

De vastgoedmarkt biedt volop ruimte om waarde toe te voegen

De gevolgen van het coronavirus hebben geleid tot aanzienlijke verschillen tussen de verschillende soorten vastgoed in 2020. Wat kunnen beleggers volgend jaar verwachten? We kijken naar een paar trends om rekening mee te houden.

TRENDS VAN VÓÓR DE CORONACRISIS VERSNELLEN

In de afgelopen jaren zijn de vastgoedmarkten beïnvloed door een aantal trends. Die zijn versneld door de coronacrisis en dat proces lijkt zich voort te zetten.

Fysieke retail blijft lijden

Met de fysieke retail ging het al niet goed voor de uitbraak van de coronapandemie en de crisis heeft deze beweging versneld. In dit licht moeten we kijken hoe winkelpanden op de beste manier gebruikt kunnen worden - ook omdat veel van deze eigendommen verouderd zijn - en hoe dat kan bijdragen aan de waardeontwikkeling. Of een dergelijke omschakeling mogelijk is, hangt vooral af van de locatie: als die geschikt is voor bijvoorbeeld een woonfunctie, dan zal het vastgoed haar waarde grotendeels behouden. In andere gevallen moet er vaak geld geïnvesteerd worden om een pand aantrekkelijker te maken om het aan te laten sluiten bij de veranderde wensen van huurders, bijvoorbeeld als winkelsmeer de functie van showrooms krijgen zoals bij Tesla winkels. Toch denken we dat winkelcentra een belangrijke entertainmentfunctie houden, vooral in meer afgelegen gebieden of minder dichtbevolkte landen als Canada.

De essentiële fysieke retail, zoals supermarkten en apotheken, zijn tot dusver extreem veerkrachtig en we verwachten daar op korte termijn geen grote waardeverminderingen. We denken wel dat het slechts een kwestie van tijd is voor het online shoppen ook hier een factor van betekenis wordt. In het Verenigd Koninkrijk is hier bijvoorbeeld al sprake van en we denken dat dit binnenkort ook op het Europese vasteland gebeurt.

Logistiek gaat door

In de logistieke vastgoedsector ging het al goed. Dat is nog beter geworden sinds mensen meer goederen online gingen kopen nu winkels moesten sluiten of mensen zich minder veilig voelen naar de winkels te gaan. Logistieke en industriële gebouwen op B locaties staan meer in de belangstelling dan voorheen wat er voor zorgt dat de aanvangsrendementen dalen. Deze trends zullen volgend jaar waarschijnlijk doorzetten.

We hebben managementteams in de woningsector geadviseerd om tijdens de crisisperiode van deze pandemie de huren niet te verhogen

Self-storage profiteert van de 4 D's

Kijkend waar verder nog wordt geprofiteerd van de crisis, dan is dat bij *self storage* het geval. De vraag naar opslagruimte is sterk gebaseerd op gebeurtenissen in het leven die in het Engels worden omschreven als de 4 D's: Debt (schuld), Divorce (scheiding), Downsizing (krimp) en Death (overlijden). Helaas zijn deze alle vier toegenomen door de uitbraak van het coronavirus. Een bedrijf met een sterke balans zoals Shurgard, dat een bewezen (online) platform heeft en actief is in heel Europa, is goed gepositioneerd om te kunnen profiteren van de kansen die zich nu voordoen, net als het Engelse Big Yellow.

Datacenters floreren in een digitaliserende wereld

Datacenters doen het op dit moment ook extreem goed. Wij zien nog steeds potentieel, hoewel gezegd wordt dat de waarderingen stevig zijn gezien wat voortvloeit uit de nog immer spectaculaire groei vooruitzichten. Ze profiteren van de digitalisering, e-commerce en het thuiswerken, wat allemaal leidt tot een grotere vraag naar datacenters.

Woningen blijven een veilige investering

Hoewel sommige mensen in ongereguleerde markten zoals Amerika moeite hebben om de huur te betalen, zien wij gereguleerd wonen op dit moment als een veilige investering. Zo worden deze woningen in Duitsland vooral gehuurd door lage- en middeninkomens, en wordt de waarde niet echt beïnvloed door marktbevingen. Markttrends zijn belangrijk als vastgoed opnieuw wordt verhuurd. Maar er wordt niet vaak verhuisd en al helemaal niet tijdens deze coronacrisis. Hierdoor zijn de huurstijgingen beperkt, maar is er ook niet veel risico dat de markt instort. Dat risico is iets hoger in ongereguleerde markten, zoals in de Verenigde Staten en tot op zekere hoogte ook in het Verenigd Koninkrijk.

VERGEET DE POLITIEK NIET

Bij Kempen analyseren we vastgoed *bottom-up*, maar het blijft belangrijk om rekening te houden met sommige top-downfactoren. Voor 2021 kijken we naar de gevolgen van een mogelijk nieuwe president in de Verenigde Staten, en zijn er belangrijke verkiezingen in Duitsland.

Politiek – met name op gemeentelijk of lokaal niveau – kan van belang zijn voor vastgoedbeleggers vanwege de mogelijkheid van extra regelgeving voor residentieel vastgoed, of veranderingen in de snelheid waarmee ontwikkelingsprojecten gerealiseerd of stopgezet kunnen worden.

De coronacrisis heeft een enorme impact gehad op mensen in de uitvoerende sectoren. Zij hebben veel overheidssteun gekregen, maar ook dat kan niet eeuwig duren. Politici zouden dus ook andere initiatieven kunnen ontplooien om mensen te ondersteunen die moeite hebben het hoofd boven water te houden.

Zo hebben we al regulering van de huren gezien in Berlijn, en een wederopstanding van politieke leiders die residentieel vastgoed classificeren als een sociaal goed, net zoals water en schone lucht. Onlangs werd in Ontario (Canada) voor 2021 nog een onvoorziene huurbefrozing ingevoerd.

NIEUWE TRENDS

Twee trends die zijn ontstaan na de uitbraak van het coronavirus zijn het thuiswerken en de vraag of zogeheten *gateway*-steden, waar veel bedrijvigheid en toeristen samenkomen, een langzame dood zullen sterven. Wij hebben een uitgesproken mening over beide verschijnselen. Terwijl de trends van vóór de uitbraak van het virus door de meeste gespecialiseerde vastgoedbeheerders erkend worden, bestaat over de twee onderstaande trends veel minder consensus. Dit biedt uitstekende kansen voor ons als actieve beheerders.

Thuiswerken: het einde van kantoren?

Wat betreft thuiswerken denken we niet dat kantoren overbodig worden. Zij spelen immers nog een belangrijke rol voor veel bedrijven, ook al hoeven werknemers er niet meer iedere dag heen. We denken wel dat de afgelopen periode het begin van het einde kan zijn voor traditionele hoofdkantoren in wolkenkrabbers op centrale locaties. In plaats daarvan denken we dat het *hub-and-spoke-model*, met een kleiner centraal hoofdkantoor en verschillende lage tot middelhoge kantoorgebouwen op locaties aan de rand van de stad, in de toekomst gaat overheersen.

De coronacrisis heeft aangetoond dat veel mensen een groot deel van de tijd thuis kunnen werken. Nu ze gewend zijn aan de anderhalve meter afstand, zullen ze waarschijnlijk ook niet erg genegen zijn om lang in de metro naar hun werk te reizen, naar een kantoor waar ze iedere keer in een lift naar de 40^{ste} verdieping moeten. In plaats daarvan gaan ze waarschijnlijk liever naar een kleiner kantoor waar ze gemakkelijk heen kunnen rijden of fietsen. Vastgoedondernemingen als Workspace in het Verenigd Koninkrijk hebben dergelijke middelgrote objecten.

Wolkenkrabbers verdwijnen niet, maar er komt minder vraag naar en ze zullen veel investeringen nodig hebben om aantrekkelijke werkplekken te worden in de wereld na het coronavirus. Dit houdt in dat er een hoger rendement gemaakt moet worden, wat per definitie betekent dat de prijzen moeten dalen.

Kantoren vormen het deel van markt waar vastgoedbeheerders de meest uiteenlopende meningen over hebben, en dus zijn daar de meeste kansen om alpha te creëren in 2021. Sommigen verhandelen terecht met grote kortingen op de nettowaarde van de bezittingen, ofwel de *net asset value* (NAV) vanwege de risico's waarmee de sector te maken heeft, de structurele leegstand en de kapitaaluitgaven die nodig zullen zijn om weer op het niveau van vóór de coronacrisis te komen. Maar niet alle kantoren zijn hetzelfde.

In onze beleggingsaanpak rangschikken we individuele gebouwen en we weten welk vastgoedbedrijf of REIT (Real Estate Investment Fund) welk soort gebouw bezit. Op dit moment zien we veel afwijkende prijzen, omdat beleggers meerdere objecten tegelijk verkopen.

De veranderende definitie van de gateway-stad

Wij denken dat het succes van *gateway-steden* in 2021 verder zal toenemen – en dat de definitie van gateway-steden zal worden uitgebreid. Voorbeelden zijn Denver en Austin in de Verenigde Staten, Rotterdam en Lyon op het Europese vasteland en Birmingham en Manchester in het Verenigd Koninkrijk.

In dure stedelijke agglomeraties zoals New York en San Francisco hebben we al gezien dat er problemen zijn met grote woontorens en dat van sommige kantoorgebouwen maar tien tot twintig procent wordt gebruikt – ook al hebben ze een bezettingsgraad van 90 procent, mensen komen er gewoon niet.

Grote bruisende steden waar veel cultuur te vinden is zullen niet verdwijnen, maar we denken wel dat er iets verandert in de status quo. In steden waar kosten van levensonderhoud abnormaal hoog zijn, zoals New York en San Francisco in de Verenigde Staten, zien we dat mensen verhuizen naar kleinere plaatsen zoals Nashville, Denver of Austin. Daar kan je aanzienlijk goedkoper wonen en is de levensstandaard in sommige opzichten ook beter. Maar dit zijn naar onze mening nog steeds stedelijke kernen en in die zin onderdeel van de groep van *gateway*-steden.

En natuurlijk willen veel mensen ook dicht bij grote steden blijven wonen, maar wellicht treedt er een herschikking van microlocaties op. Zo kunnen bijvoorbeeld binnen Londen gebieden als Kennington en Peckham populairder worden, wat past in het *hub-and-spoke*-thema. Ons beleggingsproces stelt ons in staat locaties tot op postcode-niveau te rangschikken, zodat we gebouwen ook zo nauwkeurig mogelijk kunnen beprijzen.

ESG – HET JAAR VAN DE S IN VASTGOED?

Bij Kempfen nemen we ESG-criteria (Environmental, Social, Governance) mee in al onze beleggingsbeslissingen. De E van Environmental (milieu) is bekend: het spreekt voor zich dat vastgoedbedrijven hun CO₂-voetafdruk moeten verkleinen. Reële activa zijn koolstofintensief en de meeste bedrijven in onze portefeuille werken toe naar verschillende certificaten en maken gebruik van groene financieringsbronnen. De bedrijven in onze portefeuilles zijn minder koolstofintensief dan de benchmarks die we volgen.

Maar wij geloven dat sociale kwesties – de S in ESG – volgend jaar echt op de voorgrond treden, aangezien de pandemie ook een sociale crisis is. We hebben managementteams in de woningsector geadviseerd om tijdens crisisperiode van de pandemie de huren niet te verhogen, ook al hebben ze contractueel wel het recht om dat te doen. Woningen wordt nu gezien als een sociaal goed, dus het zou zeer onethisch zijn om een huisbaas een ontruimingsbevel te laten sturen aan iemand zijn baan is verloren in de coronacrisis. Toch hebben we geconstateerd dat sommige minder professionele partijen precies dat doen.

Het verbeteren van de governance – de G in ESG – van bedrijven is ook een continu proces. We zijn zeer betrokken en hebben al verschillende keren succesvol de beloning van het management en de aandeelhouders op elkaar af weten te stemmen, waardoor de wachttijden voor bonussen langer worden en bedrijven transparanter worden, vooral in Scandinavië.

We zouden graag zien dat in de hele sector de ESG-criteria goed worden toegepast. Sommige bedrijven doen dat nog steeds niet, vooral in Noord-Amerika, waar ondanks enkele van 's werelds beste governancepraktijken managementteams ons vragen of de 'E' en 'S' niet alleen voor cosmetische doeleinden zijn. Nee dus! We zeggen dan dat ze in onze modellen ingeprijsd zijn en dat ze een lagere premie krijgen als ze hun werkwijze niet verbeteren.

IS VASTGOED DUS EEN GOEDE BELEGGING VOOR 2021?

Volgens onze berekeningen worden vastgoedaandelen verhandeld met een korting net onder de tien procent ten opzichte van onze eigen inschatting van de GAV (het bruto fondsvolume) – de onderliggende bakstenen en mortel. We denken dat vastgoed er als beleggingscategorie aantrekkelijk uitziet in een tijd waarin de rentetarieven erg laag zijn en aandelen extreem volatiel. Vastgoed zorgt voor voorspelbare, herhaalbare kasstromen. Het grootste probleem is dat sommige bedrijven failliet kunnen gaan vanwege het coronavirus, vooral in het winkelvastgoed. Maar zoals we al zeiden, doen andere sectoren het weer buitengewoon goed.

Het is belangrijk om te onthouden dat de sectoren die het goed doen te duur kunnen zijn en dat sommige risicovolle sectoren te laag geprijsd kunnen zijn. We doen ons werk *bottom-up* en zijn niet bang om het risicovollere bedrijf met korting te kopen of het te dure, veilige bedrijf te mijden. Er zijn veel generalisten die de prijzen van onroerend goed bepalen, maar die zonder onderscheid kopen en verkopen. Daar houden we van, omdat het ons mogelijkheden biedt bij het grondig analyseren van de activa.

We raden beleggers niet aan om passief te worden volgend jaar, aangezien de indexen nog steeds veel bedrijven bevatten die in de problemen zouden kunnen komen. Neem Unibail-Rodamco-Westfield, Europa's grootste winkelcentrumeigenaar. Dat bedrijf was goed voor een groot deel van de vastgoedindexen, en iedereen met een vastgoed-ETF krijgt dit jaar te maken met dalende aandelenkoersen.

Aandelen in een dergelijk bedrijf bezitten is niet het einde van de wereld – je moet er alleen voor zorgen dat je ze voor de juiste prijs koopt. Als actieve beheerders waarderen we deze bedrijven op de juiste manier. In een tijd waarin er zo veel willekeurige verkoop is en er zo veel verschillende meningen zijn, is er veel ruimte voor beheerders om waarde toe te voegen. We hebben ook laten zien dit op de lange termijn te kunnen doen.

WAT ZOU ONZE VOORSPELLINGEN IN DE WEG KUNNEN STAAN?

DATA WORDEN NOG BELANGRIJKER IN ONS BELEGGINGSPROCES

De kwaliteit van data wordt volgend jaar nog belangrijker en we gaan op zoek naar de juiste big data-bronnen. Data vormen een integraal onderdeel van ons beleggingsproces. Zo werken we samen met een grote Duitse herverzekeringsmaatschappij aan het beprijzen van klimaatrisico's. Op basis van deze samenwerking gaan we onze modellen vullen met klimaatrisicogegevens op postcodeniveau en die koppelen aan de gebouwen die we volgen, waardoor we een klimaat-risicoscore aan onze prijzen kunnen toevoegen.

De vraag is hoe lang de tweede golf gaat duren? Voor ons maakt het niet zozeer uit hoe diep de recessie is, maar belangrijker is hoelang die duurt. Want hoe langer alles gesloten is, hoe groter de liquiditeitsproblemen van bedrijven worden. Het is geweldig dat centrale banken voldoende liquiditeit

hebben verschaft, maar de nationale overheden kunnen het steeds moeilijker volhouden om bedrijven ook financieel te steunen tijdens een lange tweede grote lockdown. Een langere tweede lockdown zou bovendien grote gevolgen hebben voor de fysieke en mentale gesteldheid van mensen, en grote economische en sociale effecten, met mogelijk onrust onder de bevolking.

Zelf denken we dat (lokale) overheden met name lokale lockdowns zullen instellen om brandhaarden te beheersen. Overheden zullen gebruikmaken van technologieën om uitbraken beperkt te houden tot kleine gebieden, zodat het virus zich niet weer over het hele land kan verspreiden. Dit zal gevolgen hebben voor de privacy van de bevolking wat toch al een gevoelig onderwerp is.

Disclaimer

De standpunten in dit document kunnen op elk moment worden gewijzigd zonder voorafgaande kennisgeving. Kempen Capital Management N.V. (KCM) is niet verplicht om de inhoud van dit document bij te werken. Als vermogensbeheerder kan KCM beleggingen hebben, in het algemeen ten behoeve van derden, in financiële instrumenten die in dit document worden genoemd en het kan het op elk moment besluiten om over te gaan tot koop- of verkooptransacties van deze financiële instrumenten.

De informatie in dit artikel dient uitsluitend ter informatie. Dat betekent dat het geen beleggingsadvies bevat, geen beleggingsaanbeveling, geen onderzoek of een uitnodiging om financiële instrumenten te kopen of verkopen en het dient ook niet als zodanig te worden geïnterpreteerd. Dit document is gebaseerd op informatie die wij als betrouwbaar beschouwen, maar we stellen niet dat die accuraat of volledig is en dat er als zodanig op moet worden vertrouwd.

De standpunten in dit artikel zijn onze huidige standpunten vanaf de datum die in dit document wordt weergegeven. Dit document is onafhankelijk van het bedrijf geproduceerd en de hierin opgenomen standpunten zijn volledig die van KCM.

KCM heeft een licentie als beheerder van verschillende UCITS en AIF's om beleggingsdiensten te verlenen en staat onder toezicht van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten.