

# Commerciële vastgoedmarkt in zwaar weer

*Wereldwijd is dit jaar een omslag opgetreden op de markt voor commercieel vastgoed. Het aantal transacties is sterk gekrompen en in veel landen zijn de prijzen gedaald, in de meeste gevallen met hoge percentages. Financiële instellingen worden hierdoor flink geraakt. Bij pensioenfondsen en verzekeraars komt dit vooral door verliezen op hun beleggingen in vastgoed. Banken maken verliezen op leningen die gerelateerd zijn aan vastgoedprojecten en lopen daarnaast meer risico op bedrijfsleningen waar vastgoed als onderpand tegenover staat. In alle drie sectoren zitten verdere verliezen in de pijplijn. De Nederlandsche Bank (DNB) is dan ook extra alert, onder andere bij het toezicht.*

## Inleiding

Ondanks de recente opleving van de conjunctuur, zijn er nog aanzienlijke risico's voor het economische herstel. Een van die risico's ligt verscholen in de commerciële vastgoedmarkt. Door de economische neergang staat de vraag naar kantoorruimte en ander vastgoed onder druk, vooral doordat er bij krimpende bedrijfsinvesteringen en dalende afzet minder behoefte is aan bedrijfsuitbreidingen. De resulterende prijsdalingen op de markt voor commercieel vastgoed werken door naar het financiële systeem, waarbij banken, verzekeraars en pensioenfondsen verliezen lijden. Mede daarom zijn financiële instellingen minder bereid tot het financieren van commercieel vastgoed, waardoor de prijzen verder onder druk komen te staan. Bovendien heeft onroerend goed grote betekenis als onderpand voor reguliere bedrijfsleningen, waardoor prijsdalingen van commercieel vastgoed gevolgen kunnen hebben voor de bancaire kredietverlening. Een cyclisch patroon op de vastgoedmarkt is op zichzelf niet uitzonderlijk en de financiële instellingen zouden dit op moeten kunnen vangen. In de huidige omstandigheden, met een kwetsbare financiële sector als gevolg van de kredietcrisis en de recessie, is er echter reden om deze ontwikkelingen met extra aandacht te volgen.

## Typen commercieel vastgoed

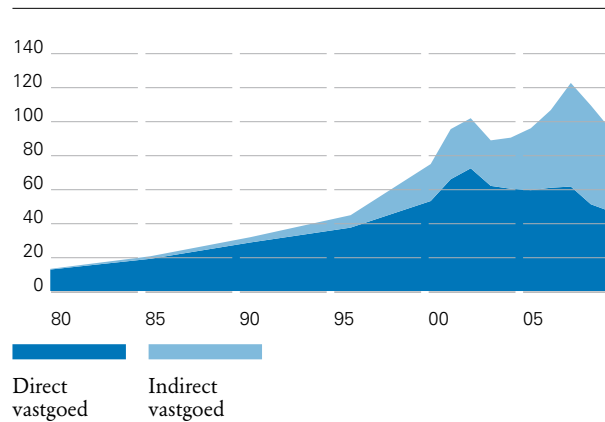
Gebouwen die worden aangehouden als beleggingsobject of om op een andere manier inkomen mee te genereren, worden aangeduid als commercieel vastgoed. Dit zijn veelal bedrijfsgebouwen, zoals kantoren, winkels en bedrijfspanden. Ook woningen die worden aangehouden als investering vallen onder commercieel vastgoed (Grafiek 1).

Behalve een onderverdeling naar eindgebruiker is ook onderscheid te maken in de manier waarop investeerders actief zijn in deze markt. Zo is er verschil tussen directe en indirecte beleggingen in commercieel vastgoed. Bij een directe belegging gaat het om een belegging in stenen en heeft de investeerder het vastgoed in eigendom. Een indirecte vastgoedbelegging is een belegging in papier. Hierbij is te denken aan investeringen in vastgoedfondsen of vastgoedinstellingen, en aan beleggingen in verpakte en verhandelbare schuldttitels van commercieel vastgoed (zogenoemde Commercial Mortgage Backed Securities, oftewel CMBS).

Met name institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, zijn actief in indirecte vastgoedbeleggingen.

## Grafiek 1 Vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers

Miljarden euro



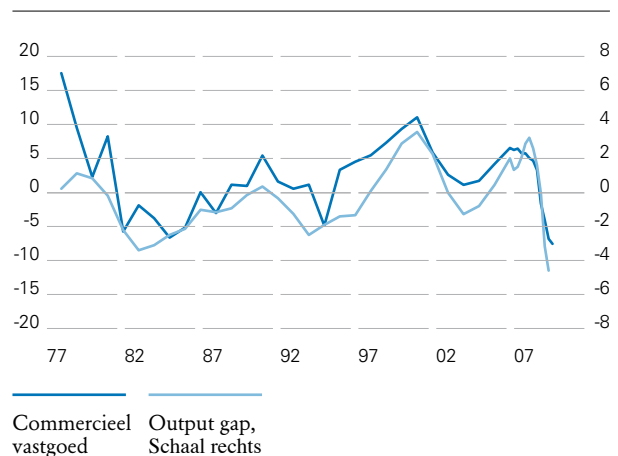
Toelichting: Grafiek getekend op basis van jaarcijfers over 1980, 1985, 1990, en 1999 tot en met 2008.

Bron: CBS.

Hoewel in de jaren tachtig nog vrijwel al hun vastgoedbeleggingen in stenen waren en slechts 3 procent indirect werd belegd, is dit inmiddels fors veranderd (Grafiek 2). Nu bestaat grofweg de helft van alle institutionele vastgoedbeleggingen uit indirect vastgoed (voor pensioenfondsen is dit zelfs meer dan 70%). De verschuiving van direct naar indirect vastgoed is onder meer ontstaan uit efficiencyoverwegingen. Institutionele beleggers hebben veel kleine portefeuilles verkocht aan grotere vastgoedinstellingen, in ruil voor aandelen. Tevens maakt

## Grafiek 2 Prijs commercieel vastgoed en conjunctuur

Procentuele jaarommutaties

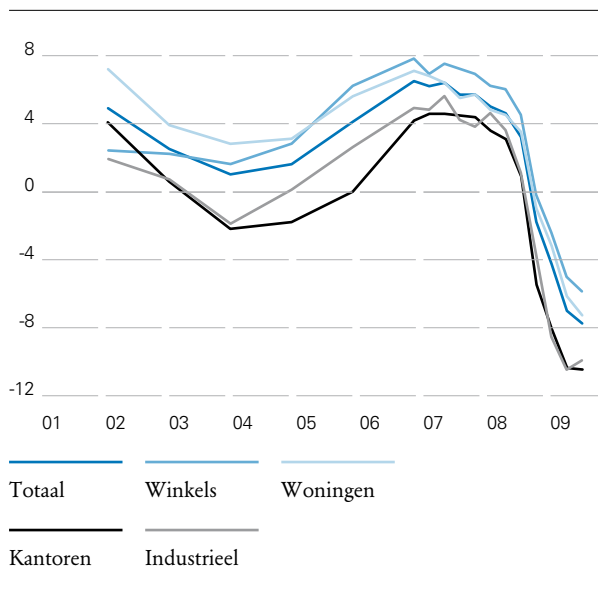


Toelichting: Op basis van ROZ-IPD index voor waardeontwikkeling.

Bron: ROZ, OESO.

### Grafiek 3 Prijsontwikkeling commercieel vastgoed Nederland

Procentuele jaarmutaties



Toelichting: Op basis van ROZ/IPD index voor waardeontwikkeling.  
Bron: ROZ.

indirect vastgoed het gemakkelijker om een beleggingsportefeuille te diversificeren, bijvoorbeeld door vastgoedbeleggingen internationaal te spreiden. In 2005 belegden Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen 57% van hun portefeuille in het buitenland.

### Marktontwikkelingen

Hoewel de markt per type vastgoed – kantoren, appartementen, winkels, etc. – kan verschillen, heeft de commerciële vastgoedmarkt in het algemeen een cyclisch verloop. Dit geldt zowel voor de investeringen, de prijzen als de huren. Dit komt vooral door de conjunctuurbeweging van de economie. Die leidt tot een cyclische behoefte aan vastgoed, bijvoorbeeld kantoorruimte. Aangezien nieuwbouw tijd kost, kan het aanbod slechts met vertraging op de vraag reageren, zodat periodes van krapte en overschot elkaar afwisselen.

De huidige neergang in de commerciële vastgoedmarkt is dan ook geen verrassing. Sinds eind 2008 is wereldwijd een scherpe omslag opgetreden op de markt. In veel landen dalen vooral dit jaar de prijzen en de huren, in de meeste gevallen met hoge percentages. Nog maar enkele jaren geleden maakte de vastgoedmarkt in de EU en de VS eveneens een crisis door, in

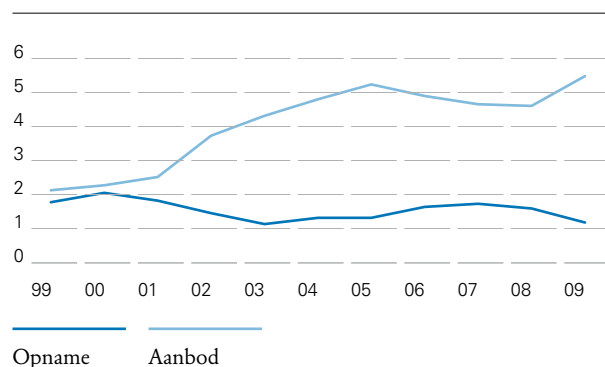
samenhang met de ‘dotcom-crash’ van 2000. De vraag naar kantoorruimte viel toen scherp terug, net als de huuropbrengsten.

Anders dan bij woningen, is voor commercieel vastgoed geen indicator van transactiepreizen beschikbaar. Dit zou ook weinig zinvol zijn door de heterogeniteit en het illiquide karakter van de markt. Als prijsindicator wordt veelal gebruik gemaakt van de getaxeerde waarde van beleggingsportefeuilles. Voor Nederland is dit de ROZ/IPD-vastgoedindex. Aan de hand van deze index is de samenhang tussen conjunctuur en vastgoedmarkt duidelijk te zien (Grafiek 3). Behalve de twee vastgoedcrises van deze eeuw, hebben zich in de laatste drie decennia nog twee perioden voorgedaan waarin de vastgoedprijzen afnamen of nauwelijks groeiden. Elk van deze perioden viel samen met een economische neergang.

Zoals uit de grafiek blijkt is de meest recente prijsdaling zeer scherp. De laatste piek van het marktwaarde-niveau lag in het midden van 2008. Volgens de ROZ/IPD-index daalde de waarde in 2008 gemiddeld met 1,7% (ultimo 2008 t.o.v. ultimo 2007). De meest recente data voor het eerste en tweede kwartaal van dit jaar duiden op verdere dalingen (Grafiek 4). In het tweede kwartaal lag de marktindex 8% lager ten opzichte van juni 2008. Voor de totale markt is de prijsdaling mogelijk nog groter omdat de ROZ/IPD-index vooral het meest courante deel van de markt betreft ( $\pm 20\%$ ). Voor een groot deel van het vastgoed is in de praktijk zelfs helemaal geen markt. Marktpartijen schatten dat 15-20% van het totale vastgoed als ‘niet courant’ moet worden beschouwd. Verder moet worden aangetekend dat de taxatieprijzen enigszins achterlopen bij de werkelijke prijzen, omdat de taxaties veelal bedoeld zijn om de prijs in het afgelo-

### Grafiek 4 Kantorenmarkt, aanbod en vraag (=opname) per jaar

Miljoen m<sup>2</sup>



Bron: Dynamis.

pen jaar of kwartaal weer te geven. Bij een neergaande markt zullen de taxaties naar verwachting nog verder achterblijven bij de werkelijke prijzen.

### Structurele leegstand van kantoren

Vooraf bij kantoren staan de prijzen onder druk, als gevolg van dalende transacties en verder oplopende leegstand. De opname van kantoorruimte (de op de markt aangeboden vierkante meters die dit jaar worden verkocht of verhuurd), daalt dit jaar naar verwachting met meer dan 70% ten opzichte van 2008. Het aanbod (de op de markt aangeboden, beschikbare kantoorruimte) neemt dit jaar daarentegen fors toe (Figuur 1). Tussen oktober 2008 en oktober 2009 is meer dan 500.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte extra op de markt aangeboden. In totaal komt het aantal aangeboden vierkante meters kantoorruimte hiermee op circa 5,5 miljoen m<sup>2</sup>.

Los van de recente malaise op de kantorenmarkt, is de structurele leegstand van kantoren een al langer bekend, maar nog steeds onvoldoende aangepakt probleem. Direct na de internet-bubble liep de leegstand sterk op en dit is sindsdien nauwelijks afgenomen. Het structurele overschot aan kantoorruimte in Nederland blijft naar verwachting verder oplopen. Volgens schattingen is er eind 2010 een voorraad kantoorruimte in Nederland van 46 tot 47 miljoen m<sup>2</sup>, waarvan ongeveer 40 miljoen m<sup>2</sup> in gebruik zal zijn. Een recente enquête geeft bovendien aan dat 18% van de kantoren incurant is, dat wil zeggen alleen nog geschikt voor herbesteding of sloop.

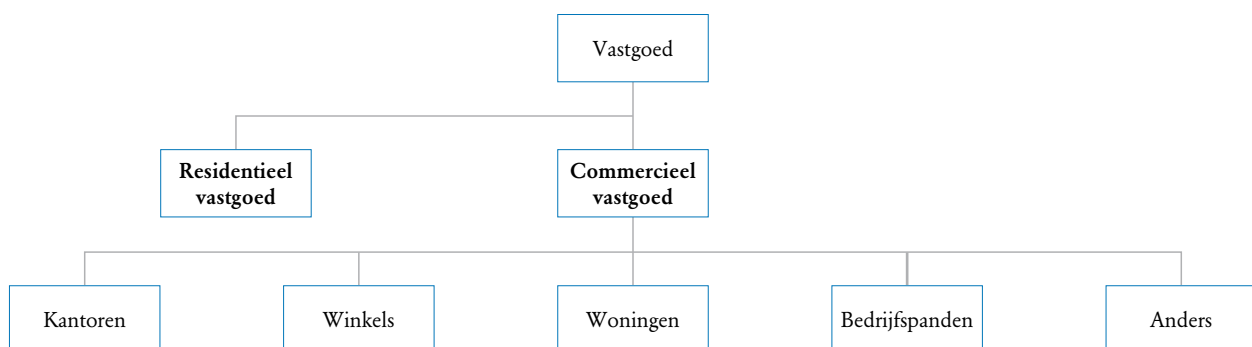
### Financiering is problematischer

De verslechterde situatie op de commerciële vastgoedmarkt heeft zijn weerslag op de mogelijkheden voor financiering van vastgoedactiviteiten. Een belangrijk financieringskanaal is de zogenoemde CMBS-markt. Dit zijn gesecuritiseerde hypotheken voor commercieel vastgoed. Door een combinatie van opgelopen risicopremie op dit type beleggingspapier en verslechterende verwachtingen voor de vastgoedmarkt zijn de prijzen van deze producten fors gedaald. Van de Europese CMBS-producten met de hoogste (AAA) rating lag de prijs medio 2009 ongeveer 30% lager dan voor de crisis. De laatste maanden is de markt in dit segment licht hersteld en zijn de prijzen weer gestegen. Voor CMBS-producten met een lagere (BBB) waardering was de prijs in oktober nog slechts een fractie (40%) van de oorspronkelijke waarde. Door de ongunstige marktomstandigheden is het aantal nieuwe CMBS-uitgiftes fors gedaald. Dit beperkt de ruimte voor investeerders die van dit financieringskanaal afhankelijk zijn, met als mogelijk gevolg een additioneel neerwaarts effect op de prijzen van commercieel vastgoed.

### Wat zijn de gevolgen voor het financiële systeem?

Bij de financiering van commerciële vastgoedfondsen wordt relatief veel gebruik gemaakt van vreemd vermogen (volgens onderzoek van Jones Lang LaSalle is de gemiddelde verhouding tussen leningen en onderliggende waarde circa 40%). Door de hefboomwerking wordt het rendement geoptimaliseerd, maar neemt ook het risico toe. Financiële instellingen, zoals banken, pensioenfondsen en verzekeraars, zijn hierdoor gevoelig voor ontwikkelingen in de waarde van commercieel

Figuur 1 Typen vastgoed



onroerend goed. De huidige neergang in deze markt laat de financiële instellingen dan ook niet ongemoeid.

Pensioenfondsen en verzekeraars zijn vooral actief als investeerders en hebben door de crisis te maken met slechte resultaten op beleggingen in commercieel onroerend goed. Dit kan op verschillende manieren doorwerken naar de reële economie. Zo kunnen de verliezen op commercieel vastgoed het herstel van pensioenfondsen in de weg staan waardoor pensioenfondsen minder ruimte hebben voor indexatie en druk ontstaat om de pensioenpremies te verhogen. Bij verzekeraars kunnen de verliezen in de commerciële vastgoedmarkt zich vertalen in lagere uitkeringen op beleggingsverzekeringen en een afname van de financiële buffers.

Hoewel banken ook actief beleggen, zijn zij vooral betrokken bij de financiering van commercieel vastgoed. Bij de grootste Nederlandse banken is ongeveer 5% van alle leningen (EUR 90 miljard) direct gerelateerd aan commercieel vastgoed. Het grootste deel hiervan betreft beleggingsfinancieringen. Dit zijn financieringen aan beleggers voor de aankoop van bestaande (vaak reeds langlopend verhuurde) objecten, zoals kantoren, industrieel vastgoed, winkels of woningen. Nu de markt in het slop zit ondervinden banken in toenemende mate problemen met de aflossing op deze leningen.

Banken staan daarnaast op een meer indirecte manier bloot aan waardeverminderingen van commercieel vastgoed. Dit betreft het onderpand voor de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven. Een bank kan aan het verlenen van een krediet als voorwaarde stellen dat het bedrijf activa als onderpand inbrengt, waaronder vastgoed. In totaal hebben banken ongeveer 325 miljard euro krediet verstrekt aan Nederlandse bedrijven. Welk deel daarvan is verstrekt met vastgoed als onderpand is niet op geaggregeerd niveau weer te geven omdat dit verschilt per bank en uiteen loopt tussen individuele leningen. Wel is het aannemelijk dat de waardedaling van vastgoed van invloed zal zijn op de kredietverstrekking. Uit onderzoek blijkt dat de prijsontwikkeling van activa van bedrijven een positieve invloed heeft op de kredietverlening. Onder gunstige economische omstandigheden nemen de prijzen van zowel reële als financiële activa toe, waarmee ook de waarde van onderpand ten behoeve van kredietverlening toeneemt. Doordat kredieten gemakkelijker toegankelijk worden, krijgt de economie een additionele impuls. In de huidige omstandigheden werkt dit mechanisme in de omgekeerde richting. Momenteel daalt de waarde van commercieel vastgoed, zodat de mogelijke waarde ervan als onderpand afneemt. Voor banken betekent dit dat zij bij eventuele probleem-

leningen een groter verlies moeten nemen, zodat de ruimte voor kredietverlening afneemt. Bovendien is het voor bedrijven moeilijker om met het in prijs gedaalde onderpand voldoende krediet te krijgen.

### Tot besluit

De commerciële vastgoedmarkt is voor financiering van zijn activiteiten sterk afhankelijk van banken en institutionele beleggers. Ruim 5% van de leningen van banken is direct gerelateerd aan commercieel vastgoed. Bedrijven maken daarnaast gebruik van hun vastgoedbezittingen als onderpand voor financiering van hun lopende activiteiten. Daarmee is de commerciële vastgoedmarkt een belangrijke schakel in de relatie tussen de financiële sector en de reële economie.

De vooruitzichten voor de commerciële vastgoedmarkt zijn op dit moment somber. Dit hangt nauw samen met de ongunstige omstandigheden in de reële economie, zoals de verslechterende arbeidsmarkt. Een neerwaartse druk op huurniveaus en een grotere kans op betalingsproblemen bij huurders zorgen er daarnaast voor dat beleggers terughoudend blijven. Kredieten voor de vastgoedsector blijven de komende periode schaars en ook de securitisatiemarkt voor commercieel vastgoed functioneert nog nauwelijks, wat een verder drukkend effect heeft op de prijzen.

De sombere situatie op de commerciële vastgoedmarkt heeft grote gevolgen voor de financiële instellingen. De waarde van hun beleggingen in commercieel vastgoed blijft onder druk staan. Voor banken komt daar bovenop dat zij mogelijk grotere verliezen lijden op hun kredietverlening, met name indien hier vastgoed als onderpand tegenover staat. In de huidige omstandigheden komt dit extra ongelegen omdat het een remmend effect heeft op het noodzakelijke herstel van de buffers bij banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Dit alles vereist aandacht bij het prudentiële toezicht. In de eerder dit jaar uitgevoerde stresstest is dan ook rekening gehouden met een waardedaling van commercieel vastgoed van 40%. Waar nodig worden risico's op vastgoedportefeuilles onder de tweede pilaar van het Bazels Kapitaalakkoord vertaald in hogere vereiste buffers.