

*Congresbundel van de
Stichting Fundatie Bachiene*

Vastgoedfinanciering: *klaar voor de toekomst*

*Hoofdredactie:
prof. dr. T.M. Berkhout
prof. mr. S.E. Bartels*

*Congresbundel van de
Stichting Fundatie Bachiene*

Vastgoedfinanciering: *klaar voor de toekomst*

Hoofdredactie:
prof. dr. T.M. Berkhout
prof. mr. S.E. Bartels

Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie

Prof. dr. P.L.C. Hilbers en dr. R.G.M. Nijskens¹

1. Introductie

De vastgoedsector speelt een belangrijke rol in de Nederlandse economie. Vastgoed is overal aanwezig, van het bedrijfsleven en de publieke sector tot huisvesting. Onze economie kan niet draaien zonder de vastgoedsector, en daarnaast draagt de sector zelf ook substantieel bij aan de productie in Nederland.

Financiering door banken en investeringen door beleggers zorgen er op hun beurt voor dat de vastgoedsector functioneert. Zo zorgt financiering voor de ‘smeerolie’ die nodig is om projecten te realiseren, ook al komen de inkomsten hiervan pas na de voltooiing van de bouw binnen. Hier kunnen al gauw enkele jaren tussen zitten en financiering helpt om deze jaren te overbruggen. Daarnaast zijn beleggers, als eigenaar van veel vastgoed, de partijen die deze gebouwen exploiteren en hiermee de rest van de economie een dienst verlenen.

¹ Prof. dr. P.L.C. Hilbers is divisiedirecteur Financiële Stabiliteit, De Nederlandsche Bank en hoogleraar Financieel Toezicht aan Nyenrode Business Universiteit. Dr. R.G.M. Nijskens is econoom Divisie Financiële Stabiliteit, De Nederlandsche Bank. Het hoofdstuk is op persoonlijke titel geschreven.

Zoals echter alle financiële activiteiten is ook vastgoedfinanciering niet zonder risico. De laatste vijftien jaren hebben laten zien dat deze financiering problemen voor de financiële stabiliteit met zich kan brengen. Terwijl aan het begin van deze vastgoedcyclus, eind jaren 90, prijzen sterk stegen en nieuwbouw een grote vlucht nam, bouwden zich onevenwichtigheden op in de financiële sector. De financiële crisis die begon in 2007, heeft deze problemen aan het licht gebracht, waardoor banken in binnen- en buitenland zijn omgevallen. Vooral in Ierland en Spanje heeft een aantal banken forse verliezen op vastgoed moeten nemen, hetgeen de nationale autoriteiten ertoe heeft genoopt de vastgoedportefeuilles van deze banken af te wikkelen en/of de banken te nationaliseren.

De vastgoedcrisis heeft ook Nederland niet gespaard. Dit begon in 2012, toen erkend werd dat een aantal banken (onder andere SNS Bank en Rabobank) met ernstige vastgoedproblemen kampte. DNB heeft in haar *Overzicht Financiële Stabiliteit* (OFS) in het najaar van 2012 gewaarschuwd voor deze problemen, waarbij zij vooral hamerde op de kwaliteit en juistheid van taxaties. In januari 2013 leidden de problemen bij SNS Bank tot nationalisatie van SNS Reaal, waarbij de vastgoedportefeuille in een *bad bank* apart werd gezet.

In 2013 startte DNB, mede daarom, een uitgebreid boekenonderzoek (*asset quality review*, AQR) naar de vastgoedportefeuilles van de drie grootbanken ING, Rabobank en ABN Amro. Dit onderzoek wees uit dat veel taxaties onder de maat waren, en ook dat de voorzieningen en kapitaalniveaus voor deze portefeuilles niet hoog genoeg waren. Deze banken hebben hun voorzieningen en kapitaal in 2014 verhoogd. De AQR van de ECB en gelijktijdige stresstest van de Eba in 2014 bevestigden de eerdere bevindingen van DNB. In het najaar van 2015, tot slot, heeft DNB (in haar OFS) verder vooruitgekeken naar de structurele ontwikkelingen op de markten voor kantoren- en winkelvastgoed. Zij concludeert dat deze ontwikkelingen kunnen leiden tot een structureel lagere vraag naar dit vastgoed, met name in perifere gebieden in Nederland; financiers zullen hier rekening mee moeten houden.

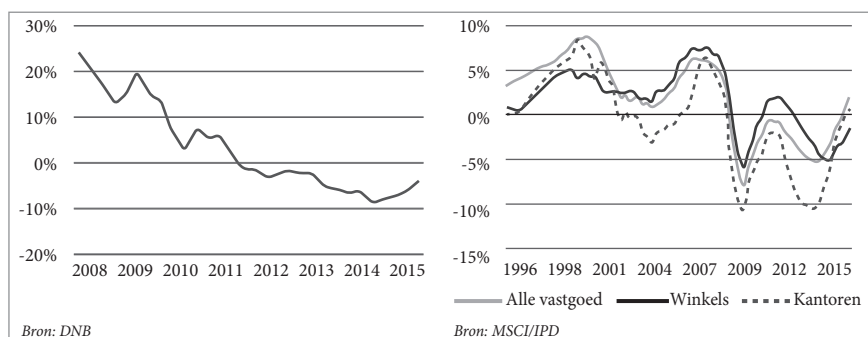
Deze bijdrage gaat verder in op het belang van de vastgoedmarkt voor de macro-economie en financiële stabiliteit (paragraaf 2), huidige ontwikkelingen in de Nederlandse vastgoedmarkt (paragraaf 3), het belang van transparantie in de vastgoedmarkt (paragraaf 4) en beleidsimplicaties (paragraaf 5). Conclusies volgen in de laatste paragraaf.

2. De vastgoedmarkt en het belang voor financiële stabiliteit

Macro-economie: het belang van vastgoed en financiering voor de economie

De bedrijfstak vastgoed² en de bouwnijverheid droegen de afgelopen twee decennia gemiddeld 12% bij aan het Nederlandse bbp (Hilbers, 2013). Dit is alleen de directe bijdrage; de bouw en exploitatie van vastgoed genereert ook vraag naar administratieve diensten, onderhoud en financiering. Financiering door middel van vreemd vermogen speelt een belangrijke rol in de vastgoedmarkt. Deze zorgt er namelijk voor dat vastgoedprojecten, die vaak een lange doorlooptijd hebben, kunnen worden gestart zonder dat de hele investering moet worden opgebracht door middel van kapitaal. Daarnaast is de beschikbaarheid van financiering mede bepalend voor de waardering van vastgoed. Financiering fungeert namelijk als 'smeermiddel' voor transacties, waardoor deze prijzen in de markt ondersteunt (Davis & Zhu, 2004; 2009; 2011). Op haar beurt zorgt een betrouwbare waardering van vastgoed voor zekerheid ten bate van stabiele financiering. Dit is een belangrijke reden voor het bestaan van regels als het RICS Red Book en de recente aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants.

De recente crisis heeft laten zien dat deze relatie niet altijd vanzelfsprekend is: sinds 2007, maar zeker sinds 2011, liep de bancaire financiering van vastgoed sterk terug (figuur 1). Tegelijkertijd daalden de prijzen op de commercieel-vastgoedmarkt fors, vooral voor kantoren en in mindere mate winkels (figuur 2). Deze correlatie verklaart ook waarom de balansonderzoeken (AQR) door DNB en de ECB naar onder



Figuur 1: Groei van bancaire vastgoedfinanciering nam sterk af in de crisis (groei in % per jaar)

Figuur 2: Prijzen van commercieel vastgoed zijn sterk gedaald in de crisis (groei in % per jaar)

2 Onder vastgoed verstaan wij onroerende zaken en de daarop betrekking hebbende zakelijke rechten.

andere commercieel vastgoed zo belangrijk waren: zij herstelden het vertrouwen in banken, waardoor de daling van bancaire financiering werd gestelpt.

Een cyclische markt die systeemrisico's kent

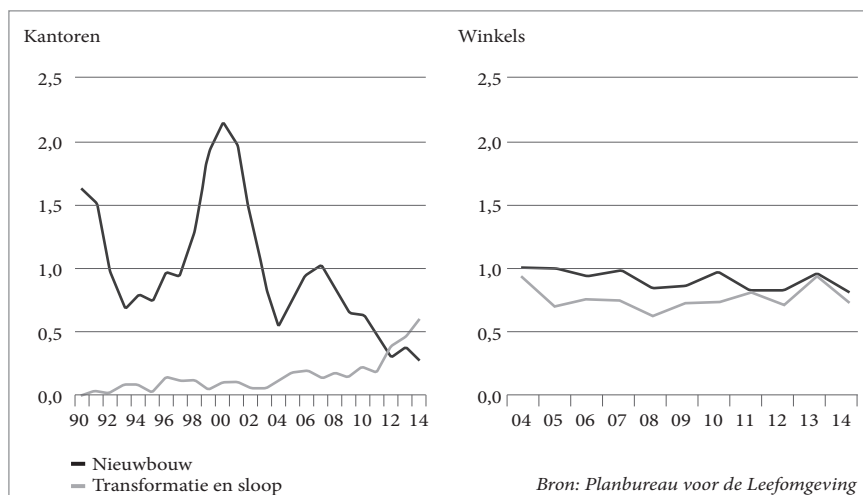
De vastgoedmarkt heeft dus een aantal kenmerken die risico's voor de financiering met zich brengen.

Om te beginnen is de markt relatief intransparant en versnipperd: informatie over de gehele markt is slechts beperkt beschikbaar en vaak niet compleet. Dit kan zorgen voor informatieasymmetrie tussen de partijen in een vastgoedtransactie, waardoor prijsvorming niet efficiënt tot stand komt (Füss & Ruf, 2015). Onzekerheid kan leiden tot kuddegedrag en speculatie. Ook hier is het adagium 'locatie, locatie, locatie' van toepassing: over vastgoed op goede locaties is vaak de meeste informatie beschikbaar, en dit wordt doorgaans het meest verhandeld. Hierdoor trekken beleggers naar dit vastgoed, hetgeen de prijzen op deze locaties opdrijft (mogelijk tot boven de fundamentele waarde) en kan zorgen voor de opbouw van zeepbellen. Daarnaast hebben beleggers een motief om zich te specialiseren in een specifieke locatie, zodat ze hier informatievoordelen kunnen benutten (Berkhout, 2012).

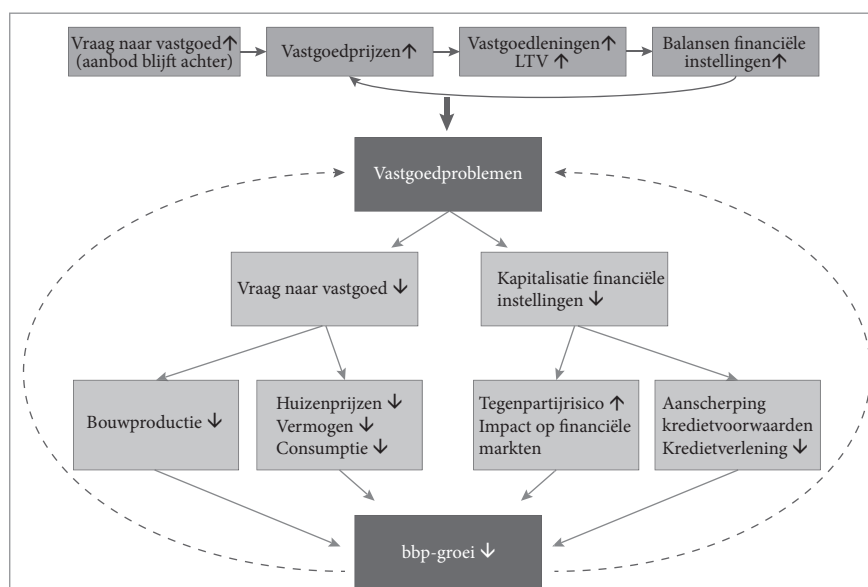
De vastgoedmarkt kent een klassieke varkenscyclus: het aanbod loopt achter op de vraag door de lange doorlooptijd van bouwprojecten en door het ruimtelijkeorderingsbeleid. De vraag is grotendeels afhankelijk van de conjunctuur. Dit betekent dat in goede tijden het aanbod de vraag niet kan bijbenen, en dat in slechte tijden het aanbod de vraag overstijgt. De institutionele omgeving, waaronder het ruimtelijkeorderingsbeleid, is ook van invloed op het aanbod en de vraag. Zo heeft deze er in Nederland aan bijgedragen dat er in sommige gevallen te veel is gebouwd op minder aantrekkelijke locaties en dat te weinig incourant vastgoed aan de markt is onttrokken door middel van transformatie of sloop (PBL & ASRE, 2013). Figuur 3 laat zien dat dit vooral voor kantoren geldt: in de jaren 90 heeft grootschalige nieuwbouw de kantorenvoorraad in Nederland opgestuwd tot ruim 50 miljoen m². Dit heeft geleid tot een substantiële stijging van de leegstand sinds 2000.

Ook kan de gebruiker van vastgoed relatief snel uit het pand vertrekken, waardoor de huuropbrengsten wegvallen. De huren vormen de basis voor de waarde van een pand en bepalen de kredietwaardigheid van de eigenaar. Deze link tussen de huren en de waarde van het onderpand voor financiering kan het wanbetalingsrisico vergroten. In feite is dit een manifestatie van *wrong way risk*: de kredietwaardigheid van de eigenaar is sterk gecorreleerd met de waarde van het onderpand.

Dit onderpand biedt daardoor niet altijd voldoende bescherming tegen mogelijke wanbetaling: een dreigende wanbetaling heeft vaak te maken met het wegvallen van huuropbrengsten, wat vaak leidt tot een daling van de onderpandswaarde.



Figuur 3: Nieuwbouw en transformatie van kantoren en winkels (in miljoen m²)



Figuur 4: De financial accelerator in vastgoedmarkten (bron: bewerking van Duca and Muellbauer, 2013)

Daarnaast drijft de vastgoedsector op het begrip marktwaarde: volgens de internationale waarderingsstandaarden is dit het leidende concept voor het waarderen van vastgoed (Berkhout, Van Arnhem & Ten Have, 2013; Berkhout & Roggeveen, 2015). Marktwaarderingen worden ook gebruikt voor de financiering; in Nederland wordt dit concept onderschreven in de aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants over taxaties (PTA, 2013). Deze waarderingen zijn echter cyclisch: een identiek pand kan in een opgang meer waard zijn dan in een neergang (Davis & Zhu, 2011).³ Dit leidt tot een cyclisch effect op prijzen in de hele vastgoedsector, waarbij het verschil tussen de piek en het dal soms wel 70% kan zijn (zoals in Japan in de jaren 90). Deze fluctuaties kunnen het functioneren van de markt belemmeren.

Omdat waarderingen en prijzen cyclisch zijn en deze worden gebruikt voor de financiering van vastgoed, is deze financiering ook cyclisch: prijzen drijven kredietverlening op, en kredietverlening op haar beurt weer de prijzen (Borio, Kennedy & Prowse, 1994). Deze *feedback loop* tussen prijzen van onderpand en kredietverlening wordt ook wel het *financial accelerator*-effect genoemd (Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1996; Kiyotaki & Moore, 1997). Het bovenste gedeelte van figuur 4 laat zien hoe dit effect in de opgang van de vastgoedcyclus werkt; het effect is ook zichtbaar in de figuren 1 en 2.

De conjunctuur is ook een belangrijke ‘driver’ van de vraag naar vastgoed (Davis & Zhu, 2011) en speelt daardoor een rol in de *financial accelerator*: een daling van bbp-groei kan zorgen voor een daling van de vraag naar vastgoed. Dit drukt de prijzen en daarmee de kredietverlening. Als dit gepaard gaat met wanbetaling en verliezen op vastgoed, kan een neerwaartse spiraal ontstaan, zoals figuur 4 weer geeft: de vraag naar vastgoed neemt af, prijzen dalen verder en de kredietverlening neemt af.

Tot slot speelt irrationaliteit een rol in de markt: financiers zijn geneigd om de prijsontwikkelingen en hun onderliggende ‘drivers’ uit het verleden door te trekken. Hierdoor ontstaat een zichzelf versterkende dynamiek/momentum (Shiller, 2007). Daarnaast vergeten investeerders en financiers crises vaak snel. Dit fenomeen staat bekend als *disaster myopia* (Hott, 2011). Dit geldt vooral voor de opgang in de cyclus, maar speelt ook in de neergang een rol: financiers reageren geschrokken en trekken zich terug, waardoor prijsdalingen worden versterkt. Niet alleen

3 Een extreem voorbeeld is het kantoor van Centraal Beheer Achmea in Apeldoorn, dat in 2007 nog 90% meer waard was dan in 2014.

marktpartijen worden hierdoor beïnvloed, ook toezichthouders kunnen eisen aanscherpen in een crisis, wat deze mogelijk verergert. Het intran transparante karakter van de vastgoedmarkt kan dit effect vergroten: doordat slechts weinig informatie beschikbaar is, worden marktpartijen door elk bericht beïnvloed. Dit kan leiden tot kuddegedrag en massale terugtrekking uit de markt.

Risico's voor financiële instellingen

Financiële instellingen, vooral banken, kennen soms een concentratie van vastgoed op hun balans (Hilbers, Zachó & Lei, 2001). De recente crisis heeft laten zien dat dit in Nederland niet anders is. De val van SNS Bank was mede te wijten aan het grote deel vastgoed op de balans.

Eerdere Europese vastgoedcrises in Zweden (1992), het VK (1992 en 2007), Ierland (2007) en Spanje (2007) hebben eenzelfde patroon laten zien: in de aanloop naar elke crisis zijn banken zich in deze landen in toenemende mate gaan toeleggen op vastgoed. Deze ontwikkeling werd vaak gefaciliteerd door deregulering van de kredietmarkt (Zweden, VK) en lage rentes (Zweden, Ierland), en gaat gepaard met een sterk stijgende vraag naar vastgoed. Hierdoor hebben zich risico's op bankbalansen opgebouwd, die in de crisis zijn gematerialiseerd.

Goede tijden in de vastgoedmarkt leiden er vaak toe dat banken zich gaan specialiseren in deze tak: prijzen stijgen immers, en het hypothecaire karakter van deze leningen biedt zekerheid tegen wanbetaling. Crises in de vastgoedmarkt laten echter zien dat onderpand zowel een zekerheid als een risico kan vormen: omdat de huuropbrengsten van vastgoed sterk samenhangen met risico op wanbetaling, biedt het onderpand vaak geen zekerheid in een crisis (het eerder genoemde *wrong way risk*). De ervaringen van Nederlandse banken in de recente crisis hebben dit duidelijk gemaakt. Met name SNS en Rabobank hebben verlies geleden op hun vastgoedportefeuille, omdat het onderpand dat zij voor hun vastgoedleningen hadden ontvangen, aanzienlijk minder waard bleek te zijn dan de boekwaarde. Mede als gevolg van deze verliezen is SNS genationaliseerd door de Nederlandse staat. Rabobank heeft in 2013 800 miljoen verlies moeten nemen, en heeft in 2014 haar voorzieningen en kapitaal met 600 miljoen moeten verhogen naar aanleiding van het balansonderzoek door de ECB en de stresstest door de EBA.⁴

4 Zie ook de figuren die door DNB zijn gepubliceerd naar aanleiding van dit onderzoek (Comprehensive Assessment) door de ECB: http://www.dnb.nl/binaries/Handout%20verdana_tcm46-314138.pdf.

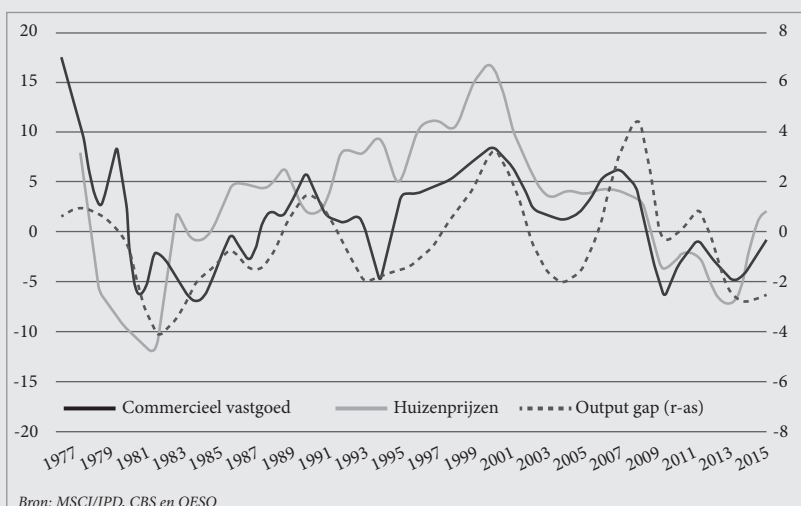
Tot slot kunnen banken zelf de diepte van de crisis vergroten: doordat zij hun financiering uit de markt terugtrekken omdat kredietrisico's stijgen, wordt het vastgoed dat als onderpand dient, minder waard. Deze ontwikkeling resulteert in een neerwaartse spiraal van prijsdalingen (Olszewski, 2013). De recente crisis heeft in Nederland eenzelfde patroon laten zien: de Nederlandse grootbanken, die een groot deel van het Nederlandse vastgoed hadden gefinancierd, leden verliezen op vastgoedleningen en moesten interen op hun voorzieningen. Hierdoor hadden ze geen ruimte om kredietverlening aan de vastgoedsector op peil te houden. Dit ging gepaard met sterke prijsdalingen in de vastgoedmarkt (figuur 2).

Commercieel en residentieel vastgoed, overeenkomsten en verschillen

Deze bijdrage gaat in op de commercieel-vastgoedmarkt in Nederland. Daarnaast is de huizenmarkt voor Nederland natuurlijk ook van groot belang. Deze markten hangen vanzelfsprekend met elkaar samen. We lichten hier enkele verschillen tussen deze markten uit.

Er is een belangrijk conceptueel onderscheid tussen beide typen vastgoed: commerciële panden als kantoren, bedrijfsgebouwen en winkels huisvesten economische activiteit. Daarnaast worden deze panden vaak niet gebruikt door de eigenaar: deze verhuurt het pand aan een bedrijf. De huuropbrengsten van deze exploitatie zijn afhankelijk van de conjunctuur, waardoor ook het kredietrisico van commercieel vastgoed afhankelijk is hiervan. In de huizenmarkt is dit veel minder het geval: een huiseigenaar kan weliswaar werkloos raken, maar moet toch ergens wonen en heeft daarom een grotere prikkel om aan zijn hypotheekverplichtingen te blijven voldoen.

Zoals eerder is opgemerkt, is ook het aanbod van commercieel vastgoed meer afhankelijk van de conjunctuur dan het aanbod van huizen en is er een grotere tijdsspanne tussen start en voltooiing van de bouw (Zhu, 2003). Figuur A laat zien dat dit voor Nederlands commercieel vastgoed ook geldt. Historisch gezien verschillen de commercieel-vastgoedmarkten ook van elkaar in cycliciteit: in de meeste landen, ook Nederland, zijn prijsschommelingen in commercieel vastgoed groter dan die in de huizenmarkt. Tabel A laat zien dat prijzen in de commercieel-vastgoedsector, in een aantal ontwikkelde landen, inderdaad veel volatieler zijn geweest dan in huizenmarkten. Daarnaast zijn deze cycli vaak regionaal, en in sommige regio's (zoals Amsterdam) zelfs lokaal bepaald.



Figuur A: De commercieel vastgoedmarkt is meer afhankelijk van de conjunctuur dan de huizenmarkt (groei in % per jaar)

Tabel A: De commercieel-vastgoedmarkt is meer afhankelijk van de conjunctuur dan de huizenmarkt (piek-dalprijsdalingen in de recente crisis in %)

	Commercieel vastgoed	Huizenmarkt
Australië	-24.7	-3.5
Frankrijk	-12.7	-9.7
Ierland	-56.3	-34.2
Nederland	-27.6	-21.0
Spanje	-20.2	-11.2
Verenigd Koninkrijk	-44.2	-22.5
Verenigde Staten	-43.7	-13.5

Bron: Ellis & Naughtin (2010)

Tot slot kent de commercieel-vastgoedmarkt in de meeste landen hoge Loan to Value (LTV)-ratio's: in de VS zijn deze gemiddeld 75%, tegenover 55% voor de huizenmarkt (Gyourko, 2009). In Nederland is dit juist andersom: afgezien van kantorenvastgoed, dat hoge LTV-ratio's kent, zijn de LTV-ratio's van veel Nederlandse woninghypotheken vaak hoger dan die voor commercieel vastgoed. Ook in internationaal perspectief zijn de LTV-ratio's

van Nederlandse woninghypotheken uitzonderlijk hoog. Dit is vooral toe te wijzen aan de ruime leenvoorwaarden voor hypotheken (zoals een hoge LTV-limiet) en de hypotheekrenteaftrek, die een hoge hypotheek betaalbaar maakt. Momenteel wordt de LTV-limiet voor woninghypotheken stapsgewijs beperkt tot 100% in 2018. Het Financieel Stabiliteitscomité heeft in mei 2015 geadviseerd om deze limiet na 2018 verder te verlagen naar 90%.

In het algemeen zorgen de bovengenoemde kenmerken van commercieel vastgoed er mede voor dat de bancaire verliezen op vastgoedleningen in crises, in Nederland en in andere landen, veel groter zijn dan die op woninghypotheken (Ellis & Naughtin, 2010). Dit onderstreept het belang van goed toezicht op deze risico's.

3. Recente ontwikkelingen in de Nederlandse vastgoedmarkt⁵

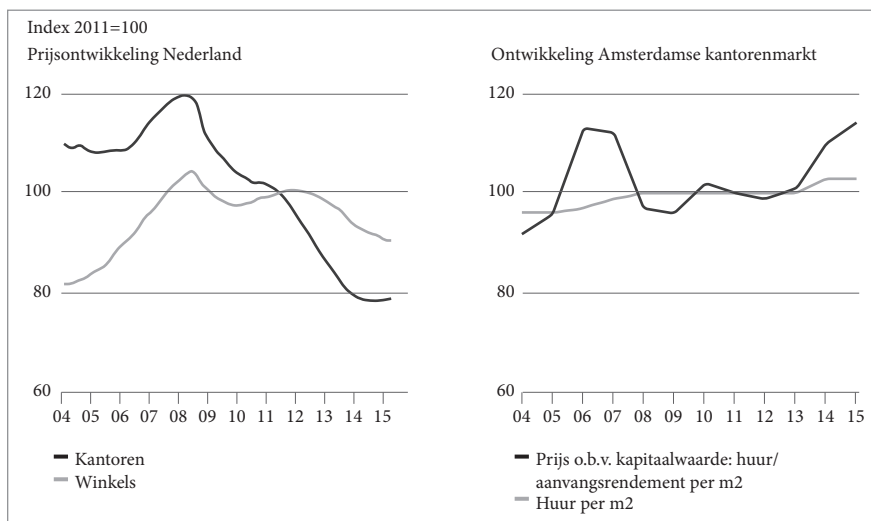
Deze paragraaf beschrijft de situatie in de vastgoedmarkt aan het eind van 2015, gaat dan in op structurele ontwikkelingen die in de toekomst een grote rol kunnen gaan spelen en zoomt tot slot in op de blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan de vastgoedmarkt.

De huidige situatie in de vastgoedmarkt

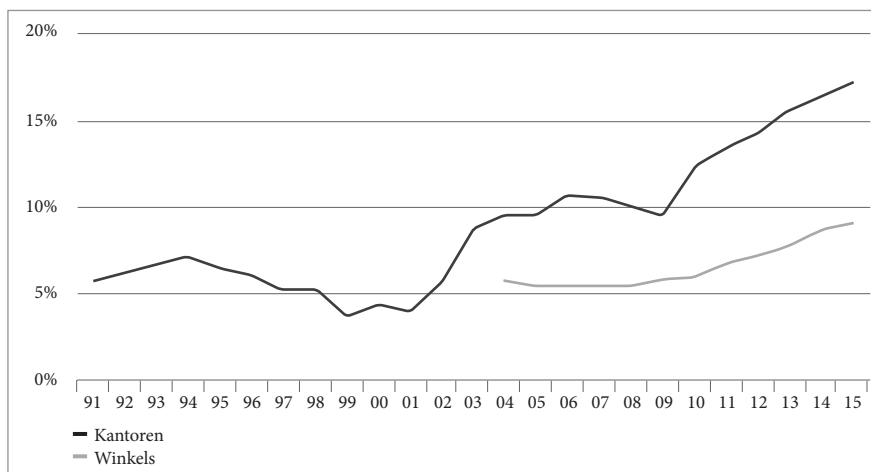
De prijzen op de vastgoedmarkt dalen nog steeds, maar deze daling lijkt af te zwakken. Deze gemiddelde prijsontwikkeling maskeert echter grote verschillen binnen deze markten. Op zogenoemde A-locaties, zoals de Amsterdamse Zuidas, stijgen de prijzen sterk, zeker op de kantorenmarkt (zie figuur 5).

Vooraf buitenlandse beleggers kiezen momenteel voor *prime* vastgoed door *search for yield*: in Londen en Parijs was al sprake van sterke prijsstijgingen door een toenemende interesse van beleggers. Amsterdam lijkt nu te volgen: de prijzen op de kantorenmarkt liggen daar alweer boven de piek van 2007. Deze transacties worden wel verricht met meer eigen en minder vreemd vermogen, waardoor de financiële stabiliteitsrisico's beperkt blijven.

5 Deze paragraaf maakt gebruik van de inzichten uit DNB's *Overzicht Financiële Stabiliteit*, najaar 2015.



Figuur 5: Amsterdamse kantorenmarkt raakt oververhit (bron: MSCI en Jones Lang LaSalle)



Figuur 6: Forse stijging leegstand sinds 2000, in % van de totale voorraad (bron: Planbureau voor de Leefomgeving)

In tegenstelling tot A-locaties kennen B- en C-locaties in de kantoren- en winkelmarkt een toenemende leegstand en veelal dalende prijzen. De gemiddelde leegstand is momenteel circa 17% in de kantorenmarkt en circa 9% in de winkelmarkt (figuur 6). Op sommige B- en C-locaties lopen leegstandspercentages echter op tot

40% voor kantoren en 20% voor winkels. De kantorenmarkt kent bovendien verborgen leegstand, die niet in deze officiële leegstandscijfers tot uitdrukking komt. Het gaat vooral om panden waarop nog wel een huurcontract rust, maar die niet meer of slechts gedeeltelijk in gebruik zijn. Schattingen van verborgen leegstand in de markt variëren tussen 5% en 15% van de voorraad, waarmee de totale leegstand in de kantorenmarkt op circa 20% tot 30% uitkomt.

Structurele veranderingen zijn een belangrijke oorzaak van de toenemende leegstand. Sinds de jaren negentig is de voorraad kantoren sterk gegroeid tot circa 50 miljoen m² als gevolg van grootschalige nieuwbouw (zie vorige paragraaf). Tegelijkertijd is de vraag naar kantoren de laatste vijftien jaar nagenoeg gelijk gebleven, met als gevolg dat de leegstand al vijftien jaar stijgt. De stijging van de leegstand bij winkelvastgoed is recenter ingezet en hangt vooral samen met een dalende vraag naar winkelruimte; de voorraad is met 30 miljoen m² de afgelopen jaren nagenoeg constant gebleven. Naast de terugval in de consumptie sinds de crisis is de vraagdaling ook toe te schrijven aan structurele ontwikkelingen, zoals bevolkingskrimp in perifere regio's en een toename van internetverkopen.

Structurele ontwikkelingen: scenarioanalyses

Deze structurele ontwikkelingen zullen hoogstwaarschijnlijk doorzetten: efficiënter ruimtegebruik in kantoren en de groei van internetwinkelen zullen de vraag naar vastgoed doen dalen. DNB heeft scenarioanalyses laten uitvoeren voor de periode tot 2030, om inzicht te krijgen in de impact van deze ontwikkelingen. De scenario's zijn doorgerekend met behulp van een model en een dataset die het overgrote deel van de Nederlandse kantoren- en winkelmarkt dekt.⁶ De ontwikkeling van macro-economische variabelen zoals het bbp, de consumptie, de beroepsbevolking, de participatiegraad en de werkloosheid zijn ontleend aan recente DNB-ramingen en de demografische ontwikkeling is gebaseerd op CBS-projecties.

De bepalende factor voor de vraagontwikkeling op de kantorenmarkt is het ruimtegebruik per kantoormedewerker; dit ruimtegebruik daalt al jaren. Gegeven een

⁶ Voor een toelichting op het model en een interactieve weergave zie:

- <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/structureel-overschotkantorenmarkt-kaartweergave>; en
- <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/Overschot-retail-kaartweergave>.

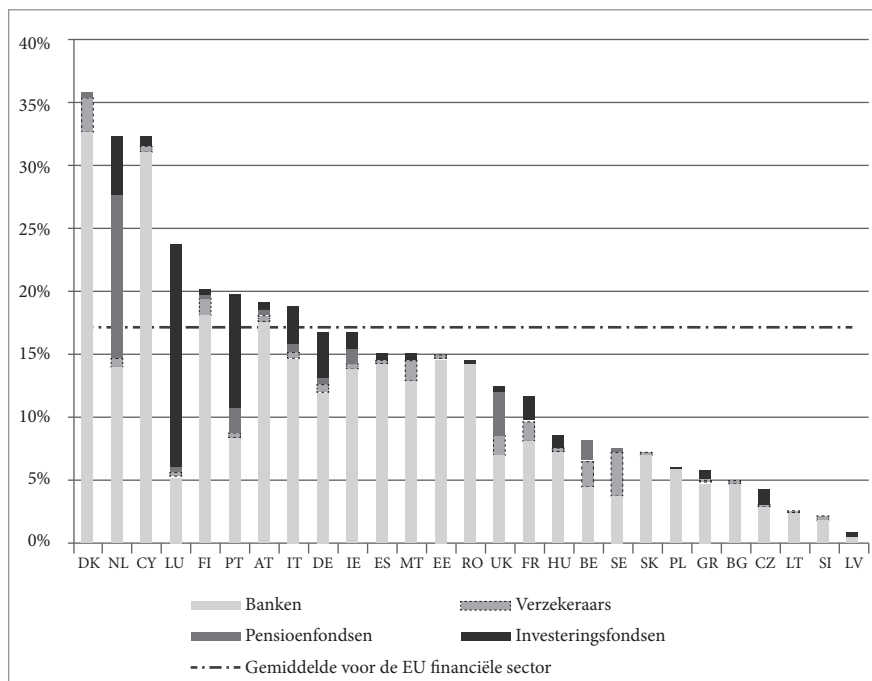
huidig ruimtegebruik van 16 m² leidt een verdere daling van het ruimtegebruik naar 14 m² in 2030 in het model tot een stijging van de leegstand met 7 procentpunt. Dit basisscenario is echter relatief gematigd, aangezien nieuwe contracten voor grotere oppervlakten momenteel al een ruimtegebruik per medewerker kennen van 10 tot 12 m². Wanneer we aannemen dat deze 12 m² per kantoormedewerker de standaard wordt in 2030, neemt de leegstand in het model toe met circa 15 procentpunt. Hoewel de leegstand in dit scenario vrijwel overal toeneemt, is de leegstand op B- en C-kantoorlocaties in de Randstad het hoogst.

De toenemende populariteit van internetverkoop bepaalt voor een groot deel de vraagontwikkeling op de winkelmarkt. Momenteel bedraagt het percentage internetverkoop in de detailhandel circa 10%. In lijn met de verwachting van experts stijgt dit percentage in het basisscenario naar 25% in 2030. Tegelijkertijd stijgt ook de consumptie in het basisscenario, waardoor de totale omzet in de detailhandel toeneemt. Deze toename komt vooral op het conto van internetverkoop: de omzet in de traditionele detailhandel stijgt beperkt. Op nationaal niveau sluit de huidige winkelvoorraad daarmee aan bij de omzetontwikkeling. Op lokaal niveau is dit beeld anders: bijna de helft van de winkeliers krijgt te maken met een omzetsdaling. De toename van internetverkoop gaat in het scenario namelijk gepaard met een verdere concentratie van traditionele winkelverkoop in hoofdstraten en grote winkelcentra, die zich vooral in grotere steden bevinden. Behalve internetverkoop verklaren ook regionale verschillen in bevolkingsontwikkeling deze heterogene ontwikkeling: de grotere steden groeien harder. Het gehanteerde percentage internetverkoop van 25% is met veel onzekerheid omgeven; in een extremer scenario zouden internetverkoop kunnen stijgen naar 40% in 2030. In dat geval daalt ook op landelijk niveau de omzet in de traditionele detailhandel met ruim 15%, en krijgen vrijwel alle traditionele winkeliers te maken met een omzetsdaling.

De lokale omzetsdaling van traditionele winkelverkoop zal zich verder vertalen in een toename van de leegstand, maar de precieze invloed hiervan is moeilijk te bepalen. De relatie tussen een daling van de omzet en leegstand is namelijk niet eenduidig. Een daling van de omzet kan er ook toe leiden dat winkeliers besluiten in de kosten te snijden, waardoor het huidige ruimtegebruik in stand kan blijven. Daarnaast verkoopt de traditionele detailhandel ook steeds vaker producten via internet. Als deze producten worden opgehaald in de winkel, is hiervoor ook enige winkelruimte nodig, wat de invloed op winkelleegstand beperkt.

Uitzettingen van financiële instellingen: banken, verzekeraars en pensioenfondsen

In Europees perspectief gezien is de blootstelling van de Nederlandse financiële sector op vastgoed nog steeds groot (figuur 7). Hierbij valt op dat, in tegenstelling tot andere landen, pensioenfondsen een grote rol spelen bij de financiering van vastgoed in Nederland. Alleen in het VK spelen pensioenfondsen ook een rol van betekenis. Investeringsfondsen zijn in een aantal landen ook groot in vastgoed, maar in de meeste landen spelen banken de grootste rol in vastgoedfinanciering. Hierbij moet worden opgemerkt dat deze cijfers de particuliere beleggers buiten beschouwing laten; dezen worden niet tot de financiële sector gerekend.



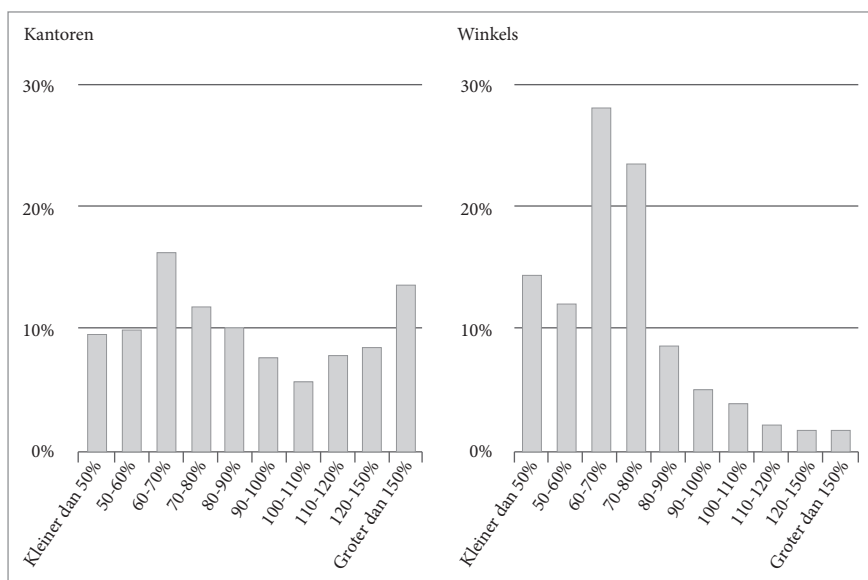
Figuur 7: Uitzettingen van de financiële sector naar commercieel vastgoed (bron: EBA, EIOPA, ECB)

In Nederland kunnen de toenemende leegstand en huurprijsdalingen, beschreven in de vorige paragraaf, tot aanzienlijke verliezen leiden voor financiers. De heterogeniteit in de leegstandsontwikkeling leidt daarbij ook tot heterogeniteit in verliezen; die zullen zich concentreren op locaties waar de vraag naar vastgoed

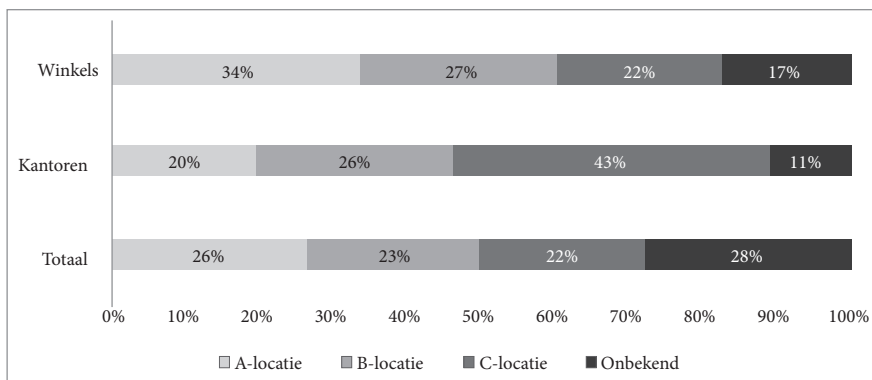
sterk afneemt. Vastgoedfinanciers met portefeuilles die zich concentreren op B- en vooral C-locaties zijn daardoor het meest kwetsbaar.

Nederlandse banken hebben hun voorzieningen en kapitaal aangepast naar aanleiding van balansonderzoeken door DNB en ECB in 2013 en 2014, en hebben delen van hun portefeuilles afgestoten, vooral de slecht presterende. Ondanks deze aanpassingen is de totale blootstelling van het Nederlandse bankwezen aan commercieel vastgoed in 2015 nog steeds 68 miljard (67% van het 'Tier 1-kapitaal', ofwel 6% van alle leningen). Daarnaast bevindt van deze leningen zich nog bijna een kwart in het bijzonder beheer: een teken dat de risico's in de vastgoedportefeuille nog niet geweken lijken te zijn.

In deze portefeuilles lijken banken daarbij meer risico te lopen op hun uitzettingen op kantorenvastgoed dan op winkelvastgoed. Op dit moment heeft 43% van alle leningen gerelateerd aan de kantorenmarkt een LTV-ratio boven de 90%; dit percentage ligt in de winkelmarkt beduidend lager met 14% (figuur 8). De LTV-ratio's kunnen in beide markten verder toenemen door de verwachte prijsdalingen. Het risico op prijsdalingen kan nog worden versterkt door de kwaliteit van de locatie waar het onderpand zich bevindt: vooral kantoren staan vaak op minder goede locaties, waar het aanbod vaak de vraag overstijgt (figuur 9).



Figuur 8: Kantoren kennen hogere LTV's dan winkels (bron: DNB)



Figuur 9: Een groot deel van het onderpand staat op minder goede locaties (bron: DNB)

4. Transparantie in de vastgoedmarkt

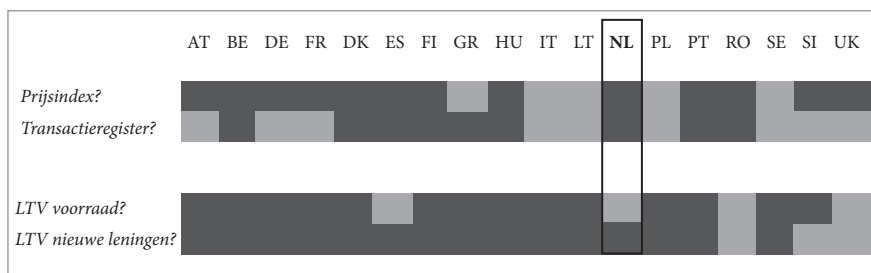
Zoals reeds is opgemerkt, zijn cijfers over de vastgoedmarkt vaak onvolledig. Als toezichthouder heeft DNB dan wel zicht op banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen, maar niet op ongereguleerde partijen. Ook het CBS heeft geen volledig beeld van de markt: het bureau heeft informatie over bouwactiviteiten en de waarde van gebouwen in Nederland, maar bijvoorbeeld geen prijsindex op nationaal niveau. In de sector zelf is ook nog geen bron die de markt voldoende dekt. IPD/MSCI houdt bijvoorbeeld prijzen bij van commercieel vastgoed in Nederland, maar dekt slechts zo'n 35% van de markt. Stivad houdt transacties en vastgoedportefeuilles nauwgezet bij, maar slechts van een beperkt aantal deelnemende partijen. PropertyNL, ten slotte, verzamelt transacties in de markt, maar heeft weinig informatie over de bestaande portefeuilles en waarderingen.

Op de markt voor residentieel vastgoed, ofwel de huizenmarkt, heeft de afgelopen jaren een duidelijke verbetering in de data plaatsgevonden. Zo houdt de BIS lange reeksen van huizenprijzen bij voor een grote groep landen, hierbij gesteund door centrale banken en statistiekbureaus van deze landen. Het IMF heeft haar 'Global Housing Watch', waarin zij naast huizenprijzen ook hypotheekgroei en maatstaven als de prijs-huurratio bijhoudt. In Nederland onderhoudt het CBS een database met huizenprijzen per provincie, en de NVM zelfs per gemeente (al is deze niet open-

baar). Het Kadaster registreert en publiceert het aantal transacties per provincie. En tot slot heeft DNB sinds kort de beschikking over een database met bijna alle hypotheekleningen verstrekt in Nederland, op leningniveau: deze data worden uitgebreid beschreven in een recent rapport (Mastrogiamco & Van der Molen, 2015). Zulk soort granulaire data is onontbeerlijk om dwarsverbanden te kunnen leggen tussen kenmerken van hypotheekleningen.

Er is dus nog een lange weg te gaan voor de vastgoedmarkt als het gaat om transparantie. Meer openheid over transacties, waarderingen en financiering van panden zal hier zeker aan bijdragen. Momenteel is een aantal partijen op de markt actief dat zulke data, uit openbare registers, verzamelt en ontsluit voor gebruikers via digitale databases. Een transactieregister voor de gehele markt, op initiatief van de vastgoedsector, zou hier een belangrijk complement aan zijn.

In Europees verband heeft de Europese Raad voor Systeemrisico (ESRB) onlangs in een rapport aandacht geschonken aan het gebrek aan data op de vastgoedmarkt (ESRB, 2015a). In dit rapport wordt aanbevolen enkele variabelen, zoals vastgoedprijzen, de blootstelling van financiële instellingen op vastgoed, de LTV en de Interest Coverage Ratio op nationaal niveau beschikbaar te maken.⁷ Dit moet zodanig gebeuren dat deze variabelen ook tussen landen vergelijkbaar zijn. Hierin is evenwel nog een lange weg te gaan, zoals figuur 10 laat zien: vooral cijfers over de LTV-ratio zijn nog zeer schaars in de meeste Europese landen.



Figuur 10: Beperkte databeschikbaarheid voor belangrijke kenmerken vastgoedmarkt (lichtgrijs: data beschikbaar; donkergrijs: geen data beschikbaar. Bron: ESRB)

⁷ Dit geldt overigens ook voor de huizenmarkt: in een parallel rapport over de markt voor residentieel vastgoed beveelt de ESRB aan ook cijfers over LTV-ratio en schulddienstratio's op nationaal niveau voor de huizenmarkt beschikbaar te maken (ESRB, 2015b).

Tot slot dient DNB als toezichthouder zelf voldoende zicht op de markt en de financiers te hebben. In haar toezichtpraktijk werkt zij aan het verbeteren van de informatievoorziening door banken (samen met de ECB als Europese toezichthouder), verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen die zijn blootgesteld aan vastgoed.

5. Maatregelen

Na de vastgoedproblemen in 2012 en 2013 heeft DNB diverse maatregelen genomen om de risico's op de vastgoedmarkt en bij banken te beperken, en haar toezicht op deze activiteiten aangescherpt.

Zo heeft zij in 2013 een balansonderzoek (*asset quality review* of AQR) naar commercieel vastgoed uitgevoerd. Hiermee zijn de leningportefeuilles van Nederlandse banken gedetailleerd onderzocht. De waarde van onderpanden is herzien en er is een stress-scenario doorgerekend. De uitkomsten waren aanleiding voor aanpassing van voorzieningen en aanvullende kapitaaleisen van in totaal ruim 650 miljoen euro. Het daarop volgende ECB-balansonderzoek en de Europese stresstest in 2014 onderschreven de bevindingen van het DNB-balansonderzoek.

Daarnaast constateerden DNB en AFM in 2012 dat de kwaliteit van taxaties van dit vastgoed te wensen overliet. DNB, AFM en de sector hebben mede daarom bekeken hoe taxaties verbeterd kunnen worden. Dit overleg resulteerde onder andere in 28 aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) om te komen tot betere taxaties. Dit jaar zijn deze aanbevelingen grotendeels vertaald naar beroeps- en gedragsregels en een register voor taxateurs. Het fundament voor betere waarderingen lijkt hiermee gelegd; de praktijk moet nu volgen.

Een daling van het overaanbod kan de toename van de leegstand tegengaan, waardoor een evenwichtiger markt ontstaat. Op de kantorenmarkt is deze ontwikkeling tot transformatie en sloop recentelijk ingezet. Transformatie kan tegemoetkomen aan de stijgende vraag naar huurwoningen; deze is deels het gevolg van strengere regelgeving op de hypotheekmarkt.

Deze transformatie kan echter niet geheel in de behoefte voorzien: het transformatiepotentieel wordt namelijk bepaald door locatie, kwaliteit en grootte. Zo liggen kantoren vaak op locaties die niet aantrekkelijk zijn voor transformatie naar

woningen of hotels, zoals bedrijventerreinen.⁸ Transformatie van winkels naar woningen is het meest kansrijk in middelgrote steden. In vergrijzende regio's is het transformatiepotentieel kleiner, omdat daar de vraag naar woningen afneemt. Eigenaren van vastgoed zullen vaak verlies moeten nemen bij transformatie: de huidige boekwaarde van vastgoed is meestal hoger dan de waarde na transformatie of sloop.

Deze ontwikkelingen, die langzaam gaan, manifesteren zich vaak niet in marktwaarderingen: deze gaan uit van de waarde zoals deze in de huidige markt is. Vastgoedfinanciering richt zich echter vaak op de langere termijn. Om rekening te houden met de mogelijke risico's uit toekomstige ontwikkelingen zullen de waarderingen van onderpand zich daarom moeten richten op de langere termijn. Hierdoor houden ze expliciet rekening met structurele ontwikkelingen en wordt de cycliciteit van waarderingen beperkt. Een voorbeeld van een dergelijk waarderingsconcept is de *Mortgage Lending Value*, zoals wordt gebruikt voor vastgoedfinancieringen in onder andere Duitsland en Spanje. De regels voor deze waarderingsmethode zijn streng, maar beperken schommelingen in de waarde en het risico voor banken, die niet profiteren van opwaartse bewegingen in de prijs. Toezicht op de financiële sector zal een toenemende rol spelen in het omgaan met risico's in de vastgoedmarkt, waarbij nieuwe instrumenten kunnen worden ontwikkeld om deze risico's tegen te gaan. Momenteel houdt DNB vooral prudentieel toezicht op financiële instellingen, waarbij zij via de zogenoemde Pilaar 2 extra kapitaaleisen kan stellen aan vastgoedleningen. Ook kan zij banken verplichten hogere risicogewichten te hanteren in hun kapitaalberekeningen. Voor de banken die hun eigen interne modellen gebruiken voor deze berekeningen (dit zijn in elk geval de grootste Nederlandse banken) loopt deze verhoging van risicogewichten via een hogere *loss given default*. Dit is het verlies op een lening, gegeven dat een wanbetaling plaatsvindt. Door hiervoor een hogere waarde te hanteren in de modelberekening, wordt de kapitaaleis voor vastgoedleningen hoger.

Deze manier van toezichthouden beperkt weliswaar de schade van vastgoedrisico's bij banken, maar pakt deze risico's niet bij de bron aan. Een mogelijke aanpassing in het toezichtmodel bestaat uit zogeheten sectorale concentratielimieten: hiermee

8 Deloitte (2015) en Geophy (op basis van gesprekken) schatten de transformatiepotentie van kantoren op circa 35% à 40%, waarbij zij deze beperkingen in ogenschouw nemen. Dit betekent dat momenteel 25.000 appartementen zouden kunnen worden gerealiseerd door middel van transformatie van kantoorgebouwen.

kan de toezichthouder een limiet stellen aan de blootstelling op een specifieke sector, bijvoorbeeld vastgoed. De ESRB suggereerde een dergelijke maatregel in haar handboek voor macroprudentieel beleid in het eurogebied (ESRB, 2014).

Om de risico's van vastgoedfinanciering daadwerkelijk te beperken kan echter het best bij de bron aangegrepen worden: de voorwaarden van vastgoedleningen. Hiervoor kijken beleidsmakers momenteel naar maatregelen die op de huizenmarkt al gemeengoed zijn, zoals limieten aan de LTV en *debt service coverage* (DSC) of schuldendienstratio's (ESRB, 2015a). Recent onderzoek van de Bank for International Settlements wijst uit dat deze aanpak een effectieve manier kan zijn om althans de huizenmarkt te stabiliseren, zeker in een opgang wanneer huizenprijzen en hypotheekschulden snel toenemen (McDonald, 2015). Dergelijke limieten beperken zowel het risico op wanbetaling (DSC) als het risico op grote verliezen in geval van wanbetaling (LTV).

6. Conclusie

De vastgoedmarkt is een grote markt en van significant belang voor de Nederlandse economie. De financiering van vastgoed, door banken en andere financiële instellingen, speelt een grote rol in het correct functioneren van deze markt.

De crisis heeft echter laten zien dat deze markt kenmerken heeft die een risico voor de financiering kunnen vormen: de markt is intransparant, kent een varkenscyclus (waardoor vraag en aanbod niet altijd op elkaar kunnen aansluiten), is sterk cyclisch door het *financial accelerator*-effect en soms irrationele reacties van marktpartijen. Daarnaast vormt commercieel vastgoed vaak een concentratie op de bankbalans; dit kan in crises tot grote verliezen leiden.

De Nederlandse vastgoedmarkt wordt momenteel gekenmerkt door aanzienlijke leegstand in het kantoren- en winkelsegment. Structurele ontwikkelingen, zoals Het Nieuwe Werken en de toename van internetverkoop, kunnen deze leegstand bij gelijkblijvend beleid verder vergroten. Daarnaast kennen de bestaande vastgoedportefeuilles van Nederlandse grootbanken nog risico's: veel leningen bevinden zich in bijzonder beheer, en de LTV-ratio's zijn nog steeds bovengemiddeld hoog. DNB heeft in 2013 erop toegezien dat banken hun voorzieningen en kapitaal-niveaus verhoogden; zij moeten hier nu in volhouden, zodat ze ook toekomstige risico's het hoofd kunnen bieden.

Het is van belang dat waarderingen van onderpand mede rekening houden met structurele ontwikkelingen in de vastgoedmarkt, die de waarde van dit onderpand op langere termijn kunnen beïnvloeden. Financiers profiteren immers niet van prijsstijgingen, maar lopen wel risico als prijzen fors dalen. Voor stabiele financiering op de lange termijn zou het daarom goed zijn als zowel taxateurs als financiers deze structurele trends goed in ogenschouw nemen bij de waardering van vastgoed.

Toezicht op de financiële sector zal ook expliciet deze toekomstige risico's moeten meenemen in zijn dagelijkse praktijk. Momenteel loopt dit via prudentieel toezicht op banken, waarbij kapitaaleisen en concentratielimieten worden ingezet om de vastgoedrisico's voor banken te beperken. In de toekomst zouden limieten aan de LTV- en schuldendienststratio's kunnen helpen om mogelijke problemen bij de bron aan te pakken; in de huizenmarkt lijkt deze aanpak zijn vruchten al af te werpen. Tot slot willen we hier pleiten voor betere transparantie van de vastgoedmarkt: de informatie over de markt is versnipperd en vaak incompleet. Meer complete en centrale registratie van transacties is nodig om deze gegevens beschikbaar te maken voor marktpartijen, en zo de markt beter te laten functioneren. De opkomst van partijen die informatie samenbrengen op digitale platforms en deze toegankelijk maken voor gebruikers, is een stap in de goede richting.

Literatuur

- **Berkhout, T.M.** (2012). Commercieel vastgoed financieren in een financiële crisis (p. 125–157), in: T.M. Berkhout & A.A. van Velten (red.), *Vastgoedfinanciering in woelige tijden*. Jubileumboek Stichting Fundatie Bachiene.
- **Berkhout, T.M. & S. Roggeveen** (2015), *Practical guidelines for Dutch commercial property valuations*. Nieuwegein: NVM.
- **Berkhout, T.M., P.C. van Arnhem & G.G.M. ten Have** (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- **Bernanke, B., M. Gertler & S. Gilchrist** (1996). The financial accelerator and the flight to quality. *Review of Economics and Statistics*, 78(1), p. 1–15.
- **Borio, C., N. Kennedy & S. Prowse** (1994). Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications. *BIS Economic Paper 40*.

- **Davis, E.P. & H. Zhu** (2004). Bank Lending and Commercial Property Prices: Some Cross Country Evidence. *BIS Working Paper* 150.
- **Davis, E.P. & H. Zhu** (2009). Commercial property prices and bank performance. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, p. 1341–1359.
- **Davis, E.P. & H. Zhu** (2011). Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence. *Journal of International Money and Finance*.
- **Deloitte** (2015), *State of the State Woningmarkt. Kantorenttransformatiepotentie* (<http://www2.deloitte.com/>).
- **De Nederlandsche Bank** (2012). *Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2012* (<http://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/>).
- **De Nederlandsche Bank** (2015). *Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2015* (<http://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/>).
- **Duca, J.V. & J. Muellbauer** (2013). Tobin LIVES: Integrating Evolving Credit Market Architecture into Flow of Funds Based Macro-Models. *ECB Working Paper Series*, No. 1581.
- **Ellis, L. & C. Naughtin** (2010). Commercial Property and Financial Stability – An International Perspective. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, June Quarter 2010.
- **ESRB** (2014). *ESRB handbook on operationalising macro-prudential policy in the banking sector* (http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf?b156098d18a7b6ocofad93622ad37f9d).
- **ESRB** (2015a, December). *Report on commercial real estate and financial stability in the EU*. (<http://www.esrb.europa.eu/>).
- **ESRB** (2015b, December). *Report on residential real estate and financial stability in the EU* (<http://www.esrb.europa.eu/>).
- **Füss, R. & D. Ruf** (2015). *Learning externalities in opaque asset markets: evidence from international commercial real estate*. Mimeo.
- **Gyourko, J.** (2009). Understanding commercial real estate: just how different from housing is it? *NBER Working Paper* 14708.
- **Hilbers** (2013). *Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen*. Vastgoedlezing uitgesproken op 12 november 2013.
- **Hilbers, P., L. Zacho & Q. Lei** (2001). Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. *Working paper* No. 1–129. International Monetary Fund.

- **Hott, C.** (2011). Lending behavior and real estate prices. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), p. 2429–2442.
- **Kiyotaki, N. & J. Moore** (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), p. 211–248.
- **Mastrogiacomo, M. & R. van der Molen** (2015). Dutch mortgages in the DNB loan level data. *Occasional Studies*, (13)4. De Nederlandsche Bank.
- **McDonald, C.** (2015). When is macroprudential policy effective? *Working Paper No. 496*. Bank for International Settlements.
- **Olszewski, K.** (2013). The commercial real estate market, central bank monitoring and macroprudential policy. *Review of Economic Analysis*, 5, p. 213–250.
- **PBL & ASRE** (Planbureau voor de Leefomgeving & Amsterdam School of Real Estate) (2013). *Gebiedsontwikkeling en commerciële vastgoedmarkten: een institutionele analyse van het (over)aanbod van winkels en kantoren* (<http://www.pbl.nl/>).
- **Platform Taxateurs en Accountants** (2013). *Goed gewaardeerd vastgoed – 28 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten* (<http://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?fileinfoID=596>).
- **Shiller, R.J.** (2007). *Understanding recent trends in house prices and homeownership*. Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 89–123.
- **Zhu, H.** (2003). The importance of property markets for monetary policy and financial stability. *BIS Papers No. 21*.