

De tweedeling in de kantorenmarkt: de gevolgen van thuiswerken voor beleggen in kantoorvastgoed

Door Sophie Van Oosterom, Global Head of Real Estate bij Schroders en Mark Callender, Head of Real Estate Research bij Schroders

Kantoren zullen niet verdwijnen, maar beleggen in kantoren is voorgoed veranderd en de markt is in twee lagen gesplitst.

Haperend internet, rondrennende kinderen, de mute-knop niet uitgezet: het wel en wee van thuiswerken is de afgelopen jaren breed uitgemeten. Maar vrijwel nergens wordt zo heftig gediscussieerd over "het nieuwe normaal" voor werken als onder vastgoedbeleggers. En dan vooral over de gevolgen ervan voor de in gebruik neming en waarde van kantoorgebouwen.

Vorig jaar werd al geconstateerd dat vastgoedactiva "operationeel" zijn geworden. Daarmee wordt bedoeld dat hun inkomsten en langetermijnrendement niet alleen van de looptijd van het huurcontract afhangen, maar sterk gecorreleerd zijn aan het succes van de activiteiten van de huurders.

Tegelijkertijd is een gebouw voor huurders meer dan alleen een dak boven hun hoofd of een plek om een bureau neer te zetten. De faciliteiten die worden geboden zijn zeer relevant voor hun ondernemingsmodel en hun succes.

Dit geldt voor alle soorten vastgoed, maar vooral voor kantoren. Vóór de pandemie zaten flexibele kantooraanbieders die inspeelden op specifieke huurdersbehoeften, in de lift. Maar nu mensen minder vaak naar kantoor gaan, betekent dit dan per definitie dat de kantorenmarkt ten dode opgeschreven is? Volgens Schroders is het te simplistisch om aan te nemen dat minder tijd op kantoor gelijk staat aan minder vraag naar kantoren. Belangrijker nog: het is te simplistisch om over één kantorenmarkt te spreken.

Totale kantorenvraag: korte termijn

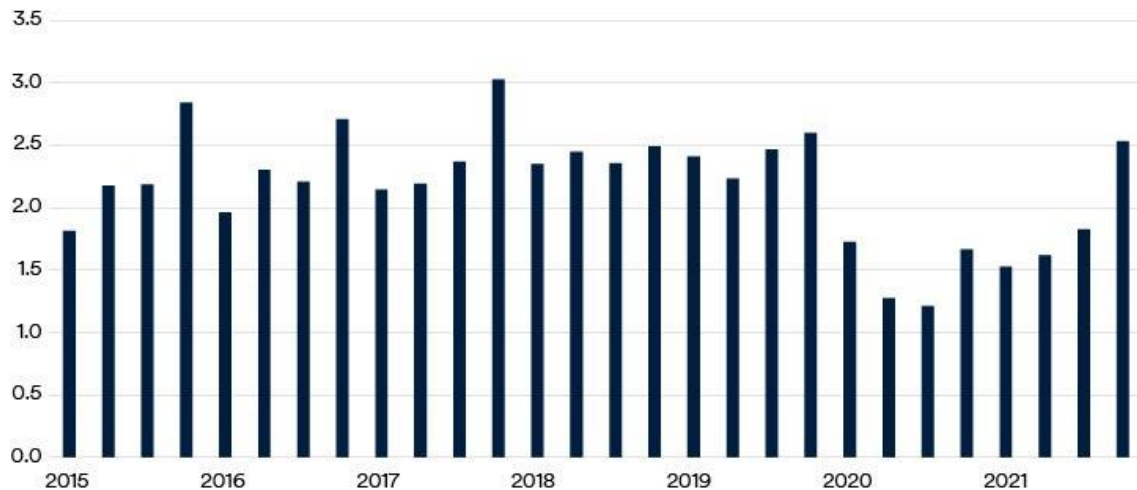
Vorig jaar, toen de economieën opkrabbelden uit de eerste lockdown-golf, trok ook de kantorenvraag in Europa weer sterk aan. In de tweede helft van 2021 was de opname 50% hoger dan in dezelfde periode in 2020, zij het nog steeds 20% onder het gemiddelde vóór de pandemie. Ook zwakte de leegstandsgroei flink af doordat het aanbod overtollige ruimte die bedrijven wilden onderverhuren, stabiliseerde.

De gemiddelde kantorenleegstand in Europa was met 8,3% in september 2021 nauwelijks hoger dan in juni (8,1%) en een stuk lager dan het record van 10,9% van 2010, na de wereldwijde financiële crisis.

Chart 1: European Office Take-Up



European Office Take-Up

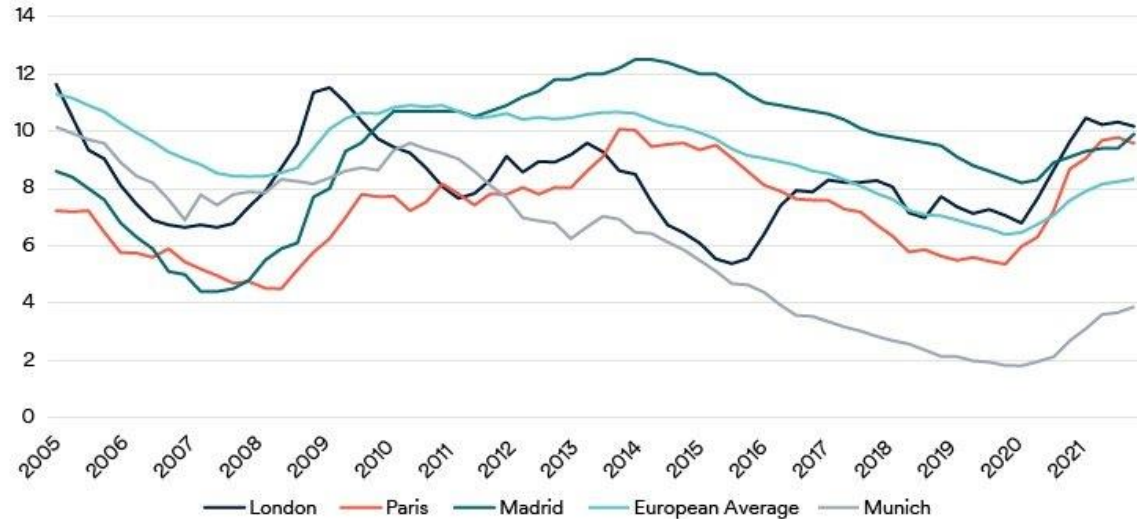


Source: PMA, Schroders. February 2022. 604203

Chart 2: European Office Vacancy



Europe Office Vacancy Rate %



Source: MSCI, December 2021. 604203

Op korte termijn zal de kantorenvraag in Europa als gevolg van het hybride werken - gedeeltelijk thuis en gedeeltelijk op kantoor - naar schatting circa 15% dalen ten opzichte van 2019.

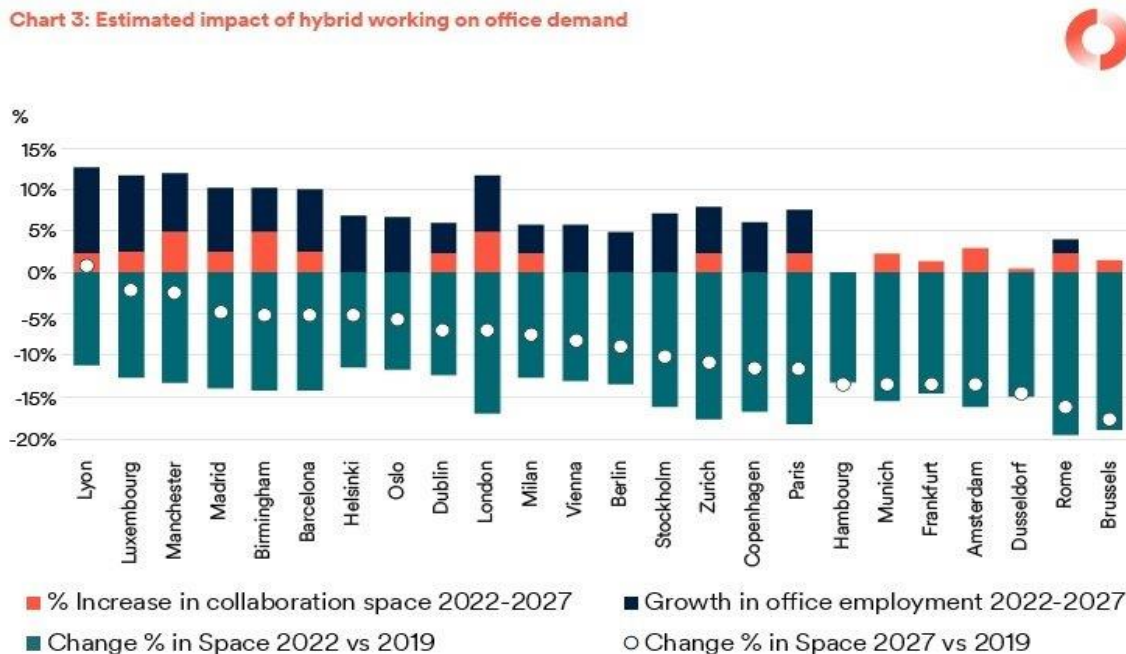
Maar de vraag is "plakkerig" vanwege lopende huurcontracten. Tegelijkertijd wordt er geëxperimenteerd met nieuwe ondernemingsmodellen. Ook moet er voldoende ruimte zijn voor "piekdagen" waarop de meeste werknemers tegelijk op kantoor zijn (aangenomen dat ze zelf kunnen

kiezen). Dit alles betekent dat de vraag minder zal dalen dan de tijd die daadwerkelijk op kantoor wordt doorgebracht.

In Europa zullen de volgende steden in 2022 - 2023 waarschijnlijk het zwaarst getroffen worden.

- **Financiële centra (b.v. Londen, Zürich).** Dit is deels een inhaaleffect, omdat de financiële sector vóór de pandemie nog lang niet zo ver was met thuiswerken als tech-bedrijven. Ook speelt mee dat andere gebruikers zoals overheidsorganen, advocatenkantoren en life sciences minder bereid of in staat zijn hun personeel thuis te laten werken.
- Steden met relatief **lange gemiddelde reistijden tussen woning en werk**, meestal grotere, dichtgeslibde steden (b.v. **Parijs, Rome**).
- Steden met een **oudere kantorenvorraad** die een minder aantrekkelijke werkomgeving bieden (b.v. **Brussel, Kopenhagen**).

Chart 3: Estimated impact of hybrid working on office demand



Source: Schroders Calculations, January 2022. 604203

Totale kantorenvraag: lange termijn

Daarom zal de kantorenvraag de komende paar jaren in het algemeen lager zijn dan in 2019. Op de lange termijn zal de vraag echter weer aantrekken dankzij de toenemende werkgelegenheid in sectoren als technologie, media en zakelijke dienstverlening.

Oxford Economic voorspelt dat de kantoorwerkgelegenheid in de belangrijkste Europese steden tussen 2022 en 2027 gemiddeld 1% per jaar zal stijgen, hoewel er grote verschillen tussen steden zullen zijn (zie bovenstaande grafiek). Die verschillen hangen tot op zekere hoogte samen met de economische structuur van steden.

De Scandinavische steden hebben een relatief hoge blootstelling aan de tech-sector. In Manchester is zakelijke dienstverlening sterk vertegenwoordigd. In Brussel en Rome zijn overheden de voornaamste huurders. Madrid en Barcelona hebben een lage blootstelling aan financiële diensten.

Maar de economische structuur is niet het hele verhaal. Dat Lyon er uitschiet, komt doordat de zakelijke dienstverlening er sneller groeit dan elders, waarschijnlijk door de verplaatsing van werk vanuit Parijs. En Luxemburg is wel een financieel centrum, maar omdat het vooral gaat om vermogensbeheer in plaats van banken, zal de werkgelegenheid in de financiële dienstverlening eerder stijgen dan dalen. Tot slot spelen ook demografische ontwikkelingen een rol. De geringe stijging van de kantoorwerkgelegenheid in de meeste Duitse steden (uitgezonderd Berlijn) in de komende vijf jaar komt door de vergrijzing, waardoor de beroepsbevolking volgens de prognoses gelijk blijft of zelfs daalt.

Bovendien is de verwachting dat de trend van de laatste 20 jaar om meer mensen in dezelfde ruimte te persen, na de pandemie omkeert. In de komende 5-10 jaar zal de ruimte per werknemer in steden in Frankrijk, Spanje en het VK, waar de ruimte het krapst is, licht toenemen.

Gelet op dit alles verwachten we dat de kantorenvraag in Europa in 2027 10% lager ligt dan in 2019, maar een stijgende lijn vertoont.

De steden die waarschijnlijk het hardst worden getroffen door de verschuiving naar hybride werken zijn Brussel, Düsseldorf en Rome. Dit komt vooral door de combinatie van trage werkgelegenheidsgroei, lange forenstijden (vooral in Brussel en Rome) en de veelal oudere kantorenvorraad met minder faciliteiten.

In Luxemburg, Lyon, Madrid en Manchester daarentegen zal de vraag zich de komende vijf jaar het sterkst herstellen, dankzij de snelle werkgelegenheidsgroei en de relatief moderne kantoorvoorraad.

Locatie is niet alles

Gedetailleerder onderzoek maakt duidelijk dat niet meer kan worden gesproken van één kantorenmarkt.

Wat betreft het soort ruimte dat huurders wensen, blijkt dat de focus op "prime" kantoren, die al vóór de pandemie aan het groeien was, nog uitgesprokener is geworden. "Prime" wordt gedefinieerd als nieuwe of onlangs gerenoveerde kantoren met goede faciliteiten, die energie-efficiënt zijn en in het zakendistrict (CBD) van een stad liggen. Ook bieden ze huurders belangrijke aanvullende diensten om hun ondernemingsmodel te ondersteunen, wat de kans op langlopende contracten en houdbare inkomsten uit het pand verhoogt.

In Amsterdam is de leegstand nu duidelijk het hoogst in de randlocaties (b.v. ArenA, Sloterdijk), waar de vraag vóór de lockdown juist sterk toenam (vanwege de relatief lage huurprijzen). Dat komt door het gebrek aan diensten en faciliteiten voor de huurders.

Op de Zuidas daarentegen, de belangrijkste zakenwijk van de stad, steeg de leegstand in 2020 aanvankelijk, om in de loop van 2021 weer snel te dalen naar 2%. Op de Zuidas is fors geïnvesteerd in nieuwe of gerenoveerde duurzame kantoren, terwijl ook het aanbod aanvullende diensten voor de huurders in de wijk aanzienlijk is verbeterd.

Een vergelijkbaar patroon tekent zich af voor submarkten in Londen, München en Parijs. Wat locatie betreft zijn er in Europa, anders dan in de VS, weinig signalen dat bedrijven als gevolg van de pandemie de grote stadscentra hebben verruild voor kleinere steden of kantoorparken in de buitenwijken.

Huurders stellen steeds hogere eisen aan de faciliteiten. Dit hangt ook samen met Covid-19 en de wens van werkgevers hun personeel weer op kantoor terug te zien, om de creativiteit en een gedeelde cultuur te bevorderen.

Hoewel het gebruik van hoogwaardige kantoren om talent aan te trekken niet nieuw is, is de nadruk op geavanceerde airco, uitstekende wifi en video-vergaderfaciliteiten, voldoende "break-out rooms", fietsenstallingen en andere voorzieningen de laatste twee jaar sterk gestegen.

Omdat mensen meer individueel werk thuis doen, zijn er minder vaste werkplekken nodig. Maar de benodigde ruimte om elkaar te treffen en samen te werken wordt juist groter en maakt nu nu 25-40% van het totaal uit, tegen 10-15% een paar jaar geleden.

De andere sleutelfactor achter de vraag naar hogere kwaliteit is verduurzaming. De EU en het VK hebben beloofd hun CO₂-uitstoot in 2035 met respectievelijk 55% en 68% te hebben verlaagd ten opzichte van 1990. Eén manier om dit te bereiken is verbetering van de energie-efficiëntie van gebouwen. Eerder was er twijfel of huurders wel bereid zouden zijn bij te dragen en meer te betalen voor speciale voorzieningen zoals zonnepanelen, groene wanden, sensoren waarmee mensen zelf verwarming, verlichting en ventilatie kunnen regelen, slim glas en betere isolatie. Dat is inmiddels geen probleem meer.

De recordprijzen voor olie en gas in het afgelopen jaar zijn voor huurders een extra reden om hun energieverbruik te verlagen. In Duitsland waren "groene" kantoren in de 12 maanden tot juni 2021 goed voor 31% van de kantorenopname in de stadscentra, hoewel ze maar 9% van het totale vloeroppervlak uitmaken. In de Londense City was het percentage ruim 70%.

De "haves" en de "have nots": hoe de kantorenvraag steden verdeelt

De tweedeling in de vraag heeft geleid tot een sterke, hardnekkige divergentie in de huurprijzen en waarden van primaire en secundaire kantoren.

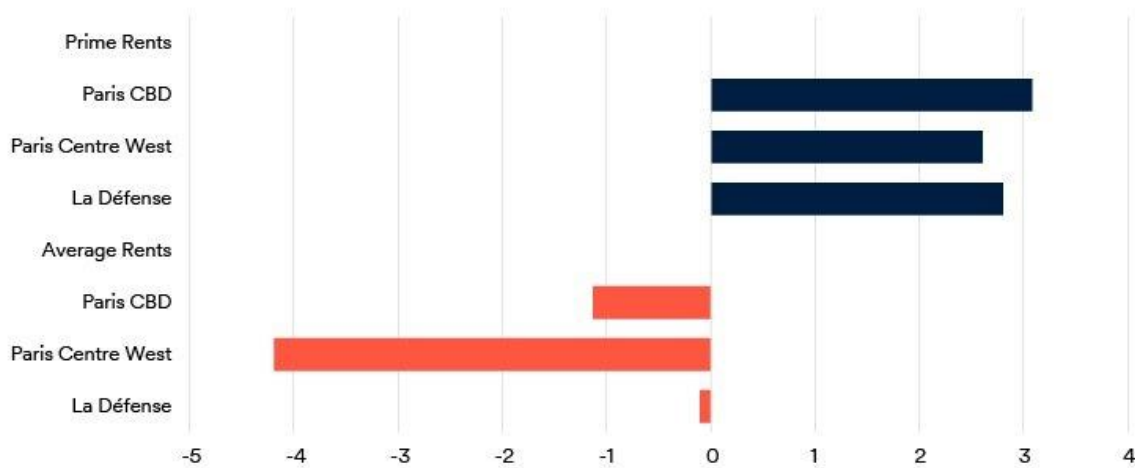
In steden als Amsterdam, Frankfurt, Londen en Parijs steeg de huur van prime kantoren in 2021, terwijl die van secundaire kantoren daalde of hoogstens gelijk bleef. Ook de geringe nieuwbouw van de afgelopen tijd ondersteunde de prime huren in veel Europese steden.

Dit groeiende verschil tussen beide kwaliteitssegmenten heeft uiteraard zijn weerslag op de beleggingsmarkt. Door de felle concurrentie om kantoren met zekere inkomsten zijn de prime rendementen in 2021 in de meeste steden met 0,1-0,25% gedaald. Tegelijkertijd steeg het rendement van kantoren van gemiddelde kwaliteit, waardoor de kapitaalwaarden daalden.

Chart 4: Paris Office Rents



Paris Office Rents – 2021 Change %

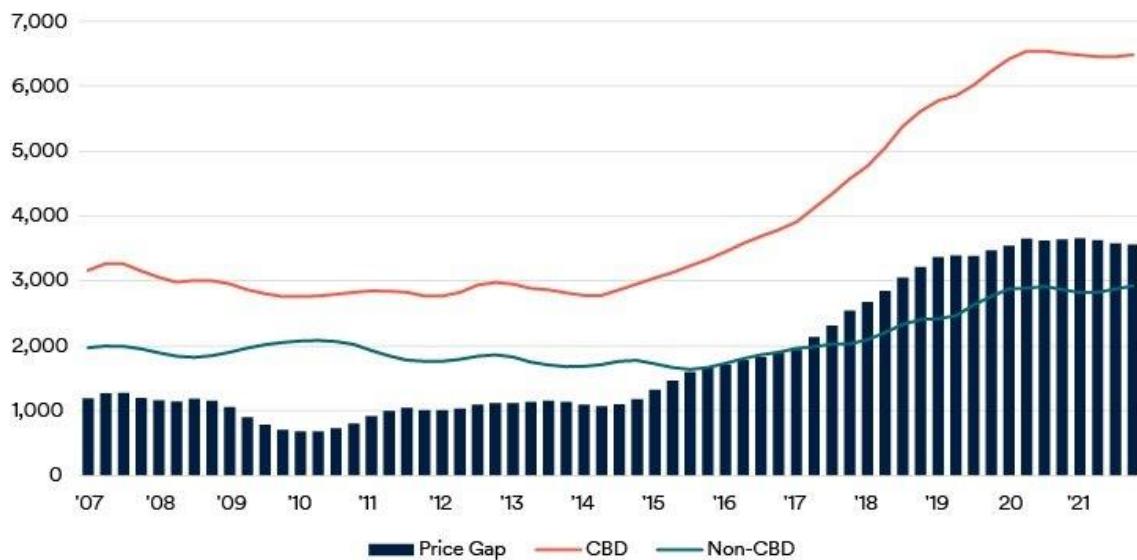


Source: Immostat, Schroders. February 2022. 604203

Chart 5: German Office Prices



€ per sq metre



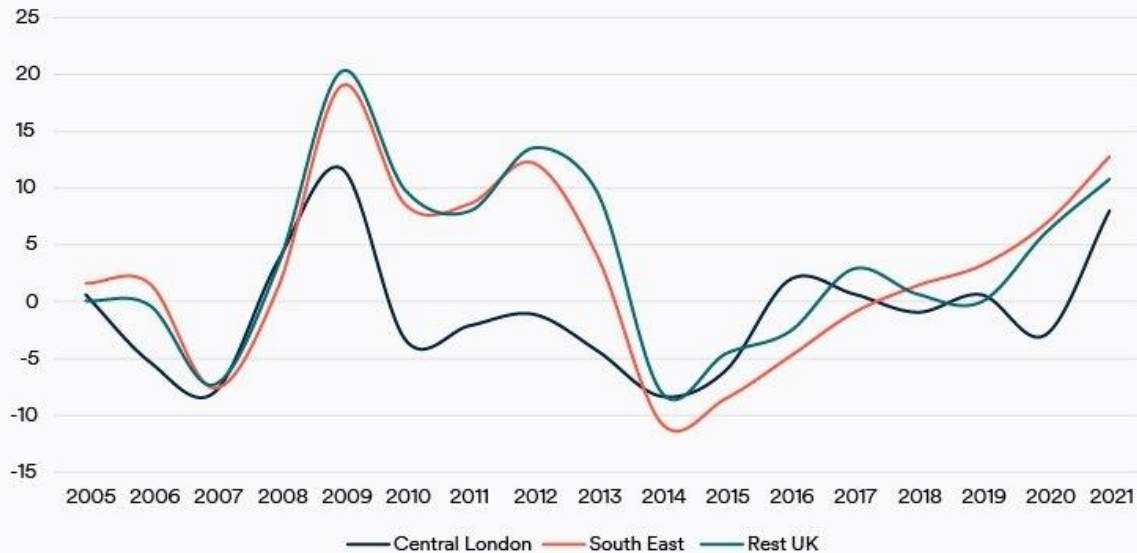
Source: RCA, Schroders. February 2022. 604203

Natuurlijk is een vlucht naar kwaliteit in een periode van onzekerheid niets nieuws. Na het barsten van de internet-zeepbel in 2000 vertoonden de Europese kantorenmarkten een soortgelijke divergentie, en tijdens de wereldwijde financiële crisis opnieuw.

Chart 6: UK Office Total Returns by Yield Quartile



UK Low Yield Office Total Returns minus UK High Yield Offices



Source: MSCI, Schroders. February 2022. 604203

Laten we aannemen dat een laag equivalent rendement (d.w.z. kapitalisatievoet) een kenmerk van prime kantoren is en een hoog equivalent rendement een kenmerk van secundaire kantoren. In dat geval volgt uit de MSCI UK dat prime kantoren in Londen het tussen 2008 - 2009 aanzienlijk beter deden dan secundaire, maar achterop raakten in de periode 2010 - 2015, toen de huren van secundaire kantoren aantrokken, zij het dat het uitgangsniveau lager was en beleggers meer risico namen. Dit patroon herhaalde zich in de kantoomarkten buiten Londen, maar met een vertraging omdat de vraag en de secundaire huren zich langzamer herstelden.

Blijft de tweedeling in de Europese kantorenmarkt bestaan?

Gelet op de ontwikkelingen in het verleden lijkt het redelijk aan te nemen dat er een einde komt aan de outperformance van prime kantoren zodra de pandemie eindigt. Dit gaat echter voorbij aan het feit dat de dynamiek die de relatieve performance van prime en secundair kantoorvastgoed bepaalt, veranderd is.

In het verleden werd de markt vooral gedreven door cyclische factoren en waren huurders, zodra de vraag zich had hersteld en de prime huren waren gestegen, vaker geneigd genoeg te nemen met secundaire, goedkopere kantoorruimte. Analooeg hieraan waren beleggers, zodra de leegstand begon te dalen, meer bereid kantoren met korte lopende huurcontracten of mogelijke renovatieprojecten te kopen.

Hoewel deze cyclische krachten niet verdwenen zijn, worden ze waarschijnlijk overtroefd door enkele langdurige, structurele factoren die in het nadeel van secundaire kantoren werken.

Ten eerste zal de druk van huurders en overheden om de CO₂-uitstoot te verlagen en gebouwen klimaatbestendiger te maken (b.v. hergebruik van water, bescherming tegen overstromingen) alleen maar toenemen. De CO₂-belasting op verwarmingsbrandstoffen wordt steeds hoger, en hoewel tot

dusver alleen Nederland en het VK de verhuur van gebouwen met slechte energieprestaties verbieden, zullen andere Europese landen snel volgen. En door de forse stijging van de bouwkosten van de laatste tijd zullen sommige kantoren in perifere locaties waardeloos worden omdat het niet meer rendabel is ze te renoveren.

Ten tweede is de verschuiving naar hybride werken vooral een probleem voor de secundaire markt.

Deze categorie trekt doorgaans meer kostenbewuste huurders, die zullen proberen te bezuinigen op huisvesting door hun personeel te vragen op afstand te werken. Zij nemen misschien helemaal geen kantoor meer, of kiezen voor een kleiner, hoogwaardiger kantoor voor dezelfde prijs met flexibeler gebruiksmogelijkheden en aanvullende faciliteiten in het gebouw (flex-kantoren, gedeelde conciërge enz.) waarvan ze zonodig gebruik kunnen maken.

Ten derde zal nieuwe software voor de automatisering van repeterende taken, block-chain en spraakherkenning de vraag naar call-centra en backoffices drukken.

De vrees voor het einde van het kantoor is sterk overdreven

Er is geen sprake meer van één kantorenmarkt. De kantorenmarkt zit in een overgangsfase maar is niet structureel in verval.

Sommige commentatoren zien parallellen met de retail-markt, maar die vergelijking gaat mank omdat de kantoorwerkgelegenheid zal blijven toenemen en omdat werken op afstand niets doet om de omzet te vergroten.

Terwijl winkeliers dankzij het internet hun kosten kunnen drukken én nieuwe klanten kunnen bereiken, verbetert thuiswerken voor kantoorgebruikers alleen de uiteindelijke winstmarge. Sterker nog, als langdurig thuiswerken ten koste gaat van de innovatie en productiviteit, zal dit op termijn de omzetgroei in gevaar brengen.

Bovendien zal de tweedeling in de kantorenvraag doorzetten en komen de toegenomen risico's van veroudering als gevolg van verduurzaming, hybride werken en nieuwe technologie, nog niet adequaat tot uiting in de huidige rendementen op secundaire kantoren. De verwachting is dan ook dat prime kantoren in de meeste Europese steden in de eerste helft van dit decennium beter zullen renderen dan de secundaire kantoren.

Schroders plc

Schroders werd opgericht in 1804 en is een van de grootste onafhankelijke beleggingsondernemingen in Europa, met een beheerd vermogen van €871,3 miljard (stand per 31 december 2021). De oprichtersfamilie is nog steeds een belangrijke aandeelhouder en bezit ongeveer 48% van de stemgerechtigde aandelen. Al die jaren heeft Schroders sterke financiële resultaten weten te behalen. Het heeft een beurswaarde van circa £8 miljard en heeft meer dan 5700 mensen in dienst, verspreid over 37 locaties.

Schroders onderscheidt zich door een zeer gevarieerd bedrijfsmodel, zowel wat regio's, beleggingscategorieën als klantenkring betreft. De activiteiten zijn onderverdeeld in vijf gebieden: institutioneel, beleggingsfondsen, private assets, alternatieve beleggingen en wealth management. Dit maakt het mogelijk innovatieve producten



en oplossingen aan te bieden, die zijn afgestemd op de behoeften van uiteenlopende klanten waaronder verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, staatsbeleggingsfondsen, universiteitsfondsen en stichtingen. Daarnaast werkt Schroders ook voor eindklanten, via de relatie met distributeurs, financieel adviseurs en online platforms. Schroders' wealth management activiteiten komen voort uit zijn strategische ambitie om klanten, groot en klein, te ondersteunen bij hun financiële planning en het beheer van hun vermogen.

In de toekomst wil Schroders zijn vermogensbeheeractiviteiten verder uitbreiden, nauwere relaties met eindklanten opbouwen en de activiteiten in private assets en alternatieve beleggingen intensiveren. Daarbij staat één doel voorop: uitstekende beleggingsresultaten voor de klanten behalen door actief beheer. Hun kapitaal wordt belegd in duurzame en toekomstgerichte ondernemingen om positieve veranderingen in de wereld te versnellen. De bedrijfsfilosofie van Schroders berust namelijk op de overtuiging dat goede resultaten voor de klanten tot goede resultaten voor de aandeelhouders en alle andere stakeholders leiden.

Uitgegeven door Schroder Investment Management Limited. Registratienr. 1893220 Engeland. Goedgekeurd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority. Indien u regelmatige updates via e-mail wenst te ontvangen, kunt u zich online op www.schroders.com registreren voor onze nieuwsservice.

Schroders staat onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) in België.