimte om gericht het gesprek aan te gaan met het management van beursgenoteerde vastgoedondernemingen.

5 Brounen, E., Marcato, G. & Op 't Veld, H. (2020). Measuring the ESG Impact on Listed Real Estate Performance. Brussels: EPRA

Als we vooruitblikken naar de periode waarin de verhoudingen tussen beurswaarderingen en vastgoedwaarderingen zich weer op een gezond niveau bevinden zien we kort samengevat het volgende:

- De Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt zal er fundamenteel beter voorstaan dan medio 2023 het geval is;
- Keuzes voor beursgenoteerde vastgoedbedrijven gebaseerd op verwachtingen ten aanzien van de onderliggende vastgoedportefeuilles in het behalen van relatieve performance zullen belangrijker worden;
- ESG-prestaties zullen een significant onderdeel uitmaken in de fundamentele vastgoedkeuzes die gemaakt moeten worden.

De voorgenoemde punten bieden in onze optiek een gezonde voedingsbodem om op de lange termijn actief te beleggen in (Europees) beursgenoteerd vastgoed. Met name doordat volgens ons lange termijn trends binnen niet-beursgenoteerd vastgoed belangrijker zullen worden en met actief beleggen het verschil kan worden gemaakt, vanuit zowel rendementsperspectief als ESG-perspectief. Uiteraard mits de juiste fundamentele vastgoedkeuzes worden bepaald en gehanteerd. Maar goed, laten we eerst de komende tijd van macro-economische en geopolitieke onzekerheden afwachten. Want hoewel er vanuit 'de stenen' bezien een hoop verklaard kan worden, is ook beursgenoteerd vastgoed afhankelijk van macro-economische en geopolitieke ontwikkelingen.

Dit artikel is geschreven door het team dat binnen a.s.r. real assets investment partners verantwoordelijk is voor strategie, selectie en monitoring ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed. Voor meer informatie neem contact op met:



Gideon Agyemang
senior portfolio manager
gideon.agyemang@asr.nl



Alexandra Heerbaart
portfolio analyst
alexandra.heerbaart@asr.nl

Disclaimer

Dit is een publicitaire mededeling bestemd voor professionele beleggers. Beleggen brengt risico's met zich mee. U kunt uw geld verliezen. Behaalde resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Bij het maken van beleggingsbeslissingen moet rekening worden gehouden met alle kenmerken en doelstellingen van het beleggingsproduct, zoals beschreven in het prospectus van het beleggingsproduct. a.s.r. real assets investment partners is een handelsnaam van ASR Real Estate B.V. en is opgenomen in het register van de AFM. Meer informatie over beleggingsdienstverlening van a.s.r. real assets investment partners vindt u hier: www.asrealassetsinvestmentpartners.nl. Dit bericht is zo zorgvuldig mogelijk samengesteld. Desondanks is het mogelijk dat informatie in dit bericht niet volledig of niet volledig juist is. Aansprakelijkheid als gevolg van deze publicitaire mededeling wordt niet aanvaard.

Publicatiedatum 5 september 2023