(Bubans, 2013)

HEBBEN MIDDELGROTE STEDEN EN RANDGEMEENTEN IN DE RANDSTAD DE TOEKOMST ALS HET GAAT OM DIRECTE BELEGGINGEN IN RESIDENTIEEL VASTGOED?

Een onderzoek naar het effect van verstedelijking op de efficiëntie van directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad

Middelgrote steden in opkomst in Residential Ranking JLL (JLL, 2020)

Randstad-plus' het meest aantrekkelijk om te investeren in vastgoed (Buijs, 2020)

Randgemeenten grote steden meest gegroeid (CBS, 2020)

Enorme prijsstijging steden bereikt randgemeenten (Blauw, 2020)

Robbie Boelsums
Amsterdam School of Real Estate
E-mailadres auteur: arierobert@gmail.com
Datum afronding: 31 augustus 2020
Eerste beoordelaar: Arthur Marquard

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie, waarmee ik een periode van ruim twee jaar hard werken afsluit om uiteindelijk de felbegeerde titel van 'Master of Real Estate' te behalen.

Het schrijven van een afstudeeronderzoek is op zich al een intensieve periode te noemen, maar werd buitengewoon bijzonder door de uitbraak van COVID-19 dat al snel leidde tot een pandemie. Het virus greep om zich heen en trok een zware wissel op onze zorgsector en het geheel als samenleving. De 'lockdown' die daarop volgde, toonde eens te meer aan hoe belangrijk vrijheid en sociale cohesie binnen een samenleving is. Het klinkt cliché, maar gezondheid is geen vanzelfsprekend iets. Omarm het en zorg goed voor jezelf en je naasten.

COVID-19 en de maatregelen die door overheden zijn genomen om verdere verspreiding van het virus te voorkomen hebben tot dusver een ongekende impact op de economie en de vastgoedsector, in het bijzonder op het hotel- en winkelvastgoed. Alhoewel de woningmarkt tot op heden nog bespaard is gebleven, gezien de relatief hoge beleggingsactiviteit, zal er volgens meerdere bronnen komend jaar sprake zijn van daling van de woningprijzen. Het herstel van de economie en de vastgoedsector zal afhankelijk zijn van de mate waarin wij er met elkaar in slagen het virus onder controle te houden.

Als ik één klein bijkomstig voordeel van de 'lockdown' mag noemen, is dat ik deze scriptie voortvarend heb kunnen schrijven. Het was als vrijgezel af en toe best stil in huis, maar het scheelt natuurlijk als ik vrij en ongestoord kan werken en mijn aandacht niet hoef te verdelen tussen een partner en kinderen. Tegelijkertijd heb ik het persoonlijke fysieke contact met mijn familie, vrienden, collega's, docenten en studiegenoten zeker gemist.

Ik heb de MSRE-opleiding in de breedste zin van het woord als bijzonder leerzaam, plezierig en uitdagend ervaren. Het kunnen toepassen van opgedane inzichten tijdens mijn studieperiode in de praktijk gaf mij veel voldoening. Het weer mogen volgen van colleges voelde vaak als een feestje. Op de studiereis naar Londen kijk ik bijzonder positief terug.

Desondanks was deze reis en eindbestemming niet mogelijk zonder de hulp van anderen. Ik wil in het bijzonder Arthur Marquard bedanken als scriptiebegeleider en mijn werkgever RNHB B.V. om het laatste deel van deze opleiding mogelijk te maken. Daarnaast dank ik iedereen die zowel direct als indirect een bijdrage heeft geleverd aan mijn scriptie. Tenslotte bedank ik de ASRE, de docenten en alle medestudenten voor de steile leercurve die ik door heb mogen maken. Met mijn 'overgebleven tijd' ga ik iets nuttigs doen. Dat beloof ik!

Robbie Boelsums

Managementsamenvatting

Naar verwachting leeft in 2030 ruim 60% van de wereldbevolking in de stad. Zolang steden bestaan vervullen ze een belangrijke rol in het leven van mensen. De mensen trekken naar steden op zoek naar werk, opleiding en vermaak. In Nederland wordt er een vergelijkbaar beeld waargenomen met een grotere groei in de Randstad dan daarbuiten en ook een grotere groei in de stad dan het platteland. Deze groei heeft de afgelopen jaren geleid tot een hoge woningvraag in de Randstad en omliggende steden en randgemeenten. In combinatie met een achterblijvende bouwproductie heeft dit geleid tot een toenemende krapte en hogere huur- en koopprijzen van woningen. Naast de grote steden in de Randstad, zullen de middelgrote steden, evenals diverse randgemeenten rondom de grote steden de komende jaren sterk blijven groeien. Deze ontwikkeling is onder institutionele beleggers ook niet onopgemerkt gebleven en residentieel vastgoed wordt steeds meer als veilige en stabiele belegging gezien. De toenemende vraag vanuit de beleggers heeft ook geleid tot een verdere compressie van de bruto aanvangsrendementen, waardoor beleggers steeds meer op zoek gaan naar alternatieve locaties. Dit onderzoek heeft als doel om inzichtelijk te maken of directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten om grote steden in de Randstad financieel interessant zijn. Hiervoor is de volgende centrale vraagstelling opgesteld.

In hoeverre zijn directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad financieel aantrekkelijk voor institutionele beleggers rekening houdend met de verstedelijkingstrend in Nederland.

Om deze centrale vraagstelling te beantwoorden is gebruik gemaakt van respectievelijk een:

- Institutioneel kader, waar de werking van de woningmarkt, actoren en demografische ontwikkelingen en de invloed op vraag- en prijsniveau van woningen behandeld zijn.
- Theoretisch kader, waar verschillen in grond- en woningprijzen vanuit diverse locatietheorieën en wetenschappelijke studies verklaard zijn. Vanuit de beleggingstheorie is een maatstaf gevonden om de efficiency van directe woningbeleggingen met elkaar te vergelijken.
- Kwantitatief empirisch onderzoek, waar directe woningbeleggingen op diverse aggregatieniveaus op prestatie-indicatoren als rendement, risico en efficiency met elkaar vergeleken zijn. De gebruikte dataset betreft de MSCI-IPD over een meetperiode van 25 jaar.
- Kwalitatief onderzoek, waar diverse vastgoedspecialisten van institutionele beleggers geïnterviewd zijn over het woningbeleggingsbeleid en de gepresenteerde onderzoeksresultaten.

Uit het institutioneel kader blijkt dat de woningmarkt bij uitstek een regionale markt is met grote onderlinge verschillen tussen de Randstad en de rest van Nederland. Zowel de bevolkingsgroei- en huishoudensgroei ligt in de Randstad op een aanzienlijk hoger niveau dan de rest van Nederland. Dit zal volgens de komende decennia nog sterk aanhouden als gevolg van een grotere trek naar de stad en buitenlandse migratie. Dit zorgt voor meer vraag en daarmee prijsdruk van woningen in de Randstad. Vooral middelgrote steden en randgemeenten om grote steden hebben daar de afgelopen jaren van geprofiteerd en zullen dat volgens de demografische prognoses voorlopig blijven doen.

Vanuit het theoretisch kader is afgeleid dat verstedelijking ontstaat als vervoerskosten hoog zijn, in het bijzonder bij uitwisseling van diensten zoals arbeid en voorzieningen, want hoge vervoerskosten geven waarde aan ruimtelijke nabijheid. De agglomeratietheorie in meerdere wetenschappelijke studies geven inzicht dat regionale woningmarktverschillen samenhangen met de mate van economische ontwikkeling aan de productiekant, maar ook aan de consumptiekant. Een bloeiende regionale stadseconomie biedt werkgelegenheid aan werkzoekenden, die vervolgens weer willen wonen dicht bij het werk en vervolgens de woningmarkt aanjagen. Toename van het aantal inwoners

leidt uiteindelijk weer tot meer kwalitatieve voorzieningen, hetgeen steden aantrekkelijk maakt. Het is de populariteit van de woning en de woonlocatie, die de grond- en woningprijs uiteindelijk bepaalt.

In het tweede deel van het theoretisch kader zijn de begrippen rendement, risico en Sharpe ratio behandeld. Beleggers streven naar een zo gunstig mogelijke risico-rendementverhouding. De Sharpe ratio is een goede maatstaf om de efficiëntie van beleggingen onderling te vergelijken.

Uit de kwantitatieve analyse is gebleken dat de steden Alkmaar, Groningen en Deurne de meest efficiënte beleggingen zijn over de afgelopen 25 jaar. Opvallend is de hoge notering van de randgemeente Deurne met een relatief klein inwonersaantal van ongeveer 25.000, nabij de grotere stad Eindhoven. Andere middelgrote steden buiten de Randstad zoals Tilburg, Leeuwarden en Eindhoven blijken ook zeer efficiënte beleggingen te zijn. De randgemeenten als Houten, Amersfoort en IJsselstein bij Utrecht staan ook in de top 10 als het gaat om de meest efficiënte beleggingen. Deze middelgrote steden en randgemeenten presteren in termen van efficiëntie beter dan de vier grote steden, Amsterdam, Rotterdam, Den Haag en Utrecht (G4). Den Haag en Amsterdam presteren het efficiëntste beleggingsresultaat van de G4. De G4 en de Randstedelijke regio's presteren beter op waardegroei, terwijl in perifere regio's het directe huurrendement overwegend hoger is. Deze patronen zijn ook waargenomen op de hoger gelegen aggregatieniveaus. Door de opschoning van een groot aantal steden vanwege onvoldoende metingen over de meetperiode kunnen deze conclusies niet algeheel worden getrokken voor heel Nederland.

Uit de interviews is gebleken dat vooral demografische ontwikkelingen als huishoudensgroei en verstedelijking en economische ontwikkelingen als besteedbaar inkomen, bruto regionaal product en werkgelegenheid tezamen met de vastgoedmarktperspectieven bepalend zijn voor het vaststellen van de woningbeleggingsstrategie. Verder komt naar voren dat er een sterke focus is op de G4 en randgemeenten. Deze clusters van grote steden en satellietsteden worden steeds belangrijker gezien de huishoudensprognoses en de verdere verstedelijking in Nederland. Andere aantrekkelijke gebieden die genoemd worden zijn Amersfoort, Deventer, Doetinchem, Almere, Zaandam, Houten, Leidsche Rijn, Rijswijk en Delft. Daarnaast wordt er ook gekeken naar middelgrote steden als Groningen, Zwolle, Arnhem, Nijmegen en Den Bosch.

Er wordt erkend dat bepaalde randgemeenten de komende jaren nog meer zullen profiteren als gevolg van de aanhoudende woningvraag. Er vindt een verschuiving plaats van de woningvraag van de sterk geprijsde steden naar de omliggende gemeenten, vanwege de betaalbaarheid en het ruimtegebrek in de grote steden. Dit wordt het zogenaamde 'waterbedeffect' genoemd. Een belangrijke voorwaarde is wel dat de voorzieningen als infrastructuur en bereikbaarheid in orde zijn. Door meer te kijken naar randgemeenten om grote steden, kunnen institutionele beleggers zich ook meer focussen op de middenhuur en daarmee betaalbare huur, hetgeen ook behoort tot de maatschappelijke opgave die zij hebben.

Samenvattend kan gesteld worden dat directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad beslist financieel aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers. Dit is enerzijds aangetoond door de uitslagen van diverse prestatie-indicatoren als rendement en risico en anderzijds bevestigd door de vastgoedspecialisten van institutionele vastgoedbeleggers. Juist door deze verstedelijkingstrend verschuift de focus van deze institutionele beleggers steeds meer richting stedelijke agglomeraties. Het blijft wel essentieel om voor deze middelgrote steden en randgemeenten zorgvuldige risico-rendementafwegingen te maken.

Inhoudsopgave

Voorwoord II
Managementsamenvatting iii
Inhoudsopgave v
1. Inleiding 7
1.1 Aanleiding 7
1.2 Onderwerp 8
1.3 Centrale vraagstelling en eindproduct 9
1.3.1 Centrale vraagstelling 9
1.3.2 Doelstelling 9
1.3.3 Deelvragen 9
1.4 Onderzoeksopzet 9
1.5 Afbakening 10
1.6 Relevantie 11
1.7 Leeswijzer 11
2. Institutioneel kader 12
2.1 Dé woningmarkt bestaat niet. 12
2.2 De structuur van de woningmarkt 13
2.3 Vastgoedbeleggers 14
2.4 Verstedelijkingstrend in Nederland 16
2.4.1 Algemeen 16
2.4.2 Bevolkingsgroei 16
2.4.3 Huishoudensgroei 18
2.5 Woningprijzen 20
2.6 Conclusie 22
3. Theoretisch kader 23
3.1 Klassieke en neoklassieke locatietheorieën 23
3.1.1 Clusterings- en agglomeratievoordelen 25
3.2 Moderne locatietheorieën 26
3.2.1 Daily Urban Systems 26
3.2.2 Studies naar de relatie tussen aantrekkelijkheid en woningprijzen van steden. 28
3.3 Beleggingstheorie 30
3.3.1 Moderne Portefeuille Theorie 31
3.3.2 Sharpe ratio 32
3.3.3 Asset-only-benadering en Asset-liability Management 32
3.4 Conclusie 33
4. Onderzoeksgebieden en operationaliseren 34
4.1 Afbakening onderzoeksgebieden 34

4.1.1 De Randstad 34
4.1.2 Middelgrote steden en randgemeenten 35
4.2 Operationaliseren prestatie-indicatoren en begrippen 35
4.2.1 Rendement 35
4.2.2 Risico 36
4.2.3 Sharpe ratio en efficiëntie 36
4.2.4 Verstedelijking en samenhang 37
4.3 Dataset 38
4.3.1 Data opschoning & databewerking 38
4.4 Conclusie 39
5. Uitkomsten kwantitatief onderzoek 40
5.1 Resultaten op regionaal niveau 40
5.2 Resultaten op provinciaal niveau 41
5.3 Resultaten op COROP-gebied 42
5.3.1 Totaalrendement, Risico en Sharpe ratio 43
5.3.2 Direct rendement, Risico en Sharpe ratio 44
5.3.3 Indirect rendement, Risico en Sharpe ratio 46
5.3.4 Conclusie 47
5.4 Resultaten op stedelijk gebied 48
5.4.1 Totaalrendement, Risico en Sharpe ratio 48
5.4.2 Direct rendement 49
5.4.3 Indirect rendement 50
5.4.4 Conclusie 52
6. Uitkomsten kwalitatief onderzoek 53
7. Conclusie 56
8. Discussie 58
8.1 Onderzoeksresultaten 58
8.2 Reflectie en vervolgonderzoek 59
8.3 COVID-19 59
Literatuurlijst I
Bijlage I V
Historische verstedelijking V
Wisselwerking urbanisatie en suburbanisatie onder doelgroepen VI
Bijlage II VIII
Onderzoeksresultaten VIII

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

In het jaar 1800 woonde slechts 2% van de wereldbevolking in steden. Anno 2020 leeft ruim meer dan 50% van de wereldbevolking in de stad. De verstedelijking neemt in rap tempo toe. Naar verwachting leeft in 2030 ruim 60% van de wereldbevolking in de stad. In 2050 loopt dit aantal verder op naar 68%. Het aantal inwoners alleen al in de metropool Londen, groeit twee keer zo snel als in de rest van het Verenigd Koninkrijk (PWC Nederland, 2020).

In Nederland wordt er een vergelijkbare trend waargenomen. De Nederlandse bevolking is in ruim 100 jaar gegroeid van 5 miljoen mensen naar ruim 17 miljoen in 2019. Vanaf 2010 groeide de bevolking in de G4 bijna drie keer zo snel als de rest van Nederland (de Beer, Ekamper, & Van der Gaag, 2020). Door de toenemende welvaart van de afgelopen decennia is het belang van hooggespecialiseerde voorzieningen toegenomen en zorgen juist deze hooggespecialiseerde voorzieningen weer voor meer werkgelegenheid en welvaart in steden. In toenemende mate zien we Nederlanders en buitenlandse migranten zich in de steden vestigen. Steden werken als magneten; mensen willen over het algemeen wonen, werken en recreëren binnen een nabije straal. De massale trek naar de stad maakt ook dat er bepaalde krimpregio's ontstaan. Deze regio's concentreren zich voornamelijk in de periferie van Nederland. Bovendien is de bevolkingsgroei in Nederland de afgelopen decennia niet overal even groot geweest.

De huidige woningmarkt kampt momenteel met een krapte, die zich voorlopig nog even doorzet kijkend naar de toekomstige vraag naar woningen in relatie tot het geproduceerde aanbod. Deze schaarste heeft na de crisis geleid tot enorme waardestijgingen in delen van Nederland. Dit heeft ook de interesse van beleggers getrokken.

Uit cijfers van vastgoedorganisatie CBRE blijkt dat het beleggingssegment huurwoningen in 2018 voor het eerst groter was dan kantoren. Er werd voor 7 miljard aan woningen verhandeld, bijna een verdubbeling ten opzichte van 2017 (CBRE Research, 2019). Residentieel vastgoed geeft een stabiel rendement en is vanwege de aanhoudende vraag, een veilige belegging. De toenemende interesse vanuit beleggers maakt dat er steeds minder beleggingsproducten beschikbaar zijn in de grote steden in de Randstad. De toenemende vraag vanuit de beleggers heeft ook geleid tot een verdere compressie van de bruto aanvangsrendementen, waardoor beleggers op zoek zijn gegaan naar andere locaties.

Vanuit de gebruikersvraag wordt geconstateerd dat door de krapte op de woningmarkt, er onvoldoende beschikbare betaalbare woningen in de grote steden overblijven. Het behoud van ruimtelijke kwaliteiten, zoals open ruimte en natuur zijn gereguleerd door restrictief grondbeleid en bestemmingsplannen, maar laten tegelijkertijd verstedelijkingseffecten onbenut, waardoor diverse doelgroepen mogelijk uitwijken naar andere populaire woonlocaties als middelgrote steden en randgemeenten rondom grote steden. Dit vergroot de innovatie juist op die locaties en creëert draagvlak voor hoogwaardige stedelijke voorzieningen en dienstverlening.

Middelgrote steden als Zaanstad, Purmerend, Haarlem, Amersfoort, Nijmegen en omliggende randgemeenten profiteren hiervan en zijn daarom steeds meer in trek onder woningzoekers. De populariteit in die steden en randgemeenten wordt ook teruggezien in de relatief grote prijsstijging in koop -en huurtransacties, terwijl de woningen in de grote steden als Rotterdam, Den Haag, Utrecht en Amsterdam nog nauwelijks een prijsstijging kennen (BPD, 2020).

Dit kan betekenen dat juist deze gebieden op de lange termijn financieel veel interessanter kunnen zijn als vastgoedbeleggingen.

1.2 Onderwerp

Dit onderzoek richt zich op de vraag of middelgrote steden en randgemeenten om grote steden financieel interessant kunnen zijn voor institutionele beleggers. Hierbij wordt rekening gehouden met de verstedelijkingstrend in Nederland en de samenhang tussen vraag- en prijsniveau van woningen in de Randstad. Verstedelijking is een proces van bevolkingsconcentratie, die op twee manieren kan verlopen: de vermenigvuldiging van concentratiepunten en de toename van de grootte van individuele concentraties (Tisdale, 1941). Deze bevolkingsconcentraties op fysieke locaties staan ook bekend als steden. Verstedelijking wordt daarom gezien als een verschijnsel waarin een steeds groter deel van de bevolking zich in de stad vestigt. Er is louter geen definitie of betekenis te geven van een stad. Van 'oudsher' mocht een gemeente zich uitsluitend een stad noemen als deze over stadsrechten beschikte. In de praktijk wordt een grens van minimaal 25.000 inwoners aangehouden. Alles daaronder wordt een dorp genoemd in de volksmond. Uiteraard zijn naast het inwoneraantal nog meer stadskenmerken belangrijk, zoals de kwaliteit van infrastructuur en voorzieningenniveau.

Het fenomeen verstedelijking is inherent aan de vooruitgang van een gemeenschap, tenzij het geremd wordt door ongunstige omstandigheden (Tisdale, 1941). Ontstedelijking werd voornamelijk gezien in de naoorlogse jaren tussen 1960 en 1970, waarin dorpen steeds meer stadsbewoners aantrokken. De voornaamste reden hiervan was dat de woningvoorraad in de grote steden zowel kwantitatief als kwalitatief niet voldeed aan de eisen die de stadsbewoners daaraan stelden (ter Heide & Smit, 2016). Verstedelijking en vastgoed zijn dus op een bepaalde manier met elkaar verbonden en kunnen elkaar verzwakken of juist versterken.

Er zijn eerdere soortgelijke onderzoeken gedaan naar de effecten van verstedelijking op de waardeontwikkeling en de aantrekkelijkheid van woningbeleggingen in Nederlandse perifere gebieden. Er worden twee onderzoeken uitgelicht met ieder hun eigen sterkten en beperkingen.

In het eerste onderzoek van Buyentdijk (2010), komt duidelijk naar voren dat tussen verstedelijking en indirect rendement van woningbeleggingen een positief verband bestaat en dit verband sterker wordt wanneer uitsluitend gekeken wordt naar middelgrote steden en de G4 buiten beschouwing worden gehouden. Een mogelijke verklaring wordt wel gegeven, maar is niet doormiddel van onderzoek vastgesteld. Het tweede onderzoek van Van Dam (2018) heeft voornamelijk aangetoond dat er succesvolle perifere beleggingen zijn en deze met enige regelmaat betere prestaties laten zien dan beleggingen in de Randstedelijke gemeenten. Het onderzoek geeft geen antwoord op de vraag welke oorzaken hieraan ten grondslag liggen.

Dit onderzoek richt zich met name op de beleggingsresultaten van directe woningbeleggingen in de Randstad en daarbuiten, waarbij de resultaten van middelgrote steden en randgemeenten worden afgezet tegen de G4 in de Randstad. Met het onderzoek wordt daarnaast gezocht naar een verklaring waarom bepaalde beleggingen in randgemeenten en middelgrote steden een betere risico-rendementverhouding geven dan de grote steden in de Randstad. Dit onderzoek onderscheidt zich hiermee van eerdere uitgevoerde onderzoeken door vanuit de verstedelijkingstrend te verklaren waarom bepaalde middelgrote steden en randgemeenten betere beleggingsresultaten behalen dan de grote steden. Tenslotte is het interessant om vast te stellen of er in de afgelopen jaren iets is veranderd in de onderlinge prestaties van directe woningbeleggingen in steden en gemeenten.

1.3 Centrale vraagstelling en eindproduct

1.3.1 Centrale vraagstelling

De aanleiding en de gegeven context bij het onderwerp brengt ons bij de volgende centrale vraagstelling:

In hoeverre zijn directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad financieel aantrekkelijk voor institutionele beleggers rekening houdend met de verstedelijkingstrend in Nederland?

1.3.2 Doelstelling

Inzichtelijk maken of beleggen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad financieel interessant is voor institutionele beleggers rekening houdend met de verstedelijkingstrend in Nederland.

1.3.3 Deelvragen

1. Wat is de relatie tussen verstedelijking en vraag- en prijsniveau op de Nederlandse woningmarkt?
2. Welke theoretische onderbouwing vanuit de literatuur kan de verschillen van grond, huur- en koopprijzen van woningen tussen steden verklaren, rekening houdend met de verstedelijking?
3. Welke begrippen kunnen het beste worden toegepast om de begrippen rendement en risico van woningbeleggingen met elkaar te vergelijken?
4. Welke woningbeleggingen binnen en buiten de Randstad zijn in termen van rendement en risico het meest efficiënt?
5. Hoe kijken institutionele beleggers aan tegen directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad?

1.4 Onderzoeksopzet

De onderzoeksopzet is opgebouwd volgens de Theorie, Praktijk en Analysemethode (TPA). De scriptie bestaat uit een combinatie van literatuurstudies, kwantitatief empirisch onderzoek en verkennende interviews.

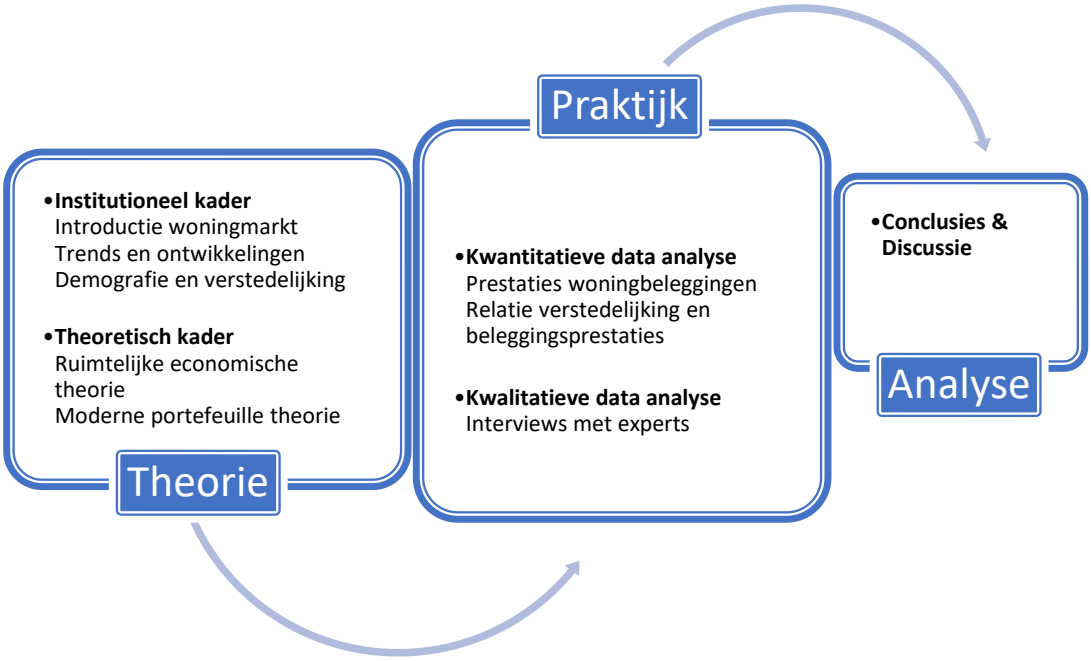
Het onderzoek begint met een uiteenzetting van het institutioneel kader. Dit institutioneel kader is een elementair onderdeel van de structuur en werking van de woningmarkt en haar deelmarkten. Daarbij worden de actuele trends en (demografische) ontwikkelingen op de woningmarkt beschreven in het perspectief van verstedelijking.

Het theoretische kader begint met een uitgebreide literatuurstudie naar bewijsvoering om verschillen tussen grond- en woningprijzen in steden te verklaren vanuit het perspectief van verstedelijking. Hierbij wordt voornamelijk aansluiting gezocht bij diverse ruimtelijke economische theorieën zoals de locatie- en agglomeratietheorie. Daarnaast worden een aantal relevante wetenschappelijke studies aangehaald als aanvulling op deze bestaande ruimtelijke economische theorieën. Vanuit de moderne portefeuilletheorie worden optimale beleggingen in termen van risico en rendement verder toegelicht.

In de praktijkfase zal met behulp van beschikbare MSCI-IPD data over een meetperiode van 25 jaar onderzocht worden welke woningbeleggingen in termen van risico en rendement het meest optimaal presteren. Hierbij wordt het rendement afgezet tegen het gemeten risico door te kijken naar de Sharpe ratio, die in de analyse van het kwantitatieve onderzoek een belangrijke rol vervult.
Aanvullend zal een eenvoudige correlatieanalyse worden uitgevoerd om te bepalen of er een bepaalde samenhang is tussen enerzijds verstedelijking in termen van bevolkingsdichtheden en anderzijds prestaties op directe woningbeleggingen. Tenslotte worden de voorlopige resultaten vanuit het kwantitatief onderzoek voorgelegd aan de respondenten. Met behulp van verkennende interviews

worden de meningen, reacties en praktijkervaringen van de geïnterviewden onderzocht en de voorlopige resultaten afgezet tegen de huidige beleggingsstrategieën van de desbetreffende institutionele beleggers. Het onderzoek wordt afgesloten met een conclusie, discussie en een reflectie. In figuur 1 wordt de onderzoeksopzet schematisch weergegeven in een eenvoudig onderzoeksmodel.

Figuur 1: Onderzoeksmodel



1.5 Afbakening

In deze scriptie is ervoor gekozen om het onderwerp voldoende af te bakenen, zodat het enerzijds gericht antwoord geeft op de centrale vraagstelling en anderzijds niet ten koste gaat van de betrouwbaarheid en validiteit van het onderzoek.

Het onderzoek is grotendeels gebaseerd op de beschikbare data van de Investment Property Databank (IPD) van de Morgan Stanley Capital International Index (MSCI). Dit is een serie van indices, die veel als benchmark gebruikt worden. De data zijn afkomstig van de deelnemende institutionele Nederlandse partijen, de zogenaamde 'contributors'. Dit zijn grotendeels dezelfde beleggers, die als lid zijn aangesloten bij de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN). Tegelijkertijd brengt dit enkele beperkingen met zich mee. De reeks met data geven alleen het rendement van het vastgoed van de partijen, die aangesloten zijn bij de MSCI-IPD index. Hierdoor is deze data niet representatief voor de hele beleggingsmarkt.

De scope van dit onderzoek ligt voornamelijk op de commerciële vrije huursector woningen in de woningmarktregio van de Randstad en omgeving. De vier steden Utrecht, Amsterdam, Rotterdam en Den Haag met meer dan 250.000 inwoners ook wel bekend als de G4, worden frequent in de analyse afgezet tegen middelgrote steden in Nederland en de randgemeenten om deze grote steden. Er is niet onderzocht in hoeverre er geografische spreidingsvoordelen te behalen zijn. Uit het onderzoek van Van Dam (2018) is vastgesteld dat Nederland feitelijk als één groot economisch gebied functioneert waarbij nauwelijks echte spreidingsvoordelen behaald kunnen worden, die leiden tot significante risicoreductie. Ander type vastgoed dan woningen is niet onderzocht. Om deze reden wordt er geen uitgebreid Asset Liability Management (ALM) uitgevoerd. Er is gekozen voor een traditionele 'asset-only'-benadering, waarbij het risico en rendement van beleggingsportefeuilles in absolute zin centraal staat (van Dam M. , 2018).

1.6 Relevantie

De maatschappelijke relevantie van dit onderzoek gaat met name over het tekort aan betaalbare huurwoningen in de Randstad, in het bijzonder de G4. Een groot deel van de middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad hebben de afgelopen jaren een groei in huishoudens en werkgelegenheid doorgemaakt (CBS, 2020). Juist dit type steden en randgemeenten nemen in populariteit toe nu een woning vinden in de G4 een lastige opgave blijkt te zijn voor veel doelgroepen. Een goed alternatief om te wonen wordt vaak gevonden in deze middelgrote steden of randgemeenten. Voor starters is het vandaag de dag vaak niet meer zo vanzelfsprekend om een woning te kopen, gezien de forse woningprijzen. Beleggers hebben samen met ontwikkelaars en gemeenten de verantwoordelijkheid te zorgen voor voldoende, passende en betaalbare woonruimten, zodat de grote vraag naar (huur)woningen, kan worden opgevangen.

Wetenschappelijke relevantie kan gevonden worden in het feit dat veel onderzoeken zich concentreren op de G4, terwijl de middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad al enige tijd bezig zijn met een opmars. Zeker nu er een groeiend woningtekort is in de G4, kunnen middelgrote steden en randgemeenten de komende jaren hiervan profiteren. Dit onderzoek houdt rekening met de verstedelijkingstrend in Nederland en biedt inzicht in hoeverre het investeren in juist deze middelgrote steden en randgemeenten financieel interessant kan zijn voor beleggers.

1.7 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 ‘Institutioneel kader’, wordt kort ingegaan op hoe de woningmarkt functioneert en is opgebouwd. Verschillende typen beleggers, die actief zijn op de woningmarkt, worden kort beschreven. Vervolgens worden een aantal demografische ontwikkelingen geschetst, waarbij dieper wordt ingegaan op de verstedelijkingstrend binnen Nederland en de gevolgen voor de woningmarkt.

In hoofdstuk 3 ‘Theoretisch kader’, wordt vanuit de literatuurstudie van de locatietheorieën en agglomeratietheorie naar een theoretische onderbouwing en verklaring gezocht, die het verschil tussen grond- en woningprijzen tussen steden kunnen verklaren. Vervolgens worden de begrippen ‘rendement’ en ‘risico’ vanuit beleggersperspectief toegelicht, zodat deze in het vergelijken van woningbeleggingen toegepast kunnen worden.

In hoofdstuk 4 ‘Onderzoeksgebieden & Operationaliseren’ worden meerdere onderzoeksgebieden afgebakend en belangrijke begrippen gedefinieerd en meetbaar gemaakt. Daarnaast zijn de keuzes onderbouwd met betrekking tot het schonen van de gebruikte dataset van de MSCI-IPD.

In hoofdstuk 5 en 6 ‘Kwantitatief & Kwalitatief onderzoek’, wordt inzicht gegeven welke woningbeleggingen in de Randstad en daarbuiten in termen van rendement en risico het meest optimaal zijn. Vervolgens wordt in de vorm van interviews onderzocht hoe institutionele beleggers een gunstiger risico-rendementverhouding kunnen behalen ten aanzien van de woningbeleggingen. De resultaten uit het kwantitatieve onderzoek vormen belangrijke input voor deze interviews.

In hoofdstuk 6 en 7 ‘Conclusie & Discussie’ wordt afgesloten met de conclusie en de eigen interpretatie van de onderzoeksresultaten en de beantwoording van de centrale vraagstelling.

2. Institutioneel kader

Het rendement op directe vastgoedbeleggingen wordt grotendeels bepaald door specifieke zaken als het huurcontract en de verkoopwaarde van het vastgoed. Deze specifieke zaken worden echter beïnvloed door de markt. Een belegger dient de invloed van de markt op vastgoed goed in te kunnen schatten. Om deze reden is het van belang wat dieper in te gaan op het functioneren van de woningmarkt. In dit hoofdstuk wordt inzicht gegeven in de werking en structuur van de Nederlandse woningmarkt en de diverse actoren zoals de beleggers. Daarnaast wordt er aandacht besteed aan de demografische ontwikkelingen en de invloed van verstedelijking op de vraag en prijzen van woningen in Nederland. De regionale verschillen in de woningmarkt kunnen soms groot zijn.

2.1 Dé woningmarkt bestaat niet.

De woningmarkt is bij uitstek een regionale markt, met grote onderlinge verschillen en haar eigen regionale dynamiek (Eskinasi, 2011). De woningmarkt is te omschrijven als een verzameling van deelmarkten, die nauw met elkaar samenhangen en interacteren. Grofweg wordt er onderscheid gemaakt tussen drie deelmarkten: de gebruikersmarkt, de beleggingsmarkt en de bouwmarkt, die uiteindelijk leiden tot veranderingen in de voorraadmarkt.

In de gebruikersmarkt staat de vraag naar ruimte centraal. Vastgoed is in beginsel een gebruiksobject en staat daarom nauw in verbinding met de economie. In tijden van hoogconjunctuur is er over het algemeen meer vraag naar ruimte. Inherent aan de ontwikkeling van de economie speelt het consumentenvertrouwen in de woningmarkt ook een belangrijke rol. Beleggingsrendement in termen van huurinkomsten en waardegroei zijn in periode van economische groei hoger dan in periode van minder economische groei (van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013).

In deze centrale vraagstelling wordt de woning als investeringsgoed bedoeld en staat hierdoor nauw in verbinding met de verhuurmarkt. De prijs voor een woning als investering, is onder andere afhankelijk van de hoeveelheid voorraad, de vraag en de prijselasticiteit van die vraag (DiPasquale & Wheaton, 1996). De vraag kan bijvoorbeeld stijgen door inkomensgroei en een lage rentestand. Andersom geldt ook dat de vraag naar ruimte afhangt van het huurniveau. Een stijging van de vraag bij een gelijkblijvend aanbod zorgt ervoor dat de huren stijgen. De vraag naar woonruimte laat zich wel minder direct sturen door de economie dan andere assetklassen als kantoren, winkels en logistiek vastgoed. Zo zijn de demografische ontwikkelingen zoals huishoudensgroei, immigratie en emigratie, maar ook verstedelijking, bepalend voor de toekomstige vraag naar woonruimte in gebieden (DiPasquale & Wheaton, 1996).

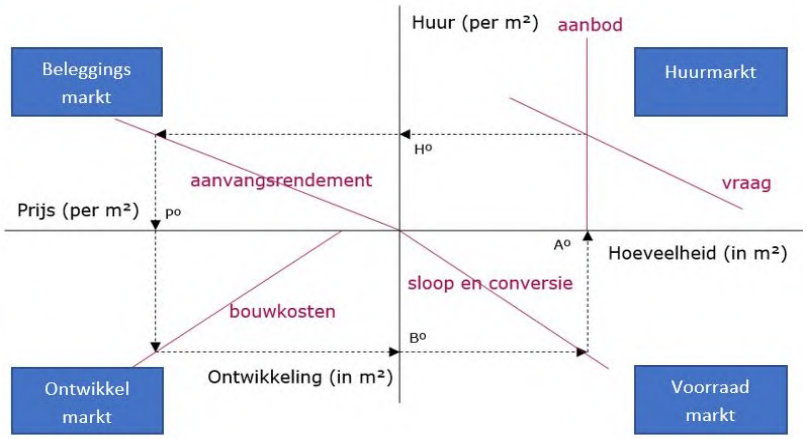
De deelmarkt beleggingsmarkt bestaat uit beleggers, die bereid zijn een prijs te betalen voor vastgoed dat een bepaald rendement oplevert bij verhuur. Bij een gegeven voorraad aan woningen op de verhuurmarkt wordt een huurniveau bepaald, welke vervolgens weer vertaald wordt naar een vastgoedprijs op de beleggersmarkt. Stijgende huren leiden tot hogere vastgoedprijzen. Overigens kan de interesse van een belegger groter of juist minder zijn dan de stand van de economie doet vermoeden, omdat financiële markten het rendementsbeeld ook beïnvloeden. Als andere beleggingscategorieën zoals aandelen en obligaties het minder doen, zal meer interesse zijn naar vastgoed, omdat deze minder met elkaar correleren. Dit werd voornamelijk teruggezien in de jaren 2000-2004 in Nederland (Van Gool et al., 2013).

De derde deelmarkt is de ontwikkelmarkt. Als de beleggingswaarde van een huurwoning hoger is dan de ontwikkelkosten, komt de bouwproductie op gang. De voorraadmarkt muteert door de mate van nieuwbouw minus sloop. De nieuwbouwproductie reageert altijd met een vertraging op de veranderde vraag, gegeven de lange periode van zes jaar tussen planfase en daadwerkelijke oplevering (Vries & Louw, 2003). Dit brengt een verstoring teweeg tussen de economie en de vastgoedmarkt, aangezien

de economie in die periode alweer op haar retour kan zijn en dus de vraag naar ruimte af is genomen, bij een gelijkblijvende productie. Dit drukt uiteindelijk huren en vastgoedwaarden.

De werking van deze deelmarkten maakt dat de woningmarkt bij uitstek een inefficiënte markt is, aangezien vraag en aanbod soms onvoldoende en traag op elkaar aansluiten. De marktinformatie is hierdoor niet volledig en tijdig in prijzen verwerkt. Om de woningmarkt te laten functioneren is overheidsinterventie nodig. Dit zien we met name terugkomen in de gereguleerde huursector.
Rendementen worden op de woningmarkt gedreven door de economie via huurders, financiële markten via beleggers en door nieuwbouw via ontwikkelaars. Dit wordt ook wel het 'onroerend goed systeem' of het 'vierkwadrantenmodel' genoemd dat is afgebeeld in figuur 2 (DiPasquale & Wheaton, 1996; Van Gool et al., 2013, p. 56).

Figuur 2: Vierkwadranten model



Noot. Aangepast Onroerend goed als belegging, door P. van Gool, P. Jager, M.A.J. Theebe, & R.M. Weisz, 2013, p. 56

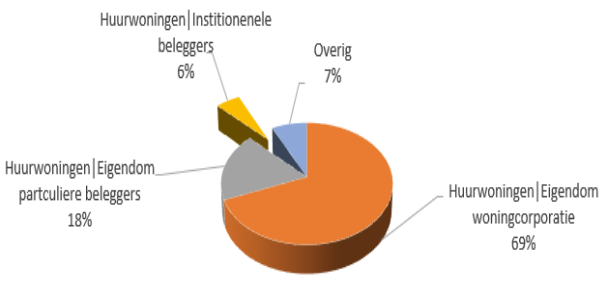
2.2 De structuur van de woningmarkt

De totale woningvoorraad per ultimo 2019 bedroeg ruim 7.8 miljoen woningen waarvan het grootste gedeelte uit koopwoningen bestaat (58%). Het aantal huurwoningen bedraagt 3.3 miljoen, hetgeen 42% van de totale woningvoorraad is. Van de totale voorraad aan huurwoningen is het merendeel (69%) in bezit van corporaties. Een relatief klein deel van de huurwoningen is in bezit van voornamelijk particuliere beleggers (18%) en institutionele partijen (6%).

Figuur 3: Verdeling van de totale woningvoorraad

(CBS, 2020). Eigen bewerking.

Figuur 4: Aandeel van de totale verhuurmarkt



(CBS, 2020). Eigen bewerking.

De sociale huursector is relatief groot in de totale woningvoorraad in Nederland, ook in vergelijking met andere Europese landen. De sociale huursector concentreert zich voornamelijk in de grote steden. Amsterdam en Rotterdam alleen al maken meer dan 40% van dit aandeel uit. Gemeenten stimuleren het aanbod van sociale huurwoningen, zodat huishoudens met lage inkomens in de stad kunnen blijven wonen. Hierdoor blijft de segregatie in de steden beperkt (Schilder, Daalhuizen, Groot, Lennartz, & van der Staak, 2020).

Het woningwaarderingsstelsel (WWS), bepaalt of een woning in de gereguleerde sociale sector of in de vrije sector valt. Een maandhuur van minder dan € 720,42 of een huurwoning tot en met 144 punten valt in de gereguleerde sector (Capital Value, 2020). Alle woningen met hogere huren of punten vallen in de geliberaliseerde sector, waarin de huurprijs zonder restricties kan worden vastgesteld. Door deze regelgeving verhuren corporaties en particuliere verhuurders het grootste deel van hun woningvoorraad, respectievelijk 93% en 75%, in het gereguleerde segment. Bij institutionele beleggers is dit slechts 40% (Capital Value, 2020).

De samenstelling van de woningmarkt verloopt dynamisch. Het grootst aantal verschuivingen vindt plaats tussen eigendommen van koopwoningen naar huurwoningen en andersom. Met name het aantal koopwoningen dat naar overige verhuur, (dus geen corporatiebezit), is verschoven vanaf 2010, is flink toegenomen. Het aandeel particuliere beleggers dat vastgoed koopt om te verhuren, ook wel genoemd de 'buy-to-let-beleggers', is in de afgelopen jaren meer dan verdubbeld en het sterkst vertegenwoordigd in de Randstad (Capital Value, 2020). Mede door de lage rentestand en het feit dat spaargeld nauwelijks meer iets oplevert betreden particuliere beleggers graag de vrije huursector in de steden om rendement te realiseren. Omgekeerd nam de stroom overige huurwoningen naar koopwoningen licht toe, maar wel minder hard (CBS, 2020).

2.3 Vastgoedbeleggers

Een particuliere belegger is iemand die zijn eigen vermogen, al dan niet aangevuld met vreemd vermogen, belegt of laat beleggen voor de aankoop en verhuur van woningen. Deze particuliere beleggers zijn zowel actief in de gereguleerde en vrije sector. De interesse van particuliere beleggers draagt enerzijds bij aan vergroting van de particuliere huurmarkt, maar anderzijds ondervinden woningzoekenden op de koopmarkt hierdoor ook meer concurrentie. Dit kan een prijsopdrijvend effect met zich meebrengen (Hekwolter of Hekhuis, Nijskens, & Heeringa, 2017).

Particuliere beleggers hebben de komende twee jaren tussen de 2 tot 3 miljard euro beschikbaar voor de aankoop van huurwoningen. Uit onderzoek van Capital Value (2020) blijkt dat de voorkeur uit gaat naar jonge bestaande bouw, maar er is een groeiende belangstelling voor nieuwbouw. De particuliere beleggers hebben een sterke voorkeur voor middeldure huurwoningen en vrije sector huurwoningen van boven de 1.000 euro per maand (Capital Value, 2020).

Woningcorporaties zijn non-profit organisaties, die een volkshuisvestelijk doel hebben. In de praktijk worden er woningen verhuurd onder de marktprijs, zodat het voor mensen die niet financieel zelfstandig in hun huisvesting kunnen voorzien, toch betaalbaar blijft. Regulering vindt plaats via de Woningwet en de opgestelde uitvoeringsregelingen. Toezicht wordt gehouden door de Autoriteit Woningcorporaties op het financieel en volkshuisvestelijk presteren. Het belangrijkste kenmerk van corporaties en verschil met particuliere beleggers is het feit dat corporaties geen economische eigenaar hebben (Conijn, 2011). Er wordt geen rendementseis opgelegd door aandeelhouders, waardoor lagere huren gevraagd kunnen worden. De kosten voor het aantrekken van de financiering zijn lager door borging van het Waarborg Sociale Woningbouw, (WSW), met achtervang van de overheid. Tenslotte zijn er lage gemeentelijke grondprijzen voor woningbouw waar corporaties van kunnen profiteren (Lennartz, Schilder, & Staak, 2019).

Een relatief klein deel (7%) van de portefeuille van woningcorporaties is belegd in de vrije sector. Dit zijn de zogenoemde niet-DAEB-activiteiten, waarbij geen recht is op overheidssteun. De ongelijke concurrentie tussen private beleggers en woningcorporaties in de vrije sector is verminderd door aanpassingen in de Woningwet in 2015 (Lennartz et al., 2019).

De institutionele partijen zijn vaak verzekeraars, pensioenmaatschappijen, die vermogen als verzekerings- en pensioenpremies namens deelnemers en investeerders beleggen in de verhuurmarkt. In relatie tot de woningmarkt worden vaak grote bedragen in de woningmarkt belegd door gehele woningcomplexen te financieren of grootschalige portefeuilles te kopen. Met enige regelmaat worden portefeuilles gekocht van corporaties, via gespecialiseerde vastgoedfondsen of vastgoedvermogensbeheerders, zoals CBRE, Amvest en Vesteda.

Een groot deel van de actieve institutionele vastgoedbeleggers en gespecialiseerde partijen in Nederland is aangesloten bij de 'Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland', (IVBN). Deze vereniging is opgericht in 1995 en bestaat uit 30 leden.[1] De leden hebben als doel het investeringsklimaat en de marktwerking in Nederlands vastgoed te bevorderen. Zij beleggen naast woningen, ook in kantoren, winkels, bedrijfsruimten, parkeergarages en overig vastgoed.
De leden hebben meer dan 100 miljard euro aan vastgoed in bezit, waarvan de helft Nederlands vastgoed is en de andere helft bestaat uit buitenlands vastgoed. Ongeveer de helft daarvan is belegd in woningen. Het totale aantal woningen in bezit van IVBN-leden bedraagt ongeveer 135.000 in heel Nederland, maar hoofdzakelijk geconcentreerd in de Randstad en delen van Noord-Brabant (IVBN, 2020).

Specifiek voor de woningmarkt worden de gelden met een langetermijndoelstelling en vanuit een grote maatschappelijke verantwoordelijkheid geïnvesteerd. Aangezien deze partijen ook werken met geld van pensioen- en verzekeringsgerechtigden zijn zij verantwoordelijk voor stabiele inflatiebestendige uitkeringen. Dit betekent dat zorgvuldig belegd dient te worden in woningbeleggingen met een acceptabel rendement en laag risico. De huidige portefeuille van institutionele beleggers bestaat voornamelijk uit het midden huursegment dat loopt tussen de € 717,- - € 1.000, - en in de grotere steden tot € 1.200, -. Slechts 6% van de woningen wordt verhuurd boven de € 1.200, - (IVBN, 2019).

Institutionele beleggers hebben de komende twee jaar 6 tot 8 miljard euro beschikbaar om te beleggen in huurwoningen, waarvan het overgrote deel in meergezinswoningen belegd zal worden in het midden -en vrijesectorhuursegment. In 2019 werd 87% van het beschikbare kapitaal belegd in dit segment. Locaties die gelegen zijn in de buurt van een grotere stad worden steeds aantrekkelijker voor vastgoedbeleggers. Dit wordt gedreven door schaars aanbod in combinatie met gunstige macro-economische en demografische ontwikkelingen (Bouwinvest, 2020).

Volgens de jaarlijkse Nederlandse Vastgoedgoedmarkt Outlook 2020 – 2022 van de institutionele beleggers Bouwinvest en CBRE bieden deze omliggende steden kansen met hogere rendementen ten opzichte van de beste locaties in de steden. Voor institutionele beleggers is het steeds lastiger om rendement te realiseren (Bouwinvest, 2020). Tevens kijken institutionele beleggers ook naar alternatieve markten waar groeiende tekorten zijn en aantrekkelijke aanvangsrendementen behaald kunnen worden zoals zorgvastgoed, studentenhuisvesting en seniorenwoningen (CBRE, 2020).

[1] Altera Vastgoed, Amvest, APG Asset Management, A.S.R. Real Estate, AXA IM, Blue Sky Group, Bouwinvest Real Estate Investors, Catella Im Benelux B.V., CBRE Global Investors, Cromwell Property Group, Eurocommercial Properties, Heimstaden, Klépierre, MN, NN Group, NSI, Orange Capital Partners, Patrizia Netherlands B.V., PGB Pensioendiensten, PGGM, Rabobank Real Estate Finance, Redeveco Nederland, Schiphol Real Estate B.V., SPF Beheer, Stienstra, Syntrus Achmea Real estate & Finance, Unibail-Rodamco-Westfield, Vesteda, Wereldhave en Wonam.

2.4 Verstedelijkingstrend in Nederland

2.4.1 Algemeen

De afgelopen decennia kende Nederland een sterke ontwikkeling van urbanisatie en concentratie van de bevolking in stedelijke gebieden. De verwachting is dat deze trend tot 2050 zal doorzetten. Toch heeft Nederland ook tijden gekend van spontane en geplande suburbanisatie. Vooral vanaf de jaren 1960 tot eind jaren 1970 heeft Nederland een sterke beweging van suburbanisatie gekend, omdat de woningvoorraad in de grote steden zowel in kwantitatieve als kwalitatieve zin niet voldeed aan de woonbehoeften van de stadsbewoners. Deze beweging werd versterkt door toename van het autobezit en later door het groeikernenbeleid van de overheid (ter Heide & Smit, 2016). Vanaf de jaren 1980 kwam de woningmarkt weer meer in evenwicht en leidde het VINEX-beleid in de jaren 1990, weer meer tot een migratiestroom richting en rondom grote steden.

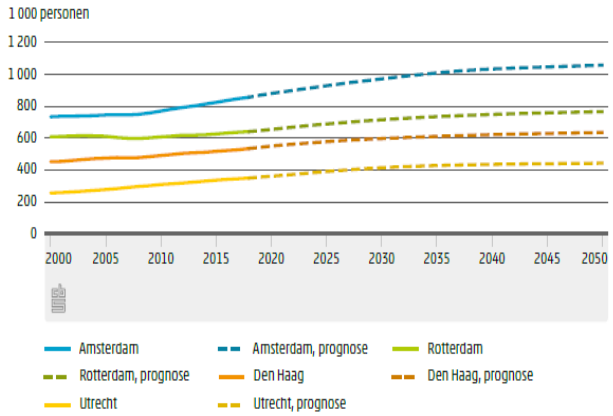
Tegelijkertijd zijn er ook grote verschillen waargenomen in urbanisatie- en suburbanisatiestromen onder diverse doelgroepen. In de periode 1996-2018 waren de meeste nieuwe stadsbewoners tussen de 18-24 jaar oud en is dit beeld in de afgelopen 22 jaar nauwelijks veranderd. Dit terwijl de groep dertigers vaker uit de stad vertrekken (Husby, Weterings, & Groot, 2019). Voor een uitgebreidere uiteenzetting van het verloop van verstedelijking over de afgelopen decennia met daarbij het inzicht in de verhuisbewegingen onder diverse doelgroepen wordt verwezen naar de bijlage I.

2.4.2 Bevolkingsgroei

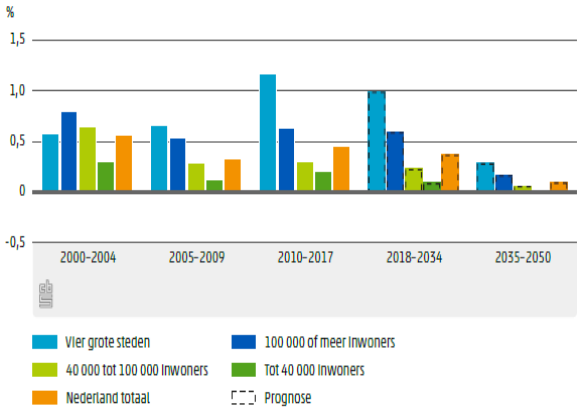
Volgens de Bevolkingsprognose 2019–2050 van het Planbureau voor de Leefomgeving en Centraal Bureau voor Statistiek, zal het aantal inwoners in Nederland doorgroeien naar ruim 18 miljoen in 2035 (van Duin, et al., 2019). Deze groei is hoofdzakelijk het gevolg van internationale migratie (de Jong, Vriens, & Beets, 2015). De bevolkingsgroei komt in absolute zin vooral terecht in de steden en middelgrote steden. Alleen al in de steden Utrecht, Den Haag, Rotterdam en Amsterdam komen er tot 2030 ruim 350.000 inwoners bij. Wanneer de middelgrote steden hierbij worden opgeteld dan komt dit neer op een totaal van 700.000 inwoners. Dit is gelijk aan 75% van de totale bevolkingsgroei in Nederland tot 2030. De bevolkingsontwikkeling in een stad of gemeente is de optelsom van natuurlijke aanwas (geboorte versus sterfte), het saldo verhuizingen en migratie. Het woningbouwbeleid in de jaren negentig was voornamelijk de motor achter de krachtige bevolkingsgroei, door de grootschalige VINEX-uitbreidingslocaties als IJburg in Amsterdam, Nesselande in Rotterdam, Leidschenveen, Wateringse Veld en Ypenburg in Den Haag en Leidsche Rijn in Utrecht (van Duin, Huisman, de Jong, Kooiman, & Stoeldraijer, 2016).

Figuur 5 en 6 geven weer dat Utrecht (21%) en Amsterdam (20%) relatief de grootste stijging laten zien vanaf 2018-2035. Den Haag (15%) en Rotterdam (15%) blijven iets achter. Ook na 2035 zullen de grote steden blijven groeien. De hoofdstad Amsterdam zal naar verwachting in 2035 de mijlpaal van 1 miljoen inwoners overschrijden. Dit komt neer op een gemiddelde groei van 10 duizend inwoners per jaar. Voor Rotterdam ligt deze groei lager met 5.500 inwoners per jaar, hetgeen neer komt op bijna 732 duizend inwoners in 2035. Den Haag en Utrecht krijgen er tot 2035 beiden ongeveer 70.000 inwoners bij, hetgeen gelijk is aan ruim 4.500 inwoners per jaar (van Duin, et al., 2016).

Figuur 5: Bevolkingsgroei van de G4



Figuur 6: Bevolkingsgroei per gemeentegrootte

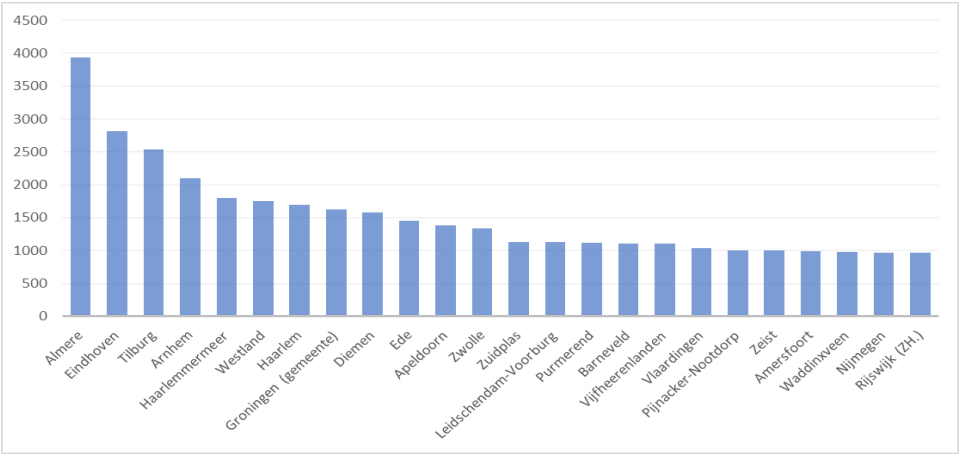


Noot. Herdrukt van PBL/CBS Regionale bevolkings- en huishoudensprognose 2019–2050, door Planbureau voor de Leefomgeving, 2019, p. 8.

In 2019 groeiden de G4 het sterkst. Amsterdam kreeg er in 2019 bijna 11 duizend inwoners bij, Den Haag bijna 8 duizend, Rotterdam bijna 7 duizend en Utrecht bijna 5 duizend (CBS, 2020). Figuur 7 toont dat na de G4, de middelgrote steden in de Randstad zoals Almere, Haarlemmermeer, Haarlem, Westland en Diemen in 2019 in absolute zin het sterkst zijn gegroeid. Middelgrote steden buiten de Randstad zoals Eindhoven, Tilburg en Arnhem deden het ook bijzonder goed. In verhouding tot het aantal inwoners groeide de stad Almere het snelst, met ruim 3.900 inwoners (CBS, 2020)

Volgens cijfers van het CBS groeide in 2019 de bevolking in kleinere gemeenten rond de grote steden relatief gezien het sterkst als gevolg van verhuizingen vanuit andere gemeenten. In relatieve zin vertoonde de gemeente Diemen in 2019, met een groei van 54 per duizend inwoners, de sterkste stijging. Diemen fungeert als overloopgebied voor Amsterdam en met name grootschalige nieuwbouwprojecten hebben jonge gezinnen aangetrokken. Deze trend is ook waarneembaar bij andere randgemeenten rondom grote steden, zoals Blaricum bij Amsterdam, Zuidplas bij Rotterdam, Beemster en Son en Breugel bij Eindhoven en Waddinxveen bij de provincie Utrecht (CBS, 2020).

Figuur 7: Top 24 snelst groeiende middelgrote steden en randgemeenten buiten de G4 in 2019



(CBS, 2020). Eigen bewerking

Buitenlandse migratie wordt ook steeds meer bepalend voor de groei van grote steden in Nederland, aangezien de natuurlijke aanwas uit hoofde van geboorte en sterfte aan het afnemen is.
Tot 2030 krijgt Amsterdam naar verwachting ruim 70 duizend inwoners bij door buitenlandse migratie, Den Haag bijna 40 duizend en Utrecht en Rotterdam ongeveer 15 duizend (van Duin, et al., 2016).

Bovendien was de afgelopen jaren sprake van een sterke toename van immigratie als gevolg van asielmigratie. Daar waar immigranten zich van oudsher relatief vaak in de grote steden vestigen en het ommeland vanwege de toegang tot werkgelegenheid en onderwijs, is de afgelopen jaren een afwijkend gedragspatroon zichtbaar naar meer perifeer gelegen gebieden met een opvangcentrum en/of aanmeldcentrum. Buitenlandse migratie heeft ook een dempende werking op de krimp. Te denken valt aan krimpregio's als Limburg waar veel Poolse arbeidsmigranten naar toe trekken en Maastricht waar buitenlandse studenten zich vestigen (van Duin & Stoeldraijer, 2018).

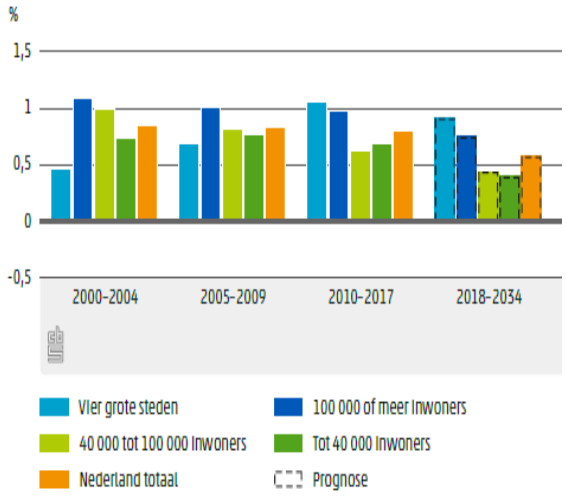
In de perifere gebieden van Nederland zal er sprake zijn van een sterke bevolkingskrimp en vergrijzing terwijl de steden verjongen. Daar waar in het westen van Nederland een sterke bevolkingsgroei zichtbaar is, is er een krimp aan de oostgrens van Nederland en in Zeeuws-Vlaanderen. Ongeveer 20% van alle gemeenten zal tot 2035 krimpen. Op langere termijn tot 2040 zal deze krimp doorzetten naar bijna 30%. Rond het jaar 2000 zat de vergrijzing in zowel grote, middelgrote als kleinere gemeenten op een vergelijkbaar niveau. In 2035 zullen er in grote steden gemiddeld 17% ouderen zijn, tegenover 26% in de kleinere gemeenten (van Duin, et al., 2019).

In het oosten van Nederland doen de steden Zwolle, Arnhem, Nijmegen, Ede, Barnveld en Wageningen het goed in tegenstelling tot veel omliggende, kleinere gemeenten. In het noorden van Nederland zijn dit Groningen en Leeuwarden. Volgens de meest recente prognose is de bevolkingskrimp in een aantal regio's lager dan eerst werd voorzien.

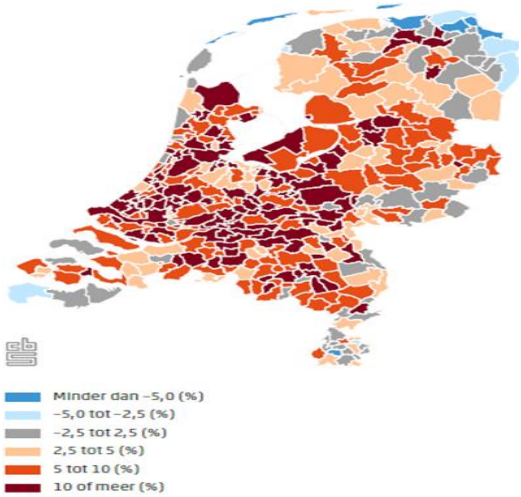
2.4.3 Huishoudensgroei

Volgens de huishoudensprognose van het CBS vertoont de stijging van het aantal huishoudens een vergelijkbare trend met de bevolkingsgroei in Nederland. Op 1 januari 2018 telde Nederland nog 7,9 miljoen huishoudens. Dit zal stijgen naar bijna 8,6 miljoen in 2035 en 8,8 miljoen in 2050 (van Duin, et al., 2019). Figuur 8 en 9 tonen aan dat deze groei zich voornamelijk concentreert in de grote en middelgrote steden. Dit is verklaarbaar, omdat de bevolking daar ook bovengemiddeld groeit. In de periode tot 2010 nam het aantal huishoudens toe in vooral de middelgrote steden door vertrek van jonge stellen uit de grote steden. De groei van het aantal huishoudens in de grote steden is nog relatief nieuw (van Duin, et al., 2019).

Figuur 8: Huishoudensgroei tot 2035 naar gemeentegrootte



Figuur 9: Huishoudensgroei tot 2035 naar gemeente



Noot. Herdrukt van PBL/CBS Regionale bevolkings- en huishoudensprognose 2019–2050, door PBL/CBS, 2019, p. 13, 14.

In de periode 2018 tot 2035 zullen er in Amsterdam 90.000 huishoudens bijkomen met een totaal van 550 duizend huishoudens, hetgeen neerkomt op een groei van bijna 20%. In Utrecht worden er zo'n 35 duizend extra huishoudens verwacht tot 2035, hetgeen een stijging van ruim 20% betekent.
Den Haag en Rotterdam blijven hierbij wat achter, met respectievelijk een groei van ruim 10%. Voor Rotterdam betekent dit 35 duizend meer huishoudens met een totaal van 360 duizend. Dit betekent dat de woningbouwopgave van Amsterdam ongeveer 2,5 keer zo groot is als van Rotterdam (van Duin, et al., 2019). De groei van deze steden komt voornamelijk door de aantrekkingskracht op jongvolwassenen van zowel binnen- als buitenland door het brede aanbod aan opleidingsmogelijkheden, culturele voorzieningen en werkgelegenheid. Een groot gedeelte van deze doelgroep vestigt zich in of rondom grote steden. Jongeren vertrekken uit perifere gebieden en trekken richting de steden in de Randstad en blijven daar als ze een partner vinden en kinderen krijgen. Dit wordt ook wel 'roltrapwerking' genoemd (de Jong, Vriens, & Beets, 2015).

Tot 2035 zal er groei zijn van ongeveer een half miljoen huishoudens. Deze groei doet zich vooral voor in de grote steden, in het bijzonder in universiteitssteden. Zo is naar verwachting 7 op de 10 huishoudens in Groningen een eenpersoonshuishouden (van Duin, et al., 2019). Toch groeit het aantal huishoudens sneller dan het aantal inwoners. Het gemiddelde huishouden in de grote steden bestaat gemiddeld uit iets minder dan 2 personen, waarbij een meerderheid van de huishoudens een eenpersoonshuishouden is. Naar de toekomst toe komen er meer alleenstaanden bij, maar ook meer jonge gezinnen, die in nieuwe wijken aan de stadsranden gaan wonen. De gemiddelde grootte van een huishouden neemt af. Hierdoor doet huishoudenskrimp zich in minder regio's voor dan bevolkingskrimp. Waar een lichte bevolkingskrimp voorzien is, kan toch een lichte groei van huishoudens verwacht worden. In de periode 2018-2035 wordt voor alle COROP-gebieden een groei verwacht met als uitzondering, de gemeente Delfzijl. Op gemeentelijk niveau komt een vergelijkbaar beeld naar voren. Slechts in 13 gemeenten wordt een daling van het aantal huishoudens verwacht van 2,5% of meer tegenover maar liefst 80 gemeenten met een bevolkingskrimp van 2,5% of meer. Flevoland is tot 2035 de sterkste groeier met ruim 20% meer huishoudens tot 2035. Deze toename overstijgt de bevolkingsgroei van bijna 15%. Dit komt voornamelijk door afname van huishoudensgrootte als gevolg van de sterk vergrijsde regio (van Duin, et al., 2019).

Figuur 8 en 9 tonen dat voor diverse middelgrote steden en gemeenten aangrenzend aan een van de grote steden, een aanzienlijke huishoudensgroei wordt voorzien. Voorbeelden van deze gemeenten zijn Rijswijk bij Den Haag, Bunnik bij Utrecht, Diemen en Oude-Amstel, Weesp, Amstelveen bij Amsterdam en Lansingerland Pijnacker-Nootdorp en Zuidplas bij Rotterdam (van Duin, et al., 2016). Ook de oude groeikernen Haarlemmermeer en Purmerend groeien aanzienlijk door tot 2035. Rondom Utrecht blijven onder andere de oude groeikernen Nieuwegein en Houten nog groeien, maar gemeenten als Zeist en Vianen groeien in een harder tempo. Dit in tegenstelling tot de oude groeikernen Zoetermeer, Houten, Nieuwegein, Purmerend, Capelle aan den IJssel, Spijkenisse en Hellevoetsluis waar geen groei meer wordt verwacht.

Van alle gemeenten met meer dan 100 duizend inwoners is de relatieve huishoudensgroei het grootst in Almere. De gemeente is bezig met een inhaalrace en zal in 2035 naar verwachting Breda en Nijmegen gepasseerd zijn. Almere profiteert ook van de komst van extra huishoudens vanuit de omliggende regio Groot-Amsterdam. Ook na 2035 zal Flevoland sterk blijven groeien. Buiten de Randstad zijn ook succesvolle steden te vinden, zoals Groningen, Zwolle en Breda (van Duin, et al., 2019).

Na 2035 vlakt de groei in het aantal huishoudens af en neemt huishoudenskrimp toe in vooral kleinere gemeenten buiten de Randstad met als gevolg meer leegstand van woningen. Deze gemeenten zijn sterker vergrijsd en hebben een kleiner aandeel jongeren, die nog voor gezinsuitbreiding wegtrekken naar steden. De omvang van huishoudens in de stad zijn kleiner dan in de periferie. Tussen 2035 en 2050 groeit het aantal huishoudens in de grote steden nog met 4 à 5 procent.

2.5 Woningprijzen

Woningprijzen kunnen regionaal nogal verschillen van elkaar. Dit komt omdat het effect van de vraag naar woningen, gedreven door bijvoorbeeld bevolkings- en huishoudensgroei, steden onderling anders kunnen beïnvloeden (Himmelberg, Mayer, & Sinai, 2005). De woningbouw blijft sterk achter bij de huishoudengroei, hetgeen zorgt voor een prijsopdrijvend effect in delen van Nederland. In de grote steden in de Randstad zijn de signalen van 'oververhitting' het sterkst zichtbaar, terwijl zelfs nominale prijzen in perifere regio's nog niet volledig zijn hersteld van de kredietcrisis (Groot, Vogt, van der WIel, & Van Dijk, 2018).

De grote en middelgrote steden in de Randstad zijn goed voor ruim een derde van de Nederlandse huishoudensgroei tot 2035 (van Duin, et al., 2019). Hier is het woningtekort ook gelijk het grootst. In 2020 betreft het woningtekort in de Randstad ongeveer 100 duizend woningen. Naar verwachting zijn de provincies Utrecht, Noord-Holland en Zuid-Holland samen goed voor een tekort van 126 duizend woningen tot 2030. De woningdichtheid zal toenemen, terwijl de gemiddelde bezettingsgraad van woningen afneemt, doordat de omvang van huishoudens kleiner wordt.

Naast een onverminderd hoge vraag hebben de grote steden meer planologische restricties om binnenstedelijk te bouwen. Dit maakt dat de aanbodelasticiteit daar relatief lager is dan de rest van Nederland, hetgeen ook effect heeft op de woningprijzen. De trek naar de stad zorgt er ook voor dat naast nieuwbouw ook meer functies van gebouwen getransformeerd en toegevoegd worden aan het woningbestand, waardoor de woningdichtheid zal toenemen.

De toevoegingen aan de voorraad in de vorm van nieuwbouw geven over het algemeen maar een marginale toevoeging aan de bestaande voorraad. De nieuwbouwproductie is wel groeiend, maar het tekort zal naar verwachting de komende jaren nog flink oplopen. Het tekort aan woningen begin 2020 wordt geraamd op 315 duizend woningen, hetgeen 4% van de totale woningvoorraad is. Op basis van de huidige prognoses dient tot 2030 rekening gehouden te worden met een groot woningtekort van ongeveer 200 duizend woningen (Capital Value, 2020). Het aantal bouwvergunningen dat is afgegeven in 2019 is teruggevallen naar 57 duizend, hetgeen 18% minder is dan vorig jaar (CBS, 2020). Dit betekent dat hoogstwaarschijnlijk minder nieuwbouwwoningen in 2020 worden gerealiseerd. Naast de beperkte plan- en bouwcapaciteit heeft de bouwsector last gehad van de stikstofcrisis, waardoor de vergunningverlening in 2020 niet wezenlijk hoger uit zal vallen. De verwachting is dat restricties vanuit stikstof in 2021 vrijwel verdwenen zijn en het aantal vergunningen weer kan toenemen.

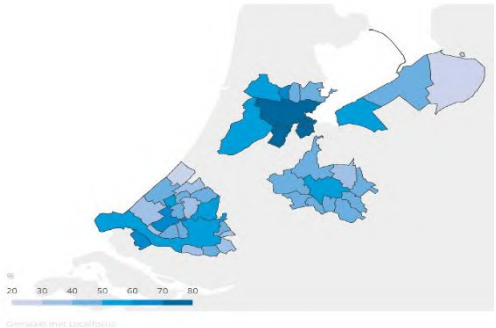
Ondanks deze toename blijft het aantal vergunningen de komende jaren sterk achter bij de beleidsdoelstellingen. Het aantal woningen dat tussen 2020-2023 gereedkomt bedraagt 230 duizend, hetgeen neer komt op gemiddeld 57 duizend woningen per jaar. Om het tekort terug te dringen de komende jaren zouden er per jaar 20.000 - 40.000 extra woningen bijgebouwd moeten worden, boven op de eerst voorziene 75 duizend woningen per jaar. Het CBS gaat uit van een huishoudensgroei van 335 duizend tussen 2020-2023, hetgeen de verwachte groei van woningen met 230 duizend overstijgt. Tot 2035 dient de woningvoorraad ruimte te bieden aan driekwart miljoen huishoudens extra. Dit betreffen voornamelijk een- en tweepersoonshuishoudens. De achterstand zal vanaf 2030 geleidelijk worden ingehaald op het aantal huishoudens, waarna de woningvoorraad gelijke trend zal houden met het aantal huishoudens (van Duin, et al., 2019).

De Randstad is een voorbeeld van een regionale markt met een eigen dynamiek als het gaat om vraag- en prijsontwikkeling. De woningprijzen in de Randstad groeien harder dan de rest van Nederland. De druk op de woningmarkt en de grote prijsstijgingen in grote steden maakt dat de vraag naar woningen zal verschuiven naar randgemeenten buiten de grote kernsteden (Bouwinvest, 2020).
Aangezien de stad ook aantrekkelijk blijft voor huishoudens met een lager inkomensniveau, leidt dit tot grotere verschillen van inkomensniveaus binnen steden. Daarentegen zijn het juist die oudere

arbeiderswijken nabij het centrum, die leiden tot versterking van het woonmilieu voor de stad als geheel, ook wel ‘gentrificatie’ genoemd.

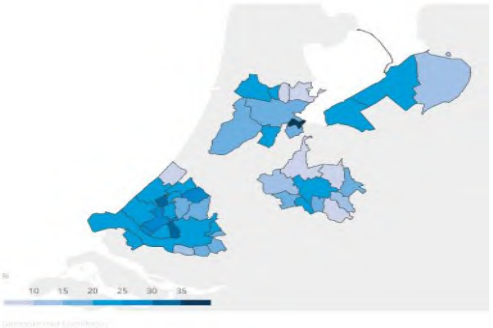
Figuur 10 toont aan dat de woningprijzen in vooral de grote steden en in mindere mate de randgemeenten om de grote steden na het herstel van de woningmarkt in 2014-2019 relatief hard gestegen zijn. Dit zijn ook regio’s waar de huishoudensgroei relatief hoog ligt. In Amsterdam stegen de woningprijzen het snelst (+78,04%) op de voet gevolgd door Diemen (+70,1%), Utrecht (+59,27%), Almere (+56,11%), Haarlemmermeer (+55,23%) en Rotterdam (+52,51%). Opvallend is dat de woningprijzen in Westland (+38,80%) harder stegen dan de stad Den Haag (+29,41%) over de afgelopen 6 jaar. In Nederland kwam deze gemiddelde woningprijsstijging uit op 38,59% tussen 2014-2019. De gemiddelde prijsstijgingen in de G4-steden zijn in de periode na de crisis 2014-2019 hoger dan in Nederland, de omliggende provincies en randgemeenten. De G4-steden hebben zich relatief snel hersteld van de crisis. Dit kan mogelijk wijzen op een verdere verstedelijking van de Randstad (Bijloos & Millenaar, 2020).

Figuur 10: Prijsstijging koopwoningen G4 en rand-gemeenten 2014-2019



(CBS/Kadaster, 2020). Eigen bewerking.

Figuur 11: Prijsstijging koopwoningen G4 en rand-gemeenten 2017-2019



(CBS/Kadaster, 2020). Eigen bewerking.

Uit figuur 11 is op te maken dat de afgelopen 3 jaar juist de randgemeenten nabij de G4 hebben geprofiteerd van de enorme prijsstijgingen. Een aantal randgemeenten groeide relatief harder dan de grote steden zelf en het provinciale gemiddelde. Dit regionale effect van stijgende huizenprijzen van een bepaalde locatie bij omliggende locaties wordt ook wel omschreven als het ‘spillover effect’ (Fischer, Fuss, & Stehle, 2018). Dit zogenaamde ‘spillover effect’ was het sterkst zichtbaar in Amsterdam, waar de gemiddelde prijsstijging van de randgemeenten niet alleen hoger was dan het gemiddelde van de provincie, maar in de periode 2017-2019 ook hoger dan Amsterdam zelf. Zo liet Diemen de afgelopen drie jaar de hoogste prijsstijging zien met 60,44% (CBS, 2020).

De randgemeenten Schiedam, Maassluis, Rijswijk, Midden-Delfland, Zoetermeer en Delft hadden een grotere prijsstijging en hoger provinciale gemiddelde dan Rotterdam en Den Haag. Het ‘spillover effect’ was in de periode 2017-2019 het minst zichtbaar in Utrecht. De randgemeenten kenden vrijwel dezelfde prijsstijging als het gemiddelde van de provincie. Rotterdam en Utrecht kenden in 2017-2019 percentueel gezien de hoogste stijging van de gemiddelde woningprijs van de provincie. Dit kan wijzen op een inhaalslag qua prijsniveau ten opzichte van de eigen provincie (Bijloos & Millenaar, 2020).

De hoge woningprijzen in de grote steden van de afgelopen jaren, leiden tot veel woningzoekers die kiezen voor een koophuis in een randgemeente. De randgemeenten bieden veelal ruimere woningen die aantrekkelijk zijn voor jonge gezinnen. Dit sluit aan bij de trend van verhuis- en vertrekbewegingen onder jonge gezinnen, die beschreven is in de bijlage I. De bereikbaarheid van de stad en de voorzieningen speelt een grote rol in de keuze om te wonen in de goedkopere randgemeente (Bijloos & Millenaar, 2020). Deze ontwikkeling is voor de overheid, woningzoekenden en vooral beleggers interessant bij het maken van keuzes.

2.6 Conclusie

In dit hoofdstuk is de werking van de deelmarkten en de actoren op de Nederlandse woningmarkt kort beschreven met bijzondere aandacht voor de institutionele beleggers. De woningmarkt is een verzameling van deelmarkten, die nauw met elkaar verweven zijn waarbij vraag en aanbod leiden tot een bepaald prijsniveau. De woningmarkt is een inefficiënte markt vanwege het heterogene en regionale karakter en de vertraging die optreedt tussen de interacterende deelmarkten, waardoor vraag en aanbod niet in evenwicht zijn. Dit kan leiden tot schaarste en daarmee prijsstijgingen op de Nederlandse woningmarkt. Vervolgens is uitgebreid stil gestaan bij demografische ontwikkelingen en het effect op de vraag en daarmee prijzen van woningen. Er wordt de komende jaren hoofdzakelijk een sterke groei in steden en randgemeenten in de Randstad verwacht als gevolg van huishoudensgroei en verdere verstedelijking. Dit in tegenstelling tot de perifeer gelegen gebieden waar de komende jaren krimp wordt verwacht. De huishoudenskrimp doet zich in minder regio's voor dan bevolkingskrimp, doordat de gemiddelde grootte van een huishouden afneemt. De enorme vraag naar woningen in de Randstad, gedreven door de demografische ontwikkelingen in combinatie met het oplopend tekort, heeft de laatste jaren gezorgd voor enorme prijsstijgingen in de G4. De afgelopen jaren hebben voornamelijk een aantal randgemeenten rondom Amsterdam, Rotterdam en Den Haag geprofiteerd van deze 'spill-over effecten' en zijn deze prijsstijgingen mogelijk interessant voor beleggers.

In het volgende hoofdstuk komt het theoretisch kader aan bod waar de verschillen in grond- en woningprijzen vanuit diverse locatietheorieën verklaard worden.

3. Theoretisch kader

In dit hoofdstuk wordt de theorievorming op het snijvlak van economie en geografie behandeld als het gaat om enerzijds locatiekeuzes van bedrijven en consumenten en anderzijds economische ontwikkeling van regio's en steden. Hierbij wordt dieper ingegaan op de geografische verschillen en de economische ontwikkeling van gebieden. Vanuit drie verschillende invalshoeken, de zogenaamde klassieke, neoklassieke en moderne locatietheorieën worden verklaringen gegeven voor de mogelijke verschillen in aantrekkelijkheid van locaties en verschillen in grond- en woningprijzen tussen steden.
Tenslotte worden een tal van wetenschappelijk studies aangehaald om de verklaring van deze verschillen te onderbouwen.

3.1 Klassieke en neoklassieke locatietheorieën

Arbeid, voorzieningen en ruimte voor huisvesting laten zich op ruimtelijk schaalniveau van landen en regio's niet makkelijk verplaatsen. Als deze hulpbronnen regelmatig benodigd zijn dan wil men in de buurt zitten van arbeidsmarkten en voorzieningen. Het gaat hier voornamelijk om uitwisselingen van diensten, waaronder arbeid wordt verstaan. De bereikbaarheid van diensten leidt tot veel mobiliteit en hoge vervoerskosten, omdat deze diensten op hetzelfde moment worden geproduceerd als geconsumeerd (Lovelock & Wirtz, 2004). Hierdoor neigen diensten en gebruikers sterk naar ruimtelijke samenballing om vervoerskosten te matigen.

De grondlegger voor de klassieke theorie is Adam Smith (1723-1790). Met zijn boek 'The Wealth of Nation' in 1776, heeft hij de basis gelegd voor het klassieke gedachtegoed dat bepaalde dat de productiemogelijkheden van bedrijven gelimiteerd zijn door de beschikbaarheid van productiefactoren als arbeid, kapitaal en hulpbronnen. Schaarste dwingt producenten tot het maken van keuzes hoe tegen zo laag mogelijke kosten, zo hoog mogelijke productie gerealiseerd kan worden (Smith, 1776; Atzema, van Rietbergen, Lambooy, & van Hoof, 2012).

Een van de eerste wetenschappers, die zich bezighield met de verklaring van grondprijzen in relatie tot locatie was Johann Heinrich von Thünen (1783-1850). Ricardo (1817) stelde "Corn is not high because rents are high, but rents are high because corn is high". Waar de grond vruchtbaar is en veel wordt geoogst, is landbouwgrond duur. Ricardo (1817) wees hier op de mogelijke verklaring voor de verschillen in pachtprijzen, 'de economic rent' van de grond. Von Thünen nam dit principe en voegde daar de 'location rent' aan toe. Dit leidde tot de 'grondrente theorie', die zich beperkte tot de pacht die een boer kon betalen voor een locatie met een bepaalde afstand tot de markt, rekening houdend met de hoogte van vervoerskosten (Von Thünen, 1826).

Later heeft de Duitse econoom, Alfred Weber (1868-1958) het principe dat bedrijven streven naar zo laag mogelijke transportkosten ook toegepast voor de industriële bedrijven. Weber hield ook rekening met ruimtelijke verschillen in arbeidskosten en schaalvoordelen. Het inzicht dat bedrijven naast locatievoordelen ook moeten kijken naar marktwerking, markeerde de overgang van de klassieke theorie naar de neoklassieke theorie (Atzema et al., 2012).

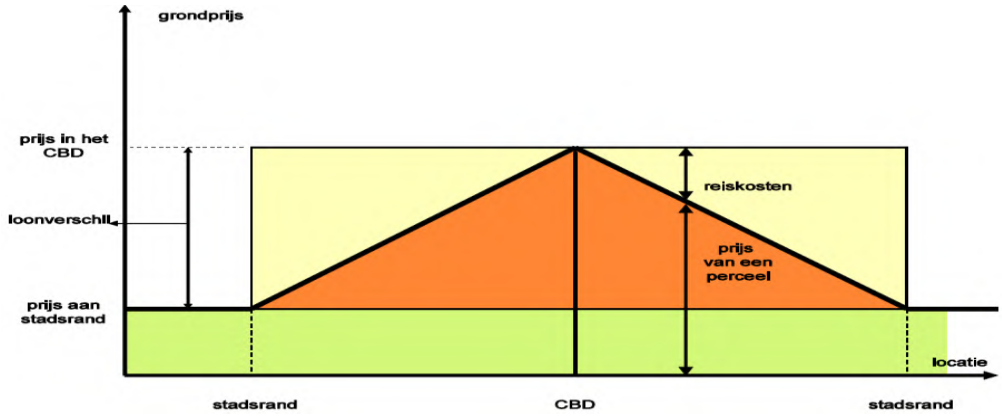
Later voegde Christaller (1893-1969), vanuit de centrale plaats theorie daar nog twee fundamentele concepten aan toe. Vanuit consumentenpersperspectief heeft men een maximale afstand die men wil afleggen om een bepaald product of dienst te kopen. Dit is afhankelijk van het type product of dienst. Daarnaast dient er een minimale vraag te zijn naar bepaalde producten en diensten in een marktgebied om te kunnen overleven als bedrijf (Christaller, 1933).
Tordoir (2012) noemt dit ook wel marktdrempels of ondeelbaarheden. Deze zogenaamde marktdrempels verschillen ook per producent, dienst en voorziening. Zo heeft de plaatselijke supermarkt een minder groot verzorgingsgebied nodig dan een luxe warenhuis. Hierdoor ontstaat een hiërarchie van kernen, de zogenaamde polycentrische stadsregio. Verder stelt hij dat grote plaatsen

met de meeste inwoners een centrumrol vervullen en de meest gespecialiseerde voorzieningen hebben. Naarmate een plaats kleiner is en verder van het centrum af ligt nemen deze gespecialiseerde voorzieningen af (Atzema et al., 2012).

De simplistische grondrentetheorie is later verder ontwikkeld door William Alonso (1933-1999) als de bid-rent theorie, die het model toepasbaar maakte voor meerdere sectoren door gebruik te maken van bedrijfsspecifieke inputvariablen (Alonso, 1964). Met dit model sloeg Alonso de brug tussen de centrale functies in steden en de grondrentetheorie dat Von Thunen gebruikte.

Figuur 12 illustreert hoeveel geld een bedrijf bereid is te betalen voor een bepaalde locatie rekening houdend met de bedrijfsspecifieke winsten en hoogte van de transportkosten. Vervoerskosten verschillen namelijk tussen zaken en activiteiten. Het belang van nabijheid levert dus voor de ene activiteit kostentechnisch meer op dan voor andere activiteiten. Hierdoor kan onderscheid gemaakt worden tussen het type bedrijf en de gewenste afstand van het bedrijf tot die markt. Hieruit kan een bepaalde clustering van activiteiten verklaard worden. Echter ruimte heeft altijd een beperkte capaciteit met als gevolg dat de mogelijkheden van ruimtelijke samenballing ook gelimiteerd zijn. Het gevolg is dat partijen de (concurrentie)strijd aangaan met elkaar en bereid zijn op te bieden voor de beste bereikbare locaties. De meest centrale locaties, anders gezegd 'Central Business District' (CBD), krijgen de hoogste grondprijs en naarmate men verder van het centrum afkomt, daalt die prijs, hetgeen leidt tot uitsortering in een monocentrische stadregio (de Groot, Marlet, Teulings, & Vermeulen, 2010).

Figuur 12: Grondprijzen in de monocentrische stad



Noot. Herdrukt van Stad en land, door Marlet, Gerard; de Groot, Henri; Teulings, Coen; Vermeulen, Wouter, 2010, p. 19.

Het loonverschil tussen de stad en de stadsrand dient overal gelijk te zijn aan de som van de hogere grondprijs in de stad en de reiskosten naar het CBD. Wanneer dit niet het geval zou zijn is er een 'incentive' om te verhuizen. Vlak bij het CBD zijn de reiskosten nihil en is het verschil in grondprijs gelijk aan het loonverschil. Hoe hoger de reiskosten per afgelegde kilometer, des te steiler loopt de grondprijscurve in de stad (de Groot et al., 2010). In een ruimtelijk evenwicht worden de locatievoordelen en -nadelen gecompenseerd door de grondprijs.

Waar de bedrijven streven naar winstmaximalisatie, streven de consumenten naar nutsmaximalisatie. De (neo)klassieke locatietheorieën gaan uit van de aanname dat bedrijven en consumenten beschikken over volledige informatie en op basis daarvan steeds rationele beslissingen nemen. Vanaf 1960 groeide de 'behaviourale' benadering van critici op de (neo)klassieke locatietheorie, die veronderstelt dat mensen juist een begrensde rationaliteit hebben en zich niet altijd goed bewust zijn van ruimtelijke interactiekosten bij hun gedrag. Bij locatiekeuzes laten zij zich slechts gedeeltelijk leiden door minimalisering van de kosten (Atzema et al., 2012).

3.1.1 Clusterings- en agglomeratievoordelen

De verklaringskracht van de (neo)klassieke locatietheorie, gebaseerd op de ruimtelijke interactiekosten, neemt sterk in waarde toe wanneer er rekening gehouden wordt met clustering- en agglomeratievoordelen, die sterk inspelen op de fysiek-ruimtelijke sfeer van vastgoed, infrastructuur en voorzieningen.

Alfred Marshall (1842- 1924), was een van de eerste economen, die de cluster- en schaalvoordelen van bedrijven uit dezelfde industrie aantoonde in zijn boek 'Principles of Economics' (Marshall, 1920). Ruimtelijke samenballing brengt naast het verlagen van vervoerskosten nog andere voordelen met zich mee. Hoe meer producenten en consumenten in de agglomeratie, hoe gesmeerder interne markten werken door concurrentie en keuzemogelijkheden in het aanbod. Daarnaast is er meer arbeidsdeling en specialisatie mogelijk en worden diensten, kennis en voorzieningen met marktdrempels eerder gedeeld. Een ander bijkomstig voordeel zijn zogenaamde schaaleffecten, waarbij bedrijven productie op grotere schaal kunnen realiseren, waardoor korting op inkoopkosten en verpakkingen behaald kunnen worden. Wanneer bedrijven zich clusteren, zal er op die locatie veel geïnvesteerd worden. Dit heeft als gevolg dat er ook geïnvesteerd wordt in infrastructuur en een aantrekkelijke leefomgeving, hetgeen voordelen biedt voor het gehele cluster. Dit trekt vervolgens ook weer andere bedrijven aan, waardoor er meer diversiteit ontstaat. De reden hiervoor is dat deze bedrijven ook behoefte hebben aan andere diensten (Tordoir, 2012).

Een belangrijke voorwaarde volgens Jane Jacobs (1916 – 2006) voor belangrijke innovaties is de sectorale variëteit, waarbij gerelateerde sectoren in de regio zijn geconcentreerd. De voordelen van clustering van sectorale bedrijven zijn vernoemd naar Jane Jacobs, de zogenaamde 'Jacobs externaliteiten'. Volgens Jane Jacobs kunnen bedrijven in een stedelijk gebied profiteren van de grote variëteit aan economische activiteiten. Een voorwaarde voor het tot stand komen van belangrijke innovaties is sectorale variëteit, waarbij gerelateerde sectoren in de regio zijn geconcentreerd. Diversiteit zorgt voor een gemakkelijke circulatie van kennis en innovatie en leidt uiteindelijk tot economische groei. Dit verklaart het ontstaan van zogenaamde hooggespecialiseerde business districts als de Amsterdamse Zuidas. Het centrum van de stad is voor innovatieve bedrijven niet geschikt vanwege de hoge huurprijzen. Bovendien krijgen deze bedrijven door interne groei een grotere ruimtebehoefte en moeten goed bereikbaar zijn voor afnemers en toeleveranciers. Dit wordt ook wel de 'incubatiethese' genoemd en Jane Jacobs wees hierop met haar bekende uitspraak "Old ideas can sometimes use new buildings. New ideas must use old buildings" (Jacobs, 1961, p. 188). Dit wordt onder andere teruggezien bij technologische -en scienceparken, die gevestigd zijn aan de randen van de stad zoals 'De High Tech Campus' in Eindhoven.

In haar latere boek 'Cities and the Wealth of Nations' wijst zij vooral op de urbanisatievoordelen, die bedrijven behalen wanneer deze in stedelijke gebieden gevestigd zijn met ongelijksoortige bedrijven in verwante sectoren (Jacobs, 1969). Dit is later nog eens bekrachtigd door Michael Porter met het zogenaamde 'Diamantenmodel' dat de concurrentiekracht en waarde van ondernemingen in clusterverband verklaart. Hierbij legt hij de nadruk op de concurrentie binnen een sectoraal gespecialiseerde productiestructuur, waarbij bedrijven voornamelijk voordeel hebben van de nabijheid van andere bedrijven in dezelfde sector door een hogere productiviteit. De andere voordelen betreffen de nabijheid van de lokale arbeids- en afzetmarkt en de aanwezigheid van technologische kennis-spillovers, waardoor bedrijven, arbeid, specialisatie en kennis kunnen delen en toegang hebben tot gespecialiseerde toeleveranciers en afnemers (Porter, 1996).

3.2 Moderne locatietheorieën

Steden moeten niet zozeer gezien worden als plaatsen, maar meer als concentraties van netwerken en stromen van mensen, bedrijven en kennis. Daar waar de klassieke locatietheorieën de stad benaderen vanuit de visie van de producent, benaderen de moderne locatietheorieën dit meer vanuit de visie van de consument. Eén van de nieuwere concepten in de moderne locatietheorieën is de grotere invloed van infrastructuur en voorzieningen in het ontstaan van economische agglomeraties. De aantrekkingskracht van een stad wordt niet alleen bepaald door de productiekant van de economie, maar ook door de consumptiekant. Als het CBD in het midden van figuur 12 vervangen wordt door een publieke voorziening krijgt het dezelfde betekenis en werking. Het gebruiksvoordeel voor een publieke voorziening neemt af, naarmate er verder voor gereisd dient te worden. De grondprijs 'onthult' de waarde van voorzieningen (de Groot et al., 2010).

Glaeser (2001) stelt in zijn 'Consumer City' theorie, dat juist steeds meer de consumptievoordelen van een stad de aantrekkelijkheid bepalen in plaats van de productievoordelen. De aantrekkelijkheid en aantrekkingskracht van een stad worden sterk bepaald door de aanwezigheid en de kwaliteit van de voorzieningen zoals winkels, horeca, scholen, openbare voorzieningen, zorg, transport, maar ook de snelheid en bereikbaarheid van de omgeving. De rol van stedelijke dichtheid op het ondersteunen van de consumptie is erg belangrijk, maar hier is relatief nog weinig onderzoek naar gedaan. Nu bedrijven zich steeds meer verplaatsen is het succes van steden steeds meer gaan afhangen van de rol als consumptiestad. In de 'Consumer City' theorie is aangetoond dat steden met een divers hoogwaardig voorzieningenniveau sneller zijn gegroeid dan in steden met een laagwaardig voorzieningenniveau. In de steden met een hoogwaardig voorzieningenniveau zijn de huren sneller gestegen dan de lonen, hetgeen impliceert dat de vraag naar woonruimte in die steden is gegroeid, om andere redenen dan alleen stijging van lonen (Glaeser, Kolko, & Saiz, 2001).

Succesvolle steden zijn in staat om hoger opgeleiden aan te trekken op basis van kwaliteit van leven. Juist deze hoger opgeleiden die in staat zijn om innovatie te creëren hebben behoefte aan een gevarieerd voorzieningenniveau dat kenmerkend is voor de consumptiestad. Zij hebben baat bij het wonen in moderne aantrekkelijke steden en zijn bereid meer voor een woning in de stad te betalen (de Groot et al., 2010). Arbeid in steden gaat vaak gepaard met een hoger inkomensniveau en hebben daardoor een hoger consumptieniveau (Glaeser & Gottlieb, 2009). Het relatief vrije verkeer van arbeid tussen steden betekent dat stedelijk succes zal verschijnen in een combinatie van hogere lonen, hogere prijzen en dichtere bevolkingsniveaus.

De toekomst van steden hangt sterk af of deze steden aantrekkelijke plekken zijn om te wonen, want een aantrekkelijke stad of stedelijke regio herbergt ook veel aantrekkelijke banen. 'Werken volgt wonen' vindt grotendeels plaats in steden met een gunstige bereikbaarheid van banen en hoger onderwijs. 'Wonen volgt werken' geldt voor steden met moderne en innovatieve industrieën. Een voorbeeld is Eindhoven waar hoogopgeleide kenniswerkers wereldwijd naar Brainport Eindhoven komen om te werken. Niet alle steden kunnen meekomen en op termijn zullen de verschillen groter worden. Glaeser en Gyourko (2005) hebben laten zien dat groeiende en krimpende steden zich totaal anders gedragen. In groeiende steden past de woningvoorraad zich aan door nieuwbouw aan de stadsranden en worden er prijsstijgingen in het centrum waargenomen. Het loonniveau stijgt, omdat de kosten van levensonderhoud ook toenemen. Bij krimp ligt het niet meteen voor de hand om woningen te onttrekken van de woningvoorraad door te slopen, maar krimp op te vangen door prijsdaling op de woningmarkt (Glaeser & Gyourko, 2005).

3.2.1 Daily Urban Systems

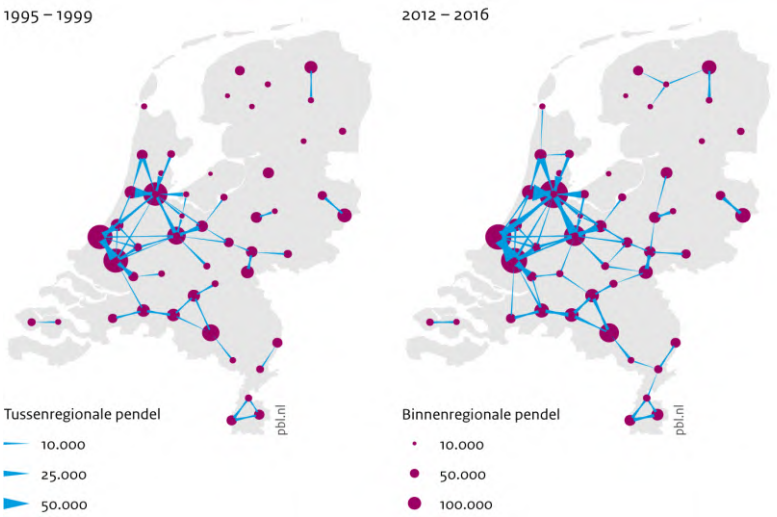
Binnensteden zijn levendiger en aantrekkelijker dan ooit (Nijskens, Lohuis, Hilbers, & Heeringa, 2019). Edward Glaeser (2010) noemt dat de 'Triumph of the City'. De concentratie van productie, consumptie en arbeid heeft en versterkend effect op verdere stedelijke groei, waardoor grote steden kunnen

ontstaan en de motor kunnen zijn voor welvaart (Tordoir, 2012). De toename van nieuwe woningen en voorzieningen in deze agglomeraties zijn de beste graadmeters om de omvang van deze agglomeraties vast te stellen. De werking en de efficiëntie van deze markten zijn bepalend voor het succes op welvaart binnen een stadsregionale economie. Afhankelijk van de economische structuur binnen een agglomeratie leidt een verdubbeling van het aantal inwoners, tot een stijging tussen de 5% - 10% van de gemiddelde arbeidsproductiviteit en welvaart per individu (Graham, Melo, & Noland, 2009).

Verstedelijking draagt bij aan werkgelegenheid en welvaart. De bijdrage van verstedelijking aan de arbeidsmarkt en welvaart neemt toe naarmate diensten een groter aandeel uitmaken van de economie. In een goed ontwikkelde diensteneconomie als Nederland vindt er een verschuiving plaats van minder werkgelegenheid bij materiaal georiënteerde activiteiten (agrarische, industriële en logistiek) naar meer werkgelegenheid bij informatie (publieke beleidsfuncties, financiële dienstverlening) – en persoons georiënteerde activiteiten (zorg en onderwijs en leisure). Informatiegerichte activiteiten genereren inkomen en markt voor de persoonsgerichte activiteiten. Om deze reden worden er veel overeenkomsten gezien in verspreiding tussen deze twee activiteiten. Het verschil tussen andere landsdelen en de Randstad wordt verklaard door de wisselwerking tussen verstedelijking en de structuur van bereikbaarheid. Regionale arbeids- en afzetmarkten voor informatiegerichte activiteiten hebben de neiging om ruimtelijk op te schalen. In de Randstad geven stedelijke en centrale locaties vaak een betere uitvalsbasis voor die schaalsprong dan perifere locaties. Dit in tegenstelling tot de persoonsgerichte activiteiten waarbij de arbeids- en afzetmarkten doorgaans minder ruimtelijk zijn opgeschaald vanwege minder specialisatie (Tordoir, Poorthuis, & Renooy, 2015).

Door groei van steden kan metropoolvorming ontstaan, waardoor een verzameling nabijgelegen steden steeds meer ruimtelijk-functioneel, sociaal-cultureel en bestuurlijk met elkaar verweven raakt. De grootte, afstand, identiteit en cultuur tussen steden zijn sterk bepalend voor de mate waarin steden functioneel met elkaar verweven zijn en bedrijven en bewoners zich onderdeel voelen van de regio. Zo zijn de Metropoolregio's Amsterdam (MRA) en Rotterdam – Den Haag (MRDH) en metropoolregio Utrecht en omliggende gemeenten de afgelopen jaren sterk gegroeid. Het geheel van deze onderlinge samenhangende, interacterende markten als de woningmarkt, arbeidsmarkt en voorzieningenmarkt, noemt Tordoir het 'Daily Urban System' (Tordoir, 2014). Kenmerkend voor de structuur van deze 'Daily Urban Systems' zijn de pendelstromen tussen woon-werkverkeer (PBL, 2020)

Figuur 13: Woon-werkpendel (stromen > 5.000 pers.)



Noot. Herdrukt van Dagelijkse verplaatsingspatronen: intensivering van stedelijke netwerken, door PBL, 2020, p. 15.

Daily Urban systemen hebben de neiging om te groeien door verdienstelijking en toename van het welvaartsniveau, die dat met zich meebrengt. De vraag naar binnenstedelijke grondposities voor nieuwbouw neemt hierdoor toe. Stedelijke regio's dijen uit met wisselende bebouwingsconcentraties, nieuwe vormen van functiemenging en nieuwe centra. Het gevolg is dat diverse omliggende 'daily urban systems' versmelten met elkaar en er een polycentrische stadsregio ontstaat, bestaande uit meerdere centra. Hierdoor vervaagt het beleidsmatige onderscheid tussen 'het stadscentrum' en 'de periferie' steeds meer. In Nederland is het bekendste voorbeeld van een polycentrische stadsregio de Randstad, maar er zijn ook kleinere polycentrische stadsregio's zoals Brabantstad, Arnhem-Nijmegen, Twente, MHAL, Groningen-Assen en Middelburg-Vlissingen (Tordoir, 2012).

De structuur van de omliggende verstedelijking bepaalt in hoge mate functionele en financiële waarde van vastgoedlocatie. De positionering van steden in de 'daily urban systems' zijn een belangrijkere graadmeter voor de ontwikkeling van grond- en vastgoedprijzen. De vorming van 'daily urban systems' kan evolutionair verlopen, waarbij vastgoed en infrastructuur stapje voor stapje op elkaar reageren. Door versmelting en uitdijing kan het zwaartepunt van steden binnen, die 'daily urban systems' anders komen te liggen. Een goed voorbeeld van deze evolutionaire verschuiving is het Rotterdamse stadsdeel Zuid, dat in het opschalingsproces richting de 'metropoolregio Rotterdam-Den Haag' steeds meer perifeer komt te liggen. Dit is vooral te wijten aan een gebrek aan onderscheidende kwaliteiten, waarbij steeds meer werkgelegenheid richting het Rotterdams stadsdeel Noord trekt. Een voorbeeld van de revolutionaire verschuiving is de aanleg van de autoring A10, waardoor binnen vijftien jaar de binnenstedelijke werkgelegenheid halveerde in Amsterdam. Verschuivingen in zwaartepunten van 'daily urban systems' verklaren ook de opkomst van heterogene stadscentra tot zuivere consumptiecentra (Tordoir, Poorthuis, & Renooy, 2015).

3.2.2 Studies naar de relatie tussen aantrekkelijkheid en woningprijzen van steden.

Een Amerikaanse studie naar de relatie tussen huizenprijzen en de economische stedelijke basis onderzocht of de vraag naar woningen in een stad onlosmakelijk verbonden is met de condities en het inkomen gegenereerd door die lokale arbeidsmarkt. De huizenprijzen reflecteren ook de verwachtingen over de toekomstige economische groei van een regio. Huizenprijzen worden gedreven door lokale economische groeivariabelen en vanuit een investeringsperspectief volgen huizenprijzen de verwachte groei van een stedelijke economie. Een goed gediversifieerd inkomen uit arbeid vermindert de volatiliteit in huizenprijzen. Daarom is het belangrijk vanuit de infrastructuur om verschillende soorten industrie aan te trekken, die kunnen groeien (Coulson, Liu, & Villupuram, 2013)

Een groot aantal wetenschappelijke studies die onderzoek hebben gedaan naar de relatie tussen voorzieningen in steden op lonen, banen en huizenprijzen zijn gericht op de Amerikaanse steden. In veel Europese landen, zoals Nederland, functioneren arbeidsmarkten en woningmarkten anders dan in Amerika. Als gevolg hiervan kunnen voorzieningen in steden arbeids- of woningmarkten anders beïnvloeden. Vanuit internationaal perspectief heeft Nederland relatief gezien een kleine omvang en een hoge bevolkingsdichtheid, waardoor reisafstanden tussen woon-werkverkeer meevallen en mensen in andere steden wonen dan dat zij werken (van Dam & Visser, 2006).

Naast de fysieke kenmerken van de woonomgeving blijken juist andere woonomgevingskenmerken een minstens zo groot of zelfs groter effect te hebben op de prijs te hebben. Zo is werkgelegenheid in de nabijheid van een woonplek een dominante prijsbepalende factor, waarbij geldt hoe meer bereikbare banen hoe hoger de woningprijs. Woningen in een stedelijk gebied hebben een acceptabele pendeltijd van maximaal 45 minuten. Verder geldt hoe groter de afstand tot de voorzieningen, in het bijzonder het stadscentrum en treinstation, hoe lager de prijs van een woning (van Dam & Visser, 2006).

In de studie van Stad en Land uitgevoerd in 2010 kwam naar voren dat tussen en binnen regio's grote verschillen bestaan in grondprijzen en dit verklaard kan worden aan de ligging van deze gebieden ten opzichte van het economisch centrum. In hetzelfde onderzoek is ook een positief significant verband gevonden tussen de mate van bevolkingsdichtheid en de hoogte van een grondprijs. Zo zijn de grondprijzen in de Randstad hoger dan in de periferie, in steden hoger dan in het ommeland en in de binnensteden hoger dan aan de stadsrand. Zo geldt dat 77% van de grondprijsverschillen tussen steden in Nederland zich laat verklaren door factoren als bereikbaarheid van banen, overlast, een historisch stadscentrum en voorzieningen als cultuur, horeca en winkels. Tenslotte is de productiviteit substantieel hoger in stedelijke gebieden dan in de periferie als gevolg van agglomeratie- en urbanisatie-effecten en een hoger aandeel aan hoogopgeleiden in stedelijke gebieden (de Groot et al., 2010).

In de vervolgstudie 'Groep & Krimp' in 2016 wordt vastgesteld dat de agglomeratievoordelen voornamelijk hoger opgeleiden aantrekken, die op hun beurt weer agglomeratievoordelen genereren. Steden hebben een grote aantrekkingskracht op hoger opgeleide en gespecialiseerde werknemers. Middelbaar en hoger opgeleide werknemers profiteren ongeveer tweemaal zo veel van dichtheid als lager opgeleide werknemers. Werknemers verdienen relatief meer in regio's met een hogere economische dichtheid. In aantrekkelijke centrumsteden zijn de prijzen harder gestegen dan in de buitengebieden van die steden. Gemiddeld genomen wordt er voor een woning in het stedelijke centrum van een regio ruim 29% meer betaald dan in de omgeving van die stad. In het centrum van Amsterdam is dit verschil zelfs twee keer zo veel. De ontwikkeling van deze huizenprijzen in het centrum hangt sterk samen met de voorzieningen en het opleidingsniveau.
Tenslotte wordt vastgesteld dat groei van steden op lange termijn onvoorspelbaar is en niet afhankelijk is van de omvang van de stad. Krimp van een stad is daarentegen veel makkelijker te voorspellen. Dit gaat vaak gepaard met verschraling van het voorzieningenniveau en daling van de huizenprijzen (Marlet, De Groot, Teulings, & Vermeulen, 2016).

In een recente studie van Harry Garretsena en Gerard Marletb (2017) naar de aantrekkelijkheid van Nederlandse steden blijkt dat de afstand woon-werkverkeer en beschikbaarheid tot verschillende voorzieningen het meest bepalend zijn voor de aantrekkelijkheid van een stad en daarmee de hoogte van huizenprijzen. Er is een positief verband aangetoond tussen de hoeveelheid kwalitatieve voorzieningen en werkgelegenheid op huizenprijzen. Dit is verklaarbaar, doordat mensen ook bereid zijn om meer te betalen voor de nabijheid van werk en toegang tot hoogwaardige kwalitatieve voorzieningen. Op deze locaties kunnen mensen hun baankansen optimaliseren, niet alleen als gevolg van de beschikbaarheid van banen in deze steden, maar ook door betere toegang tot banen op andere locaties (Garretsena & Marletb, 2017).

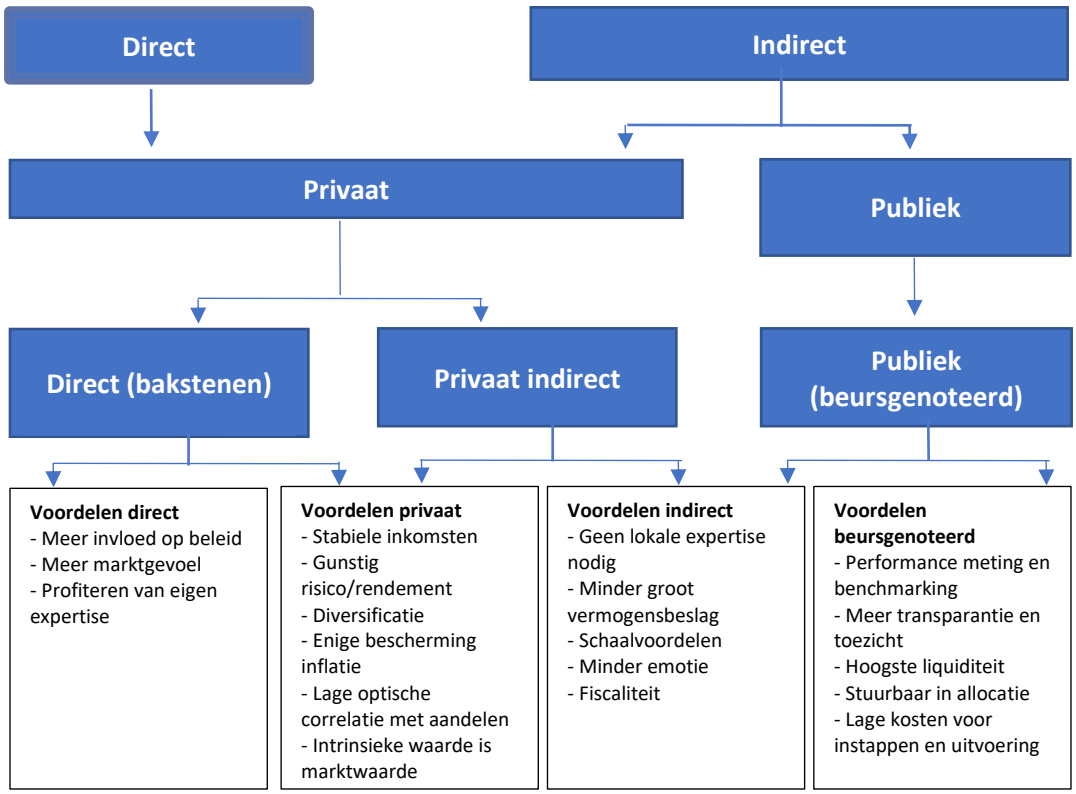
Resumerend hebben diverse studies aangetoond dat verstedelijking leidt tot meer bevolkings-, werkgelegenheids- en welvaartsgroei. Het opleidingsniveau en de mate van aanwezigheid van hoogwaardige voorzieningen is ook van invloed op de hoogte van de huur- en woningprijzen. In de volgende paragraaf wordt de beleggingstheorie behandeld, waar meetbare prestatie-indicatoren centraal staan, waarmee de resultaten van beleggingen onderling vergeleken kunnen worden.

3.3 Beleggingstheorie

Beleggen kan worden gedefinieerd als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals opties, obligaties, aandelen, onroerend goed en andere titels om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren zoals beleggingsinkomsten en of een waardestijging van het vermogen (van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013). De functie van het vermogensobject staat voorop. Het investeren in een bedrijfsruimte voor eigen gebruik ter ondersteuning van de diensten en producten, valt hierbuiten.

Op hoofdlijnen is er een keuze om te beleggen in direct vastgoed door middel van een directe belegging in vastgoed of indirect vastgoed doormiddel van belegging in vastgoedaandelen. Bij een belegging in direct vastgoed is de belegger rechtstreeks juridisch eigenaar van het vastgoed of eigenaar van de financiële vermogenstitels met een meerderheidsbelang en zeggenschap over het management, die recht geven op de revenuen van het onroerend goed. Bij een belegging in indirect vastgoed is de belegger niet rechtstreeks juridisch eigenaar van het onroerend goed, maar eigenaar van de financiële vermogenstitels, die recht geven op de revenuen, maar geen meerderheidsbelang en zeggenschap heeft over het management. Bij indirect vastgoed worden grofweg twee markten onderscheiden, namelijk private markten en publieke markten, ook wel beursgenoteerd vastgoed genoemd. Zowel voor direct, als privaat indirect en beursgenoteerd vastgoed bestaan zowel voor- en nadelen. In figuur 14 zijn de voordelen van diverse beleggingsvormen kort samengevat.

Figuur 14: Gecombineerde voordelen van diverse beleggingsvormen



Noot. Aangepast van Onroerend goed als belegging, door P. van Gool, P. Jager, M.A.J. Theebe, & R.M. Weisz, 2013, p. 27 & 40

Dit onderzoek blijft beperkt tot directe private woningbeleggingen in vastgoed, waarbij de exploitatie zelf kan worden gedaan of uitbesteed. Woningbeleggingen kennen vaak een stabiele cashflow, die de inflatie volgt. Bovendien zijn de woningbeleggingen beter bestand tegen economische schokken als een recessie. Rekening houdend met de enorme vraag naar huurwoningen maakt woningen tot een interessante beleggingsklasse voor beleggers.

3.3.1 Moderne Portefeuille Theorie

Binnen de vastgoedbeleggingen staan de begrippen risico en rendement centraal als het gaat om prestatiemetingen. Het rendement is opgebouwd uit het directe rendement gedreven door huurinkomsten afgezet tegen de marktwaarde en het indirecte rendement gedreven door tussentijdse waardegroei in procenten van het vastgoed (van Gool et al., 2013). Voor beleggers is het de optelsom van het directe en indirecte rendement dat leidt tot het totaalrendement voor een vastgoedbelegging.

Het risico kan worden omschreven als de kans op afwijking van het lange termijn gemiddelde van individuele beleggingen. Dit wordt ook wel de standaarddeviatie genoemd. Het kwantificeert het risico van individuele beleggingen door te kijken naar de spreiding in historische rendementen (Van Gool et al., 2013). Een grote spreiding in mogelijk te behalen rendementen verwijst dus naar een hoge standaarddeviatie, hetgeen leidt tot een hoger risico. Volgens Harry Markowitz (1952), Amerikaans econoom en grondlegger van de Moderne Portefeuille Theorie (MPT), zien beleggers het verwachte rendement als een wenselijk resultaat van een belegging en de kans op afwijking van de verwachting of doelstelling van dat rendement als het risico (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014)

De MPT veronderstelt dat beleggers risico-avers zijn en kiezen voor die combinaties van beleggingen die in termen van rendement- en risicoverhouding het meest gunstig zijn. Anders gezegd, voor elk rendementsniveau bestaat er maar één portefeuille met een zo laag mogelijk risico en voor een bepaald risiconiveau bestaat er maar één portefeuille die het hoogste rendement oplevert. Verder stelt de MPT dat het rendement bestaat uit het gewogen gemiddelde van het verwachte rendement van de individuele assets uit die portefeuille, maar het risico van een portefeuille minder op kan lopen dan het gewogen gemiddelde van de risico's van de individuele assets, op voorwaarde dat die individuele assets niet allemaal perfect positief gecorreleerd zijn.

Het idee erachter is dat individuele assets ook nog een bepaalde samenhang kunnen hebben met elkaar en juist het ontbreken van die samenhang kan leiden tot risicoreductie binnen een portefeuille van verschillende beleggingen. Een manier om deze risicoreductie binnen portefeuilles te realiseren is door middel van spreiding aan te brengen oftewel te diversifiëren. Het portefeuillerisico hangt dus af van het gewicht van elk aandeel en de correlatie met andere beleggingscategorieën als aandelen in de portefeuille.

Het verband tussen het te verwachten rendement en het te lopen risico kan gevonden worden in het feit dat hoge rendementen uitsluitend kunnen worden behaald bij het accepteren van een groter risico. Het totale (portefeuille)risico kan gedempt worden, door het diversifiëren van beleggingen, oftewel het spreiden van beleggingsmogelijkheden, die niet of volledig aan elkaar gecorreleerd zijn (Geltner et al., 2014).

Het totale risico is volgens de MPT een optelsom van het specifieke risico en het systematische risico ook wel marktrisico genoemd (Geltner et al., 2014). Het specifieke risico bestaat uit specifieke gebeurtenissen in een bedrijf, waaronder een reorganisatie en vertrek van een key -man. Het marktrisico gaat over de schommelingen in de markt veroorzaakt door gebeurtenissen zoals inflatie, rente en arbeidsmarktomstandigheden. Door voldoende te spreiden kan men het specifieke risico in een portefeuille weg diversifiëren. Vaak is dit al te bereiken in een portefeuille met meer dan dertig verschillende objecten.

Ook al hebben de begrippen rendement en standaarddeviatie betrekking op het beleggingsverleden, worden deze begrippen vaak gepresenteerd als indicatie voor de toekomst, mits het bestudeerde verleden lang genoeg is (Van Gool et al., 2013). Terugkijken over een periode van 20 tot 25 jaar voor onroerend goed is gangbaar (Geltner et al., 2014). Louis Bachelier (1900) stelde vast dat rendementen uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst, maar wel algemene rendements- en risicoprofielen uit het historische rendementsverloop kunnen worden afgeleid (Bachelier, 2006).

Hiermee kunnen missers in de toekomst voorkomen worden. De IPD/ROZ-index in 1995 maakte een officiële start met het verzamelen van prestatiegegevens van direct onroerend goed. Dit betreft voornamelijk de rendement indices van beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars, maar ook van bepaalde fondsen. Op basis van de historische data is deze index uitgebreid tot 1977.

3.3.2 Sharpe ratio

Als risico gezien wordt als een prijs voor rendement dan wil men de verhouding tussen risicopremie en risico zo gunstig mogelijk vaststellen. Meer risico nemen heeft alleen zin als daar een hoger rendement tegenover staat en andersom. De extra prijs in termen van risico wordt de 'Sharpe ratio' genoemd, vernoemd naar de Amerikaanse econoom W.F. Sharpe. Het is een maatstaf om de efficiëntie van beleggingen met elkaar te kunnen vergelijken.

De Sharpe-ratio beoordeelt het rendement aan de hand van het totale risico, dus zowel het systematische als het specifieke risico. Al eerder is genoemd dat dit specifieke risico weg te diversifiëren valt bij voldoende spreiding. De Sharpe ratio gaat er van uit dat een belegger een rendement kan realiseren zonder daarbij enig risico te lopen. Dit wordt het risicovrije rendement genoemd en dit heeft een standaarddeviatie van nul.

Vaak wordt hiervoor het rendement op staatsobligaties aangehouden, waarbij een vergelijkbare beleggingshorizon wordt aangehouden als de te analyseren beleggingscategorie. Voor direct onroerend goed wordt hiervoor de yield op tienjarige staatsobligaties aangehouden. De ratio relateert het extra rendement dat wordt verkregen uit een belegging met het extra risico ten opzichte van dit risicovrije rendement. Hierbij geldt hoe hoger de Sharpe ratio hoe beter de compensatie van het risico is (Geltner et al., 2014; Van Gool et al., 2013)

3.3.3 Asset-only-benadering en Asset-liability Management

Het beleggingsbeleid van institutionele beleggers kan grofweg op twee manieren benaderd worden. De asset-only-benadering streeft naar een optimale risico-rendementverhouding van een beleggingsportefeuille. Het gaat hier om het zodanig spreiden van activa over verschillende beleggingsvormen, zodat een Sharpe-optimale portefeuille ontstaat. Belangrijk is dat er met indices wordt gewerkt, die relevant zijn voor de gekozen beleggingen. Hierbij wordt gerekend met rendementen uit het verleden, die representatief moeten zijn voor de toekomst, hetgeen soms lastig is.

Daar waar een asset-only-benadering het risico en rendement van beleggingsportefeuilles in absolute zin centraal plaatst gaat een asset-liability management een stap verder. Risico en rendement worden daar bekeken vanuit het perspectief van het volledige activiteitenpakket van de belegger (Geltner et al., 2014). Om een doelmatig risico en rendementsprofiel samen te stellen, wordt de structuur van de beleggingen binnen de totale balans afgestemd op de verplichtingen om zodoende een optimale mix te realiseren. Deze optimale mix dient de toekomstige risico's en kasstromen van een bedrijf te managen met langlopende verplichtingen. Het gebruik van een asset-liability management wordt vaker teruggezien bij pensioenfondsen en verzekeraars. Bij een pensioenfonds zijn aandelen, obligaties en onroerend goed, de assets en zijn pensioenverplichtingen, de liabilities. Bij een verzekeraar zijn het aandelen, obligaties en onroerend goed versus verzekeringsclaims.

Dit onderzoek beperkt zich tot de asset-only-benadering, waarbij vanuit meer traditioneel beleggingsbeleid gekeken wordt naar slechts één assetcategorie: woningen. De prestaties en het belang van vastgoed binnen de returnportefeuille, zal afhangen van de risico-rendement kwaliteiten (van Dam, 2018).

3.4 Conclusie

In het eerste deel van het theoretisch kader zijn meerdere locatietheorieën behandeld in relatie tot verschillen in grond- en woningprijzen. Geconcludeerd kan worden dat verstedelijking ontstaat als vervoerskosten hoog zijn, in het bijzonder bij uitwisseling van diensten, waaronder arbeid en voorzieningen, want hoge vervoerskosten geven waarde aan ruimtelijke nabijheid. De agglomeratietheorie geeft een onderbouwing voor de aantrekkelijkheid van bepaalde regio's en schept inzicht dat regionale woningmarktverschillen samenhangen met de mate van economische ontwikkeling aan de productiekant, maar ook de consumptiekant. Door ruimtelijke samenballing van diverse bedrijven in dezelfde sector kan concurrentiekracht, schaalvoordelen, specialisatie en innovatie ontstaan, hetgeen leidt tot urbanisatievoordelen gelet op de omvang van de markt en economische groei. Een bloeiende regionale stadseconomie biedt werkgelegenheid aan werkzoekenden, die dicht bij het werk willen wonen en vervolgens de woningmarkt weer aanjagen. Toename van het aantal inwoners leidt uiteindelijk weer tot meer kwalitatieve voorzieningen, hetgeen steden aantrekkelijk maakt. Het zijn niet de grondprijzen die de woningprijzen bepalen, maar het is de populariteit van de woning en de woonlocatie, die de grondprijs bepaalt (de Groot et al., 2010). Dit is ook onderbouwd door meerdere wetenschappelijke studies. De woningmarkt in de grote steden trekt de aandacht van potentiële inwoners, investeerders en beleidsmakers over de hele wereld. Uiteindelijk leidt een hogere vastgoedvraag bij een lage aanbodelasticiteit tot meer waardegroei en hogere (indirecte) beleggingsrendementen (Atzema et al., 2012).

In het tweede deel van het theoretisch kader zijn de voor- en nadelen van directe vastgoedbeleggingen besproken en de begrippen rendement, risico en Sharpe ratio geïntroduceerd en gedefinieerd. Daarnaast is aandacht besteed aan de MPT, waarbij beleggers streven naar een zo gunstig mogelijke risico-rendementverhouding. Het spreiden van beleggingen is belangrijk om het risico te beperken. De Sharpe ratio is een goede maatstaf om de efficiëntie van beleggingen met elkaar te vergelijken. In dit onderzoek wordt uitgegaan van de asset-only benadering waarbij de rendementen en risico's in termen van beleggingsresultaten geanalyseerd worden.

In het volgende hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de onderzoeksgebieden en het operationaliseren van begrippen en prestatie-indicatoren. Daarnaast zal worden stil gestaan bij het opschonen van de verkregen dataset.

4. Onderzoeksgebieden en operationaliseren

Om verder te kunnen onderzoeken welke bijdrage woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten aan de portefeuille van institutionele partijen leveren, dienen de eerdere geïntroduceerde termen als rendement, risico en efficiëntie vertaald te worden naar meetbare kenmerken. Bovendien worden de geografische onderzoeksgebieden afgebakend, die centraal staan in de analyse van dit onderzoek. Tenslotte worden de keuzes voor het opschonen van de beschikbare MSCI-data verder toegelicht.

4.1 Afbakening onderzoeksgebieden

4.1.1 De Randstad

Hoewel er een algemeen beeld van de Randstad bestaat, is er geen officiële afbakening van dit gebied vastgesteld. De Randstad bestaat in ieder geval uit de vier grote steden Amsterdam, Rotterdam, Den Haag en Utrecht met meer dan 250.000 inwoners (G4), die samen met de omliggende (rand)gemeenten een stedelijk netwerk vormen (Gopal, et al., 2016). Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen een noordelijk deel, bestaande uit de regio's Amsterdam en Utrecht en een zuidelijk deel dat als een vergrote versie van de metropoolregio Rotterdam en Den Haag zou kunnen worden gezien. Naast de geografische afbakening kan de Randstad ook gezien worden als een aaneengesloten gebied in het westen van Nederland waar de bevolkingsdichtheid het hoogst is. In de literatuur wordt veelal gesproken over het 'rompertje' waar vandaag de dag veel institutionele beleggers hun locatiekeuzes op baseren. Figuur 15 dankt de naam aan de toevallige vorm van een rompertje gestileerd op een kaartbeeld dat in 2010 bestond uit sterke aaneengesloten marktgebieden op het gebied van economie en demografie, zoals de Randstad in combinatie met aangrenzende regio's. De afgelopen jaren zijn de contouren van het 'rompertje' vervaagd en zijn sterke woningmarktgebieden verschoven (de Zeeuw, 2017).

Figuur 15: het 'Rompertje'

Noot. Herdrukt van 'Zo werkt gebiedsontwikkeling zonder voodoo, de Zeeuw, F., 2017, p. 26.

Voor het gebruik van de data wordt zoveel mogelijk aansluiting gezocht bij de indeling en de definities, die de MSCI-IPD hanteert. De data worden op grofweg 4 abstracte schaalniveaus gepresenteerd. Het hoogste niveau is het landelijk niveau, namelijk Nederland en de indeling van Nederland in Noord, Oost, Zuid en de Randstad. Volgens de MSCI-indeling bestaat de Randstad uit de provincies Noord-Holland, Zuid-Holland en Utrecht. Een aggregatieniveau lager betreffen de 12 provincies. Deze 12 provincies zijn vervolgens onderverdeeld in de 40 COROP-gebieden.[2] In veel onderzoeken van het CBS wordt de regionale indeling tussen provincie en gemeente ook aangeduid door COROP-gebieden, die vervolgens weer zijn verfijnd in 52 COROP sub en plus-gebieden (Langenberg & Verkooijen, 2018). Deze laatste verfijning is in de MSCI-dataset niet mogelijk. De data op het schaalniveau van COROP-gebied is te grof voor het gestelde doel. Daarom worden de data op het laagste schaalniveau, namelijk het stedelijk niveau gebruikt, bestaande uit 224 steden. Alhoewel de steden gelegen in de provincies Flevoland en Noord-Brabant weliswaar geen onderdeel uitmaken van de Randstad volgens de MSCI-indeling, worden deze steden wel in de

[2] De COROP-gebieden zijn in 1970 vastgesteld door de Coördinatiecommissie Regionaal Onderzoeksprogramma (COROP). De COROP-gebieden zijn ontwikkeld op basis van een 'kern' met verzorgingsgebied of regiofunctie, waarbij de pendelstromen als basis hebben gediend. De 40 COROP-gebieden zijn later verder onderverdeeld in COROP-subgebieden en COROP-plusgebieden (CBS, 2020).

prestatiemeting meegenomen. Voorbeelden als Almere en Eindhoven scoorden de afgelopen jaren zowel op economisch als demografisch vlak het hoogst en kunnen daarom niet zomaar buiten beschouwing gelaten worden.

4.1.2 Middelgrote steden en randgemeenten

Net als de Randstad bestaat er voor de middelgrote stad ook geen scherp afgebakende definitie. De middelgrote stad krijgt betekenis door het bestaan van andere steden, die in omvang kunnen verschillen (Dehaene, Havik, & Notteboom, 2012). In mondiaal perspectief kunnen zelfs de grootste steden van Nederland als middelgroot worden beschouwd. Volgens planoloog Klaus R. Kunzmann (2009) is er voor een middelgrote stad dan ook een ruime definitie passend. Het gaat om een stad met een bevolkingsomvang van 20.000 tot 200.000 inwoners afhankelijk van de bevolkingsdichtheid en de functie van de stad, die niet alleen voorziet in de behoeften van de eigen inwoners, maar ook van de inwoners van omliggende kleinere agglomeraties.

In de Nederlandse context wordt vaak uitgegaan van steden met 50.000 tot 100.000 inwoners. Maar dat is geen wetmatigheid, aangezien er ook kleinere of dunbevolktere steden zijn die een belangrijke regionale verzorgende functie hebben zoals Vlissingen of Drachten. Andersom geldt ook dat er grotere steden zijn zoals Zwolle, Leiden of Alkmaar, die aangemerkt kunnen worden als middelgrote stad (Lekkerkerker, 2016).

In dit onderzoek is gekozen om de grens te leggen bij 50.0000 tot 250.000 inwoners. Dit gaat ongeveer om een groep van 58 middelgrote steden, zodat uitsluitend de steden Amsterdam, Rotterdam, Utrecht en Den Haag als grote stad beschouwd worden. De kleinere steden en randgemeenten met minder dan 50.000 inwoners, die dicht bij een grotere stad en ‘in de schaduw' van deze grotere stad liggen worden als randgemeente bestempeld.

4.2 Operationaliseren prestatie-indicatoren en begrippen

De prestaties binnen de MSCI-index worden op uniforme wijze gemeten, waardoor rendementen op verschillende aggregatieniveaus vergeleken kunnen worden.

4.2.1 Rendement

Centraal in deze index staat de rendementsberekening. Er wordt onderscheid gemaakt tussen het directe rendement en het indirecte rendement, dat samen leidt tot het totaalrendement. Voor toelichting van de begrippen wordt verwezen naar de definitielijst van MSCI (MSCI, 2018). De belangrijkste begrippen voor de onderstaande formules zijn:

TR= Total Return = Totaal Rendement
IR= Income Return = Direct Rendement
CG= Capital Growth = Indirect Rendement
CV= Capital Value = Kapitaalswaarde
CExp= Capital Expenditure = Kapitaalsuitgaven, inclusief geactiveerde uitgaven + deel aankoop
CRpt= Capital Receipts = Kapitaalontvangsten, inclusief verkoopontvangsten
NI= Net Income = Netto huuropbrengsten

Totaalrendement

Het totaalrendement is de som van de waardegroei en netto-inkomsten in een periode uitgedrukt als percentage van het gemiddeld geïnvesteerd vermogen (Vastgoedindex, IPD/ROZ, 2007; MSCI, 2018). Het totaalrendement wordt met de volgende formule berekend:

$$TR_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1} - CExp_t + CRpt_t + NI_t)}{(CV_{t-1} + CExp_t)} \cdot 100$$

Directe rendement
Het directe rendement bestaat uit de feitelijke netto-huuropbrengsten gedurende een bepaalde periode, afgezet tegen het gemiddeld geïnvesteerd vermogen van de onderliggende vastgoedobjecten en/of portefeuilles over de meetperiode (Vastgoedindex, IPD/ROZ, 2007; MSCI, 2018). Het directe rendement wordt met behulp van de volgende formule berekend:

$$IR_t = \frac{NI_t}{(CV_{t-1} + CExp_t)} \cdot 100$$

Indirecte rendement
Het indirecte rendement, oftewel de waardegroei, geeft de waardeveranderingen weer gedurende een bepaalde periode van de onderliggende vastgoedobjecten en/of portefeuilles, afgezet tegen het gemiddeld geïnvesteerd vermogen van de onderliggende vastgoedobjecten en/of portefeuilles over de meetperiode (Vastgoedindex, IPD/ROZ, 2007; MSCI, 2018). Het indirecte rendement wordt met behulp van de volgende formule berekend:

$$CG_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1} - CExp_t + CRpt_t)}{(CV_{t-1} + CExp_t)} \cdot 100$$

4.2.2 Risico
In het hoofdstuk theoretisch kader, onderdeel beleggingstheorie, is er vastgesteld dat de standaarddeviatie een goede maat is voor het kwantificeren van een risico voor individuele beleggingen door middel van spreiding van de historische rendementen. Als deze historische rendementen maar lang genoeg zijn, bieden deze ook een goede voorspelling van de toekomst. Het totaalrisico (σ, ook wel volatiliteit genoemd) is een maatstaf voor de spreiding van het indexrendement. De variantie is een spreidingsmaat gebaseerd op de gemiddelde kwadratische afwijking van een variabele ten opzichte van het gemiddelde. De standaarddeviatie is gedefinieerd als de wortel uit de variantie (Marquard, 2017). De formule luidt:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\Sigma(x - \bar{x})^2}{n}}$$

waarbij geldt dat:

σ = de standaarddeviatie van getallenreeks
x = de waarde van de individuele meting in de getallenreeks
x̄ = het gemiddelde van de getallenreeks (som getallen / aantal)
n = het aantal getallen in de proef

Bij een hoge standaarddeviatie is er sprake van een grote spreiding van het rendement rondom het gemiddelde en is er sprake van een hoger risico dat het gerealiseerde rendement afwijkt van het verwachte rendement (Marquard, 2017).

4.2.3 Sharpe ratio en efficiëntie
De Sharpe Ratio is gedefinieerd als het totale rendement minus het risicovrije rendement, ook wel genoemd de risicopremie afgezet tegen het totale risico van de portefeuille, de standaarddeviatie. De

Sharpe-ratio wordt uitsluitend gebruikt om de kenmerken van woningbeleggingen te kunnen vergelijken met elkaar en dient niet als doel om de meest efficiënte portefeuille vast te stellen in termen van rendement en risico (Marquard, 2017). Dit is samen te vatten in de volgende formule:

$$Sharpe = \frac{R_p - R_f}{S_p}$$

waarbij geldt:

Rp = totale rendement
Rf = risicovrije rentevoet
Sp = standaarddeviatie van de totale portefeuille (inclusief de risicovrije asset).

De Sharpe-ratio gaat er van uit dat een belegger rendement kan realiseren zonder daarbij enig risico te lopen. Als maatstaf voor dit risicovrije rendement wordt het rendement op staatobligaties aangehouden met een vergelijkbare beleggingshorizon als de gekozen beleggingscategorie. Staatsobligaties kennen van nature een nihil risico, omdat de kans op 'default' van de overheid erg klein is.

In paragraaf 3.3.2 is uitgelegd dat een belegger een afweging zal maken tussen rendement en risico en een belegger alleen meer risico zal nemen als daar een hoger rendement tegenover staat. Vanuit dat perspectief is risico een soort prijs, die voor een hoger rendement wordt betaald.
Met efficiëntie wordt bedoeld dat voor een bepaald rendement een zo laag mogelijk risico wordt gelopen, hetgeen toch uiting komt in de Sharpe ratio. Hoe hoger de Sharpe ratio, hoe hoger de vergoeding voor het extra risico en des te efficiënter de risico-rendementverhouding van de belegging is.

4.2.4 Verstedelijking en samenhang

In de centrale onderzoeksvraag wordt rekening gehouden met de invloed van de verstedelijkingstrend op financiële prestaties van directe woningbeleggingen. In dit onderzoek wordt met 'verstedelijking' bedoeld een ruimtelijk, functioneel en economisch proces, dat wordt gedreven door de fysieke activiteiten en locatiekeuzen, die mensen en bedrijven in de stad ondernemen en zich daarmee uit in de functies van de stad en het functioneren als sociaaleconomische motor (Romijn & Renes, 2013).

Om intervallen van de uitkomsten van een variabele te bepalen op ratioschaal en te kunnen meten wordt er gekeken naar het aantal inwoners per vierkante kilometer landoppervlakte, oftewel de bevolkingsdichtheid. Het CBS heeft data van de bevolkingsdichtheid op diverse niveaus beschikbaar. Met behulp van een correlatie zal onderzocht worden of er een bepaalde samenhang is tussen enerzijds behaalde rendementen en Sharpe ratio's en anderzijds de mate van bevolkingsdichtheid. Dit zal op het aggregatieniveau van COROP-gebied en stedelijk niveau worden uitgevoerd. De 'r' staat voor een gestandaardiseerde covariantie. Door de covariantie te delen door het product van beide standaarddeviaties ontstaat een getal tussen plus 1 en min 1 (Marquard, Ronteltap, & de Vor, 2015). De formule voor de correlatie is:

$$r = \frac{\frac{\sum (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{n}}{\sqrt{\frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n}} * \sqrt{\frac{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}{n}}} \quad \text{of} \quad r = \frac{Cov(X,Y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

Om de kans dat de gevonden samenhang op toeval berust zoveel mogelijk uit te sluiten, schrijven de statistische regels voor dat de kans op toeval niet groter mag zijn dan 5% en bij voorkeur kleiner is dan 1%. Anders kan er niet gesproken worden van een significant uitkomst.

4.3 Dataset

Voor het uitvoeren van dit onderzoek is het nodig om de prestaties van langjarige woningbeleggingen te vergelijken. Er is gebruikt gemaakt van de 'Investment Property Databank' (IPD) van de Nederlandse Vastgoedindex 2019, die in 2012 is overgenomen door Morgan Stanley Capital International (MSCI). De MSCI-IPD is een onafhankelijke index en benchmark, die rendementsgegevens verzamelt en vergelijkt van individuele fondsen van deelnemende institutionele beleggers. Aangezien taxatiewaarden bepalend zijn in de uitkomsten van rendementsgegevens zijn er uniforme en strikte taxatierichtlijnen van kracht. De meeste assets worden minimaal één keer per jaar getaxeerd (van Dam M. , 2018; MSCI, 2018).

Volgens het meest actuele onderzoeksrapport 'Real Estate Market Size 2019' van de MSCI is de geschatte omvang van de totale beleggingsmarkt in Nederland in 2019 ongeveer 184,3 miljard dollar (Neshat & Teuben, 2020). Volgens de 'MSCI Netherlands Annual Property Index 2019' hebben de deelnemende institutionele beleggers een gezamenlijk belegd vermogen met een totale kapitaalwaarde van 57,7 miljard dollar (31,3%). Het aandeel residentieel bedraagt 33,9 miljard dollar, hetgeen 58,8% van de markt bedraagt (MSCI, 2019). Hieruit wordt geconcludeerd dat er voldoende dekking is en de uitkomsten naar aanleiding van deze data als richtinggevend beschouwd kunnen worden.

Het 'Key Centers Report' beschikt over een database 'MSCI Netherlands (Annual) - Frozen to dec 2019' die gebruikt is als input voor dit onderzoek. De database bestaat uit diverse prestatiemetingen als rendementsgegevens, aanvangsrendementen, leegstandcijfers en kostenratio's van vier deelsectoren: kantoren, bedrijfsruimten, retail en residentieel op onroerend goed en portefeuille en marktniveau. Voor dit onderzoek wordt gekeken naar de prestaties van de deelsector residentieel op onroerend goed niveau. Hierbij wordt uitsluitend gekeken naar totaal, direct en indirect rendement gemeten op diverse aggregatieniveaus, landelijk, COROP en stedelijk niveau. Onder residentieel wordt verstaan: een object waarvan het aandeel van de woningfunctie in de bruto markthuur van het object, groter is dan 50% en het tweede gebruik kleiner is dan 25% (MSCI, 2018).

Om een juiste vergelijking te kunnen maken zijn alle marktrapportages gebaseerd op de zogenaamde filter 'Standing Investments'. Dit zijn objecten die een hele meetperiode, een kwartaal of een geheel jaar, in exploitatie en eigendom zijn geweest en waarbij uitsluitend marktconforme ontwikkelingen hebben plaatsgevonden. Hierbij geldt als uitzondering de objecten waar (deel)aan- en (deel)verkopen hebben plaatsgevonden en objecten in (her)ontwikkeling. Hierdoor zijn de resultaten van gedeelde transacties, die van invloed kunnen zijn op de volatiliteit en daardoor de index, uitgesloten. Om de vertrouwelijkheid te beschermen van de gegevens van zowel activa als fondsen op elk niveau, hanteert MSCI een minimumaantal van drie portefeuilles en vijf verschillende objecten, anders worden deze resultaten niet getoond. De resultaten zijn gebaseerd op 12 maanden tot einde van het jaar over een meetperiode van 25 jaar, die loopt van december 1995 tot en met december 2019.

4.3.1 Data opschoning & databewerking

Aangezien er gebruik wordt gemaakt van op taxatie gebaseerde indices is er sprake van 'smoothing en lagging'. Door taxeren treedt vertraging ('lagging') en afvlakking (smoothing) van prijsontwikkelingen op. Dit kan ontstaan door enerzijds de lange transactieperiode tussen taxatie en verkoop en anderzijds door willekeur als gevolg van het conservatieve gebruik van bepaalde referenties, waarbij systematisch meer gewicht toegekend wordt aan oude referentiesdata. Het gevolg is dat de taxatiedata kan afwijken van de transactiedata en dus van de werkelijk behaalde rendementen. Door de data statistisch te corrigeren met behulp van 'zero correlation' of 'reverse engineering' zal de volatiliteit in zowel rendement als risico licht toenemen, hetgeen voor het totaalresultaat over de hele meetperiode van 25 jaar weinig verschil zal geven. Om deze reden is besloten geen correctie uit te voeren.

Op landelijk en provinciaal niveau vertonen de reeksen elk jaar rendementsgegevens om te kunnen spreken van een representatieve meting. Op het aggregatieniveau COROP-gebied en stedelijk niveau ligt dat anders. Op de lagere aggregatieniveaus is het ontbreken van een of meerdere metingen significant van invloed op de gevoeligheid en daarmee nauwkeurigheid van de uitkomsten (van Dam M. , 2018). Om deze reden is gekozen om uitsluitend COROP-gebieden en steden mee te nemen in de analyse met meer dan 20 resultaten over de afgelopen 25 jaar, waarbij er tenminste 3 resultaten in de afgelopen 5 jaar geregistreerd zijn en er geen resultaten mogen ontbreken in de periode tussen 2008-2013 ten tijde van de kredietcrisis. De rationale is dat een minimumaantal uitslagen nodig zijn, zeker recente gegevens, om een actuele trend in de toekomst te benadrukken, omdat het ontbreken van resultaten juist in de kredietcrisis een te rooskleurig beeld kan geven. Op COROP-gebied zijn Oost-Groningen, Zeeuws-Vlaanderen, Zuidwest Gelderland, Delft en Westland hierdoor niet meegenomen in de analyse. In totaal zijn dus 4 COROP-gebieden geschoond.

Op het laagste aggregatieniveau, stedelijk niveau, is twee derde niet meegenomen in de analyse. Maar liefst 63 steden toonden geen of slechts 1 resultaat over de hele meetperiode, waardoor geen gemiddelde berekend kon worden. De overige steden voldeden niet aan bovenstaande criteria om als representatief beschouwd te kunnen worden. De geschoonde datalijst is hiermee teruggebracht naar 72 steden in Nederland, waarvan 43 steden zich begeven in de Randstad. In de dataset zijn dus 152 steden geschoond van de totale 224 steden.

De dataset vertoont ten tijde van de vorige crisis 2008 tot en met 2014 negatieve rendementsuitkomsten op het indirecte rendement en daardoor totale rendement. In praktische toepassingen wordt het meetkundig gemiddelde bijna uitsluitend voor positieve getallen berekend. Vanwege het gebruik van de functie wortel dient er voorzichtig met negatieve getallen te worden omgegaan. De dataset is zodanig bewerkt dat het meetkundig gemiddelde voor de historische rendementsreeks is berekend (van Dam M. , 2018).
Over een meetperiode van 25 jaar is het rendementsgemiddelde en het risico op basis van de standaarddeviatie uitgerekend. Voor de berekening van de standaarddeviatie is gerekend met de 10-jarige Nederlandse staatsobligatie als risicovrij rendement. Over een tijdsbestek van 25 jaar komt het 300 maandgemiddelde van de 10-jarige Nederlandse staatsobligatie uit op 3,35%.
Vervolgens zijn de Sharpe ratio's berekend voor het directe, indirecte en totale rendement op verschillende aggregatieniveaus. Deze uitkomsten kunnen eenvoudig worden afgezet tegen het hoogste aggregatieniveau, namelijk Nederland, hetgeen fungeert als de 'benchmark'.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn de belangrijkste prestatie-indicatoren als rendement, risico en efficiëntie gedefinieerd en meetbaar gemaakt. Er is gekozen voor respectievelijk een gemiddeld meetkundig rendement, standaarddeviatie en Sharpe ratio als maatstaf voor deze prestatie-indicatoren. Daarnaast zijn de onderzoeksgebieden als de Randstad, middelgrote steden, randgemeenten en begrippen als verstedelijking gedefinieerd en afgebakend. Een enkelvoudige correlatieanalyse dient aan te tonen of er een bepaalde significante samenhang is tussen enerzijds bevolkingsdichtheid en anderzijds rendement en Sharpe ratio. De gebruikte dataset van de IPD, geeft voldoende dekking op de totale beleggingsmarkt, waardoor de uitkomsten van deze onderzoeksdata als richtinggevend beschouwd kunnen worden. Tenslotte is de data bewerkt en geschoond zodat de representativiteit en betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten gewaarborgd blijft. In het volgende hoofdstuk zijn meerdere prestatie-indicatoren gemeten en komen de daaruit volgende onderzoeksresultaten verder aan bod.

5. Uitkomsten kwantitatief onderzoek

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de geanalyseerde rendementsreeks behandeld. Hierbij is gekeken naar het rendementsgemiddelde, het risico op basis van de standaarddeviatie en de Sharpe-ratio van de prestatie-indicatoren: totaalrendement, direct rendement en indirect rendement. Dit is gedaan voor vier verschillende aggregatieniveaus: op regionaal, provinciaal, COROP-gebied en stedelijk niveau. De resultaten op het niveau van de prestatie-indicatoren en aggregatieniveaus zullen in bovenstaande volgorde worden behandeld. Het laagste aggregatieniveau komt het meest uitgebreid aan bod in dit onderzoek gezien de vraag welke woningbeleggingen in Nederland in termen van rendement en risico het meest efficiënt zijn. Voor een overzicht van de gebruikte dataset wordt verwezen naar de meegezonden bijlagen (MSCI, 2019).

5.1 Resultaten op regionaal niveau

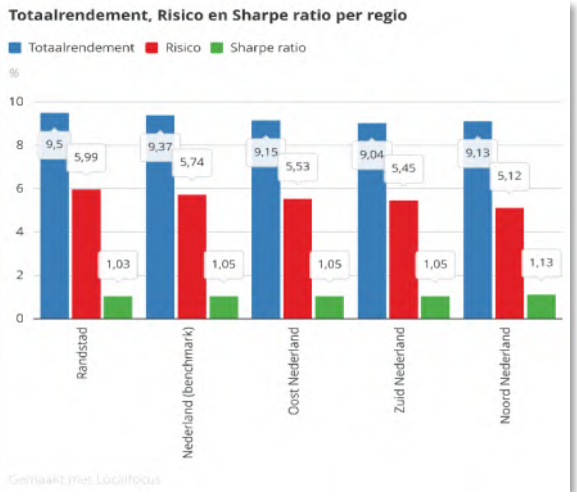
Op het hoogste aggregatieniveau is Nederland in grofweg vier regio's ingedeeld, namelijk West-Nederland oftewel de Randstad, Oost-Nederland, Zuid-Nederland en Noord-Holland. Nederland op nationaal niveau vormt hierbij de benchmark waartegen de regio's zijn afgezet. Volgens de geografische afbakening van de MSCI bestaat de Randstad uit de provincies Noord-Holland, Zuid-Holland en Utrecht.

In figuur 16 wordt weergegeven dat de directe woningbeleggingen in de Randstad over de afgelopen 25 jaar het hoogste totaalrendement hebben opgeleverd. De andere regio's scoorden lager dan de benchmark. Tegelijkertijd is het risico gemeten in de Randstad ook het hoogst. Het extra rendement weegt niet op tegen het hogere risico, hetgeen tot uiting komt in de laagste Sharpe ratio voor de Randstad. Opvallend is dat de regio Noord-Nederland het laagste risico noteert en daardoor ook de hoogste Sharpe ratio heeft.

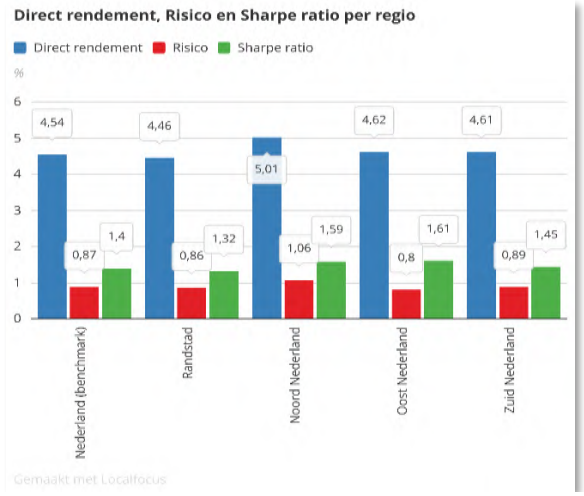
Figuur 17 toont de resultaten van het directe rendement. Noord-Nederland scoort het hoogst, maar dit gaat ook gepaard met het hoogste risico. Opvallend is dat de Randstad als enige regio onder de benchmark scoort en een laag risico laat zien. Het is Oost-Nederland, die de hoogste Sharpe ratio noteert op de voet gevolgd door Noord-Nederland.

Figuur 18 toont dat de Randstad op indirect rendement het hoogst scoort, wederom met het hoogste risico. Dit keer weegt het extra risico wel op tegen het extra behaalde rendement. Dit blijkt uit de hoogste Sharpe ratio. De overige regio's scoren op indirect rendement en Sharpe ratio onder de benchmark.

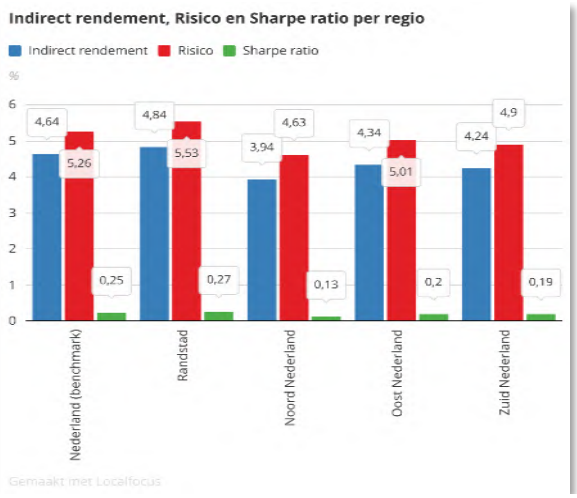
Figuur 16: Totaalrendement



Figuur 17: Direct rendement



Figuur 18: Indirect rendement



Geconcludeerd kan worden dat de resultaten op rendement, risico en Sharpe ratio tussen de regio's onderling geen significante verschillen laten zien. Opvallend zijn de resultaten gemeten voor het totaalrendement en directe rendement van Noord-Nederland, waarvan gezegd kan worden dat een belegging in Noord-Nederland over de gehele meetperiode een efficiëntere belegging is, dan de Randstad. De Randstad heeft daarentegen wel het hoogste indirecte rendement oftewel waardegroei en daarmee ook het hoogste totaalrendement. Deze uitkomsten vragen om een verdergaande analyse, die in de lagere aggregatieniveaus aan bod zal komen.

5.2 Resultaten op provinciaal niveau

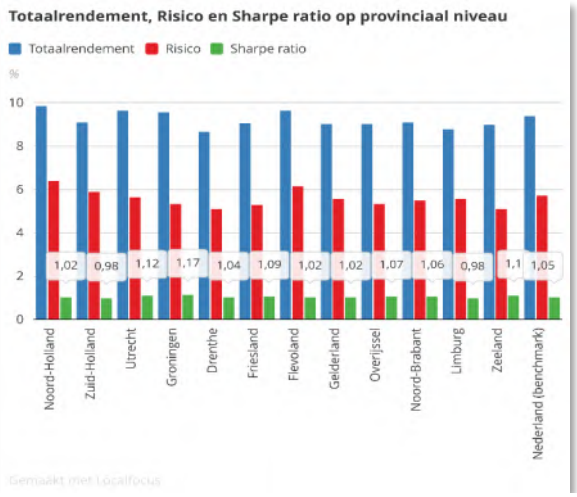
Een aggregatieniveau lager betreft het provinciaal niveau, waarbij de resultaten van de twaalf provincies zijn weergegeven.

Figuur 19 toont dat de provincie Noord-Holland op het totaalrendement het hoogst scoort, op de voet gevolgd door Flevoland, Utrecht en Groningen. Tegelijkertijd tonen respectievelijk Noord-Holland en Flevoland ook het hoogste risico. Het is de provincie Groningen, die de hoogste Sharpe ratio noteert. Groningen heeft een bovengemiddeld totaalrendement en een relatief laag risico. Opvallend genoeg scoren de provincies Noord-Holland en Zuid-Holland op de Sharpe ratio onder de benchmark.

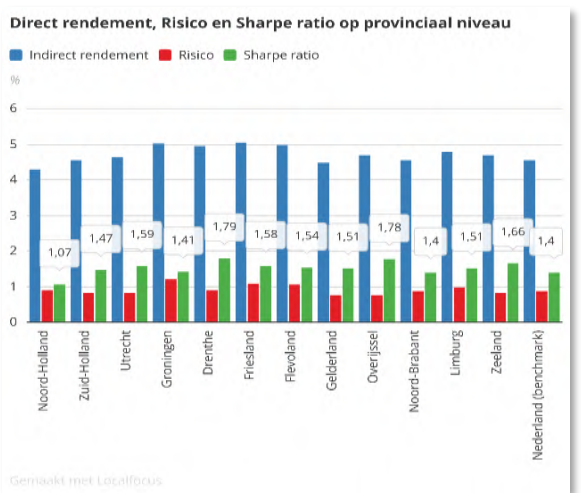
In figuur 20 scoren respectievelijk Friesland en Groningen het hoogst en Noord-Holland het laagst op het directe rendement. Op risico scoort respectievelijk Overijssel en Gelderland het laagst en Friesland en Flevoland het hoogst. Het zijn respectievelijk Drenthe en Overijssel, die de hoogste scores noteren op de Sharpe-ratio. Opvallend is dat Noord-Holland het laagst scoort op de Sharpe ratio.

Figuur 21 toont dat Noord-Holland op indirect rendement het hoogst scoort, maar ook het hoogste risico heeft. Het extra risico weegt op tegen het extra behaalde rendement, aangezien Noord-Holland ook de hoogste Sharpe-ratio heeft.

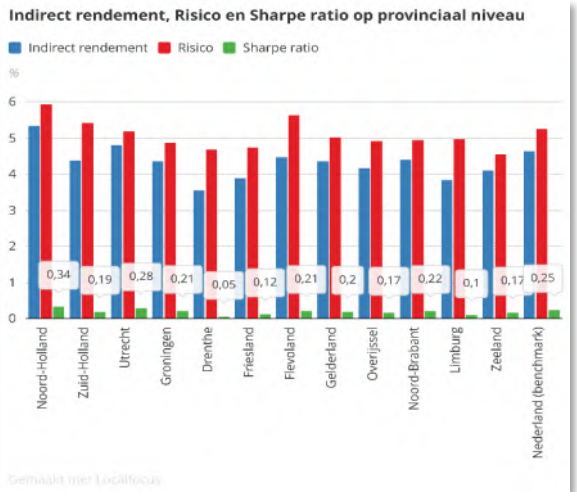
Figuur 19: Totaalrendement



Figuur 20: Direct rendement



Figuur 21: Indirect rendement



Geconcludeerd kan worden dat van alle twaalf provincies, Groningen op basis van totaalrendement, de meest efficiënte belegging is. Opvallend genoeg laat de provincie Friesland ook een goede score zien boven de benchmark. Utrecht presteert als enige Randstedelijke provincie bovengemiddeld op de Sharpe ratio's van totaal-, direct- en indirect rendement. Verder is vastgesteld dat de noordelijke provincies als Groningen en Friesland vooral bovengemiddeld presteren op het directe rendement in tegenstelling tot de meeste Randstedelijke provincies, in het bijzonder Noord-Holland. Op basis van het indirecte rendement oftewel waardegroei, presteren de Randstedelijke provincies als Noord-Holland, Utrecht, Flevoland en Noord-Brabant bijzonder goed. De provincie Zuid-Holland blijft hierin wat achter.

5.3 Resultaten op COROP-gebied

In de vorige paragrafen is aangetoond dat de noordelijke regio's en provincies op meerdere onderdelen goed hebben gepresteerd en in termen van risico-rendementverhouding efficiënter zijn dan de meeste Randstedelijke provincies. Op een lager aggregatieniveau, COROP-gebied, kunnen de onderliggende gebieden en de resultaten dieper worden uitgelicht. Zoals is aangegeven bij paragraaf 4.3.1 zijn er in totaal 4 COROP-gebieden geschoond wegens onvoldoende resultaten, namelijk Oost-Groningen, Zeeuws-Vlaanderen, Zuidwest Gelderland en Delft en Westland.

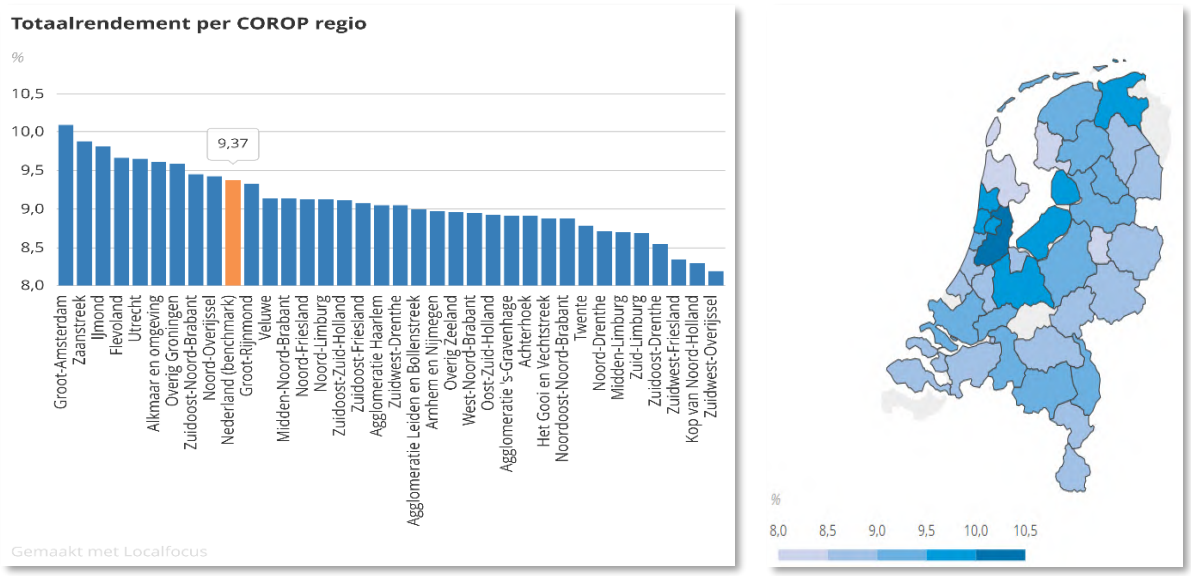
5.3.1 Totaalrendement, Risico en Sharpe ratio

In figuur 22 wordt het totaalrendement per COROP-gebied weergegeven. Groot-Amsterdam heeft het hoogste totaalrendement over de afgelopen 25 jaar. De Randstedelijke COROP-gebieden Zaanstreek, IJmond, Flevoland, Utrecht en Alkmaar presteren bovengemiddeld ten opzichte van de benchmark. COROP-gebieden Zuidoost-Noord-Brabant, Overig Groningen en Noord-Overijssel presteren als enige niet-Randstedelijke gebieden boven de benchmark. Figuur 22 toont ook aan dat er tussen aangrenzende COROP-gebieden zoals Noord-Overijssel en Zuidwest-Overijssel grote verschillen kunnen bestaan. Wat ook opvalt is dat relatief veel Randstedelijke COROP-gebieden gelegen in de provincie Zuid-Holland onder de benchmark presteren.

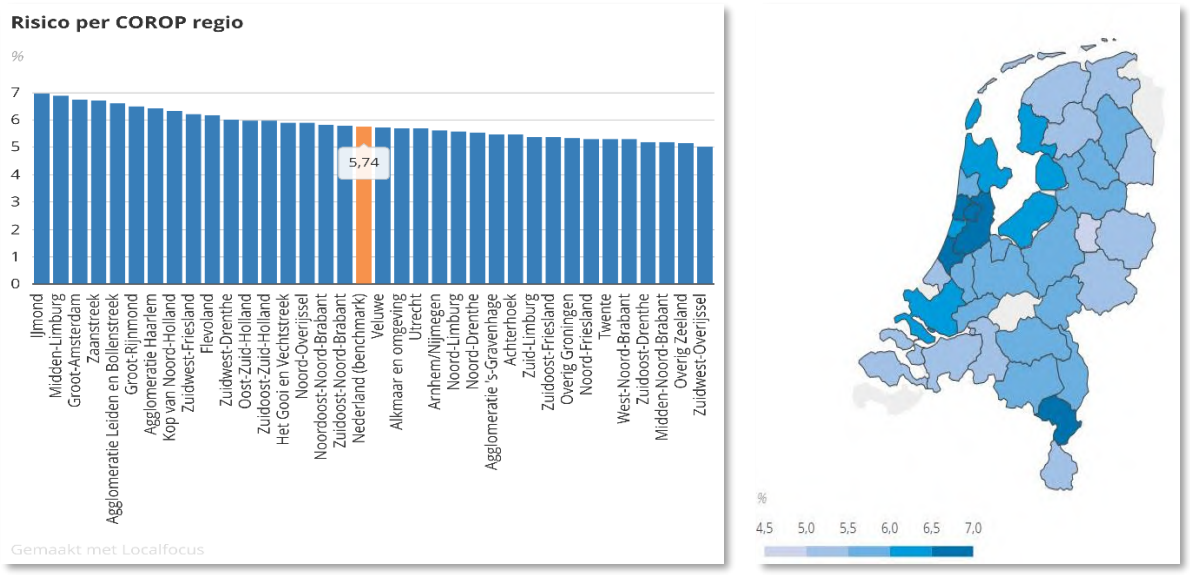
Figuur 23 toont aan dat het risico in IJmond het hoogst is en in Zuidwest-Overijssel het laagst. Het zijn voornamelijk de perifeer gelegen gebieden, die het laagste risico hebben. Dit in tegenstelling tot de meer Randstedelijke gebieden, die over het algemeen een hoger risico tonen. Uitzonderingen zijn de COROP-gebieden in de Randstad zoals Alkmaar en omgeving, Utrecht en Agglomeratie ‘s-Gravenhage, die een lager risico dan de benchmark hebben en daardoor boven gemiddeld presteren ten opzichte van andere COROP-gebieden.

Figuur 24 laat verder zien dat respectievelijk de COROP-gebieden: Overig Groningen en Utrecht het hoogst scoren op de Sharpe ratio. Opvallend is dat ook relatief veel centraal gelegen Randstedelijke COROP-gebieden zoals de Agglomeratie Haarlem, Agglomeratie Leiden en Bollenstreek onder gemiddelde scores hebben op de Sharpe ratio.

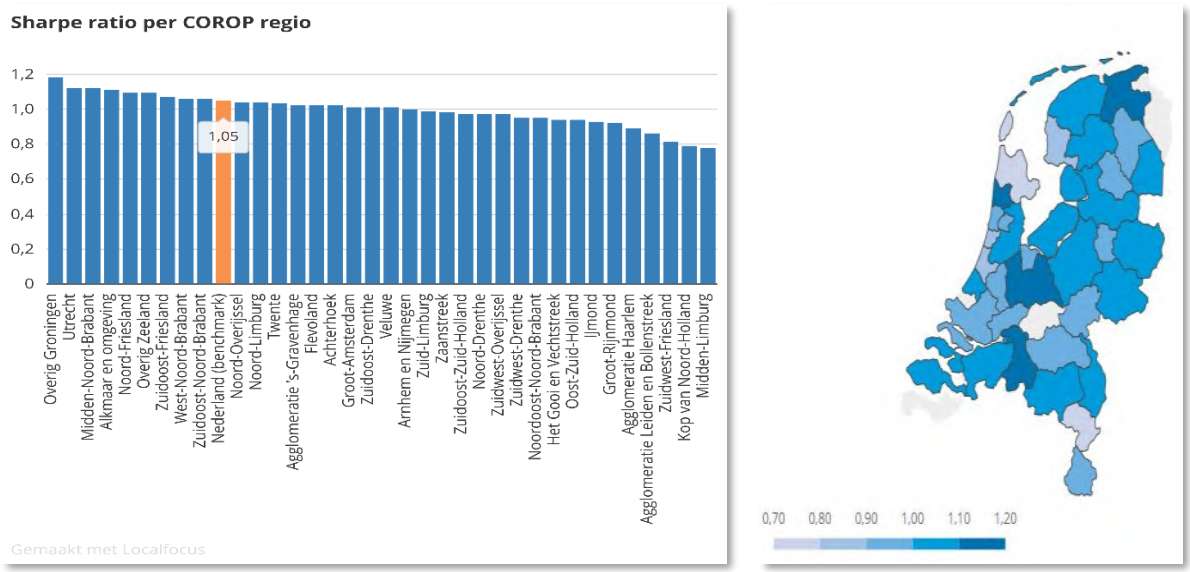
Figuur 22: Totaalrendement



Figuur 23: Risico op totaalrendement



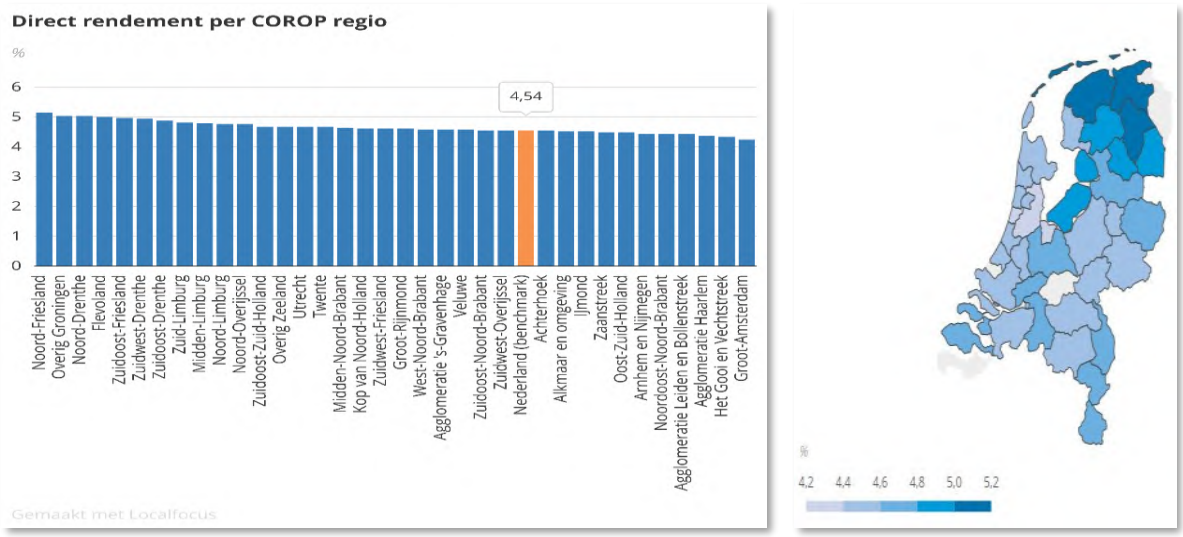
Figuur 24: Sharpe ratio op totaalrendement



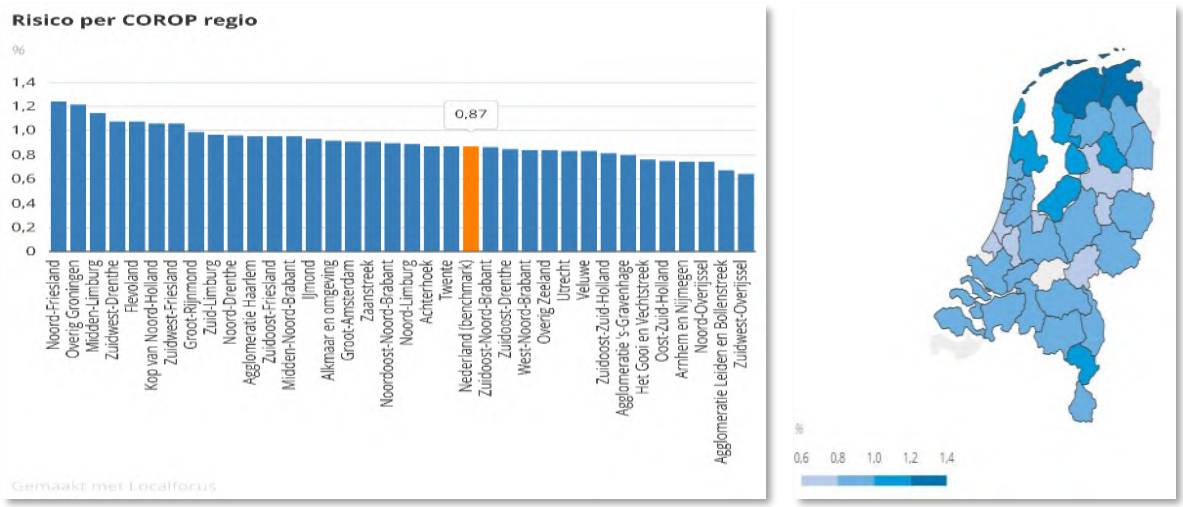
5.3.2 Direct rendement, Risico en Sharpe ratio

Figuur 25 geeft aan dat met name de noordelijk gelegen gebieden als Noord-Friesland, Noord-Drenthe en Overig Groningen hoog scoren op direct rendement. Opvallend is de hoge notering van Flevoland en de positie van Groot-Amsterdam als hekkensluiter. Figuur 26 laat tegelijkertijd zien dat deze noordelijk gelegen gebieden ook het hoogste risico hebben. Zo laat figuur 27 zien dat de perifeer gelegen gebieden, de meest optimale risico-rendementverhouding hebben, gegeven de hoogste Sharpe ratio.

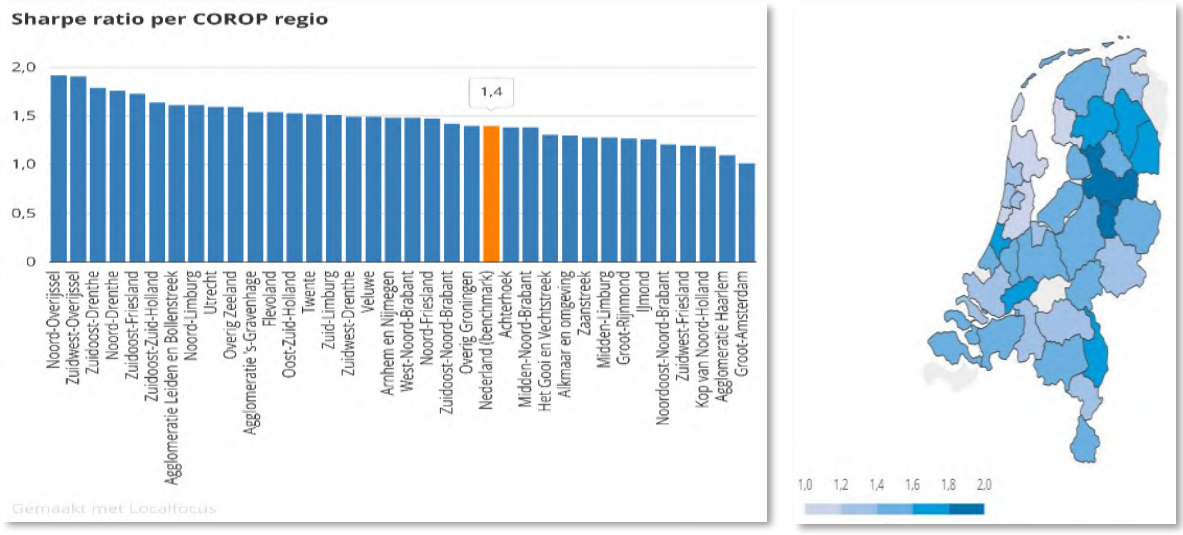
Figuur 25: Direct rendement, risico en Sharpe ratio



Figuur 26: Risico op direct rendement



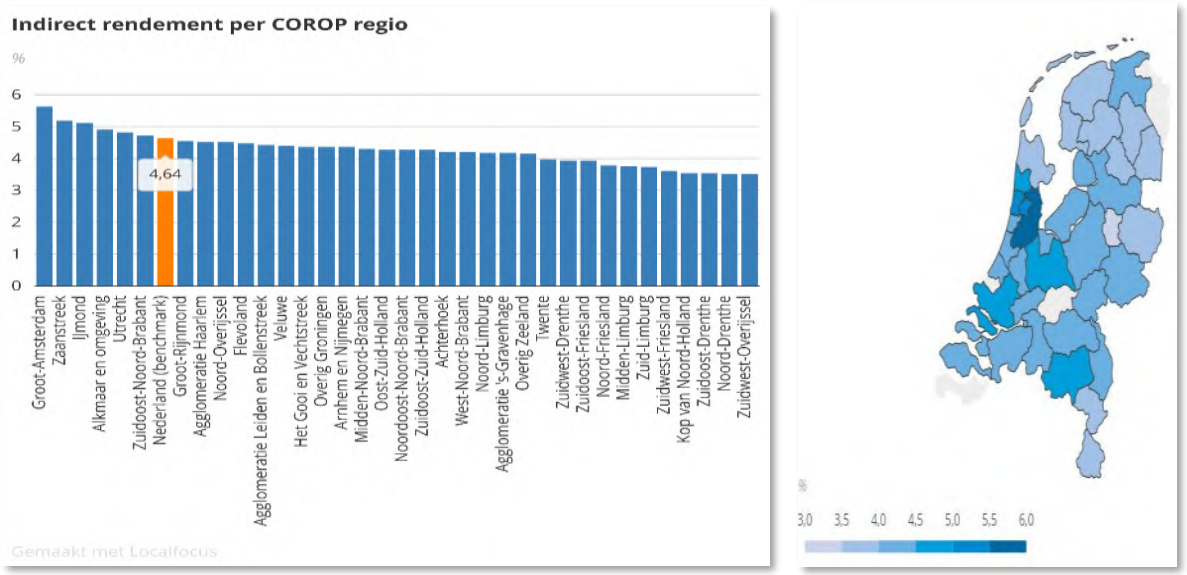
Figuur 27: Sharpe ratio op direct rendement



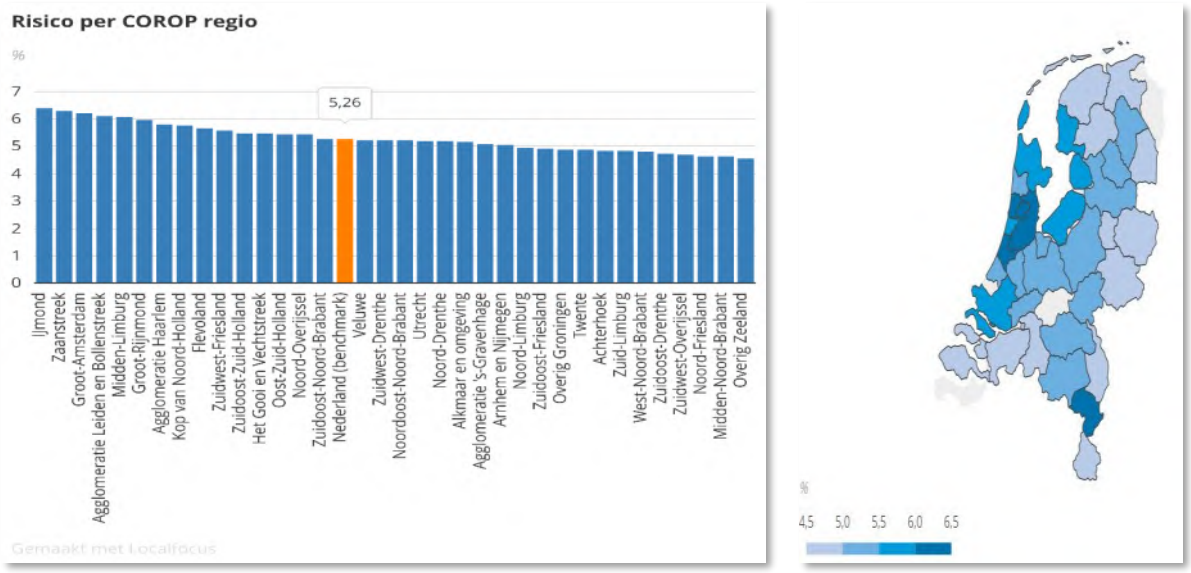
5.3.3 Indirect rendement, Risico en Sharpe ratio

Figuur 28 en 29 tonen dat Groot-Amsterdam, Zaanstreek en IJmond het hoogst scoren op indirect rendement, maar tegelijkertijd ook het meest risicovol zijn. De noordelijk perifeer gelegen gebieden als Noord-Drenthe en Zuidwest Overijssel scoorden daarentegen het laagst op indirect rendement, maar relatief laag op risico. Figuur 30 toont verder dat Groot-Amsterdam, Alkmaar en omgeving en Zaanstreek respectievelijk het hoogst scoren op de Sharpe ratio's.

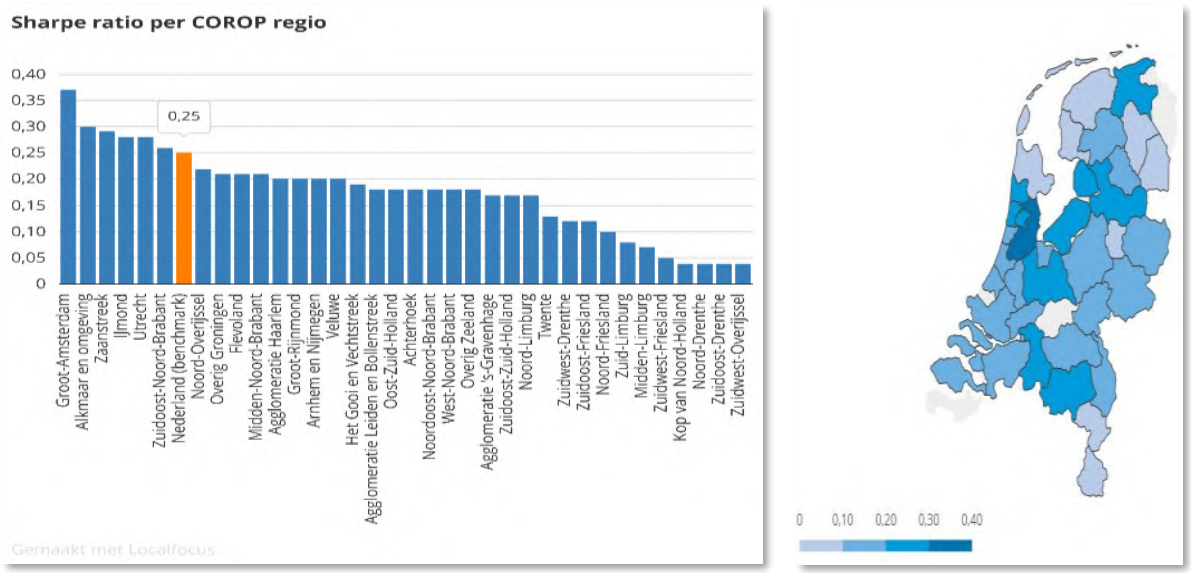
Figuur 28: Indirect rendement



Figuur 29: Risico op indirect rendement



Figuur 30: Sharpe ratio op indirect rendement



5.3.4 Conclusie

De resultaten op de prestatie-indicatoren laten een vrij gevarieerd beeld zien. Op indirect rendement oftewel waardegroei, presteren relatief veel COROP-regio's gelegen in de provincie Noord-Holland bovengemiddeld ten opzichte van de benchmark. Dit geldt ook na correctie van het gelopen risico, hetgeen tot uiting komt in hogere Sharpe ratio's. Daarentegen presteren dezelfde gebieden op direct rendement juist ondergemiddeld ten opzichte van de benchmark.

In lijn met de eerder beschreven resultaten op provinciaal niveau scoren een aantal perifere en noordelijk gelegen gebieden als Overig Groningen en Friesland boven verwachting op vrijwel alle prestatie-indicatoren. Dit geldt ook in mindere mate voor Midden-Noord-Brabant en Overig Zeeland. In termen van efficiëntie is een belegging op basis van totaalrendement in Overig Groningen Midden-Noord-Brabant en Noord-Friesland tezamen met een aantal Randstedelijke gebieden als Utrecht en Alkmaar en omgeving, het beste gebleken.

In de volgende paragraaf vindt nog een verdieping plaats om vast te stellen in welke steden, de meest efficiënte beleggingen te vinden zijn. Deze analyse draagt het meeste bij aan het beantwoorden van de centrale vraagstelling. De eerder beschreven verstedelijkingstrend maakt dit tot een interessante analyse.

5.4 Resultaten op stedelijk gebied

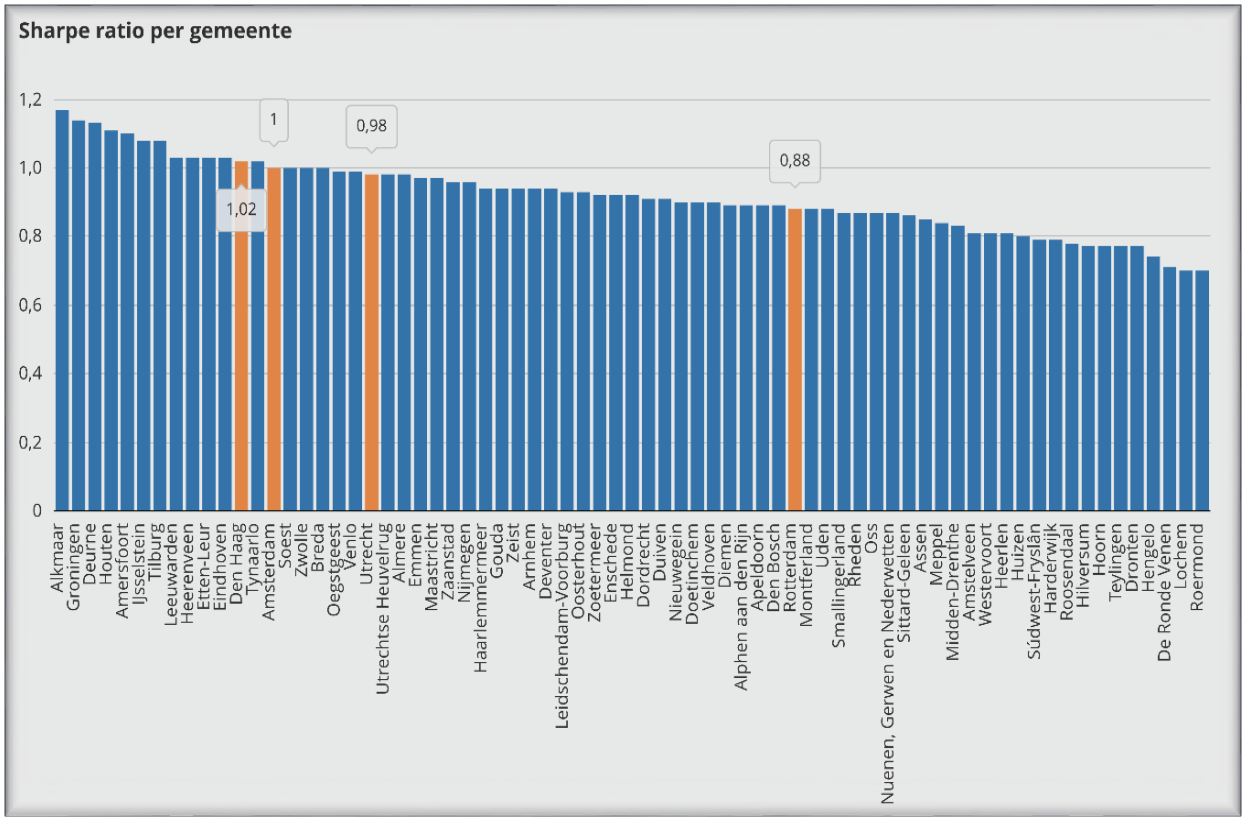
Op het laagste aggregatieniveau kunnen de resultaten tussen steden onderling vergeleken worden. Zoals eerder is aangegeven in dit onderzoek zijn van de 224 gemeenten er 152 steden geschoond. De geschoonde datalijst is hiermee teruggebracht naar 72 steden in Nederland, waarvan 43 steden zich begeven in de Randstad. Deze opschoning is noodzakelijk, aangezien de uitkomsten anders een vertekend beeld kunnen geven. Met de resultaten van 72 steden is het nog steeds mogelijk om een diepgaande analyse uit te voeren. De resultaten van Amsterdam, Utrecht, Rotterdam en Den Haag zijn steeds gemarkeerd, zodat deze beter afgezet kunnen worden tegen andere middelgrote steden en randgemeenten. Uitsluitend zullen in deze paragraaf de resultaten van de Sharpe ratio's op totaalrendement, direct rendement en indirect rendement worden getoond. Voor overzicht van de overige resultaten op de performance-indicatoren wordt verwezen naar bijlage II.

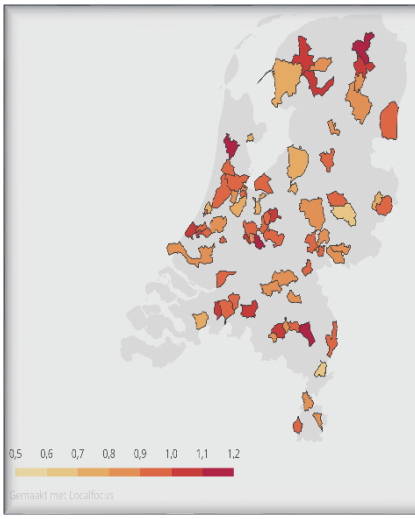
5.4.1 Totaalrendement, Risico en Sharpe ratio

De randgemeente Diemen behaalde over de afgelopen 25 jaar het hoogste totaalrendement en presteerde beter dan Amsterdam. Utrecht en Rotterdam behaalden ook relatief hoge totaalrendementen. Den Haag presteerde als enige G4-stad ondergemiddeld. Omliggende randgemeenten als Leidschendam-Voorburg en Zoetermeer noteerden hogere totaalrendementen dan Den Haag. Amersfoort als middelgrote stad scoorde een hoger totaalrendement dan Utrecht (zie bijlage II). Opvallend is de hoge score op totaalrendement van de randgemeente Deurne, die een grote stad als Eindhoven voorbijstreef. Op basis van risico scoorden Amsterdam, Utrecht en Rotterdam hoog en Den Haag juist ondergemiddeld. Hengelo en randgemeente Diemen noteerden het hoogste risico en Etten-Leur het laagste risico (zie bijlage II).

In figuur 31 is het totaalrendement afgewogen tegen het additionele risico, hetgeen verrassende inzichten geeft. Alkmaar noteerde de hoogste Sharpe ratio op de voet gevolgd door Groningen en Deurne. Daarentegen noteerden Lochem en Roermond de laagste Sharpe ratio's.

Figuur 31: Sharpe ratio's op totaalrendement





Noord-Holland	Sharpe ratio	Zuid-Holland	Sharpe Ratio	Utrecht	Sharpe ratio	Noord-Brabant	Sharpe ratio
Alkmaar	1,17	's-Gravenhage	1,02	Houten	1,11	Deurne	1,13
Amsterdam	1	Oegstgeest	0,99	Amersfoort	1,1	Tilburg	1,08
Zaanstad	0,96	Gouda	0,94	IJsselstein	1,08	Eindhoven	1,03
Haarlemmermeer	0,94	Leidschendam-Voorburg	0,93	Soest	1	Etten-Leur	1,03
Diemen	0,89	Zoetermeer	0,92	Utrecht	0,98	Breda	1
Haarlem	0,88	Dordrecht	0,91	Utrechtse Heuvelrug	0,98	Oosterhout	0,93
Amstelveen	0,81	Alphen aan den Rijn	0,89	Zeist	0,94	Helmond	0,92
Huizen	0,8	Rotterdam	0,88	Nieuwegein	0,9	Veldhoven	0,9
Hoorn	0,77	Teylingen	0,77	De Ronde Venen	0,71	's-Hertogenbosch	0,89
Hilversum	0,77					Uden	0,88

Verder in figuur 31 zijn de scores op Sharpe ratio's per stad binnen de provinciegrenzen gesorteerd van hoog naar laag. Alkmaar bleek binnen de provincie Noord-Holland de meest efficiënte belegging. Den Haag is binnen de provinciegrens Zuid-Holland de meest efficiënte woningbelegging. In Utrecht zijn dit respectievelijk Houten, Amersfoort, IJsselstein, Soest, die meer efficiënt zijn gebleken dan de stad Utrecht. In Noord-Brabant zijn Deurne en Tilburg efficiëntere woningbeleggingen gebleken dan Eindhoven.

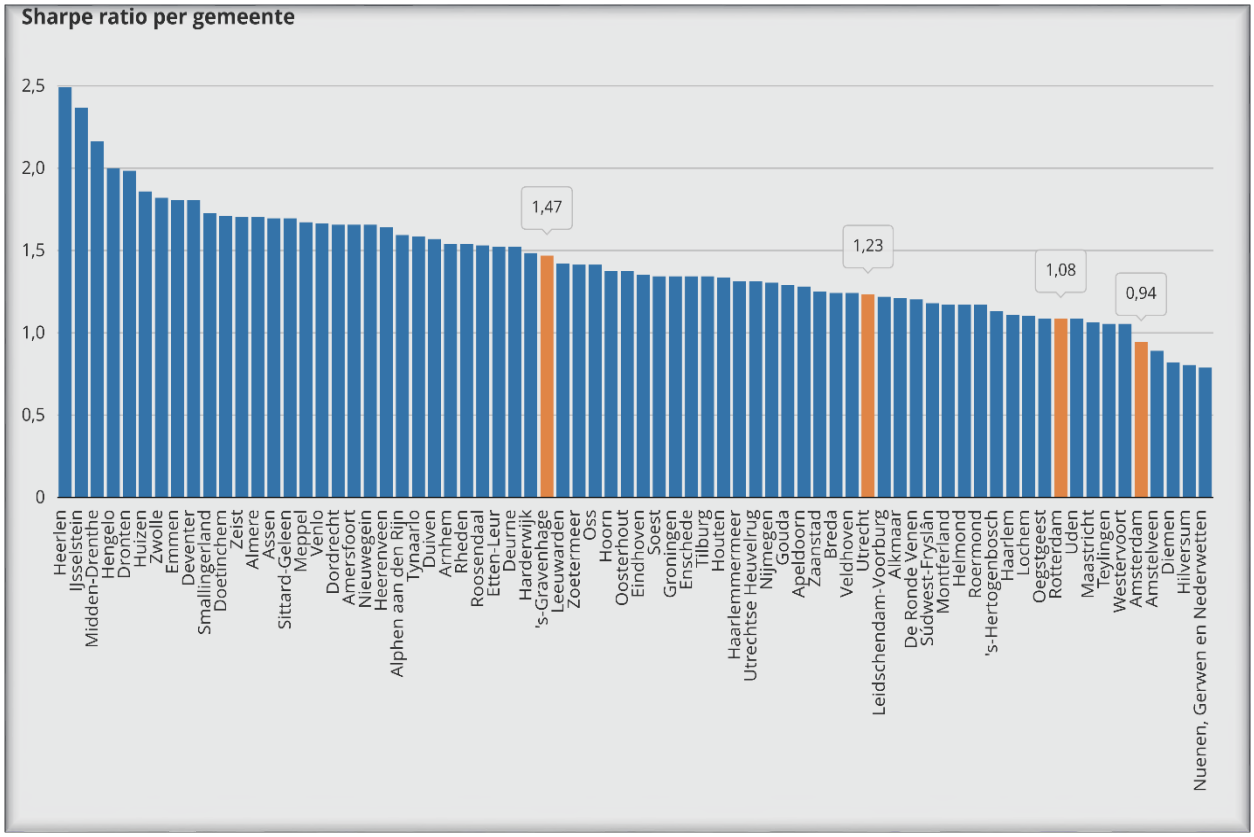
5.4.2 Direct rendement

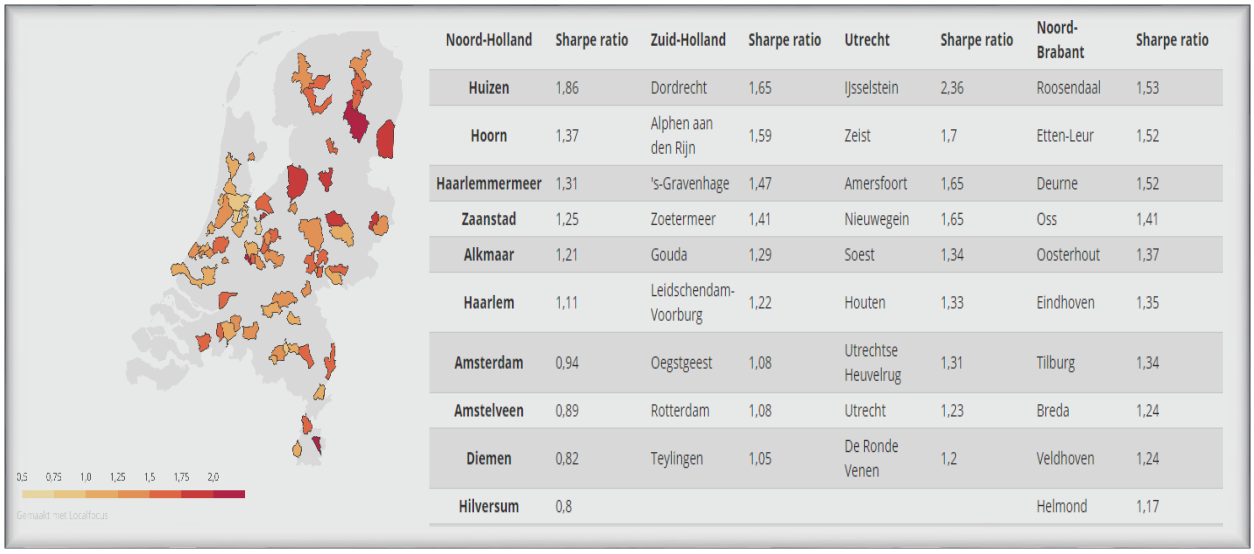
Juist in de perifeer gelegen gebieden als Heerlen, Leeuwarden en Assen zijn hoge directe rendementen behaald (zie bijlage II). Dit in tegenstelling tot Hilversum, Amstelveen en De Ronde Venen, die de laagste directe rendementen behaalden. De G4-steden noteerden ondergemiddelde scores op direct rendement. Over het algemeen scoorden middelgrote steden en randgemeenten om grote steden een hoger direct rendement dan de G4-steden. Zo werden in Haarlem, Alkmaar, Haarlemmermeer, Zaanstad en Hoorn hogere directe rendementen behaald dan in Amsterdam en in Zoetermeer, Gouda en Dordrecht hoger dan in Den Haag en Rotterdam. In Amersfoort, Houten, IJsselstein, Soest en Utrechtse Heuvelrug was dit hoger dan in Utrecht.

Op basis van het risico hebben Rotterdam en Amsterdam een hoger risicoprofiel dan Utrecht en Den Haag. Het overzicht laat een vrij geschakeerd beeld zien in de risicoprofielen. De gemeenten Nuenen, Gerwen en Nederwetten, Westervoort en Roermond behaalden het hoogste risico (zie bijlage II).

Figuur 32 laat zien dat als het behaalde directe rendement gecorrigeerd wordt voor het gelopen risico, Heerlen met het hoogste directe rendement en relatief laag risico leidt tot de hoogste Sharpe-ratio. De G4 scoren ondergemiddeld. Opvallend is dat de meer perifeer gelegen steden als Hengelo, Midden-Drenthe, Emmen, Deventer en Doetinchem relatief hoge Sharpe ratio's tonen. Randstedelijke en grotere regionale steden als Almere, Amersfoort, Zwolle, Dordrecht en Nieuwegein scoren ook bovengemiddeld op de Sharpe ratio's.

Figuur 32: Sharpe ratio op direct rendement





Noord-Holland	Sharpe ratio	Zuid-Holland	Sharpe ratio	Utrecht	Sharpe ratio	Noord-Brabant	Sharpe ratio
Huizen	1,86	Dordrecht	1,65	IJsselstein	2,36	Roosendaal	1,53
Hoorn	1,37	Alphen aan den Rijn	1,59	Zeist	1,7	Etten-Leur	1,52
Haarlemmermeer	1,31	's-Gravenhage	1,47	Amersfoort	1,65	Deurne	1,52
Zaanstad	1,25	Zoetermeer	1,41	Nieuwegein	1,65	Oss	1,41
Alkmaar	1,21	Gouda	1,29	Soest	1,34	Oosterhout	1,37
Haarlem	1,11	Leidschendam-Voorburg	1,22	Houten	1,33	Eindhoven	1,35
Amsterdam	0,94	Oegstgeest	1,08	Utrechtse Heuvelrug	1,31	Tilburg	1,34
Amstelveen	0,89	Rotterdam	1,08	Utrecht	1,23	Breda	1,24
Diemen	0,82	Teylingen	1,05	De Ronde Venen	1,2	Veldhoven	1,24
Hilversum	0,8					Helmond	1,17

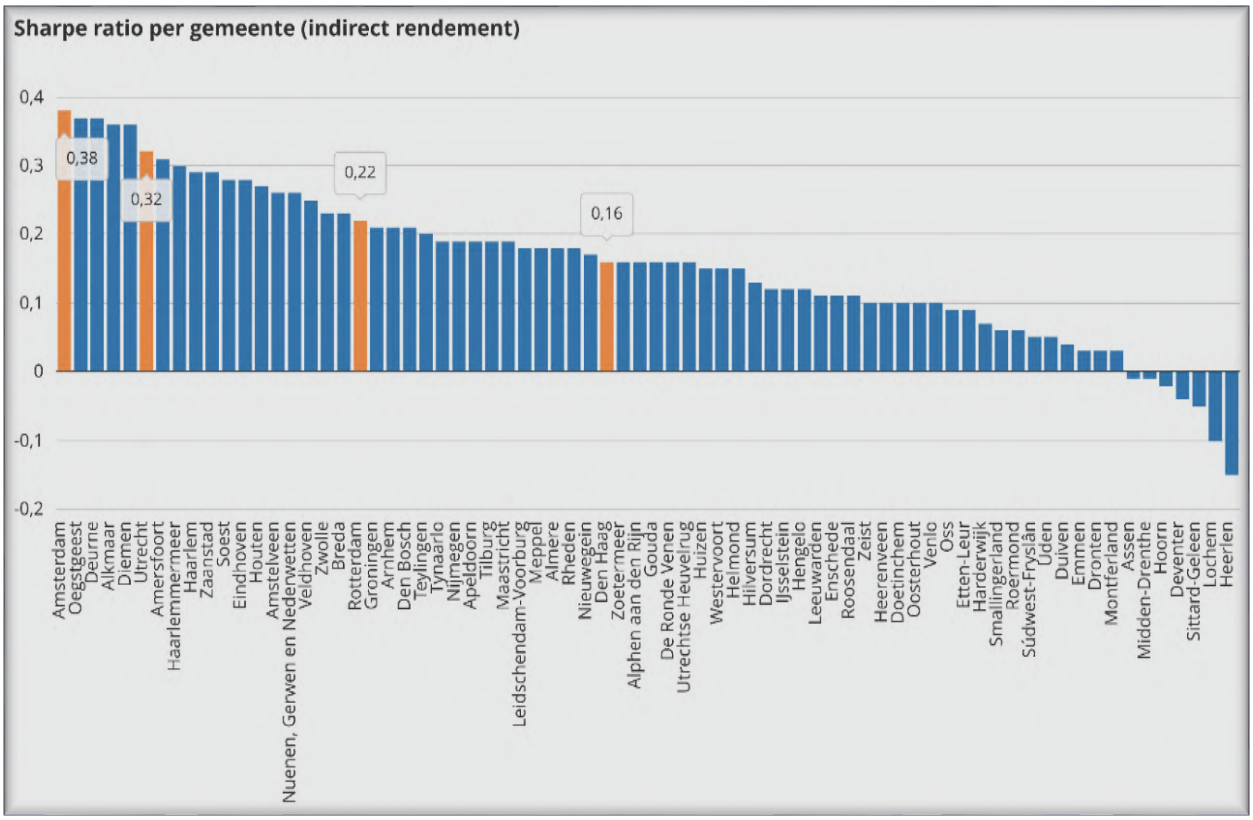
5.4.3 Indirect rendement

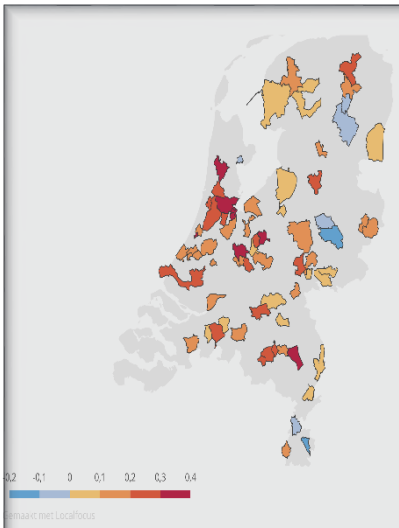
De stad met het hoogste indirecte rendement is Diemen op de voet gevolgd door Amsterdam. Opvallende hogere noteringen zijn Oegstgeest en Deurne. Heerlen heeft het laagste indirecte rendement behaald over de afgelopen 25 jaar. Wat verder opvalt is dat de grote steden Amsterdam, Utrecht, Eindhoven en Rotterdam en de Randstedelijke gemeenten in Noord-Holland hogere scores behaalden. De stad Den Haag bleef hierbij achter (zie bijlage II).

Als er wordt gekeken naar het risico over de afgelopen 25 jaar dan was dit het hoogst in respectievelijk Hengelo en Diemen. De grote steden Amsterdam, Rotterdam en Utrecht laten een bovengemiddeld risico zien, terwijl Den Haag hier juist een ondergemiddeld risico toont (zie bijlage II).

Figuur 33 toont dat de hoogste Sharpe ratio op indirect rendement wordt gehaald in respectievelijk Amsterdam, Oegstgeest en Deurne. Andere grote steden als Utrecht en Eindhoven laten ook relatief hoge Sharpe ratio's zien. Rotterdam en Den Haag hebben een ondergemiddelde Sharpe ratio. Het zijn voornamelijk de perifeer gelegen gebieden, die een negatieve score geven. Dit betekent dat de gemiddelde risicovrije rente over de meetperiode groter is dan het indirecte rendement. De randgemeenten en steden om grote steden als Alkmaar, Diemen, Haarlemmeer, Haarlem, Zaanstad en Amstelveen bij Amsterdam, Soest, Amersfoort, Houten bij Utrecht en Veldhoven, Nuenen, Gerwen en Nederwetten bij Eindhoven, noteerden hoge Sharpe ratio's.

Figuur 33: Sharpe ratio per indirect rendement





Noord Holland	Sharpe ratio	Zuid- Holland	Sharpe ratio	Utrecht	Sharpe ratio	Noord-Brabant	Sharpe ratio
Amsterdam	0,38	Oegstgeest	0,37	Utrecht	0,32	Deurne	0,37
Alkmaar	0,36	Rotterdam	0,22	Amersfoort	0,31	Eindhoven	0,28
Diemen	0,36	Teylingen	0,2	Soest	0,28	Nuenen, Gerwen en Nederwetten	0,26
Haarlemmermeer	0,3	Leidschendam-Voorburg	0,18	Houten	0,27	Veldhoven	0,25
Haarlem	0,29	's-Gravenhage	0,16	Nieuwegein	0,17	Breda	0,23
Zaanstad	0,29	Zoetermeer	0,16	De Ronde Venen	0,16	's-Hertogenbosch	0,21
Amstelveen	0,26	Alphen aan den Rijn	0,16	Utrechtse Heuvelrug	0,16	Tilburg	0,19
Huizen	0,15	Gouda	0,16	IJsselstein	0,12	Helmond	0,15
Hilversum	0,13	Dordrecht	0,12	Zeist	0,1	Roosendaal	0,11
Hoorn	-0,02					Oosterhout	0,1

5.4.4 Conclusie

De beleggingen in de steden Alkmaar, Groningen en Deurne waren het meest efficiënt over de afgelopen 25 jaar over het totaalrendement bekeken. Opvallend is de hoge notering van de randgemeente Deurne met een relatief klein inwonersaantal van ongeveer 25.000, nabij de grotere stad Eindhoven. Andere middelgrote steden buiten de Randstad zoals Tilburg, Leeuwarden en Eindhoven bleken ook zeer efficiënte beleggingen te zijn. De randgemeenten als Houten, Amersfoort en IJsselstein bij Utrecht scoorden ook bijzonder goed met een positie binnen de top 10 van meest efficiënte beleggingen. Op basis van de beleggingsresultaten kan worden vastgesteld dat bepaalde middelgrote steden en randgemeenten om grote steden, beter presteerden dan de grote steden zelf in termen van efficiëntie.

Den Haag en Amsterdam presteren het efficiëntste beleggingsresultaat van de G4-steden. Dit heeft verschillende redenen. Amsterdam heeft de afgelopen 25 jaar significante waardegroei laten zien, hetgeen positief bijdraagt aan het totaalrendement met een bovengemiddeld risico. Den Haag laat juist een ondergemiddelde tot gemiddelde prestatie zien op respectievelijk waardegroei en huurrendement, maar tegen een laag risico tot ondergemiddeld risico. Utrecht scoort over het algemeen een lager risicoprofiel dan Amsterdam, maar heeft ook een lagere waardegroei. Rotterdam heeft een gemiddelde waardegroei met een hoger risicoprofiel dan de drie andere steden. De G4-steden laten ondergemiddelde tot gemiddelde scores zien op huurrendement. Dit in tegenstelling tot de noordelijk en meer perifeer gelegen gebieden zoals Heerlen, Leeuwarden, Assen, Smallingerland, Groningen en Sittard-Geleen, die de afgelopen 25 jaar een hoog huurrendement behaalden. Er kan overwegend worden vastgesteld dat de G4-steden en de Randstedelijke regio's beter presteren op waardegroei, terwijl in perifere regio's, het directe huurrendement overwegend hoger is. Deze patronen zijn ook waargenomen op de hoger gelegen aggregatieniveaus. Door de opschoning van een groot aantal steden vanwege onvoldoende metingen over de meetperiode geldt dat deze conclusies niet algeheel kunnen worden getrokken voor heel Nederland.

In het volgende hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de uitkomsten van de interviews die zijn afgenomen.

6. Uitkomsten kwalitatief onderzoek

In dit hoofdstuk wordt een samenvatting gegeven van de uitkomsten van de afgenomen interviews. De interviews hebben plaatsgevonden met de volgende vier institutionele vastgoedpartijen: A.S.R. Real Estate, Bouwinvest, Syntrus Achmea Real Estate & Finance en Amvest. De functies van de vastgoedspecialisten lopen uiteen van medewerker, manager en directeur van de afdelingen 'Strategy & Research' en 'Dutch Residential Investments'.

Het doel is met name om de gedachten, kennis en opinies van deze specialisten in kaart te brengen met betrekking tot hun huidige beleggingsstrategie van directe woningbeleggingen in Nederland. Hierbij is stil gestaan bij demografische ontwikkelingen als verstedelijking. De resultaten en bevindingen in termen van rendement, risico en Sharpe ratio's van de onderzochte gemeenten zijn ook voorgelegd aan deze specialisten.

Vragen:

1. **De nadruk bij institutionele vastgoedbeleggers ligt op het realiseren van een langetermijnrendement. Ze zijn ook verantwoordelijk voor stabiele en inflatiebestendige uitkeringen voor de pensioendeelnemers en verzekeringnemers. Kunt u in het kort aangeven hoe institutionele beleggers te werk gaan bij het bepalen van hun woningbeleggingsstrategie en welk type rendementsberekening doorslaggevend is bij een investeringsbeslissing.**

Hieruit kwam naar voren dat de beleggingsstrategie afhankelijk is van het type institutionele belegger en het soort fonds waaruit de focus en risicoattitude blijkt.

Alle respondenten waren het erover eens dat gedegen onderzoek naar economische en demografische ontwikkelingen en vastgoedmarktperspectieven van markten een belangrijke bijdrage levert aan de totstandkoming van woningbeleggingsstrategieën. Er vindt jaarlijks een overleg plaats met een multidisciplinair team van research, assetmanagement en acquisitie om deze strategie te herijken. Daarbij wordt er gefocust op economische kernregio's, die demografisch toekomstig sterk zijn en voldoende kansen bieden voor de beleggingsmarkt. Hieruit wordt een 'kernregiobeleid' afgeleid.

Op strategisch niveau heeft Syntrus Achmea Real Estate & Finance haar eigen kansenkaart ontwikkeld en A.S.R. Real Estate een gemeenteranking gemaakt. Deze kansenkaart en ranking bevat een aantal perspectieven en verwachtingen over de bevolkingsontwikkeling en woningvraag, die bepalen welke gemeenten de komende jaren het meest interessant zijn om in te beleggen.

Uiteraard wordt er ook gekeken naar prestatie-indicatoren als markthuurgroei, leegstand, bezettingsgraad en verhuurtijden. Deze prestatie-indicatoren zijn altijd gebaseerd op het verleden en tellen daarom minder zwaar mee in de totstandkoming van de woningbeleggingsstrategie, die vooral naar de toekomst dient te kijken.

In beginsel wordt primair gefocust op het directe rendement, aangezien er stabiele langdurige cashflowuitkeringen nodig zijn om aan de verplichtingen te voldoen. Uiteraard wordt er ook gekeken naar het indirecte rendement oftewel waardegroei, maar is er vrijwel altijd een uitsplitsing tussen direct en indirect rendement. Voor de verwachtingen van waardegroei wordt ook gewerkt met andere modellen.

2. **Institutionele beleggers werken met 'andermans' geld en dienen zorgvuldig te beleggen tegen een voor woningbeleggingen acceptabel rendement en met weinig risico. In hoeverre houden institutionele beleggers rekening met de beoordeling van het risico en efficiency (Sharpe ratio's) als het gaat om beleggingskeuzes in directe woningbeleggingen en hoe vertaalt zich dit in de praktijk?**

De resultaten tonen dat het risico sterk afhangt van de risico-attitude van de institutionele beleggers en het fonds. In algemene zin wordt een zo laag mogelijk risico nagestreefd door binnen de randvoorwaarden van het kernregiobeleid te blijven. Het perspectief binnen de markt is hierin bepalend. Er wordt niet gekeken naar standaarddeviaties en Sharpe ratio's, vanwege het lage risico in het woningsegment. Daarentegen is er wel een risicomodel op pandniveau, waarin aspecten als locatie, bereikbaarheid, leegwaarde niveau, inkomen, duurzaamheid, volatiliteit in huur en leegstand beoordeeld worden. In de sterkere regio's worden lagere aanvangsrendementen geaccepteerd vanwege de lagere risicoperceptie.

3. **De strategische keuzes voor directe woningbeleggingen in de Randstad zijn voor een groot deel demografisch bepaald, met veel oog voor representatieve locaties. In hoeverre wordt rekening gehouden met de mate van verstedelijking van gebieden voor de keuzes in directe woningbeleggingen voor bepaalde steden of randgemeenten?**

Alle respondenten geven aan dat vrijwel altijd gekeken wordt naar demografische ontwikkelingen als huishoudensgroei en verstedelijking in relatie tot de vraag en het aanbod van die specifieke regionale woningmarkt. Huishoudensgroei is een belangrijkere ontwikkeling dan bevolkingsgroei, omdat huishoudensgroei relatief harder kan stijgen. Daarnaast wordt ook gekeken naar de leefbaarheid van een stad.

De verwachting is dat bepaalde randgemeenten de komende jaren nog meer profiteren vanwege de betaalbaarheid en het ruimtegebrek in de grote steden. Een belangrijke voorwaarde is wel dat de voorzieningen als infrastructuur en bereikbaarheid in orde zijn. Tussen randgemeenten bestaan echter grote verschillen. Het gaat om het selecteren van de juiste randgemeenten. Daarbij wordt ook gekeken naar actuele en toekomstige economische ontwikkelingen zoals het besteedbaar actueel inkomen, werkgelegenheid en bruto regionaal product (BRP).

Enkele respondenten geven ook aan te kijken naar de hoeveelheid banen in een regio die binnen 30 minuten reistijd te bereiken zijn. Tenslotte wordt ook gekeken naar de mate van diversificatie van bepaalde regionale economieën. Het doel is om in zoveel mogelijk diverse stabiele regionale economieën te investeren. Als voorbeeld wordt de auto-industrie in Detroit aangehaald en het vertrek van Philip Morris in Bergen op Zoom, hetgeen in beide voorbeelden ten koste ging van de werkgelegenheid en de lokale economie, aangezien er een grote afhankelijkheid was tussen bedrijf en regio. Een enkele respondent geeft ook aan te kijken naar de maximale leencapaciteit in relatie tot de gemiddelde woningprijs. Een scheve verhouding kan mogelijk positief zijn voor de vrije huursector, omdat woningzoekers dit een uitwijkmogelijkheid geeft.

4. **Lage aanvangsrendementen maken woningen in sterke steden duur en beperken de kans op verdere waardegroei. Hoe wordt aangekeken tegen beleggingen in middelgrote steden en randgemeenten om grote steden ten opzichte van de grote steden als Amsterdam, Den Haag, Utrecht en Rotterdam in het behalen van een zo goed mogelijk rendement tegen een zo laag mogelijk risico?**

Een aantal respondenten rapporteert dat een aantal institutionele beleggers hebben aangegeven verminderde interesse te hebben in de lage aanvangsrendementen in de G4-steden. Toch blijven institutionele beleggers ervoor kiezen om juist in deze sterke kernregio's te investeren. Uiteraard is dit

weer afhankelijk van de institutionele beleggers en het fonds. Er is de laatste jaren aanmerkelijk minder aangekocht in Amsterdam. Om toch het beoogde rendement te realiseren moet men iets buiten de sterke kernregio's kijken om de rendementseis te halen in de wetenschap dat het risico daar ook groter is.

Om deze reden worden agglomeraties en randgemeenten ook interessant. Syntrus Achmea Real Estate & Finance en Bouwinvest noemen dit ook wel het 'waterbedeffect'. Hiermee wordt de verschuiving van de woningvraag van de sterk geprijsde steden richting de omliggende gemeenten bedoeld. Syntrus Achmea Real Estate & Finance heeft onlangs een aantal gemeenten gepromoveerd tot een hogere kanskaartcategorie. Voorbeelden van financieel aantrekkelijke randgemeenten en middelgrote steden die genoemd worden, zijn Amersfoort, Deventer, Doetinchem, Almere, Zaandam, Houten, Leidsche Rijn, Rijswijk en Delft. Daarnaast wordt er ook gekeken naar middelgrote steden als Groningen, Zwolle, Arnhem-Nijmegen en Den Bosch.

De gestegen huurniveaus in de G4-steden passen ook niet meer binnen de maatschappelijke kaders van deze institutionele beleggers. In generieke zin is de maatschappelijke rol meer gericht op de middenhuur en daarmee betaalbare huur te focussen. Vanuit dat perspectief is er al vaker geneigd om naar de stadsranden of potentiële (transformatie)wijken te kijken om daar wel waardegroei te realiseren. Enkele voorbeelden van gebieden die worden genoemd door respondenten zijn het Oostburgereiland in Amsterdam of de Fenixlofts in Katendrecht 5 jaar geleden.

5. Zijn er nog belangrijke zaken die niet in dit interview naar voren zijn gekomen, maar u wel een reactie of toelichting op wenst te geven in relatie tot de gepresenteerde onderzoeksresultaten.

Over het algemeen kunnen alle respondenten zich vinden in de onderzoeksresultaten. Een enkele respondent kijkt op van de positieve score van de gemeente Deurne. In het voorbeeld van Deurne als aantrekkelijke locatie om in te beleggen wordt gewezen op de beperkte omvang van het totaal belegde vermogen in die bepaalde gemeente. Aanvullend merkt een respondent op dat ook binnen de stadsdelen van Amsterdam grote verschillen kunnen bestaan. Enige nuance is hier op zijn plek.

Een andere respondent merkt op dat niet plat naar getalletjes gekeken dient te worden, maar dat het gaat om de wereld achter de getallen. Beleggers en zeker pensioenfondsen zijn er voor de lange termijn. Al die investeringsbeslissingen worden door de achteruitkijkspiegel genomen en dienen veel vaker in de voorruitkijkspiegel te worden genomen.

Clusters van steden en randgemeenten worden steeds belangrijker om de belegger op lange termijn van rendement te voorzien. Focusregio's blijven echter wel de G4, inclusief satellietsteden. De verwachte huurprijs en waardeprijsstijgingen groeien daar harder dan in de rest van Nederland.

Tenslotte merken enkele respondenten op dat de invloed van COVID-19 verstedelijking wellicht tijdelijk kan remmen, doordat de werkeloosheid kan toenemen. Daarnaast kan het meer thuiswerken, de maximale afstand die men wil afleggen vergroten. Hierdoor kan men er toch voor kiezen om in minder verstedelijkte gebieden te blijven met veelal lagere bevolkingsdichtheden.

7. Conclusie

In dit hoofdstuk wordt het onderzoek afgesloten met de algehele conclusie op de centrale vraagstelling. De algehele conclusie bestaat uit het geheel van alle deelconclusies van het institutioneel- en theoretisch kader, kwantitatief en kwalitatief onderzoek. In dit onderzoek is de volgende centrale vraagstelling onderzocht;

In hoeverre zijn directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad financieel aantrekkelijk voor institutionele beleggers rekening houdend met de verstedelijkingstrend in Nederland?

In het institutionele kader is gebleken dat sterk verstedelijkte gebieden, zoals de Randstad, een relatief hoge bevolking- en huishoudensgroei kennen en dit de komende jaren sterk zal doorzetten. Daarnaast is er een sterke trek naar de stad onder bepaalde doelgroepen als studenten, jongeren en buitenlandse kenniswerkers, hetgeen leidt tot meer vraag naar woonruimte in de Randstad. Het is ook gelijk de regio waar het tekort aan woningen het grootst is. Dit heeft als gevolg dat juist de woningprijzen in de Randstad hard zijn gestegen de afgelopen jaren, voorbij het prijsniveau van 2008. Hier hebben bepaalde randgemeenten in de omgeving Amsterdam en in mindere mate in Rotterdam, Den Haag en Utrecht van geprofiteerd. Deze 'spillover effecten' hebben de afgelopen drie jaar ervoor gezorgd dat de woningprijzen in bepaalde randgemeenten relatief harder stegen.

Uit het theoretische kader is gebleken dat hoge grond- en woningprijzen juist een indicatie zijn dat het goed gaat met een stad. Vanuit de locatietheorie is een verklaring gevonden voor de verschillen van woningprijzen tussen steden. De regionale woningmarktverschillen hangen enerzijds samen met de mate van economische ontwikkeling aan de productiekant en anderzijds met de mate van kwalitatieve voorzieningen aan de consumptiekant. Een bloeiende regionale stadseconomie biedt werkgelegenheid aan werkzoekenden, die vervolgens weer dicht bij het werk willen wonen. Toename van het aantal inwoners leidt uiteindelijk weer tot meer kwalitatieve voorzieningen. Dit maakt steden aantrekkelijk. Waar mensen graag wonen, is de grond onder woningen vaak veel waard. Het zijn niet zozeer de grondprijzen, die de woningprijzen drijven, maar uiteindelijk de populariteit van de woning en de locatie, die de grond- en woning prijs bepaalt (de Groot et al., 2010).

Vervolgens is vanuit de MPT een maatstaf gevonden om de prestatie-indicatoren rendement en risico van woningbeleggingen met elkaar te vergelijken. Er is hier gekeken naar de Sharpe ratio's, hetgeen een bruikbare maatstaf is voor het meten van efficiëntie. Hierbij is rekening gehouden met het risicovrije rendement door de Nederlandse 10 jaar staatsobligaties te gebruiken.

Uit de resultaten van dit empirische onderzoek kan als eerste geconcludeerd worden dat de beleggingen in steden als Alkmaar en Groningen op totaalrendement de meest efficiënte beleggingen zijn over de afgelopen 25 jaar. Opvallend is de hoge notering van de gemeente Deurne nabij Eindhoven. De randgemeenten als Houten, Amersfoort en IJsselstein bij Utrecht staan ook in de top 10 van meest efficiënte beleggingen en zijn efficiënter gebleken dan de stad Utrecht zelf.
De resultaten laten verder zien dat over het algemeen de G4-steden en de Randstedelijke regio's beter presteerden op waardegroei, terwijl in de meer perifeer gelegen regio's, het directe huurrendement overwegend hoger was. Andere middelgrote steden buiten de Randstad zoals Tilburg, Leeuwarden en Eindhoven bleken ook efficiëntere beleggingen te zijn dan de G4-steden.

Uit de interviews is gebleken dat vooral demografische ontwikkelingen als huishoudensgroei en verstedelijking en economische ontwikkelingen zoals besteedbaar inkomen, bruto regionaal product, werkgelegenheid en de vastgoedmarktperspectieven bepalend zijn voor het vaststellen van de woningbeleggingsstrategie. Op strategisch niveau wordt minder gekeken naar financiële prestatie-

indicatoren als direct en indirect rendement. Op ‘stenenniveau’ is dit meer het geval. Verder kwam naar voren dat er een sterke interesse is naar clusters van steden met randgemeenten, gezien de huishoudensprognoses en verstedelijkingstrend in Nederland. Andere aantrekkelijke gebieden die genoemd worden, zijn Amersfoort, Deventer, Doetinchem, Almere, Zaandam, Houten, Leidsche Rijn, Rijswijk en Delft. Daarnaast wordt er ook gekeken naar middelgrote steden als Groningen, Zwolle, Arnhem-Nijmegen en Den Bosch.

Tot slot blijkt uit de interviews dat bepaalde randgemeenten de komende jaren nog meer profiteren vanwege de verschuiving van de woningvraag van de sterk geprijsde steden richting de omliggende gemeenten vanwege de betaalbaarheid en het ruimtegebrek in de grote steden. Dit wordt het zogenaamde ‘waterbedeffect’ genoemd. Toch dient goed nagedacht te worden over het selecteren van de juiste randgemeenten. Een belangrijke voorwaarde is wel dat de voorzieningen als infrastructuur en bereikbaarheid naar de grote stad in orde zijn. Door meer te kijken naar randgemeenten om grote steden kunnen institutionele beleggers zich ook meer focussen op de middenhuur en daarmee betaalbare huur, hetgeen een onderdeel uitmaakt van de maatschappelijke opgave die zij hebben.

Geconcludeerd kan worden dat directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad zeker financieel aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers. Dit is enerzijds aangetoond door de empirische resultaten van diverse prestatie-indicatoren als rendement en risico en anderzijds bevestigd door de vastgoedspecialisten, die werkzaam zijn bij institutionele vastgoedbeleggers. Juist door de verstedelijkingstrend verschuift de focus van deze institutionele beleggers steeds meer richting stedelijke agglomeraties in plaats van uitsluitend de G4-steden. Het effect van verstedelijking heeft dus wel degelijk invloed op de beleggingskeuzes, die worden gemaakt door institutionele beleggers. Het blijft wel essentieel om voor deze middelgrote steden en randgemeenten zorgvuldige risico-rendementafwegingen te maken, want tussen deze steden en gemeenten bestaan verschillen.

8. Discussie

In dit laatste hoofdstuk wordt ingegaan op de eigen interpretaties van de conclusie, kwaliteit en validiteit van het onderzoek. Tenslotte wordt afgesloten met een suggestie voor vervolgonderzoek.

8.1 Onderzoeksresultaten

De resultaten van het onderzoek komen grotendeels overeen met de verwachtingen, voorafgaand aan dit onderzoek. De woningprijzen zijn de afgelopen jaren na de crisis geëxplodeerd, gedreven door het tekort aan woningen, dat zich voornamelijk concentreert in de Randstad. De schaarste en het beprijzen daarvan heeft geleid tot onvoldoende betaalbare woningen in centra van steden. Tegelijkertijd wordt er ruim 3 decennia lang een sterke verstedelijkingstrend in Nederland waargenomen, waar steeds meer mensen in steden willen wonen, werken en recreëren. Deze vraag en prijsdruk smeren zich langzaam uit als een olievlek richting omliggende steden en randgemeenten. Dit vertaalt zich in stijgende huren en (ver)koopprijzen. In combinatie met een relatief lage investering, kunnen hierdoor op bepaalde locaties gunstige rendementen behaald worden. Dit beeld is ook grotendeels zichtbaar in de onderzoeksresultaten, waarbij de G4-steden relatief laag scoren op het directe huurrendement en juist hoog scoren op waardegroei in tegenstelling tot de meer noordelijk en meer perifeer gelegen steden. Dit beeld is in mindere mate ook zichtbaar bij de meeste randgemeenten en middelgrote steden. Dit is verklaarbaar, omdat het gemiddeld geïnvesteerd vermogen in de G4-steden, omliggende randgemeenten en middelgrote steden doorgaans op een hoger niveau ligt dan perifere gebieden. De risico's in de Randstedelijke regio's waren overwegend hoger dan de perifeer gelegen steden vanwege meer volatiliteit in huurrendement en waardegroei. Dit heeft de uitkomsten van de beleggingsresultaten op het gebied van 'efficiency' ook beïnvloed.

Opvallend is de hoge notering op rendement en efficiëntie van de gemeente Deurne. Belangrijk is om deze uitslag in het perspectief te zien van de omvang en daarmee de aantrekkelijkheid van deze lokale beleggingsmarkt. Verder is het opvallend dat Houten, Amersfoort en IJsselstein efficiëntere beleggingen blijken te zijn dan Utrecht en dat andere middelgrote steden buiten de Randstad zoals Tilburg, Leeuwarden, Eindhoven ook efficiëntere beleggingen blijken te zijn dan de G4-steden. Dit komt overeen met de verwachtingen voorafgaand aan dit onderzoek, die grotendeels gevormd zijn door de uitkomsten van het onderzoek van Van Dam (2018).

Dit onderzoek geeft aan dat het loont om verder te kijken dan de G4-steden of zelfs buiten de Randstad. Uit de interviews is gebleken dat dit ook zeker het geval is, maar primair blijft de focus op de stedelijke agglomeraties in de Randstad.

In het licht van de agglomeratietheorie zijn de beleggingsresultaten grotendeels verklaarbaar te noemen. Nabijheid en dichtheid zijn belangrijke principes waar het economische succes van steden in belangrijke mate van afhangt. Zowel de productie- en consumptiekant van stedelijke omgevingen zoals de nabijheid van arbeids- en afnemersmarkten, schaalvoordelen, kennisdeling en innovatie en een uitgebreid aanbod van voorzieningen, voorzien in een hoge kwaliteit van de leefomgeving. Dit komt ook tot uitdrukking in hogere huur-en koopprijzen van woningen in stedelijke gebieden ten opzichte van de meer perifeer gelegen gebieden.

Tussen steden onderling bestaan ook grote verschillen. De groei van een stad hangt af van in hoeverre de agglomeratievoordelen benut kunnen worden. Dit is sterk afhankelijk van de context waarin het type arbeidsmarkt, voorzieningenmarkt en woningmarkt met elkaar functioneren, oftewel het 'daily urban system'. Agglomeratievoordelen treden niet alleen op in grote monocentrische steden, maar ook in clusters van middelgrote polycentrische steden en randgemeenten zoals de Randstad. Tegenover de agglomeratievoordelen worden eventuele nadelen afgezet als congestie, hoge woonlasten en overlast. Vanuit gebruikersperspectief kunnen middelgrote steden en randgemeenten

met goede voorzieningen en verbindingen naar de grote stad een goed alternatief bieden. Tot slot, vanuit het beleggersperspectief maken de lage aanvangsrendementen op de beste locaties in combinatie met de beperkte beleggingsmogelijkheden het lonender om naar alternatieven te kijken zoals een nabijgelegen middelgrote stad of randgemeente.

8.2 Reflectie en vervolgonderzoek

Het theoretisch kader heeft een brede wetenschappelijk basis gegeven met betrekking tot de verklaring van verschillen tussen grond- en woningprijzen van locaties. Daarnaast zijn vanuit de beleggingstheorie bruikbare maatstaven gevonden waarmee de prestaties van directe woningbeleggingen tegen elkaar konden worden afgezet. Bij nader inzien is het theoretisch kader over de locatietheorieën vrij uitgebreid behandeld in relatie tot de beleggingstheorie. Dit terwijl de beleggingstheorie voor de onderbouwing en beantwoording van de centrale vraagstelling dominanter aan bod is gekomen. Achteraf gezien is de verhouding wat scheef te noemen, doordat de beleggingstheorie met begrippen en maatstaven meer centraal staan in dit onderzoek. Toch is het aangenaam om te zien dat er vanuit de locatietheorieën meerdere verklaringen gevonden zijn die de uitkomsten van dit onderzoek bekrachtigen.

Voor zover beoordeeld kan worden is de kwaliteit van de MSCI-IPD data van voldoende niveau. De MSCI hanteert strikte kwaliteitsstandaarden in het verzamelen en actueel houden van deze data. De bevindingen uit de onderzoeksresultaten zijn ook voorgelegd aan de respondenten, waar zij zich grotendeels in konden vinden. Een kritische kanttekening die geplaatst dient te worden is het aantal onderzochte steden. Vanwege het missen van meerdere jaren aan resultaten op stedelijk niveau, zijn er slechts 72 steden onderzocht van de 224. Hierdoor zijn bepaalde steden in dit onderzoek niet naar voren gekomen, waar mogelijk wel interessante beleggingsresultaten behaald zijn.

De uitkomsten van de Sharpe ratio's lagen regelmatig dicht bij elkaar, maar waren vooral laag en soms zelfs negatief. Dit komt door de keuze voor het 300 maandgemiddelde van de 10-jarige Nederlandse staatsobligatie als risicovrijrendement (3,348%). Dit is een groot verschil met de huidige lage rentestand. Het gebruik van een lager risicovrij rendement had qua volatiliteit tussen de uitkomsten echter geen verschil gemaakt.

Het onderzoek van Mark van Dam (2018) heeft in grote mate bijgedragen aan de reflecties van dit onderzoek, aangezien vrijwel dezelfde dataset is gebruikt. Dit heeft mij geholpen bij het schonen van de dataset, het kiezen voor het gebruik van meetkundige gemiddelden in plaats van rekenkundige gemiddelden en het interpreteren van bepaalde onderzoeksresultaten.

Tenslotte heeft dit onderzoek aangetoond dat directe woningbeleggingen in middelgrote steden en randgemeenten in de Randstad, maar ook daarbuiten, zeer efficiënte beleggingen kunnen zijn. De interesse van institutionele beleggers om te investeren in bepaalde middelgrote steden en randgemeenten voornamelijk binnen de Randstad, maar zelfs daarbuiten, zal de komende jaren naar verwachting toenemen als gevolg van de verstedelijkingstrend in Nederland.

Vervolgonderzoek zou zich kunnen richten op de verklarende factoren die ten grondslag liggen aan het succes van bepaalde beleggingsresultaten in middelgrote steden en randgemeenten. Met deze verkregen inzichten kunnen gemeenten inspelen op de vraag hoe hun stad aantrekkelijker en meer toekomstbestendig gemaakt kan worden.

8.3 COVID-19

In januari 2020, net voor de start van dit onderzoek, brak het coronavirus uit dat na ongeveer drie maanden tijd leidde tot een pandemie. In een poging om verdere verspreiding van het coronavirus te voorkomen greep Nederland in door zware maatregelen in te voeren, zoals de 'lockdown'. Deze

maatregelen hebben meerdere sectoren en industrieën financieel hard geraakt, waaronder de Nederlandse vastgoedsector, in het bijzonder het horeca- en winkelvastgoed.

Tot op heden is de Nederlandse woningmarkt redelijk 'immuun' gebleven voor het coronavirus. Het aantal bezichtigingen en verkopen bleef over het eerste half jaar van 2020 op peil en ook in de prijsontwikkeling is nog geen effect zichtbaar. Sterker nog in het tweede kwartaal van 2020 zijn er zelfs méér huizen verkocht dan het eerste kwartaal met een groei van 14% (Boelhouwer, 2020). Daarnaast stijgen de prijzen nog licht door. Volgens professor Peter Boelhouwer (2020) komt dit omdat het woningtekort nog steeds erg groot is in combinatie met een historische lage hypotheekrente. Daarnaast zijn er nog relatief weinig mensen in hun inkomen getroffen. Bovendien kan het ook zo zijn dat mensen naast een lage hypotheekrente, ook nog willen profiteren van de relatief hoge verkoopprijzen van hun woningen.

Volgens professor Peter Boelhouwer (2020) zijn er wel wat eerste scheurtjes zichtbaar op de koopwoningmarkt. Als het aantal verkochte huizen vergeleken wordt met het tweede kwartaal van 2019 is er sprake van een lichte daling van 4%. Daarnaast neemt ook het aantal bezichtigingen per woning af net als het consumentenvertrouwen. Op de verhuurmarkt in het bijzonder, zijn de gemiddelde huurprijzen in het tweede kwartaal van 2020, in de grote steden zoals Amsterdam, Den Haag en Eindhoven voor het eerst in jaren gedaald, afgezet tegen 2019. Dat zijn steden waar expats zich vaak vestigen, maar door de gevolgen van het coronavirus, nu wegblijven. Het aanbod van huurappartementen in de vrije sector is toegenomen, waardoor de appartementen voor een lagere huurprijs worden aangeboden om leegstand te voorkomen. Over de hele vrije huursector bekeken is in het tweede kwartaal van 2020 nog wel sprake van een kleine huurprijsstijging van 2,4%, maar is dit de kleinste prijsstijging sinds het eerste kwartaal van 2015 (Pararius, 2020).

De ontwikkeling van de huurprijzen in de vrije sector hangt grotendeels af van de ontwikkelingen op de koopmarkt. Als de werkloosheid verder oploopt en er mogelijk een tweede virusgolf en 'lockdown' komt kan er een groter effect ontstaan in 2020. Banken zullen hierdoor terughoudender zijn met kredietverlening. Hierdoor kan het vertrouwen verder dalen, het aantal transacties afnemen en uiteindelijk de woningprijzen dalen (Boelhouwer, 2020). De woningen, die niet verkocht raken zullen tijdelijk als huurwoningen worden aangeboden, met lagere huurprijzen als gevolg.

Als een tweede 'virusgolf en 'lockdown' uitblijft, blijft de impact op de woningmarkt beperkt. De conclusies van het onderzoek blijven dan vooralsnog overeind staan. Wel kan het zo zijn dat het meer thuiswerken als gevolg van de maatregelen, het wonen buiten de stad juist aantrekkelijker maakt, omdat reisafstand minder belangrijk wordt. Bovendien kan er juist in deze tijden, meer behoefte zijn aan ruimte binnen en buiten de woning, omdat meer tijd thuis wordt doorgebracht en 'social distancing' in acht genomen dient te worden. Deze ruimte wordt veelal gevonden in minder stedelijke gebieden.

Sinds de oproep van het Kabinet om meer thuis te werken is op basis van een eerste indicatie van de opgevraagde prijsinformatie van woningen bij het Kadaster, vastgesteld dat de interesse naar perifeer gelegen koopwoningen is toegenomen ten opzichte van 2019. Dit terwijl de vraag naar informatie over koopwoningen in stedelijke gebieden juist is afgenomen ten opzichte van vorig jaar (Kadaster, 2020).

Het is echter prematuur om hier conclusies aan te verbinden, aangezien niet is vast te stellen of deze ontwikkeling is ingezet door het coronavirus of door de sterk gestegen woningprijs in centra van de steden. Bovendien is nog niet vast te stellen of dit gaat om een ontwikkeling van deze richting op lange termijn. De toekomst zal uitwijzen of de conclusies van dit onderzoek standhouden in het licht van de verstedelijkingstrend en de ontwikkeling van huur- en woningprijzen in stedelijke gebieden in Nederland.

Literatuurlijst

Alonso, W. (1964). *Location and Land Use: Toward a General Theory of Land Rent.* Cambridge: Harvard University Press.

Atzema, O., van Rietbergen, T., Lambooy, J., & van Hoof, S. (2012). *Ruimtelijke Economische Dynamiek.* Busum: Coutinho.

Bachelier, L. (2006). *Louis Bachelier's theory of speculation: The origins of modern finance vertaald door Mark Davis & Alison Etheridge.* New Jersey: Princeton University Press.

Bijloos, B., & Millenaar, S. (2020). *Prijsstijgingen koopwoningmarkt randgemeenten G4 (2013-2018).* Amsterdam: READevelopment Deloitte.

Blauw, R. d. (2020, juli 9). *Enorme prijsstijging steden bereikt randgemeenten*. Retrieved from Propertynl:https://propertynl.com/Nieuws/Enorme-prijsstijging-steden-bereikt-randgemeenten/7ff9496c-2540-4802-b0b6-fc6f7a7040e7

Boelhouwer, P. (2020, augustus 19). Eerste scheurtjes van corona zichtbaar op de woningmarkt. *RTL Z Huizenindex: corona en de woningmarkt*. Hilversum, Noord Holland, Nederland: RTLZ.

Bouwinvest. (2020, mei 2). *Nederlands vastgoed nadert marktpiek, beleggers kijken buiten de grote steden en naar andere marktsegmenten in jacht op rendement*. Retrieved from Bouwinvest: https://www.bouwinvest.nl/nieuws/laatste-nieuws/2019/nederlands-vastgoed-nadert-marktpiek-beleggers-kijken-buiten-de-grote-steden-en-naar-andere-marktsegmenten-in-jacht-op-rendement/

BPD. (2020, juli 1). *Middelgrote steden steeds meer in trek*. Retrieved from BPD: https://www.bpd.nl/actueel/nieuws/middelgrote-steden-steeds-meer-in-trek

Bubans, H. (2013, juli 13). Alkmaar Netherlands Residence. Duitsland, Frankfurt, Duitsland: Pixabay.

Buijs, M. (2020, juni 3). *Kijk voor vastgoed verder dan de grote steden*. Retrieved from insights.abnamro: https://insights.abnamro.nl/2019/05/kijk-voor-vastgoed-verder-dan-de-grote-steden/

Buytendijk, R. (2010). *Urbanisatie-effecten en.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Capital Value. (2020, 4 2). *De woning(beleggings)markt in beeld 2020 (factsheet).* Utrecht: Capital Value Research. Retrieved from Capital Value: https://meerdervoort.com/wp-content/uploads/2019/02/Capital-Value-Factsheet-Woningbeleggingsmarkt-in-beeld-2019

Capital Value. (2020, april 2). *NIEUWE LIBERALISATIEGRENS PER 1 JANUARI 2019*. Retrieved from CapitalValue: https://www.capitalvalue.nl/nieuws/nieuwe-liberalisatiegrens-per-1-januari-2019

CBRE. (2020, mei 2). *Real Estate Outlook 2020*. Retrieved from CBRE: https://www.cbre.nl/nl-nl/real-estate-outlook/2020

CBRE Research. (2019). *Real Estate Market Outlook 2019.* Amsterdam: CBRE.

CBS. (2019). *Ruim een op de 10 jonge gezinnen verliet Amsterdam in 2018.* Den Haag: CBS.

CBS. (2020, april 6). *Aantal vergunde nieuwbouwwoningen valt terug tot 57 duizend*. Retrieved from CBS: https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/08/aantal-vergunde-nieuwbouwwoningen-valt-terug-tot-57-duizend

CBS. (2020, mei 4). *COROP regio's*. Retrieved from Regioatlas: https://www.regioatlas.nl/indelingen/indelingen_indeling/t/corop_regio_s

CBS. (2020, mei 1). *Meer koopwoningen in de verhuur*. Retrieved from CBS Statline: https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2019/28/meer-koopwoningen-in-de-verhuur

CBS. (2020, mei 13). *Randgemeenten bij grote steden groeiden in 2019 het meest*. Retrieved from CBS: https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/01/randgemeenten-bij-grote-steden-groeiden-in-2019-het-meest

CBS. (2020, mei 1). *Voorraad woningen; eigendom, type verhuurder, bewoning, regio*. Retrieved from CBS Statline: https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/82900NED/table?fromstatweb

CBS/Kadaster. (2020, juli 4). *Bestaande koopwoningen; gemiddelde verkoopprijzen, regio*. Retrieved from CBS Statline: https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/83625NED/table?ts=1593865704561

Christaller, W. (1933). *Die Zentralen Orte in Süddeutschland.* New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Conijn, J. (2011). *Vastgoedlezing 2011; Woningcorporaties op een kruispunt.* Amsterdam: ASRE.

Coulson, E., Liu, C., & Villupuram, S. (2013). Urban economic base as a catalyst for movements in real estate prices. *Regional Science and Urban Economics*, 1023-1040.

de Beer, J., Ekamper, P., & Van der Gaag, N. (2020, februari 14). *Grote steden groeien sneller dan de rest van Nederland*. Retrieved from Nidi: https://nidi.nl/demos/grote-steden-groeien-sneller-dan-de-rest-van-nederland/

de Groot, H., Marlet, G., Teulings, C., & Vermeulen, W. (2010). *Stad en land.* Den Haag: Centraal Planbureau.

de Jong, A., Vriens, J., & Beets, G. (2015). *De stad, magneet, roltrap en spons; Bevolkingsontwikkelingen in stad en.* Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.

de Zeeuw, F. (2017). *Zo werkt gebiedsontwikkeling zonder voodoo.* Delft: Praktijkleerstoel Gebiedsontwikkeling TU Delft / Stichting Kennis Gebiedsontwikkeling.

Dehaene, M., Havik, K., & Notteboom, B. (2012). De middelgrote stad als Europees stedelijke conditie en strategie. *OASE Architectuurtijdschrift*, nr. 89, p. 2-9.

DiPasquale, D., & Wheaton, W. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets.* New Jersey: Prentice-Hall.

Eskinasi, M. (2011). *Een systeemdynamische Modellering van Regionale Woningmarkten.* Den Haag: PBL.

Fischer, M., Fuss, R., & Stehle, S. (2018). *Spillover Effects in Residential House Prices.* Milaan, Italie: European Financial Management Association.

Garretsena, H., & Marletb, G. (2017). Amenities and the attraction of Dutch cities. *REGIONAL STUDIES*, 724–736.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments.* Atlanta: Oncourse Learning.

Glaeser, E. L. (2011). *Triumph of the City; How Urban Spaces Make Us Human.* New York: Picador.

Glaeser, E. L., & Gottlieb, J. D. (2009). The Wealth of Cities: Agglomeration Economies and Spatial Equilibrium in the United States. *Journal of Economic Literature*, 47:4, 983–1028.

Glaeser, E. L., Kolko, J., & Saiz, A. (2001). Consumer city. *Journal of Economic Geography*, 27–50.

Glaeser, E., & Gyourko, J. (2005). Urban decline and durable housing. *Journal of Political Economy 113*, 345-375.

Gopal, K., Groenemeijer, L., Koopman, M., van Leeuwen, G., Omtzigt, D., & Vijncke, M. (2016). *Primos 2016 Prognose van bevolking, huishoudens en woningbehoefte 2016-2050.* Delft: ABF Research.

Graham, D., Melo, P., & Noland, R. (2009). A meta-analysis of estimates or urban agglomeration economies. *Regional Science and Urbn Economics 39*, 332-342.

Groot, S., Vogt, B., van der WIel, K., & Van Dijk, M. (2018). *Oververhiting op de Nederlandse huizenmarkt.* Den Haag: Centraal Planbureau.

Hamers, D., Nabielek, K., Piek, M., & Sorel, N. (2009). *Verstedelijking in de stadszone; Een verkenning van de ruimtelijke opgave.* Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.

Hekwolter of Hekhuis, M., Nijskens, R., & Heeringa, W. (2017). *De woningmarkt in de grote steden.* Amsterdam: De Nederlandsche Bank N.V.

Himmelberg, C., Mayer, C., & Sinai, T. (2005). Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. *JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES*, 67-92.

Hoogerbrugge, M., Van Dijken, K., & Gastkemper, N. (2017). *Naar een strategie voor de middelgrote steden.* Den Haag: Plaform 31.

Husby, T., Weterings, A., & Groot, J. (2019). *Trek van en naar de stad; Veranderingen in verhuispatronen, 1996-2018.* Den Haag: PBL Planbureau voor de Leefomgeving.

IVBN. (2019, Oktober 15). *Professionele lange termijn beleggers op de Nederlandse woningmarkt.* Retrieved from IVBN: https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?FileInfoID=1325
IVBN. (2020, april 3). *IVBN: VERENIGING VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS IN VASTGOED, NEDERLAND*. Retrieved from IVBN: https://www.ivbn.nl/algemeen-profiel
Jacobs, J. (1961). *The death and life of great American cities.* New York: Vintage Books.
Jacobs, J. (1969). *The economy of cities.* New York: Vintage.
JLL. (2020, juni 3). *Amsterdam, Utrecht en Delft zijn de beste woonsteden*. Retrieved from JLL: https://www.jll.nl/nl/nieuws/amsterdam--utrecht-en-delft-zijn-de-beste-woonsteden
Kadaster. (2020, augustus 21). *Woningen buiten de stad meer in trek*. Retrieved from Kadaster: https://www.kadaster.nl/-/woningen-buiten-de-stad-meer-in-trek-tijdens-coronatijd
Kunzmann, K. (2009). *Medium-sized Towns, Strategic Planning and Creative Governance in the South Baltic Arc.* Minister: Ebnet MeckPomm.
Langenberg, H., & Verkooijen, L. (2018). *Groeiers buiten de Randstad 2018.* Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.
Lekkerkerker, J. (2016). *Midsize NL: Het toekomstperspectief van de middelgrote stad.* Den Haag: Drukkerij Printvisie.
Lennartz, C., Schilder, F., & Staak, M. v. (2019). *Partciuliere verhuurdes op de Nederlandse Woningmarkt.* Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving .
Lovelock, C., & Wirtz, J. (2004). *Services Marketing. People, Technology, Strategy.* Singapore: Pearson Education.
Marlet, G., De Groot, H., Teulings, C., & Vermeulen, W. (2016). *Groei & Krimp, waar moeten we bouwen – en waar vooral niet?* Nijmegen: VOC uitgevers.
Marquard, A. (2017). *Basissyllabus module I – Inleiding Beleggingsanalyse.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
Marquard, A., Ronteltap, C., & de Vor, F. (2015). *Basissyllabus methoden en technieken.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
Marshall, A. (1920). *Principles of Economics. An Introductory Volume.* Londen: Macmillan.
MSCI. (2018). *MSCI Global Data Standards for Real Estate Investment.* New York City: MSCI.
MSCI. (2019, 12 31). MSCI Key Centre Reference Tables – Netherlands (Annual) - Frozen to dec 2019. *Key Centres Report* . New York, New York, Amerika: MSCI.
MSCI. (2019). *MSCI NETHERLANDS ANNUAL PROPERTY INDEX (EUR).* New York: MSCI Research.
Neshat, R., & Teuben, B. (2020). *REAL ESTATE MARKET SIZE 2019.* New York: MSCI.
Nijskens, R., Lohuis, M., Hilbers, P., & Heeringa, W. (2019). *Hot Property; The Housing Market in Major Cities.* Switserland: Springer Nature Switserland A.G.
Pararius. (2020, augustus 24). *Dalende huurprijzen in grote en middelgrote steden*. Retrieved from Pararius: https://www.pararius.nl/nieuws/dalende-huurprijzen-in-grote-en-middelgrote-steden
PBL. (2020). *Dagelijkse verplaatsingspatronen: intensivering van stedelijke netwerken.* Den Haag: PBL Planbureau voor de Leefomgeving.
PBL/CBS. (2019). *PBL/CBS Regionale bevolkings- en huishoudensprognose 2019–2050.* Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
PBL/CBS. (2020, april 15). *Groei-en-krimp*. Retrieved from vtv2018: https://www.vtv2018.nl/groei-en-krimp#%22referenties%22
Porter, M. E. (1996). Competitive Advantage, Agglomeration Economies, and Regional Policy. *International Regional Science Review*, 85-94.
Primos. (2016). *Prognose van bevolking, huishoudens en woningbehoefte 2016-2050.* Delft: ABF Research.
PWC Nederland. (2020, 2 14). *Versnellende verstedelijking*. Retrieved from PWC: https://www.pwc.nl/nl/themas/megatrends/urbanisatie.html
Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation.* Cambridge: Cambridge University Press.

Romijn , G., & Renes, G. (2013). *Plannen voor de Stad; Een multidisciplinaire verkenning van de effecten van verstedelijkingsprojecten op het functioneren van een stad.* Den Haag: Centraal PLanbureau.

RTLZ. (2020, augustus 19). *Eerste scheurtjes van corona zichtbaar op de woningmarkt*. Retrieved from RTL Nieuws: https://www.rtlnieuws.nl/economie/life/artikel/5178029/woningmarkt-coronacrisis-koophuis-huizenprijzen-rente-stijging-daling

Schilder, F., Daalhuizen, F., Groot, J., Lennartz, C., & van der Staak, M. (2020). *Wonen en gevoelens van onbehagen? Een verkenning naar de relatie tussen onzekerheid, controle en het Nederlandse woonbeleid.* Den Haag: PBL Planbureau voor de Leefomgeving.

Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. Retrieved from online-literature: http://www.online-literature.com/adam_smith/wealth_nations/

ter Heide, H., & Smit, E. (2016). Binnenlandse migratie in Nederland: 1880-1965-2015. *Rooilijn*, 132-139.

Tisdale, H. (1941). The Process of Urbanization. *Bobbs-Merrill reprint series in the social sciences*, 311.

Tordoir, P. (2012). *Waarde van vastgoedlocatie en ruimtelijke samenhang.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Tordoir, P. (2014). *Ruimtelijke structuur voor concurrentiekracht en welvaart.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Tordoir, P., Poorthuis, A., & Renooy, P. (2015). *De veranderende geografie van Nederland.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

van Dam, F., & de Groot, C. (2017). *De triomf van de stedelijke woonvoorkeur.* Ruimte + Wonen.

van Dam, F., & Visser, P. (2006). *De prijs van de plek Woonomgeving en woningprijs.* Ruimtelijk Planbureau, Den Haag: NAi Uitgevers, Rotterdam.

van Dam, M. (2018). *Een onderzoek naar de aantrekkelijkheid van woningbeleggingen in Nederlandse perifere gebieden voor institutionele beleggers.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

van Duin, C., & Stoeldraijer, L. (2018). *Kernprognose 2018–2060: immigratie blijft hoog.* Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

van Duin, C., Huisman, C., de Jong, A., Kooiman, N., & Stoeldraijer, L. (2016). *PBL/CBS Regionale bevolkings- en huishoudensprognose 2016–2040.* Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

van Duin, C., Huisman, C., Husbu, T., de Jong, A., te Riele, S., & Stoeldraijer, L. (2019). *PBL/CBS Regionale bevolkings- en huishoudensprognoses 2019-2050.* Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

van Duin, C., te Riele, S., & Stoeldraijer, L. (2018). *Huishoudensprognose 2018–2060: opmars eenpersoonshuishoudens zet door.* Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging.* Groningen: Noordhoff Uitgevers.

Vastgoedindex, IPD/ROZ. (2007). *Definitielijst ROZ/IPD Vastgoedindex.* Amsterdam: Stichting ROZ Vastgoedindex en Investment Property Databank Ltd.

Visser, P., & van Dam, F. (2006). *De prijs van de plek. Woonomgeving en Woningprijs.* Den Haag: NAI Uitgevers.

Von Thünen, J. (1826). *Der Isolierte Staat in Beziehung auf Landschaft und Nationalökonomie.* Oxford: Pergamon Press.

Vries, P., & Louw, E. (2003). Beleidskader veroorzaakt stagnatie woningbouw. *Bouwmarkt, 34(5)*, 12-14.

Bijlage I

Historische verstedelijking

In de periode 1880 tot 1940 was er sprake van een positief migratiesaldo naar steden in het westen van Nederland. In totaal leidde dat tot een urbanisatiegolf van meer dan 400.000 personen, hetgeen neerkomt op gemiddeld 6.500 mensen per jaar. Dit patroon werd in 1940 abrupt onderbroken door de Tweede Wereldoorlog. Na de Tweede Wereldoorlog werd deze urbanisatiegolf hervat en kende Nederland een snelle groei van de steden. Vanaf 1960 was er sprake van een trendbreuk vanwege een groeiend belang van woonmotieven boven werkmotieven en toename van het autobezit, waardoor inwoners 'buiten' de stad woonden en tegelijkertijd toch hun werk in de stad met de auto bereikten. Jonge gezinnen vertrokken naar aangename woonwijken in een groene omgeving in naastgelegen buursteden en dorpen. Na verloop van tijd boden deze buursteden en dorpen te weinig aanbod aan woonruimte, zodat er verder uitgeweken moest worden tot over de provinciegrenzen heen. Bovendien leidde rond 1970 het ruimtelijk beleid 'de gebundelde deconcentratie in groeikernen' ervoor dat mensen massaal uit de stad vertrokken. Steden als Haarlemmermeer, Purmerend, Capelle aan den IJssel, Spijkenisse, Zoetermeer, Nieuwegein en Houten fungeerden als overloopgebied voor de grotere stad en kende vanaf dat moment een enorme groei (ter Heide & Smit, 2016).

Vanaf de jaren 1980 kwam de woningmarkt meer in evenwicht en leidde het VINEX-beleid in de jaren 1990, tot een toename van een migratiestroom richting en rondom grote steden. De gebundelde deconcentratie werd ingeruild voor een meer compacte verstedelijking. Gezinnen vonden geschikte woningen binnen of vlakbij steden. Het aantal geboorten in de steden nam ook toe.

Tot het jaar 2000 werd de aanleg van woningen en infrastructuur in de periferie of buiten het stedelijke gebied door het Rijk geregisseerd. Na deze periode valt deze ruimtelijke ontwikkeling steeds meer onder regie van gemeenten. Dit leidde tot meer verdichting van het stedelijke gebied. Tegelijkertijd wordt vanaf die periode een trek gezien naar de stad onder de doelgroepen: jongeren, buitenlandse kenniswerkers en in mindere mate, welvarende ouderen vanwege de werkgelegenheid, educatie en het brede voorzieningenaanbod (ter Heide & Smit, 2016).

Tussen 2000 en 2004 groeiden voornamelijk de middelgrote steden sterk. De grote steden volgden de landelijke trend en de overige gemeenten groeiden ondergemiddeld. De huidige groei van grote en middelgrote steden werd voornamelijk gedreven, doordat de overheid minder inzet op het stimuleren van suburbanisatie.

Na 2008 werd de woningmarkt tijdens de kredietcrisis hard geraakt. Veel woningen stonden 'onder water', waardoor veel mensen niet konden verhuizen. Bovendien was het aanbod aan woningen buiten de stad laag, omdat de bouw nagenoeg stil kwam te liggen. Vanaf 2010 groeide het aantal inwoners in de G4 ruim 2,5 keer zo hard als het gemiddelde in Nederland. De middelgrote steden kenden ook een forse stijging van de bevolking vanaf die periode (van Duin, et al., 2019).

Voor de toekomst tot 2035 voorziet de prognose een vergelijkbare trend, waarbij de grote steden relatief hard blijven groeien gevolgd door de middelgrote gemeenten (van Duin, et al., 2019). Verstedelijkingstrends voor de komende 10 à 15 jaar zijn goed vooruit te voorspellen. Voor prognoses met een langere horizon is dit lastiger, doordat meerdere ontwikkelingen van invloed kunnen zijn op verstedelijking zoals flexibilisering van de arbeidsmarkt, het nieuwe werken, de zelfrijdende auto, automatisering en digitalisering.

Wisselwerking urbanisatie en suburbanisatie onder doelgroepen

De hoge woningprijzen in de grote steden duiden op dat steeds meer mensen in de stad willen wonen. Meerdere studies naar verhuisbewegingen van en naar de grote steden schetsen de afgelopen jaren een wisselend beeld hoe aantrekkelijk de stad is als woonplek. Sinds het herstel van de woningmarkt is het vertrek uit de G4 weer toegenomen (CBS, 2019). Een gedeeltelijk verklaring voor het vertrek uit de stad ligt gelegen in de uitgestelde verhuizingen als gevolg van de slechte woningmarkt tijdens de kredietcrisis. Vooral de doelgroep dertigers bleef in de stad wonen (van Dam & de Groot, 2017).De woningbouw is na de crisis in omliggende randgemeenten van de grote steden weer aangetrokken. Recente studies tonen aan dat juist jonge gezinnen, wegtrekken uit deze grote steden om in een randgemeente te wonen en studenten minder vaak op kamers gaan in grote steden (CBS, 2019).

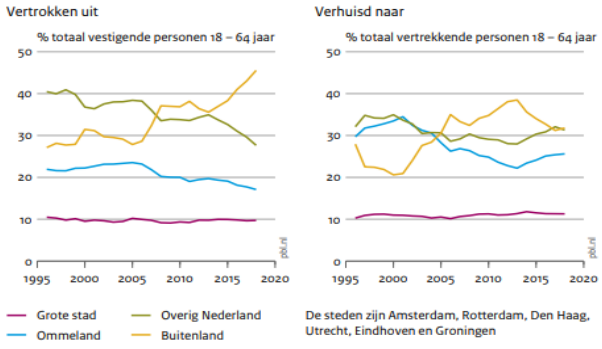
In de studie 'Trek van en naar de stad; Veranderingen in verhuispatronen, 1996-2018' wordt onderscheid gemaakt tussen vier leeftijdsgroepen tussen de 18 en 64 jaar met verhuisbewegingen van en naar zes grote steden in Nederland (Amsterdam, Rotterdam, Den Haag, Utrecht, Eindhoven en Groningen) in de periode 1996-2018. De verhuisbewegingen zijn onderverdeeld in vier herkomst- en bestemmingslocaties, waaronder een van de grote steden, het ommeland van die steden, overig Nederland en het buitenland (Husby, Weterings, & Groot, 2019).

In de periode 1996-2018 overstijgt het aantal mensen dat naar een van de G4 is verhuisd elk jaar licht, het aantal dat de grote stad verlaat. Het totale vestigingssaldo is elk jaar dan ook licht positief. Dit geldt hoofzakelijk voor de doelgroep jongeren tussen 18-24-jarigen en in iets mindere mate voor de doelgroep 25-29-jarigen. De doelgroep dertig plus laat juist een tegengesteld beeld zien en vestigt zich vooral in het ommeland (Husby, Weterings, & Groot, 2019).

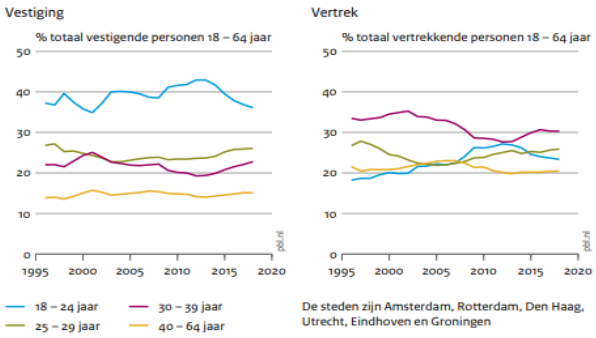
In de periode 1996-2001 floreerde de Nederlandse economie. Het bruto nationaal product (bnp) bereikte haar hoogtepunt in 1999 en huizenprijzen vertoonden een jaar later de sterkste jaarlijkse groei. In deze periode trok met name de doelgroep 18-24-jarigen uit Nederland naar de grote stad, terwijl dertigers de stad inruilden voor een woning in het ommeland. Vanaf dat moment nam ook het aantal buitenlanders dat verhuisde naar de grote steden toe. Tussen grote steden waren verhuisbewegingen ook goed zichtbaar onder de doelgroep 25-29-jarigen.

Als gevolg van het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2001, was er geen groei van het bruto nationaal product. De doelgroep dertigers vertrok vanuit de stad naar het buitenland. Ondanks de lichte recessie verhuisden vanaf 2001 meer 18-24-jarigen naar de grote steden. In 2004 herstelde de economie en stegen de woningprijzen verder tot 2007, maar minder hard dan in de periode 1996-2001. De instroom nieuwe stadsbewoners afkomstig uit het buitenland steeg in 2005 weer, net als de overige leeftijdsgroepen. In de periode 2008-2013 was er een trendbreuk in het vertrek van de dertigers uit de grote stad als gevolg van de kredietcrisis. Deze stroom kwam tot stilstand, terwijl juist de instroom van jongeren bleef stijgen. Na de kredietcrisis in 2014 is het vertrek van dertigers uit de stad weer op gang gekomen. Jongeren uit Nederland verhuisden wel minder vaak naar de stad, maar dit wel gecompenseerd door de komst van buitenlandse jongeren (Husby, Weterings, & Groot, 2019).

Figuur 34:Aandeel vestiging per locatie



Figuur 35: Aandeel vestiging per doelgroep



Noot. Herdrukt van Trek van en naar de stad; Veranderingen in verhuispatronen, 1996-2018, door Husby, Trond; Weterings, Anet; Groot, Jolien, 2019, p. 6-10

Geconcludeerd kan worden dat in de periode 1996-2018, de meeste nieuwe stadsbewoners tussen de 18-24 jaar oud zijn en dat dit beeld in de afgelopen 22 jaar nauwelijks is veranderd. Opvallend is dat deze doelgroep, na een geleidelijke toename tot ruim boven de 40% in 2014, de laatste jaren een lichte afname laat zien. Vanaf 2006 wordt een sterke toename gezien van het aantal nieuwe stadsbewoners uit het buitenland (Husby, Weterings, & Groot, 2019).

De grootste doelgroep vertrekkers vormen de dertigers. Wel neemt dit aandeel sinds 2015 gestaag af. De samenstelling van de doelgroep vetrekkers is meer divers geworden. Zo stijgt na 2006 ook het aandeel vertrekkende grote stadsbewoners onder de dertig jaar, hetgeen verklaard kan worden doordat een groot deel van de buitenlandse studenten na afronding van de studie de stad weer verlaat.

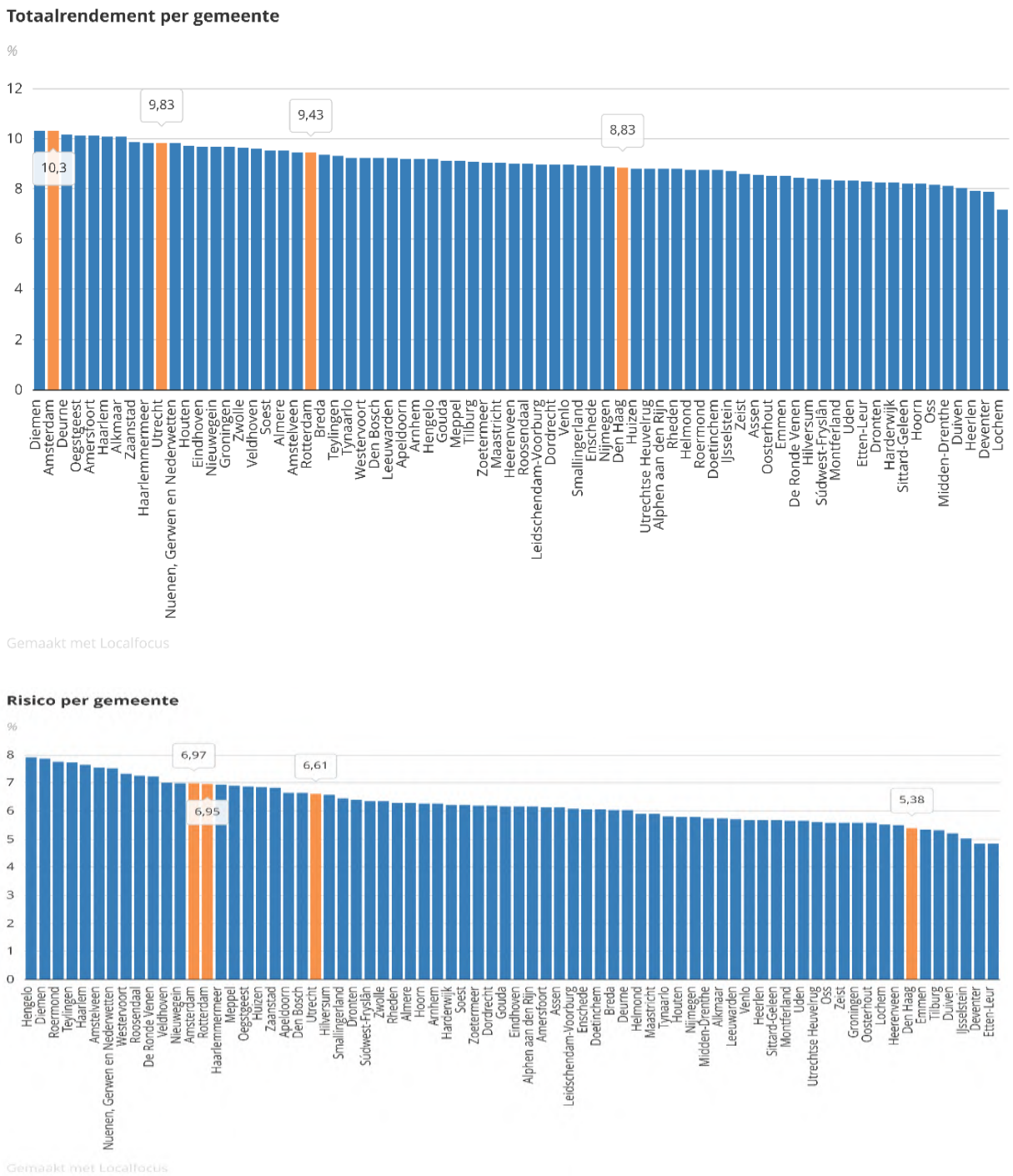
Per saldo vestigen zich meer mensen in de grote steden dan dat er vertrekken. Opvallend is dat als de verhuizingen van en naar het buitenland niet meegerekend worden er in 2018 een grotere trek uit de stad is dan naar de stad. Dit is overigens niet nieuw, aangezien in de periode tussen 1996 en 2005 ook al meer mensen uit de stad naar de rest van Nederland vertrokken. Vanuit het perspectief van de binnenlandse verhuisstromen valt het dus mee met de aantrekkelijkheid van de grote steden als woonlocatie.

Los van de verschillen naar leeftijdscategorieën bestaan er ook verschillen binnen die groepen. Vooral hoogopgeleiden willen graag in de steden blijven wonen, ook na gezinsuitbreiding (van Dam & de Groot, 2017).

Bijlage II

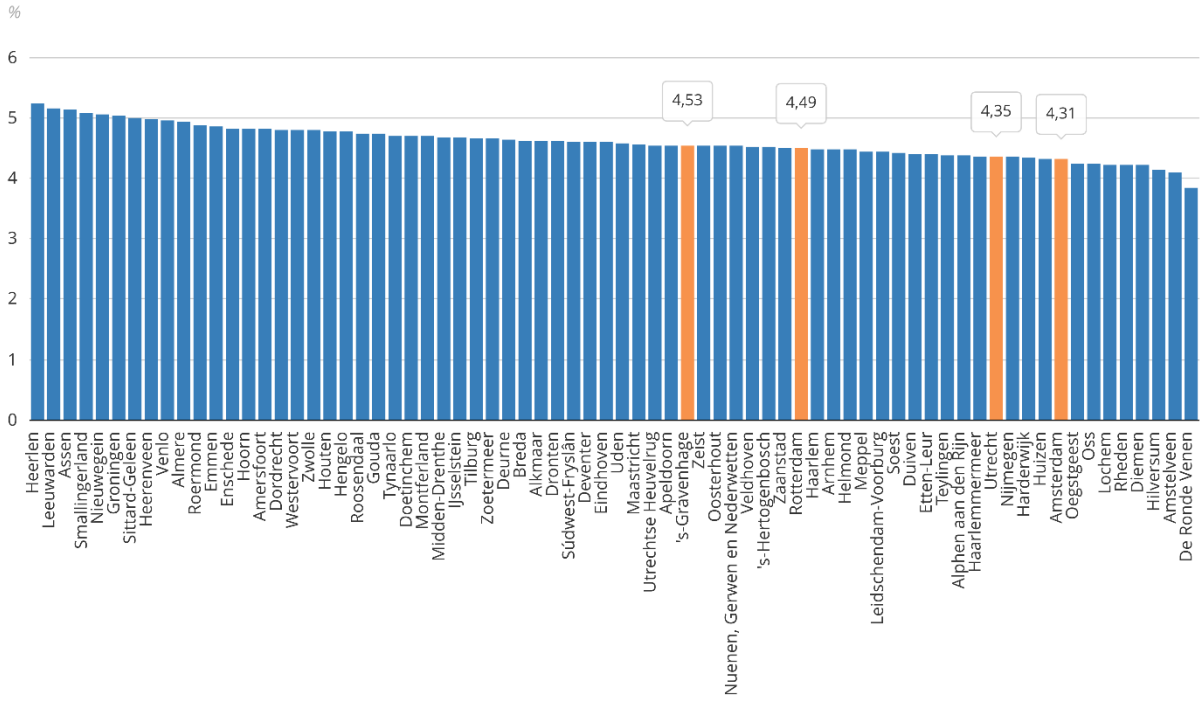
Onderzoeksresultaten

Figuur 36: Totaalrendement en risico



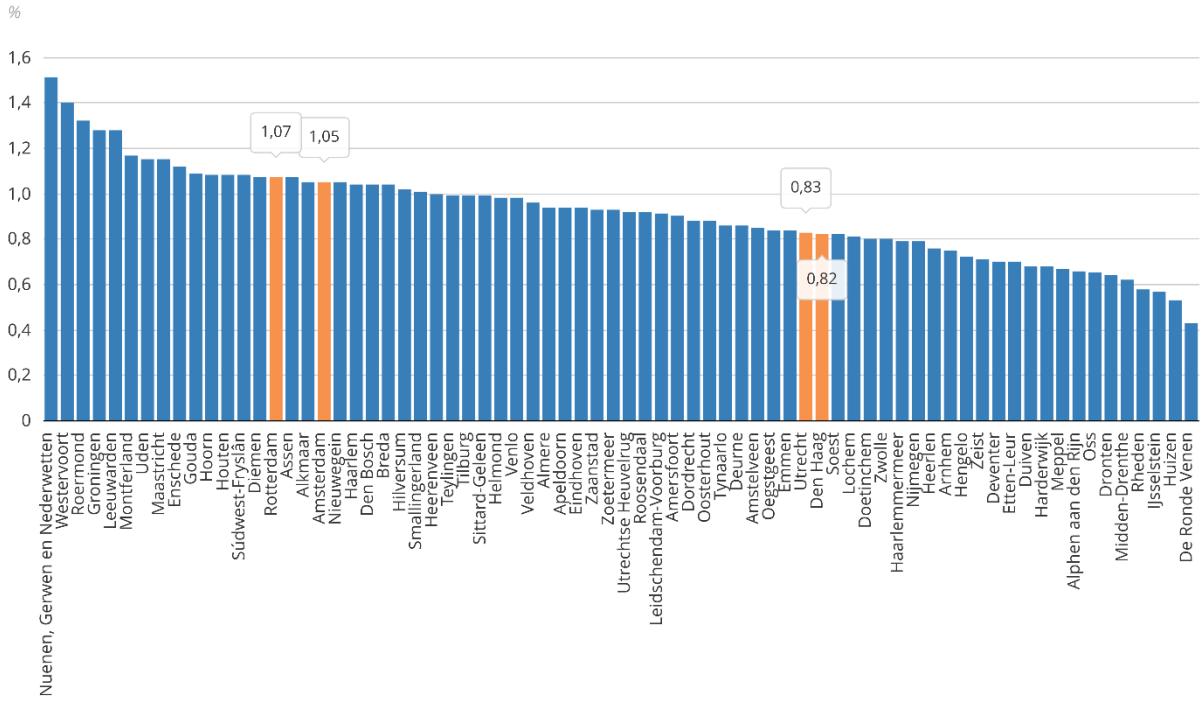
Figuur 37: Direct rendement en risico

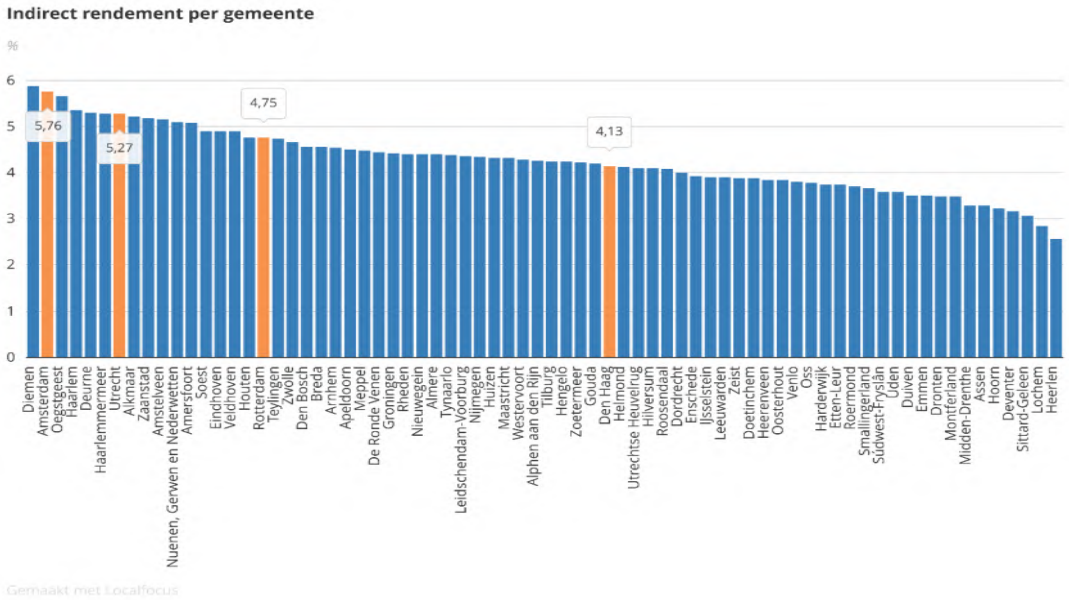
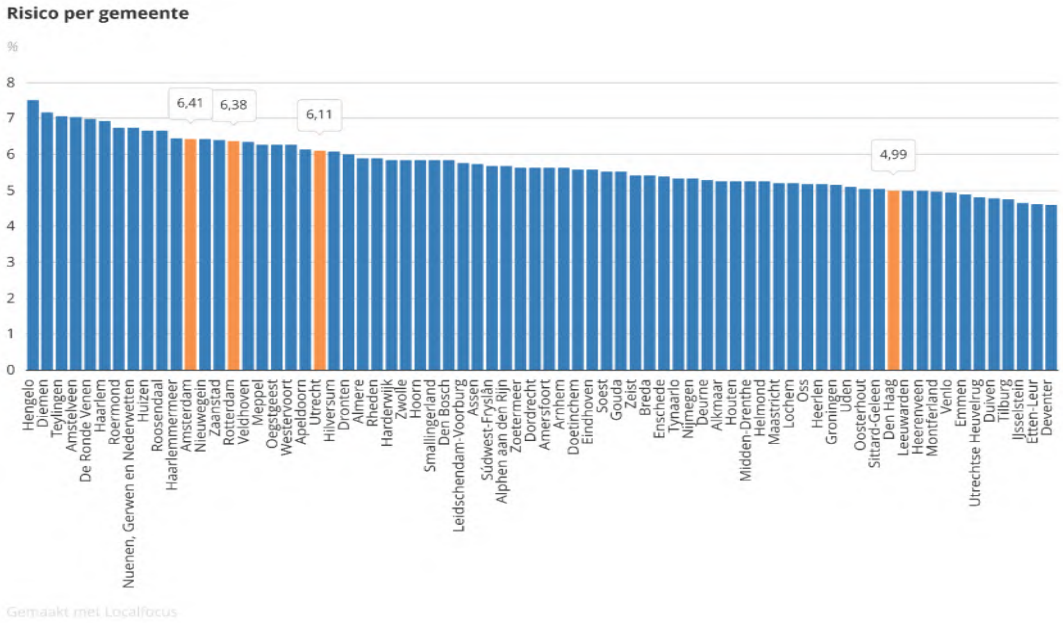
Direct rendement per gemeente



Gemaakt met Localfocus

Risico per gemeente



Gemaakt met Localfocus

Figuur 38: Indirect rendement en risico