



24



# De Vastgoedlezing 2013

Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen  
**prof. dr. Paul Hilbers**



## **De Vastgoedlezing 2013**

Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen

prof. dr. Paul Hilbers

CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG  
De Vastgoedlezing 2013

Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen

prof. dr. Paul Hilbers

Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate  
(Boekenreeks; 24)  
ISBN - 978-90-73440-24-1  
Trefw.: De Vastgoedlezing 2013

Uitwerking van de voordracht, zoals uitgesproken ter gelegenheid van de jaarvergadering van de Amsterdam School of Real Estate, op 12 november 2013.

Copyright © 2013

Niets uit deze opgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt worden door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaand toestemming van de Amsterdam School of Real Estate, Jollemanhof 5, 1019 GW AMSTERDAM.

## Paul Hilbers

Paul Hilbers is sinds 1 november 2009 Divisiedirecteur Toezicht beleid bij DNB. Daarvoor was hij ruim 15 jaar in dienst bij het Internationaal Monetair Fonds in Washington. Hij studeerde wiskunde en econometrie, en promoveerde in de internationale economie. Hilbers is tevens deeltijd hoogleraar Toezicht Financiële Sector aan de Nyenrode Business Universiteit. Hij heeft een groot aantal nationale en internationale publicaties over de financiële sector op zijn naam staan.

## De Vastgoedlezing

Jaarlijks biedt de Amsterdam School of Real Estate aan een erkende deskundige de mogelijkheid om zijn of haar visie te geven op de maatschappelijke betekenis van een vastgoedvraagstuk. Dit platform geniet bekendheid onder de naam 'De Vastgoedlezing'. De Vastgoedlezing beoogt theorie en praktijk dichterbij elkaar te brengen. Uitgangspunt is het geven van een onafhankelijke analyse, vrij van belangenbehartiging of politieke doeleinden, maar met maatschappelijke relevantie. Voorwaar geen eenvoudige opgave, aangezien vastgoedvraagstukken zich doorgaans kenmerken door de nodige – vaak tegengestelde – belangen. De lezing vraagt van de vastgoeddeskundige om voor even de eigen belangen te laten voor wat ze zijn en een objectieve analyse te geven van de maatschappelijke gevolgen van vastgoedbeslissingen. Het waarmaken van deze hoge ambitie die De Vastgoedlezing kenmerkt, vormt voor de spreker een grote uitdaging.

De Amsterdam School of Real Estate is bij uitstek het podium om zo'n uitdaging te faciliteren. Het overbruggen van de kloof tussen theorie en praktijk vormt immers een van de bestaansredenen van het instituut, waarin de Universiteit van Amsterdam, de vastgoedsector en het Rijk nauw samenwerken. De Vastgoedlezing is een karakteristiek moment waarop de drie partijen elkaar ontmoeten, met als doel de discussie over een voor Nederland belangrijk vastgoedthema een waardevolle stap verder te brengen. Het slaan van een brug tussen theorie en praktijk kan vanuit twee kanten worden geïnitieerd. Aan de ene kant van de brug staat de wetenschapper of beleidsmaker, die zijn kennis en visie naar de praktijk wil vertalen. Aan de andere zijde van de symbolische brug bevindt zich de ervaringsdeskundige die een verantwoorde onderbouwing aan zijn visie wil geven.

## Inhoud

<b>1.</b>	<b>Inleiding</b>	<b>7</b>
<b>2.</b>	<b>Het belang van vastgoedmarkten voor de financiële sector</b>	<b>9</b>
2.1.	Vastgoed en financiële stabiliteit	9
2.2.	Marktimperfecties in vastgoedmarkten	10
2.3.	Transmissiekanalen	12
2.4.	Vastgoedrisico's bij financiële instellingen	13
2.4.1.	Woningmarkt	13
2.4.2.	Commerciële vastgoedmarkt	15
<b>3.</b>	<b>Invloed van beleidsmakers op vastgoedmarkten</b>	<b>16</b>
3.1.	Monetair beleid	16
3.2.	Macroprudentieel beleid	17
3.3.	Toezicht en regelgeving	18
3.3.1.	Banken	18
3.3.2.	Pensioenfondsen en verzekeraars	20
3.4.	Fiscaal en structureel beleid	20
<b>4.</b>	<b>Ontwikkelingen in Nederland</b>	<b>22</b>
4.1.	Woningmarkt	22
4.1.1.	Ontwikkelingen en karakteristieken Nederlandse huizenmarkt	22
4.1.2.	Implicaties voor financiële en macro-economische stabiliteit	23
4.1.3.	Dieperliggende oorzaken voor hoge hypotheekschuld in Nederland	28
4.1.4.	Beleidsimplicaties	29
4.2.	Commerciële vastgoedmarkt	32
4.2.1.	Ontwikkelingen en karakteristieken Nederlandse commerciële vastgoedmarkt	32
4.2.2.	Implicaties voor financiële en macro-economische stabiliteit	34
4.2.3.	Beleidsimplicaties	36
<b>5.</b>	<b>Conclusies en vooruitblik</b>	<b>38</b>
5.1.	Belang vastgoedmarkten	38
5.2.	Rol van beleidsmakers	38
5.3.	Nederlandse situatie	39
5.3.1.	Woningmarkt	39
5.3.2.	Commerciële vastgoedmarkt	40
5.4.	Vooruitblik	41
<b>6.</b>	<b>Referenties</b>	<b>43</b>
<b>7.</b>	<b>10 jaar De Vastgoedlezing 2004 - 2013</b>	<b>46</b>

Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen

---



## 1. Inleiding<sup>1</sup>

Vastgoed vormt één van de meest dynamische maar ook gecompliceerde markten binnen een economie. Geen object is hetzelfde en de locatie speelt een essentiële rol in de waarde. Daarnaast zijn er grote verschillen in de bestemming en kwaliteit van vastgoed, hetgeen de vergelijkbaarheid verder bemoeilijkt. Eigenlijk is er dus niet één vastgoedmarkt, maar een markt voor miljoenen verschillende objecten, elk met eigen unieke karakteristieken. Vallen er dus wel uitspraken te doen over deze markt, zeker voor een centrale bankier/toezichthouder?

Ik denk van wel, en juist ook vanuit dit perspectief. Ik ben daarom dankbaar voor de mij geboden mogelijkheid om in de Amsterdam School of Real Estate Vastgoedlezing 2013 mijn visie op deze markt te geven. Immers, vastgoedmarkten zijn cruciaal voor zowel de financiële sector als de macro-economie, zowel in termen van groei als stabiliteit. Op dat onderwerp ga ik nader in in hoofdstuk 2 van de lezing.

Hoe moet de beleidswereld nu omgaan met vastgoedmarkten? Dat is het onderwerp van hoofdstuk 3. Daaruit blijkt dat een veelheid van beleidsmakers te maken heeft met ontwikkelingen in de onroerend goed markt en de implicaties daarvan voor de financiële en reële sector. Het gaat dan om de relatie met monetair beleid, toezichtbeleid, macroprudentieel beleid, fiscale politiek en verschillende vormen van structureel beleid. De kunst daarbij is te komen tot een samenhangende beleidsaanpak, die een gezonde en evenwichtige marktontwikkeling mogelijk maakt en instabiliteit vermijdt.

Richten wij ons oog op de Nederlandse vastgoedmarkt dan valt op dat deze momenteel moeilijke tijden doormaakt. In hoofdstuk 4 staan we stil bij zowel de Nederlandse woningmarkt als de markt voor commercieel vastgoed. Beide markten gaan door een aanpassingsproces, waarbij de prijzen onder druk staan. Maar er zijn ook duidelijke verschillen: waar bij woningen amper sprake is van leegstand, is dit in de commerciële vastgoedmarkt een belangrijk issue. Dat leidt dan ook tot verschillende beleidsaanbevelingen.

We sluiten af met conclusies en een vooruitblik in hoofdstuk 5. Dat laatste is natuurlijk geen sinecure. Weinig markten laten zich zo moeilijk voorspellen als de vastgoedmarkt, zeker waar het gaat om het zien aankomen van omslagpunten. Een belangrijke constatering is dat we ook daarbij een duidelijk onderscheid moeten maken tussen de woningmarkt en de markt voor commercieel vastgoed.

Kortom, de vastgoedmarkt is een cruciale en tegelijkertijd intrigerende markt, niet alleen voor partijen die er hun geld mee verdienen, zoals ontwikkelaars, bouwers, beleggers, taxateurs, makelaars, accountants, etc., maar ook voor economen, beleidsmakers, toezichthouders en weten-

---

<sup>1</sup> Ik wil mijn collega Mark Kruidhof graag bedanken voor zijn waardevolle bijdrage aan de studie.

schappers. Dat verklaart ook het bestaansrecht van de Amsterdam School of Real Estate. Er valt nog veel te leren over deze markt, en meer kennis en data dragen bij aan een gezonde ontwikkeling. Ik hoop hier met deze lezing aan te kunnen bijdragen.

## 2. Het belang van vastgoedmarkten voor de financiële sector

De vastgoedsector is van groot belang voor de Nederlandse economie. Zo was de gemiddelde bijdrage aan het Nederlandse Bruto Binnenlands Product (BBP) van de bedrijfstak onroerend goed en de bouwnijverheid over de laatste twee decennia circa 12%. Stabiele vastgoedmarkten zijn daarnaast van groot belang voor de financiële sector en financiële stabiliteit. Uit historische analyses is gebleken dat de opbouw van onevenwichtigheden in vastgoedmarkten een belangrijke oorzaak vormt voor banken- en systeemcrises. Dit komt onder meer doordat vastgoed doorgaans met vreemd vermogen is gefinancierd. Ook wordt vastgoed gebruikt als onderpand voor bancaire leningen. Grote schommelingen in activaprijzen hebben daardoor impact op het financiële systeem.

### 2.1. Vastgoed en financiële stabiliteit

De huidige financieel economische crisis vindt zijn oorsprong in de Amerikaanse huizenmarkt. Na een lange periode van uitbundige kredietgroei en huizenprijsstijgingen bereikten de Amerikaanse huizenprijzen eind 2005 een hoogtepunt. In de jaren daarna barstte de huizenmarkt bubbel. Dit had vergaande consequenties voor het mondiale financiële stelsel. Veel marktpartijen hadden posities ingenomen op de Amerikaanse huizenmarkt en werden geconfronteerd met forse verliezen. De interbancaire markt stokte vanwege het weggefallen vertrouwen tussen banken. Om een implosie van het mondiale financiële stelsel te voorkomen zagen overheden zich gedwongen tot ingrijpen.

De ontstaansgeschiedenis van de huidige crisis is niet uniek. Ook bij eerdere bankencrises speelde de opbouw van onevenwichtigheden in vastgoedmarkten vaak een cruciale rol. Veel bankencrises kennen een patroon van sterk oplopende vastgoedprijzen gevolgd door een forse terugval. Rogoff en Reinhart hebben de relatie tussen de ontwikkeling in huizenprijzen en bankencrises uitvoerig in kaart gebracht (Rogoff en Reinhart, 2009). Voor een groot aantal landen dat een bankencrisis heeft doorgemaakt beschrijven zij de prijsontwikkelingen in de huizenmarkt. Zo speelden onevenwichtigheden in die markt een belangrijke rol bij vijf grote naoorlogse bankencrises in ontwikkelde landen.<sup>2</sup> Bij elk van deze landen is in de aanloop naar de bankencrisis een vastgoedbubbel ontstaan. Deze bubbel werd gevolgd door een forse prijscorrectie met prijsdalingen (in reële termen, dus na inflatiecorrectie) in de neergaande fase tussen 32% (Zweden) en 50% (Finland). De aanpassingen van vastgoedprijzen in deze landen namen vaak vele jaren in beslag (4-6 jaren, met uitzondering van de crisis in Japan waarbij de prijsdalingen nog veel langer aanhielden). Ook in opkomende markten was oververhitting in vastgoedmarkten vaak een belangrijke oorzaak van bankencrises. Dit was onder meer het geval bij de zes grote Aziatische bankencrises eind jaren '90 waar huizenprijzen na het omkeren van de cyclus afnamen met 19% (Maleisië) tot bijna 60%

<sup>2</sup> De zogenaamde 'big five' naoorlogse bankencrises in ontwikkelde landen zijn de crises in Finland (1991), Japan (1992), Noorwegen (1987), Spanje (1977) en Zweden (1991).

(Hong Kong).<sup>3</sup> Meer recente voorbeelden van de relatie tussen vastgoedmarkten en bankencrises zijn te vinden in Spanje en Ierland.

## 2.2. Marktimperfecties in vastgoedmarkten

Vastgoedmarkten hebben doorgaans te maken met vastgoedcycli, die worden gedreven door de economische conjunctuur en demografische ontwikkelingen. In een goed functionerende markt is de prijs zodanig dat vraag en aanbod op lange termijn in evenwicht zijn. De vastgoedmarkt kent echter verschillende marktimperfecties die ertoe kunnen leiden dat vastgoedprijzen (langdurig) van het evenwichtsniveau afwijken. Zo is sprake van imperfecte informatie over de toekomstige vraag naar vastgoed. Ook is het aanbod (op korte termijn) relatief rigide, enerzijds omdat nieuwbouw een lange productietijd kent en anderzijds omdat het ruimtelijke orderingsbeleid kan zorgen voor aanbodrestricties. Daarnaast kunnen veranderingen in (verwachte) inkomensgroei, de reële rente, belastingen, financieringscondities en toekomstige demografische ontwikkelingen vraag en aanbod tijdelijk uit elkaar drijven. Ook speculatieve of psychologische krachten kunnen ervoor zorgen dat vastgoedprijzen van hun evenwichtsniveau afwijken.

Shiller (2007) concludeert dat de sterke stijging in de Amerikaanse huizenprijzen (voorafgaand aan de crisis) niet is te verklaren door veranderingen in onderliggende fundamentele variabelen. Als belangrijkste reden voor de uitbundige prijsstijging in de Amerikaanse huizenmarkt wijst hij op het belang van psychologische factoren. Zo werd in de jaren voorafgaand aan de crisis het aanhouden van woningen als investeringsobject sterk aangemoedigd, met kuddegedrag als gevolg.

Muellbauer (2012) maakt onderscheid tussen het doorschieten (voorbij het evenwichtsniveau) van vastgoedprijzen als gevolg van onrealistische verwachtingen van toekomstige prijsstijgingen en het doorschieten van de onderliggende fundamentele drivers zelf, zoals inkomen, rente, kredietaanbod en de huizenvoorraad. Onderzoek naar de ontwikkeling van Amerikaanse huizenprijzen (Duca et al 2011) wijst uit dat de gemiddelde prijsontwikkeling in de afgelopen 4 jaren de beste proxy is voor verwachte toekomstige prijsstijgingen. Dit resultaat wordt ondersteund door onderzoek naar huizenprijzontwikkelingen in Noorwegen, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. Dit '4-jaars geheugen' heeft belangrijke implicaties voor ontwikkelingen van huizenprijzen. Het impliceert namelijk dat een serie positieve schokken (zoals de lage rente in de VS in de jaren voor de crisis, en het meetellen van 2<sup>e</sup> inkomen: in Nederland vanaf midden jaren '90) die op zichzelf zorgen voor een huizenprijsstijging, nog lang doorwerken, ook nadat de onderliggende factoren zelf niet meer veranderen.

Onderzoek van Eichholz et al (2012) laat daarnaast zien dat de verwachtingen van (potentiële) huiseigenaren over toekomstige prijsstijgingen in een economische neergang meer gebaseerd zijn op onderliggende fun-

---

<sup>3</sup> De zogenaamde 'big six' Aziatische bankencrises die allen plaatsvonden rond 1997 zijn de crises in Hong Kong, Indonesië, Maleisië, de Filipijnen, Zuid Korea en Thailand.

damentele drivers dan in een economische groeiperiode. In het laatste geval zijn verwachte prijsstijgingen meer gebaseerd op de prijsontwikkeling in voorgaande jaren.

Naast het doorschieten van prijzen als gevolg van onrealistische verwachtingen is het doorschieten van de onderliggende fundamentele drivers zelf een belangrijke bron van marktonevenwichtigheden. Muellbauer beschrijft als voorbeelden de liberalisatie en versoepeling van het kredietaanbod in de jaren '80 in Finland en het Verenigd Koninkrijk. In beide gevallen zorgde dit voor een sterke groei in hypotheekschuld, huizenprijzen en consumptie die even plotseling weer gekeerd werd.

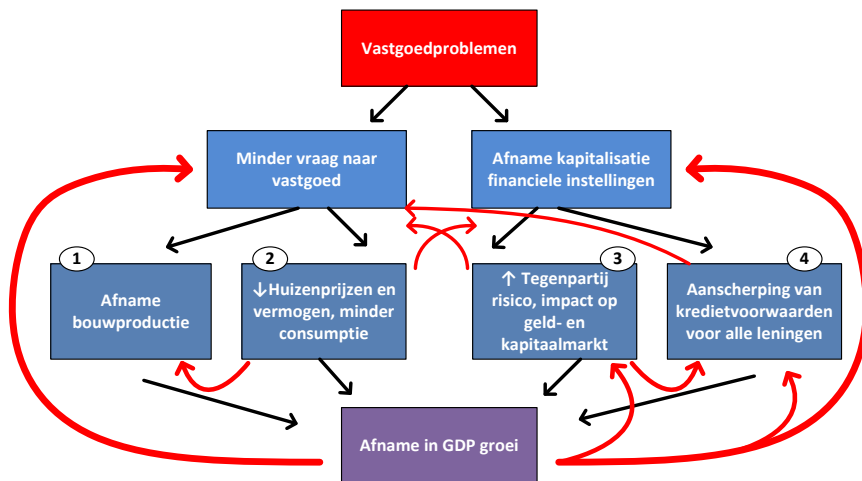
Ook in Nederland heeft het doorschieten van het kredietaanbod een grote invloed gehad op de prijsontwikkeling. Vooral in de jaren negentig nam de beschikbaarheid van hypotheecair krediet sterk toe. Huishoudens konden hogere leningen afsluiten, doordat banken meer dan voorheen rekening gingen houden met 2<sup>e</sup> inkomens. Dit hing samen met de sterk toenemende participatiegraad van vrouwen op de arbeidsmarkt. Verder kwamen nieuwe hypotheekvormen beschikbaar met lagere maandlasten, zoals spaarhypotheek en aflossingsvrije leningen. Ook zijn consumenten en banken het steeds acceptabeler gaan vinden om tophypotheek af te sluiten, met een LTV-ratio van (ruim) meer dan 100% (zie hoofdstuk 4).

Daarnaast speelt bij zowel de commerciële vastgoedmarkt als in de reguliere woningmarkt het zogenaamde "financial accelerator" effect beschreven door Bernanke en Gertler (1995) een belangrijke rol bij het doorschieten van vastgoedprijzen. Dit acceleratie-effect benadrukt het belang van onderpand in kredietverlening aan de private sector. Onder gunstige economische omstandigheden neemt de prijs van zowel reële als financiële activa toe, wat ook hun waarde als onderpand ten behoeve van kredietverlening verhoogt. Doordat kredieten gemakkelijker toegankelijk worden, krijgt de economie een additionele impuls. Tijdens een economische neergang kan ditzelfde effect echter de groeivertraging versnellen. Wanneer de economie vertraagt, zullen ook activaprijzen dalen, wat hun waarde als onderpand doet afnemen. Dit kan het voor bedrijven lastiger maken om nieuwe kredieten af te sluiten, of zelfs bestaande kredieten door te rollen.

### 2.3. Transmissiekanalen

Een crisis in vastgoedmarkten heeft via verschillende kanalen gevolgen voor financiële en macro-economische stabiliteit. De mate waarin verschillende transmissiekanalen opspelen is sterk afhankelijk van de karakteristieken van vastgoedmarkten en de onderliggende oorzaken van de problematiek. Duca en Muellbauer (2013) beschrijven de transmissiekanalen aan de hand van onderstaande figuur.

**Figuur 1: De 'financial accelerator' in vastgoedmarkten**



Bron: Bewerkte versie van Duca and Muellbauer (2013).

De eerste twee transmissiekanalen lopen via de teruggefallen activiteit in de vastgoedmarkt. Het eerste kanaal (links in de figuur) betreft de gevolgen van een neergang in de vastgoedmarkt voor de bouwproductie. De bouwsector draagt direct bij aan werkgelegenheid en het BBP en een neergang in de bouwproductie heeft daarmee rechtstreekse gevolgen voor de macro-economische situatie. Ook in Nederland is de bouwproductie als gevolg van de eurocrisis en de crisis op de huizenmarkt fors gedaald. Cijfers van het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB) wijzen uit dat het productievolume dit jaar daalt tot het voorlopige dieptepunt van 49,9 miljard euro (prijsniveau 2011). Hiermee ligt het productievolume ruim 20% onder het niveau van voor de crisis.

Het tweede transmissiekanaal loopt via de consumptieve bestedingen. Prijzdalingen in de woningmarkt zorgen voor een verslechtering van de vermogenspositie van huishoudens. Dit negatieve vermogenseffect heeft een neerwaarts effect op de consumptiegroei. Ook de particuliere consumptie in Nederland staat onder druk als gevolg van de gedaalde huizenprijzen. Naar verwachting is de krimp in het consumptievolume in de

periode 2011-2014 ruim 6%, hetgeen zich in de naoorlogse geschiedenis in geen enkele andere periode heeft voorgedaan (DNB, 2012a). Uit onderzoek van het CPB blijkt bovendien dat bijna de helft van de daling van de particuliere consumptie kan worden toegeschreven aan het effect van dalende huizenprijzen (CPB, 2013). De druk op de binnenlandse bestedingen heeft er mede aan bijgedragen dat de Nederlandse economie in de tweede helft van vorig jaar opnieuw in een recessie is beland, de tweede in vier jaar tijd. Het zijn niet alleen de huishoudens waarvan de vermogensposities verslechteren tijdens een neergaande vastgoedmarkt. Ook (lokale) overheden kunnen waardeverliezen ondervinden op vastgoed- of grondposities. Dit kan eveneens druk zetten op (lokale) bestedingen.

De overige twee transmissiekanalen lopen via verliezen bij financiële instellingen. Zo krijgen financiële instellingen bij een neergang in vastgoedmarkten te maken met oplopende kredietverliezen, mogelijk met gevolgen voor de kapitalisatie. Dit kan gevolgen hebben voor het (gepercipieerde) tegenpartijkredietrisico, en daarmee voor de toegang en kosten van (interbancaire) kapitaalmarkten. Zo viel het onderlinge vertrouwen tussen banken tijdens de subprime crisis weg omdat men van elkaar niet wist in welke mate men was blootgesteld aan de vastgoedproblematiek. Ook de financieringskosten van financiële instellingen kunnen oplopen omdat investeerders een hogere risicopremie eisen. Dit werkt door in het aanbod en de prijs van krediet. Banken kunnen bovendien kredietstandaarden verder aanscherpen om nieuwe verliezen te voorkomen (transmissiekanal 4) of om voldoende marge te realiseren waarmee kapitaalbuffers aangesterkt kunnen worden.

## 2.4. Vastgoedrisico's bij financiële instellingen

### 2.4.1. Woningmarkt

Het grootste risico voor financiële instellingen die actief zijn in de woningmarkt is kredietrisico. Kredietrisico is het risico dat de hypotheekleningverstrekker de lening niet volledig krijgt terugbetaald en daardoor met een verlies wordt geconfronteerd. Ook in "normale" economische omstandigheden is er een kans dat zich in de toekomst problemen voordoen. Ieder huishouden loopt een bepaalde kans op werkloosheid, ziekte, arbeidsongeschiktheid of beëindiging van een relatie. Dit vertaalt zich in een betalingsrisico. Daarnaast leidt de mogelijkheid van een huizenprijzdaling tot een restschuldrisico voor het huishouden. Deze twee individuele risico's vertalen zich voor de hypotheekverstrekker in, respectievelijk, een *probability of default* (PD) en een *loss given default* (LGD) voor de gehele portefeuille aan hypotheeken. Dit bepaalt het kredietrisico van de portefeuille (DNB/AFM, 2009).

Naast kredietrisico hebben banken te maken met rente- en herfinancieringsrisico. Om deze risico's scherp in kaart te brengen is het van belang drie typen looptijden te onderscheiden bij een hypotheeklening. Dit zijn de contractuele-, de rentetypische- en de liquiditeitstypische looptijd. De contractuele looptijd is gelijk aan de juridische looptijd en is doorgaans 30

jaar. De rentetypische looptijd heeft betrekking op de duur van de rentevaste periode, de meest voorkomende rentevaste periodes zijn 1, 3, 5 of 10 jaar. Ook kunnen huishoudens kiezen voor een variabele rente. De liquiditeitstypische looptijd van een lening betreft de tijd totdat de hypotheeklening bij de bank is afgelost, in de praktijk is dat gemiddeld genomen na 7-10 jaar. Het vervroegd aflossen van een hypotheek kan economisch gedreven zijn, doordat een consument bij het einde van de rentevaste periode besluit tot het oversluiten van de hypotheek bij een andere partij.<sup>4</sup> Verhuizingen, scheidingen en sterfte zijn andere oorzaken voor vervroegde aflossingen. Met name het inschatten van de liquiditeitstypische looptijd van een hypotheeklening, en dus het daadwerkelijke aflossingspatroon, is complex. Deze factoren zijn moeilijk te voorspellen en kunnen bovendien door de tijd variëren.

Renterisico ontstaat als gevolg van het verschil in rentevaste periode van de hypotheeklening en de daarvoor aangetrokken financiering. Zo is het niet ongebruikelijk dat een hypotheeklening met een rentevaste periode van 10 jaar gefinancierd wordt met marktfinanciering op basis van een variabele Euribor rente. Als dit risico niet wordt afgedekt kan een verlies ontstaan als de rente onverwacht stijgt. In dat geval nemen de (variabele) rentekosten toe terwijl de rente-inkomsten onveranderd blijven. In de praktijk dekken woningfinanciers dit renterisico (gedeeltelijk) af door middel van renteswaps waarbij een variabele rente wordt verruild voor een vaste rente. Ook bij gebruik van renteswaps is het renterisico echter niet volledig gemitigeerd. De veronderstellingen over de verwachte vervroegde aflossingen, die een belangrijke input vormen voor de renteswaps, kunnen namelijk afwijken van de gerealiseerde aflossingen waardoor alsnog een verlies kan ontstaan.

Het herfinancieringsrisico komt voort uit het verschil in de liquiditeitstypische looptijd van de hypotheekleningen en de daarvoor aangetrokken financiering. De liquiditeitstypische looptijd van financieringsinstrumenten (zoals gedekte en ongedekte obligaties, securitisaties en deposito's) is over het algemeen korter dan van de hypotheekleningen. Dit fenomeen, waarbij langlopende leningen worden gefinancierd met korter lopende financiering, staat bekend als looptijdtransformatie. Bij het aantrekken van financiering betalen banken een risicopremie bovenop de risicovrije rente. Indien de risicopremie, en daarmee de financieringskosten onverwacht oplopen en dit niet is ingeprijsd in de hypotheeklening kan een verlies ontstaan.

---

<sup>4</sup> Daarnaast kunnen huishoudens doorgaans tijdens de rentevasteperiode jaarlijks 10-20% van de hypotheeklening (of leningdeel) boetevrij aflossen.



## 2.4.2. Commerciële vastgoedmarkt

Bij de financiering van commercieel vastgoed en vastgoedfondsen wordt relatief veel gebruik gemaakt van vreemd vermogen. Door de hefboomwerking wordt het rendement verhoogd, maar neemt ook het risico toe. Financiële instellingen, zoals banken, pensioenfondsen en verzekeraars, zijn hierdoor gevoelig voor ontwikkelingen in de waarde van commercieel 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 (indirect door een verslechtering van de vermogenspositie van huishoudens, transmissiekanaal 2 in figuur 1). 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.

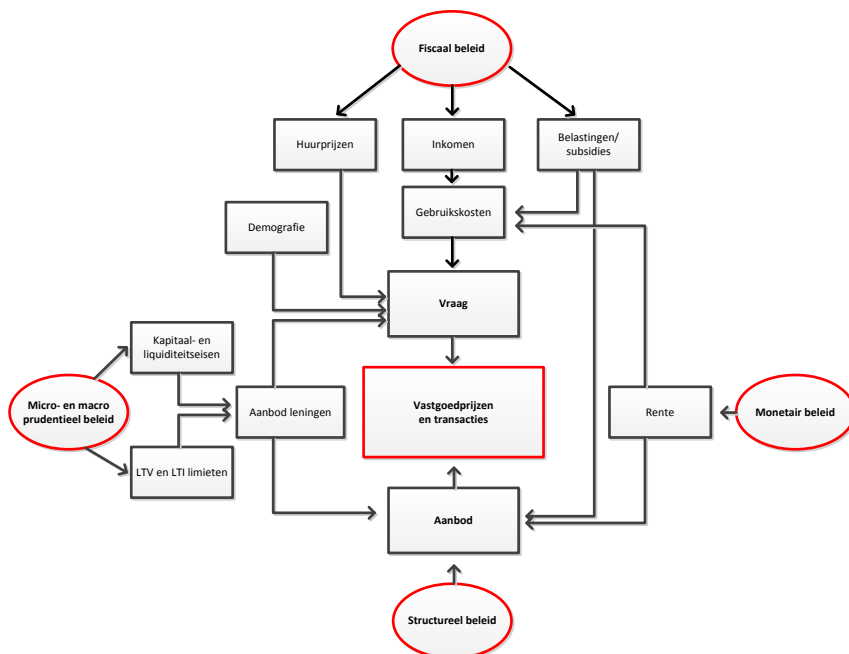
Hoewel banken ook actief beleggen, zijn zij vooral betrokken bij de financiering van commercieel vastgoed. Zo is bij de grootste Nederlandse banken ongeveer 5% van alle leningen (EUR 80 miljard) direct gerelateerd aan commercieel vastgoed. Het grootste deel hiervan betreft beleggingsfinancieringen. Dit zijn financieringen aan beleggers voor de aankoop van bestaande (vaak reeds langlopend verhuurde) objecten, zoals kantoren, industrieel vastgoed, winkels of woningen.

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. Zo is het gebruikelijk dat een bank vraagt om onderpand in te brengen (waaronder vastgoed) voor het verkrijgen van een krediet. In de huidige omstandigheden zorgen de prijsdalingen in de commerciële vastgoedmarkt ervoor dat de onderpandwaarde afneemt. Voor banken betekent dit dat zij bij eventuele probleem leningen een groter verlies moeten nemen. Bovendien is het voor bedrijven moeilijker om met het in prijs gedaalde onderpand voldoende krediet te krijgen (dit is het in paragraaf 2.2 beschreven "financial accelerator effect").

### 3. Invloed van beleidsmakers op vastgoedmarkten

Vastgoedmarkten worden sterk beïnvloed door economisch, financieel en structureel beleid. Op verschillende manieren werkt dit beleid door op de condities en prijsontwikkelingen in vastgoedmarkten. Hilbers et al (2008) onderscheiden vier belangrijke beleidskanalen die van invloed zijn op vastgoedmarkten: monetair, prudentieel, structureel en fiscaal beleid (figuur 2). Sinds de crisis wordt ook het belang van zogenaamd macroprudentieel beleid breed erkend. Dit beleid is gericht op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel, in plaats van op individuele instellingen (microprudentieel beleid). Gezien het belang van vastgoedmarkten voor de soliditeit van individuele instellingen en macro-economische stabiliteit is beleidsmakers veel gelegen aan stabiele en houdbare vastgoedmarkten.

**Figuur 2: Overzicht invloed van beleid op vastgoedmarkten**



Bron: Bewerkte versie van Hilbers et al (2008).

#### 3.1. Monetair beleid

Al lange tijd is veel discussie over de rol van monetaire autoriteiten ten aanzien van het tegengaan van onevenwichtigheden of activa bubbels. Daarbij worden twee hoofdstromen onderscheiden, 'te weten 'lean' en 'clean'. Aanhangers van de 'clean' aanpak stellen dat monetaire autori-

teiten bubbels niet kunnen voorkomen maar een rol hebben bij het opruimen van de problemen (Giavazzi en Mishkin, 2006). Niet iedereen onderschrijft deze meer reactieve rol van monetaire autoriteiten. De crisis heeft geleerd dat de uitstralingseffecten van het knappen van activa bubbels zo groot kunnen zijn dat monetaire autoriteiten maar met moeite in staat zijn om een financiële implosie te voorkomen. Bovendien gaat het 'opruimen' na een activa bubbel soms gepaard met dermate lage rentes dat nieuwe bubbels kunnen ontstaan die op zichzelf weer voor problemen zorgen.

Sinds de crisis is daarom steeds meer aandacht voor het *'leaning against the wind'* credo, dat een actieve rol voor monetaire autoriteiten impliceert (Borio en White, 2004). Hierbij trachten centrale banken de opbouw van financiële onevenwichtigheden, die op zichzelf kunnen leiden tot activa bubbels in bijvoorbeeld aandelen- of vastgoedmarkten, te beperken. Voorstanders van deze aanpak stellen dat hierdoor relatief weinig groeipotentieel wordt opgegeven terwijl het voordeel van het voorkomen van deflatierisico en verloren inkomsten die gepaard gaan met financiële stress groot is. Deze aanpak is echter niet eenvoudig en vraagt om nauwkeurige monitoring van potentiële financiële en macro risico's. Belangrijke indicatoren daarvoor zijn sterke economische groei in combinatie met een sterke groei in de kredietverlening, een toename in leverage, versoepeling van kredietstandaarden en een snelle stijging van activa prijzen, en specifiek huizenprijzen. Een complicerende factor, in het geval van de Eurozone, is dat de economieën en financiële markten divers zijn en lang niet altijd synchroon lopen. Dit komt door verschillen in marktstructuur alsook door verschillen in onderliggende structurele economische factoren (waaronder de concurrentiekracht). Hoewel economen en beleidsmakers sinds de crisis een grotere rol zien weggelegd voor monetaire autoriteiten bij het verminderen van financiële onevenwichtigheden is het daarom belangrijk dat ook macroprudentieel beleid, dat specifiek inzetbaar is, kan worden gebruikt.

### 3.2. Macroprudentieel beleid

Een belangrijke les van de financiële crisis is dat, om de opbouw van onevenwichtigheden te beperken en de weerbaarheid van het financiële systeem te vergroten, naast monetair beleid en microprudentieel toezicht ook macroprudentieel beleid nodig is (De Larosière, 2009). Dit omvat het monitoren van systeembrede ontwikkelingen, de beoordeling van kwetsbaarheden en gerichte actie om de risico's terug te brengen. Om dit beleid vorm te kunnen geven, krijgen veel centrale banken en toezichthouders nieuwe taken en instrumenten. Dat geldt ook voor DNB, die een centrale rol speelt in het macroprudentieel beleid in Nederland. Tevens is onlangs het Financieel Stabiliteitscomité opgericht, waarin DNB, het Ministerie van Financiën en de Autoriteit Financiële Markten vertegenwoordigd zijn. Dit comité bevordert de dialoog tussen DNB en andere nauw betrokken stakeholders op macroprudentieel vlak.

Vanaf begin 2014 krijgt DNB de beschikking over nieuwe instrumenten die expliciet invulling geven aan haar stabiliteitstaak (DNB, 2013c). Hieronder vallen onder meer een kapitaalbuffer voor systeembanken, en een contracyclische buffer, die de kapitaaleisen voor banken afhankelijk maakt van de kredietgroei. Extra kapitaaleisen voor de systeembanken maken ons financiële stelsel minder kwetsbaar. De contracyclische buffer zorgt ervoor dat banken extra kapitaal opbouwen in tijden van excessieve kredietgroei waarmee zij beter bestand zijn tegen schokken, en sterke fluctuaties in de kredietverlening worden tegengegaan. DNB zal de extra kapitaaleisen voor systeembanken de komende jaren geleidelijk invoeren en beoordeelt vier keer per jaar of de kredietgroei aanleiding geeft tot het inzetten van de contracyclische buffer.

Andere macroprudentiële instrumenten die kunnen worden ingezet om de financiële stabiliteit te bevorderen en excessieve kredietverlening terug te dringen zijn *loan-to-value* (LTV) en *loan-to-income* (LTI) limieten. Deze instrumenten zijn specifiek gericht op het tegengaan van risico's in vastgoedmarkten. Een verlaging van de maximum LTV of LTI maakt hypotheekverstrekking minder risicovol voor consumenten, financiële instellingen en het financiële systeem als geheel (Bijlsma, 2012). Daarnaast biedt het nieuwe Europese regelgevingskader voor banken (CRD-4) autoriteiten de mogelijkheid in uitzonderlijke gevallen de risicogewichten van vastgoedactiva voor banken tijdelijk te verhogen teneinde macroprudentiële risico's te adresseren.

### 3.3. Toezicht en regelgeving

Het microprudentiële toezicht ziet toe op solide en integere financiële instellingen. Banken, pensioenfondsen en verzekeraars moeten voldoende buffers aanhouden om verwachte en onverwachte verliezen te kunnen opvangen. Elk van de sectoren heeft zijn eigen regelgevingskader.

#### 3.3.1. Banken

In Europa en veel andere delen van de wereld wordt bij de regelgeving van banken uitgegaan van de Bazelse akkoorden. In Europa wordt deze regelgeving vertaald via de CRD-richtlijnen. In Bazel III zijn de risicogewichten voor exposures op de woning- en commerciële vastgoedmarkten onveranderd gebleven.<sup>5</sup> Wel zorgt de stijging van het vereiste bufferniveau ervoor dat banken per saldo meer kapitaal en kapitaal van hogere kwaliteit moeten reserveren voor alle activa, dus ook voor vastgoed gerelateerde exposures. Dit zou banken een prikkel kunnen geven om zich meer te richten op activa met een laag risicogewicht. Dit kan ook gevolgen hebben voor de financiering van commercieel vastgoed, aangezien dit type leningen een relatief hoog risicogewicht hebben ten opzichte van minder risicovolle activa zoals overheidsobligaties of hypotheekleningen.

---

<sup>5</sup> Wel is in de CRD-4 de mogelijkheid gecreëerd om in uitzonderlijke gevallen hogere risicogewichten te hanteren voor commerciële vastgoedactiva (zie ook paragraaf 3.2).

Om een te abrupte terugval in de kredietverlening te voorkomen worden de kapitaaleisen geleidelijk ingefaseerd en hoeven banken pas in 2019 volledig te voldoen.

In aanvulling op de risicogewogen kapitaaleis introduceert Bazel III ook een ongewogen kapitaaleis: de leverage ratio. Deze ratio functioneert als een extra veiligheidsklep: ook als een bank zijn balans gevuld heeft met weinig risicovolle activa (zodat de RWA en daarmee de risicogewogen kapitaaleis relatief laag is), dan nog moet een bank tenminste 3% kapitaal van het balanstotaal aanhouden.<sup>6</sup> De leverage ratio komt zo ook tegemoet aan de zorg dat banken door gebruik van een intern model hun RWA teveel zouden verlagen. Banken zullen naar verwachting vanaf 2015 de ongewogen kapitaalratio moeten publiceren. Bovendien kijken financiële markten nu al naar de ongewogen kapitaalratio als indicator van de soliditeit van een bank. Hoewel de afspraken rondom de leverage ratio dus nog niet bindend zijn anticiperen banken al wel op deze maatregel. De leverage ratio kan vooral knellend zijn voor banken met veel activiteiten die een laag risicotarief hebben, dit betreft onder meer het hypotheekbedrijf. De toegenomen focus op de leverage ratio kan banken ertoe brengen om meer terughoudend te zijn bij het verlenen van hypotheeken. Als de ongewogen kapitaalratio dichtbij het vereiste minimum ligt, kan het vereiste kapitaalbeslag dat voortvloeit uit deze aanvullende kapitaaleis voor banken een relevante overweging worden.

Bazel III bevat tevens voor het eerst bindende liquiditeitsregels. Banken moeten een buffer aanhouden met liquide activa waarmee zij een 30-daags stress scenario kunnen doorstaan (de zogenaamde *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)). Daarnaast verplicht de *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) banken om stabiele financiering aan te houden tegenover langlopende activa. Dit betekent dat banken hypotheeken en andere vastgoed gerelateerde exposures stabiel moeten financieren. Hierdoor kunnen financieringskosten toenemen met mogelijke gevolgen voor het aanbod en de prijs van hypotheek- en vastgoedleningen (zie hoofdstuk 4).

De aanscherpingen in Bazel III, zijn primair gericht op het versterken van de zogenaamde '1e pilaar' van het Bazelse raamwerk. Uit hoofde van 'Pilaar II' van het Bazel II akkoord heeft DNB de bevoegdheid om extra (kapitaals)eisen aan individuele banken te stellen wanneer zou blijken dat bepaalde banken onvoldoende grip hebben op de risico's met betrekking tot blootstelling aan bepaalde activa (bijvoorbeeld in het geval van concentratierisico's).

---

<sup>6</sup> Het kabinet wil, in elk geval voor systeemrelevante instellingen, een hogere leverage ratio van minimaal 4% nastreven (Ministerie van Financiën, 2013).

### 3.3.2. Pensioenfondsen en verzekeraars

Pensioenfondsen en verzekeraars hebben te maken met respectievelijk het Financieel Toetsingskader (FTK) en Solvency I (Toereikendheidstoets). Centraal in het toezicht op het beleggingsbeleid van zowel pensioenfondsen als verzekeraars staat het prudent person beginsel. Het prudent person beginsel komt erop neer dat beleggingen in het belang van de deelnemers- of verzekerden moeten zijn. Een prudent beleggingsbeleid behelst onder meer dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Ook moet hoofdzakelijk op gereguleerde markten worden belegd en moeten risico's worden gespreid. Daarnaast is van belang dat de beheersing en deskundigheid van de onder toezicht staande instelling passen bij het karakter van de beleggingen. Een illiquide belegging zoals een investering in infrastructuur kent immers andere risico's dan een belegging in relatief eenvoudige staatsobligaties.

Pensioenfondsen hebben ook te maken met risico-gebaseerde solvabiliteits-eisen. Pensioenfondsen moeten beschikken over een vereist eigen vermogen (VEV). Deze buffer is erop gericht dat pensioenverplichtingen daadwerkelijk met een hoge mate van zekerheid kunnen worden nagekomen. Naarmate een pensioenfonds meer beleggingsrisico loopt, is een hoger VEV nodig. Fondsen kunnen met het standaardmodel op eenvoudige wijze het VEV bepalen. Daartoe wordt de gevoeligheid van de beleggingen en verplichtingen vastgesteld voor een aantal risicoscenario's. Er zijn onder meer risicoscenario's voor een daling van de rente, een daling van aandelenkoersen en een daling van vastgoedprijzen.

Momenteel wordt gewerkt aan een nieuw toezichtraamwerk voor pensioenfondsen. Hierin wordt het vereiste vermogen voor beleggingen opnieuw onder de loep genomen. Ook wordt nadere invulling gegeven aan het prudent person beginsel. Naar verwachting zullen de nieuwe toezichtregels voor pensioenfondsen per 1 januari 2015 van kracht worden. Ook voor verzekeraars wordt gewerkt aan een nieuw regelgevingskader (Solvency II). Bepaalde details van SII staan echter nog niet vast en het is niet zeker wat het precieze effect zal zijn op het beleggingsbeleid van verzekeraars.

### 3.4. Fiscaal en structureel beleid

Vastgoedmarkten worden ook sterk beïnvloed door fiscaal en structureel beleid. In de Nederlandse markt is dat evident. De hypotheekrenteaftrek (HRA), in combinatie met het relatief rigide aanbod als gevolg van het restrictieve ruimtelijke ordeningsbeleid, heeft een sterke invloed gehad op de huizenprijsontwikkeling in Nederland. Door de HRA werkt de rente niet volledig door in de hypotheeklasten; voor de consument telt alleen het gedeelte dat overblijft na belastingaftrek. Het effect is dat hogere schulden kunnen worden aangegaan. De HRA leidt daarmee tot een hoger niveau van de huizenprijzen. Door de hogere schuld is de financiële "hefboom" van huizenbezitters groter. Een inkomensstijging krijgt door de HRA

een groter effect op de hypotheekschuld en daarmee op de huizenprijs. Uit onderzoek (Catte et al, 2004) blijkt inderdaad dat landen met een hoge mate van belastingsubsidie op de huizenmarkt te maken hebben met sterker fluctuerende huizenprijzen.

Ook de situatie in de huursector is van invloed op de woningmarkt. Doorgaans is sprake van enige mate van flexibiliteit tussen de koop- en huurmarkt. Als de kosten van kopen hoger zijn dan huren hebben huishoudens een incentive om de huurmarkt te betreden en visa versa. In dat geval functioneren deze markten als communicerende vaten en kunnen onevenwichtige prijsstijgingen via dit mechanisme worden gedempt. Het beperkte aanbod aan huurwoningen in de vrije sector in Nederland vormt echter een belemmering voor deze arbitragemogelijkheid. Veel huishoudens in het hogere inkomenssegment, waaronder jongeren, worden dan ook (vroegtijdig) richting de koopmarkt gedreven (SER, 2013).

## 4. Ontwikkelingen in Nederland

Dat ontwikkelingen in vastgoedmarkten een grote invloed hebben op macro-economische ontwikkelingen merken we momenteel in eigen land. Mede door problemen in de woning- en commerciële vastgoedmarkt herstelt de Nederlandse economie zich langzamer dan in veel andere Eurozone landen. Bovendien worden de ontwikkelingen in de Nederlandse huizenmarkt en commerciële vastgoedmarkt sterk gedreven door fiscaal- en structureel beleid.

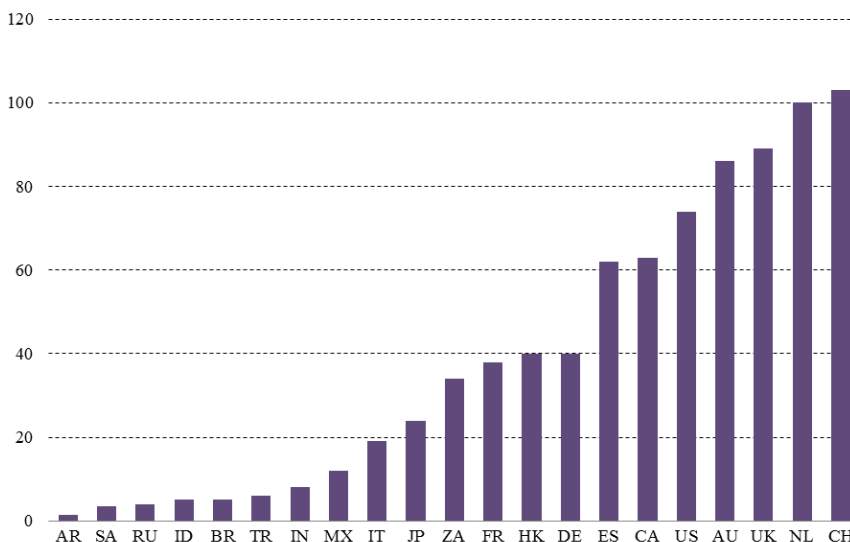
### 4.1. Woningmarkt

#### 4.1.1. Ontwikkelingen en karakteristieken Nederlandse huizenmarkt

De totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens is zeer hoog. Dit geldt niet alleen voor het bedrag (EUR 640 miljard), maar ook voor het bedrag in verhouding tot het nationaal inkomen. In 1995 was de schuld nog 43% van het nationaal inkomen; in 2011 is dit opgelopen naar 105% (figuur 3).

**Figuur 3: Internationale vergelijking van hypotheekschuld in % bbp**

Procenten bbp; ultimo 2011.



Bron: FSB.



Twee ontwikkelingen hebben hier in die periode aan bijgedragen. Ten eerste sloten huishoudens hogere leningen af, onder andere door een maximaal gebruik van de hypotheekrenteaftrek en het meetellen door banken van tweede inkomens. Daarnaast werd het steeds minder gebruikelijk om de leningen gedurende de looptijd af te lossen. Dit laatste is te zien aan de opkomst van aflossingsvrije hypotheekleningen. Hoewel ook bij spaar- en beleggingshypotheekleningen niet wordt afgelost, staat daar nog een tegoed tegenover, dat wordt opgebouwd in een kapitaalverzekering eigen woning. In totaal is de omvang van deze tegoeden echter nog gering ten opzichte van de uitstaande schulden.<sup>7</sup> De hogere leencapaciteit per huishouden heeft geruime tijd een vliegwieleffect op de woningprijzen gehad, vooral in de jaren 1995-2005. Door de ruimere beschikbaarheid van hypotheekleningen, waren huishoudens in staat een hogere woningprijs te betalen, hetgeen bij een star aanbod van woningen de marktprijs heeft opgedreven. De verwachting van verdere prijsstijgingen droeg vervolgens weer bij aan een ruimere kredietverlening, wat het proces verder heeft versterkt. Inmiddels dalen de prijzen. Dit betekent echter nog niet dat de groei van de hypotheekschuld snel zal afvlakken. Er wordt nog steeds weinig op bestaande hypotheekleningen afgelost en door de prijsstijgingen uit het verleden moeten starters in de meeste gevallen nog steeds een hogere lening afsluiten dan de lening die door de vorige eigenaar op dezelfde woning wordt afgelost (DNB, 2012b).

#### 4.1.2. Implicaties voor financiële en macro-economische stabiliteit

De hoge hypotheekschuld vergroot de risico's voor de financiële stabiliteit. Hoe hoger de schuld ten opzichte van inkomens, onderpand en spaartegoeden, hoe groter de risico's voor huishoudens, banken en de overheid. Huishoudens met een eigen woning hebben in veel gevallen te weinig buffers om onverwachte schokken te kunnen opvangen en besteden een groot deel van hun inkomen aan hypothecaire verplichtingen. Dit geldt vooral voor jonge huishoudens die de afgelopen jaren een woning hebben gekocht. In 2009 was bij 15% van de woningbezitters sprake van een negatieve overwaarde: de hypotheekschuld is hoger dan de actuele woningwaarde. Inmiddels is dit percentage gestegen naar circa 30% eind 2012. Bovendien is een groot deel van de hypotheekleningen aflossingsvrij, waardoor ook niet op een gekoppelde spaar- of beleggingsrekening vermogen wordt opgebouwd. Ook zonder verdere huizenprijzdalingen lopen veel huishoudens risico op betalingsproblemen, bijvoorbeeld als de rente oploopt en de maandelijkse lasten stijgen. Een mogelijke inkomenschok, zoals werkloosheid, maakt huishoudens buitengewoon kwetsbaar. Naarmate dit een cyclus van gedwongen verkopen en (verder) dalende huizenprijzen in gang zet, drukt dit bovendien extra op zowel huishoudens als banken.

Banken zijn ten eerste kwetsbaar via de verstrekte hypothecaire kredieten, die een aanzienlijk deel uitmaken van hun balans (bijna 30%). De dalende

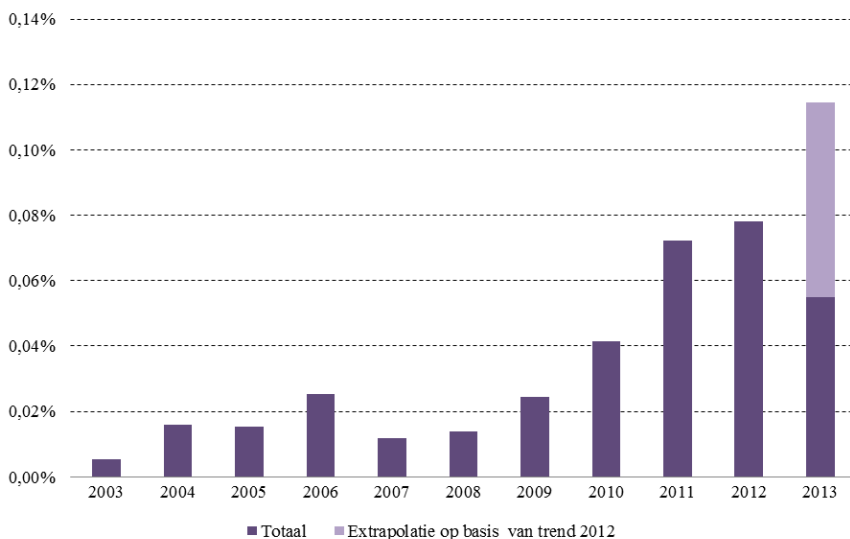
---

<sup>7</sup> De opbouw in direct aan hypotheekleningen gekoppelde producten bedroeg begin 2012 naar schatting EUR 30-45 miljard, bron: DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit voorjaar 2012.

woningprijzen gecombineerd met grotere betalingsproblemen bij huishoudens leiden tot een oplopende verliesratio op hypotheekleningen. De betalingsachterstanden zijn sinds 2005 ononderbroken gestegen en concentreren zich bij leningen die hoog zijn ten opzichte van de waarde van het onderpand. Ook het aantal gevallen waarin een betalingsachterstand uiteindelijk leidt tot gedwongen verkoop neemt toe. Daarmee nemen ook de kredietverliezen voor banken toe (figuur 4). Uitgedrukt als percentage van de totale portefeuille zijn de verliezen, met minder dan 12 basispunten, echter zeer beperkt.

**Figuur 4: Afschrijving hypotheekleningen**

Afschrijvingen als percentage van totale omvang hypotheekportefeuille van Nederlandse banken (binnenlands bankbedrijf).



Betreft hypotheekleningen van Nederlandse huishoudens.

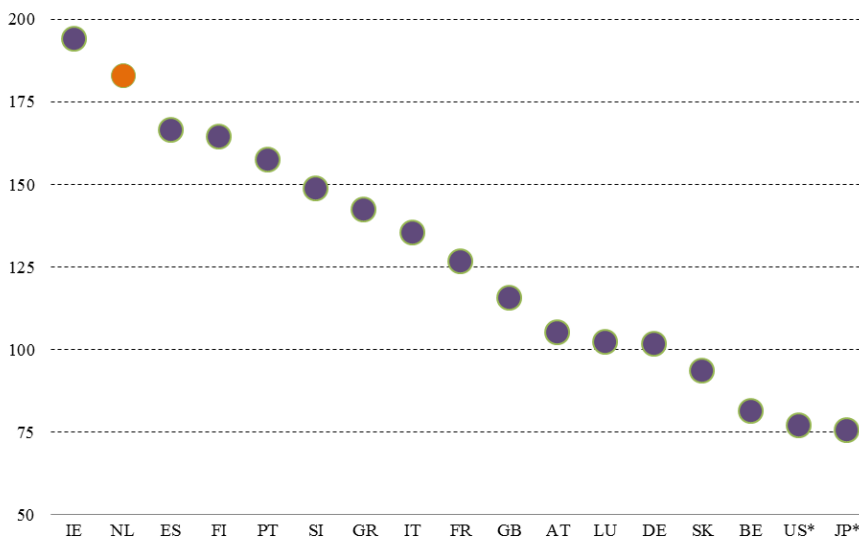
Bron: DNB - Monetaire statistieken.

Een tweede stabiliteitsrisico is gerelateerd aan de financiering van de hypotheekportefeuille. Nederlandse huishoudens hebben internationaal gezien een zeer hoge hypotheekschuld. Daar staat tegenover dat zij het merendeel van hun vermogen opbouwen bij pensioenfondsen, die het geld grotendeels in het buitenland beleggen. Er is daardoor in Nederland een steeds grotere kloof ontstaan tussen de door banken verstrekte binnenlandse leningen en de bij banken aangehouden deposito's - het zogeheten depositofinancieringsgat. Voor de financiering van hypotheekleningen zijn de Nederlandse banken daardoor in belangrijke mate aangewezen op de (internationale) kapitaalmarkt. Ook in internationaal opzicht is de omvang van het binnenlandse depositofinancieringsgat uitzonderlijk. Zo is

de verhouding tussen binnenlandse leningen en deposito's, de *loan-to-deposit* (LTD) ratio bij Nederlandse banken een van de hoogste van Europa (figuur 5).

**Figuur 5: Internationale vergelijking loan-to-deposit ratio**

Leningen in procenten deposito; ultimo 2012.



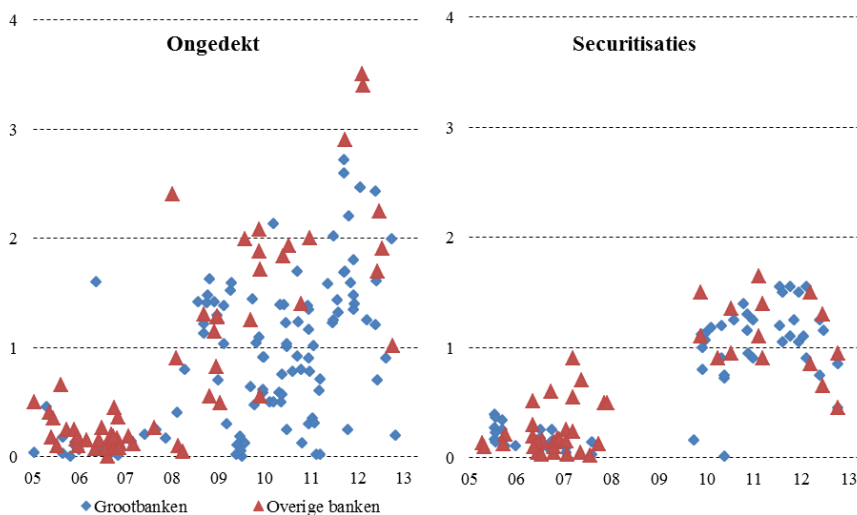
\* Cijfers VS en Japan betreffen ultimo 2011.

Bron: BIS, DNB en ECB.

Vanwege het depositofinancieringsgat zijn Nederlandse banken relatief gevoelig voor ongunstige ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkt (Jansen et al, 2013). Sinds de crisis zijn de financieringscondities op alle deelmarkten verslechterd. Figuur 6 laat zien dat de risicopremies voor securitisaties en ongedekte obligaties sterk zijn gestegen en veel volatieler zijn geworden. In 2008 en de eerste helft van 2009 was de markt voor nieuwe securitisaties de facto zelfs gesloten. Nederlandse banken maakten voor de crisis veel gebruik van securitisaties die zij doorgaans elke 5 jaar herfinancieren. De risicopremie op ongedekte schuldtitels is sinds 2008 sterk toegenomen en heeft de daling van de risicovrije rente in belangrijke mate geneutraliseerd. De gestegen volatiliteit is een teken dat de toekomstige kosten of beschikbaarheid van ongedekte financiering onzekerder zijn geworden.

**Figuur 6: Risicopremies ongedekte obligaties en securitisaties, 2005-2012**

Spreads in procenten boven swaptarief, per uitgifte; securitisaties met een rating van tenminste AA-.



De grootbanken zijn ING, Rabobank en ABN AMRO. Selectie uitgiftes: looptijd 3 t/m 14 jaar met een (tranche) omvang van tenminste EUR 50 mln. Risicovrije referentievoet is de swaprate op dezelfde dag met gelijke looptijd in jaren.

Bron: Dealogic en Bloomberg.

Voor sommige banken is marktfinanciering momenteel afgesloten of prohibitief duur. Deze instellingen zijn volledig aangewezen op spaargeld. Weer andere banken tillen zwaar aan het toegenomen herfinancieringsrisico en willen dit reduceren. In beide gevallen kunnen banken reageren door hypotheekrentes meer te verhogen dan de financieringskosten om zo de vraag naar hypothecair krediet te ontmoedigen. Hiermee wordt de koppeling tussen hypotheekrentes en marginale financieringskosten minder sterk.

De financiële crisis heeft er tevens voor gezorgd dat marktpartijen, waaronder rating agencies, meer letten op de LTD ratio van banken. Een bank die haar LTD laat oplopen riskeert een lagere rating en dus duurdere marktfinanciering. Deze impliciete kredietrestrictie vanuit de financiële markten stimuleert banken om sterk te sturen op de LTD. Enerzijds proberen banken de kredietvraag te beperken door een hoge rente te vragen of non-tarifaire verstrekingsvoorwaarden aan te scherpen. Anderzijds bieden banken hogere depositorentes om meer spaargeld aan te trekken. De spaartarieven zijn in Nederland daardoor hoger dan in andere landen. Er is ook empirisch bewijs dat landen met een relatief groot

depositofinancieringsgat, zoals Nederland, een relatief hoge spaarrente plegen te hebben (Pattipeilohy, 2013).

Als gevolg van het depositofinancieringsgat hebben Nederlandse banken momenteel ca. EUR 400 miljard aan ongedekte lange schuld uitstaan. Het Nederlandse bankwezen is daardoor extra kwetsbaar voor downgrades. Toezichthouders eisen daarnaast in toenemende mate dat tegenover aangetrokken deposito's in het land zelf activa worden aangehouden. Dit werpt belemmeringen op voor een financiering strategie waarbij de bank vanuit een centrale treasury financiering aantrekt en deze kan herverdelen over de verschillende landen en markten. De in het buitenland aange trokken deposito's kunnen zo in mindere mate worden benut om Nederlandse hypotheeklen te financieren. De afhankelijkheid van marktfinanciering neemt daardoor verder toe. Onderzoek van DNB maakt aannemelijk dat Nederlandse banken sinds de crisis met relatief hoge financieringskosten worden geconfronteerd en dat dit mede ten grondslag ligt aan de relatief hoge hypotheekrente (in vergelijking tot omringende landen) van dit moment (Jansen et al, 2013). De moeilijke toegang tot marktfinanciering beïnvloedt indirect ook de concurrentieverhoudingen op de Nederlandse hypotheekmarkt. De slechte financieringscondities maken het voor nieuwe toetreders namelijk moeilijker om de markt te betreden.

Inmiddels hebben de hogere hypotheekrentes toetreding uitgelokt. Zo hebben Nederlandse verzekeraars, NIBC en SNS Reaal recentelijk hun activiteiten op de hypotheekmarkt uitgebreid. De bruto-marges lijken hierdoor recentelijk te zijn gedaald. Als op termijn de financieringscondities normaliseren, ligt het in de rede dat ook buitenlandse partijen (weer) naar Nederland zullen komen.

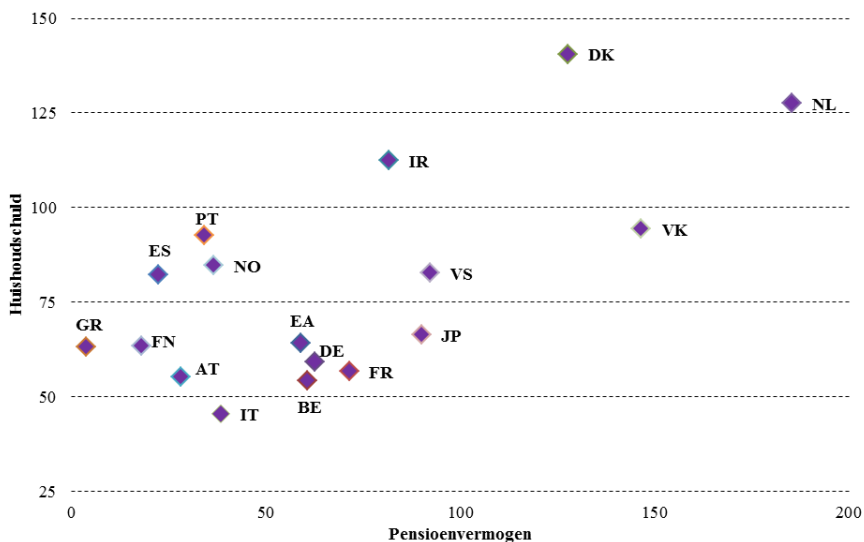
### 4.1.3. Dieperliggende oorzaken voor hoge hypotheekschuld in Nederland

De sterke toename van de hypotheekschuld en het depositofinancieringsgat sinds midden jaren '90 is gedreven door drie factoren: fiscale stimulering via de hypotheekrenteaftrek, versoepeling van kredietvoorwaarden door banken en de financieringsstrategie van banken. Deze drie factoren hangen deels samen met een dieperliggende structurele factor: het ambitieuze, fiscaal gefaciliteerde Nederlandse pensioenstelsel dat bijdraagt aan relatief lage vrijwillige besparingen en daarmee een relatief grote behoefte aan schuldfinanciering bij gezinnen.

Het Nederlandse pensioenstelsel kent in internationaal perspectief een hoge ambitie voor het pensioen en zekerheid, en dus aanzienlijke premies. De verplichte pensioenbesparingen zijn voor gezinnen tijdens het werkzame leven niet beschikbaar. Vooral bij de midden- en hogere inkomensgroepen genereert dit een behoefte aan schuldfinanciering, want zij hebben de ambitie een eigen huis te kopen. Landen met hoge pensioenvermogens zijn dan ook vaak landen waar gezinnen hoge (hypotheek)schulden hebben (figuur 7).

**Figuur 7: Internationale vergelijking van huishoudschuld en pensioenvermogen**

Procenten bbp; ultimo 2011.



Pensioenvermogen incl levensverzekeringen, VK alleen levensverzekeringen.

Bron: Eurostat/OECD.

Door de hypotheekrenteaftrek en het verplichte en fiscaal gesubsidieerde pensioensparen wordt de huishoudensbalans aan beide kanten opgerekt. Nederlandse huishoudens hebben dan ook lange balansen, met zowel

grote vorderingen als schulden. Nederlanders hebben gemiddeld zowel grote pensioenvermogens als een hoge hypothecaire schuld (figuur 8). Die lange balans maakt Nederland gevoeliger voor renteveranderingen en andere financiële schokken. Tegelijkertijd is de netto vermogenspositie van huishoudens ruim positief en staat Nederland er in dat opzicht goed voor, al bestaan er op dit punt aanzienlijke verschillen tussen generaties.

**Figuur 8: Financieel vermogen huishoudens in % bbp**

Financieel vermogen als %bbp inclusief netto overheidsschuld, per ultimo 2011.



Bron: ECB, IMF, landelijke bureaus voor de statistiek.

#### 4.1.4. Beleidsimplicaties

De huidige problematiek is terug te voeren op het gedrag van veel verschillende partijen. Niet alleen banken hebben hierbij een rol gespeeld maar ook consumenten/kiezers en de overheid, waarbij fiscale prikkels een belangrijke drijvende kracht waren. Inmiddels is een groot aantal maatregelen ingevoerd die de stabiliteit van de woningmarkt moeten versterken. Naast de geleidelijk verlaagde maximale leenbedragen zijn dit jaar diverse andere maatregelen genomen die gevolgen hebben voor de hypothecaire kredietverlening (zie box 1). De belangrijkste wijziging betreft de hypotheekrenteaftrek. Nederland is het enige land in het eurogebied waar de betaalde rente voor een hypotheek op de eerste woning gedurende een lange periode volledig aftrekbaar is. Vanaf begin 2013 is dat bij nieuwe leningen alleen nog mogelijk als de schuld in 30 jaar wordt afgelost volgens een annuïtair schema of sneller.

**Box 1** Recente maatregelen op gebied van hypothecaire kredietverlening

- Voor nieuwe hypotheekleningen is aftrek van hypotheekrente vanaf 2013 alleen mogelijk als de hypotheek in 30 jaar annuïtair (of sneller) wordt afgelost.
- Met een aanvullende lening is het mogelijk de aflossing te beperken tot minimaal 50% van de woningwaarde. De rente op de aanvullende lening is niet fiscaal aftrekbaar.
- Voor bestaande hypotheekleningen wordt het maximale tarief waartegen aftrek kan plaatsvinden tussen 2013 en 2040 jaarlijks met 0,5 procentpunt verlaagd, tot uiteindelijk het tarief van de derde schijf.
- De maximale LTV-ratio voor nieuwe hypotheekleningen is met ingang van 2013 vastgesteld op 105% en wordt met 1 procentpunt per jaar verminderd, tot 100% in 2018.
- De box 1 vrijstelling voor de kapitaalverzekering eigen woning is vanaf 2013 afgeschaft voor nieuwe gevallen.
- Sinds oktober 2012 is de rente op restschulden tot tien jaar na de verkoop datum fiscaal aftrekbaar.

In de meeste landen van het eurogebied is een annuïtair aflossingsschema voor woninghypotheekleningen gebruikelijk. Slechts 7,5% van de in 2007 nieuw verstrekte hypotheekleningen in het eurogebied is aflossingsvrij. In Nederland, Ierland en Cyprus is het aandeel aflossingsvrije hypotheekleningen met 50% beduidend hoger. De maandelijkse uitgaven voor een lening nemen door de genoemde maatregel toe, omdat elke lening vanaf het begin gepaard gaat met volledige aflossingsverplichtingen om voor hypotheekrenteaftrek in aanmerking te komen. Vanuit het perspectief van financiële stabiliteit heeft dit als voordeel dat starters al direct beginnen met aflossen op de hypotheekschuld, en daarmee vroegtijdig een financiële buffer opbouwen. Dit beperkt het risico op een restschuld bij verkoop van de woning en heeft een gunstig effect op de ontwikkeling van het depositofinancieringsgat van banken. Een vergelijkbaar effect gaat uit van de al eerder ingezette maximalisering en stapsgewijze verlaging van de verhouding tussen de hypotheekschuld en de waarde van de eigen woning (LTV-ratio) op nieuwe leningen. Hoewel deze maatregelen een gunstig effect hebben op de ontwikkeling van het depositofinancieringsgat is het niet de verwachting dat de totale hypotheekschuld hierdoor op korte termijn zal afnemen. Schilder, Conijn en Eskinasi (2012) hebben verschillende scenario's doorgerekend (alleen nog verstrekking van annuïtaire leningen, prijsdalingen vanaf 2013, herstel van de woningmarkt en andere scenario's) en in geen van deze scenario's daalt de hypotheekschuld in de periode tot 2025.

Een nieuw evenwicht op de woningmarkt zal naar verwachting bij lagere huizenprijzen worden gevonden. De vraag naar woningen staat immers onder druk door de tegenvallende inkomensontwikkeling en het grotere werkloosheidsrisico. Daarnaast spelen de aangescherpte hypotheekvoorwaarden en de toegenomen terughoudendheid van banken bij de hypothecaire kredietverlening een rol. Zoals eerder beschreven zijn banken voor hun kredietverstrekking sterk afhankelijk van marktfinanciering en brengt dit in de huidige marktstandigheden kwetsbaarheden met zich mee die tot



een grotere terughoudendheid bij de hypothecaire kredietverlening kunnen leiden. Mede hierom hebben verschillende partijen afgelopen jaar de mogelijkheden voor oprichting van een Nationale Hypotheek Instelling verkend. Deze instelling kan langs verschillende wegen bijdragen aan een oplossing voor de problemen op de hypotheekmarkt (box 2).

### **Box 2** Nationale Hypotheekinstelling

De crisis heeft duidelijk gemaakt dat een stabielere financiering van de hypothecaire kredietverlening gewenst is. Daarnaast is het wenselijk dat het aantal aanbieders toeneemt. Kees van Dijkhuizen heeft in het voorjaar van dit jaar verkend hoe de rol van institutionele beleggers, waaronder de Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, bij de hypothecaire woningfinanciering kan worden vergroot. Verder heeft de commissie-Kroes de mogelijkheden onderzocht voor de oprichting van een Nationale Hypotheekinstelling (NHI) (Eindrapport Commissie Kroes, 2013). Op Prinsjesdag heeft het kabinet aangekondigd de komende periode te zullen bezien of en hoe een NHI kan worden ingericht zodanig dat wordt voldaan aan de Europese staatssteunaspecten en andere randvoorwaarden.

De NHI kan langs verschillende wegen bijdragen aan een oplossing van de problemen in de hypotheekmarkt. Ten eerste nemen de herfinancieringsrisico's af omdat een bank altijd NHG-hypotheek kan herfinancieren via de NHI. De hypotheekverstrekking wordt daardoor minder kwetsbaar voor financiële stress, zoals het opdrogen van de securitisatiemarkt in 2008-2009. De NHI levert de grootste baten in extreme omstandigheden, waarin deze het hardste nodig zijn, en verbetert de stabiliteit van het Nederlandse financiële systeem en de economie. Daarnaast levert financiering via de NHI een direct kostenvoordeel op, dat kan en dient te worden doorgegeven aan consumenten met een (nieuwe) NHG-hypotheek. De commissie-Kroes becijfert dit voordeel op ca. 20 basispunten binnen enkele jaren. Het voordeel zal zich pas geleidelijk manifesteren omdat NHI-financiering langzaam aan belang zal winnen.

Naast deze directe effecten kan de NHI ook via andere wegen de problemen op de hypotheekmarkt verlichten. De commissie-Kroes schat deze indirecte effecten in op 25 à 30 basispunten, zodat het totale effect van de NHI op de NHG-hypotheekrente kan oplopen tot een reductie van zo'n 0,5 procentpunt. Bovendien is het indirecte effect relevant voor de gehele hypotheekmarkt. Ook voor niet-NHG-hypotheek kan de rente daardoor afnemen met ongeveer een kwart procentpunt. Het indirecte effect is het resultaat van twee kanalen. Ten eerste kan de NHI leiden tot een lagere rente op spaartegoeden. Dit betekent een financieringskostenvoordeel voor alle hypotheek. Ten tweede kan de stabiele financiering die de NHI biedt, potentiële nieuwe (ook buitenlandse) aanbieders ertoe verleiden de Nederlandse markt te betreden. Dit vergroot de concurrentie en de druk de hypotheekrente te verlagen, zelfs met meer dan de behaalde kostenvoordelen zodat ook de bruto-marge afneemt. Ook vermindert toetreding het concentratierisico bij de bestaande aanbieders. (Bron: Jansen, Kruidhof en Swank, 2013)

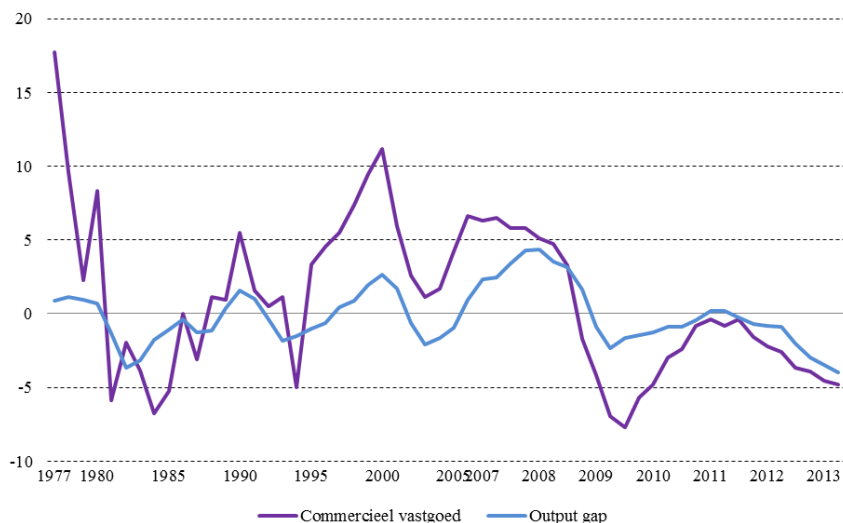
## 4.2. Commerciële vastgoedmarkt

### 4.2.1. Ontwikkelingen en karakteristieken Nederlandse commerciële vastgoedmarkt

De markt voor Nederlands commercieel vastgoed is sterk cyclisch (figuur 9). De meest recente cyclus valt echter samen met een structureel dalende vraag naar vastgoed. Het verschil tussen gevraagde en aangeboden ruimte loopt gestaag op, vooral bij kantoren en bedrijfsgebouwen. Bij kantoren is de leegstand volgens marktinformatie veertien procent. Trendmatige factoren die de vraag onder druk zetten, zijn de opkomst van internetwinkels, flexibeler gebruik van kantoorpanden en een structureel lagere groei van de beroepsbevolking. Door het samenspel van deze ontwikkelingen is een hardnekkig aanbodoverschot ontstaan (DNB, 2012c).

#### **Figuur 9: Prijswontwikkeling commercieel vastgoed en conjunctuur**

Jaar-op-jaar verandering vastgoedprijzen in procenten, output gap als percentage potentieel bbp.

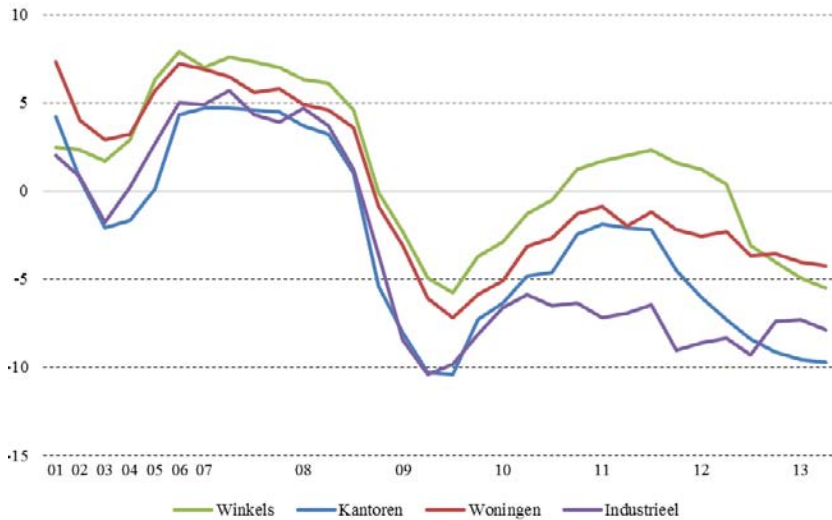


Bron: IPD/ROZ en OECD.

Dat het aanbod van vastgoed zich niet voldoende aanpast aan de dalende vraag, komt tot uiting in dalende prijzen. Die nemen voor Nederlands commercieel vastgoed al zo'n vier jaar af. In maart van dit jaar lagen de prijzen zeventien procent onder de laatste piek in september 2008; bovendien bestaan grote verschillen tussen marktsegmenten. Vooral prijzen van kantoren (-20 procent) en industriële bedrijfsruimten (-26 procent) zijn gedaald (figuur 10). Het winkelruimtesegment heeft een licht herstel doorgemaakt, dat inmiddels weer tot stilstand is gekomen. Zeker in

een scenario waarin de economische groei voorlopig laag is, lijken ook de vooruitzichten voor de vastgoedmarkt vooralsnog ongunstig.

**Figuur 10: Prijsontwikkeling commercieel vastgoed - marktsegmenten**  
Jaar-op-jaar verandering, in procenten.



Bron: IPD/ROZ.

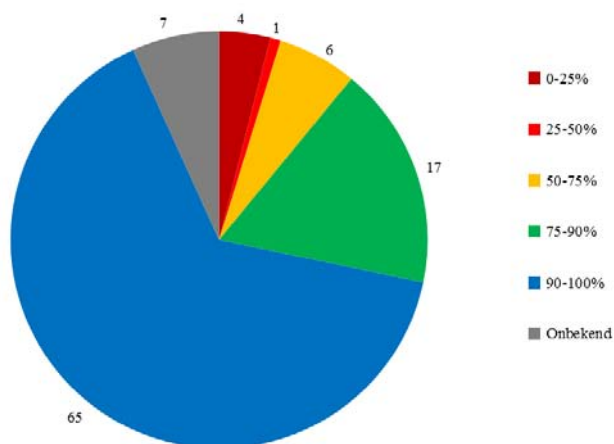
#### 4.2.2. Implicaties voor financiële en macro-economische stabiliteit

Nederlandse financiële instellingen hebben significante uitzettingen op commercieel vastgoed (DNB, 2013b). Zij zijn daarmee gevoelig voor waardeveranderingen van commercieel vastgoed. Banken hebben in totaal voor bijna EUR 80 miljard leningen uitstaan aan vastgoedgerelateerde bedrijven (vastgoedbedrijven, beleggers en projectontwikkelaars) met commercieel vastgoed in Nederland als onderpand. Bij deze financiering tegen onderpand werken waardeverminderingen niet altijd direct door. Indien de lening tijdig en volledig wordt terugbetaald en rentebetalingen over de lening plaatsvinden, ondervinden banken niet direct de gevolgen van waardeveranderingen van het onderpand. De casus SNS laat niettemin zien dat een overmatige concentratie in vastgoedposities verstrekende gevolgen kan hebben: de vastgoedportefeuille vormde de belangrijkste oorzaak van de problemen. Bij pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zijn de uitzettingen op commercieel vastgoed anders van aard. Deze instellingen hebben, relatief kleine, portefeuilles Nederlands vastgoed (respectievelijk circa EUR 20 miljard en EUR 11 miljard). Waardeverminderingen van de beleggingen in commercieel vastgoed werken bij hen wel onmiddellijk door op de balans.

Voor banken gaan waardedalingen van het commercieel vastgoedonderpand gepaard met potentiële verliezen. Deze verliezen kunnen zich vrij plotseling materialiseren, bijvoorbeeld in geval van herfinancieringen of faillissement van de tegenpartij. Een toenemende leegstand betekent lagere verhuuropbrengsten en daarmee een minder rooskleurige financiële positie voor de eigenaar van het vastgoed. Ook bij een deel van het vastgoedonderpand van banken is sprake van leegstand (zie figuur 11). Vastgoedpartijen kunnen voorts in problemen komen, en een grotere kans op faillissement lopen, als aflopende huurcontracten niet kunnen worden verlengd. Wanneer de vastgoedpartij in gebreke blijft, kan de bank het in onderpand verkregen vastgoed uitwinnen, of zelf op de boeken nemen. In geval van hoge loan-to-value-ratio's (waarde van de lening ten opzichte van het bijbehorende onderpand) kan dit resulteren in verliezen voor de financierende banken. De risico's op de markt voor commercieel vastgoed beïnvloeden ook de bereidheid van banken tot herfinanciering van vastgoedleningen. Ongeveer 60% van deze leningen moet binnen drie jaar opnieuw worden gefinancierd. Wanneer partijen er niet in slagen hun financiering te vernieuwen, kan dat leiden tot gedwongen verkoop van vastgoedobjecten en neerwaartse prijseffecten.

### **Figuur 11: Bezettingsgraad van het commercieel-vastgoedonderpand**

In procenten van de portefeuille commercieel-vastgoedleningen; ultimo 2011.

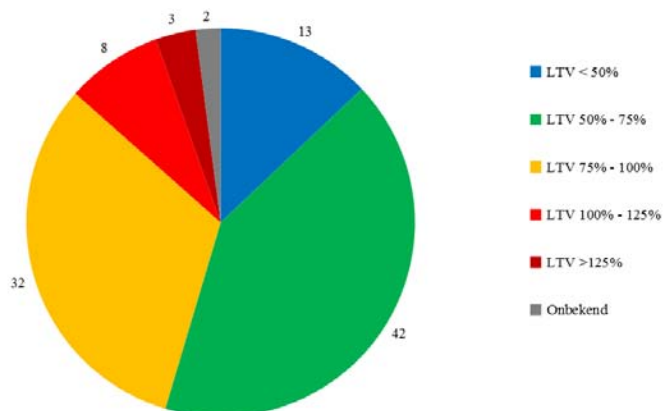


Bron: DNB, schattingen op basis van een steekproef.

Voor banken betekent dit een risico. Op basis van een steekproef bedraagt de gemiddelde loan-to-value-ratio van vastgoedleningen bij Nederlandse banken 70-80% (zie figuur 12). Bij waardedalingen neemt deze toe. Bovendien is het aandeel niet-presterende leningen hoger bij hogere loan-to-value-ratio's, en vooral bij waarden boven de 100% .

### **Figuur 12: Loan-to-value van de commercieel-vastgoedleningen**

In procenten van de portefeuille commercieel-vastgoedleningen; ultimo 2011.



Bron: DNB, schattingen op basis van een steekproef.

### 4.2.3. Beleidsimplicaties

De ontwikkelingen in de commerciële vastgoedmarkt vragen om meer aandacht voor de waarderingsprocessen en om een nauwkeuriger beoordeling van de waardering van commercieel vastgoed (Berkhout, 2013). De banken moeten hun vastgoedonderpand realistisch waarderen. Volgens de huidige regelgeving dienen banken minstens jaarlijks de waardering van vastgoedonderpand te controleren. Indien de waarde ervan vermoedelijk sterk is gedaald dienen ze het onderpand te laten beoordelen door een onafhankelijk taxateur. Onder een onafhankelijk taxateur wordt verstaan een persoon die over de nodige kwalificaties, bekwaamheden en ervaring beschikt om een taxatie uit te voeren, en die geen enkele rol vervult in en geen belang heeft bij het kredietacceptatieproces. DNB en de AFM (AFM, 2013) dringen erop aan dat de onafhankelijke taxaties worden uitgevoerd met inachtneming van de aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants, een initiatief van de betrokken marktpartijen (zie box 3). Naleving van deze aanbevelingen zal leiden tot waarderingsresultaten die beter de economische realiteit weergeven. Ook komt dit de integriteit van de markt ten goede.

Daarnaast is het van belang dat banken in hun risico- en kapitaalmanagement (waardering) risico's van vastgoedonderpand adequaat vertalen naar kapitaal en voorzieningen, zodat voldoende buffers worden aanhouden. Het beleid en de processen van banken om risico's van uitstaande kredieten op commercieel vastgoed te monitoren en te beheersen moeten op orde zijn.

#### **Box 3** Aanbevelingen Platform Taxateurs en Accountants

Het Platform Taxateurs en Accountants is in 2012 opgericht, op initiatief van de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants en met medewerking van VastgoedCert. Doelstelling van het platform is het bundelen van kennis en inzichten van beide beroepsgroepen om te werken aan meer transparantie bij de waardering van vastgoed. In het dit jaar verschenen document 'Goed Gewaardeerd vastgoed. 27 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten' doet het platform aanbevelingen ter verbetering van het taxatieproces en het opstellen van meer transparante taxatierapporten. De standaarden van de International Valuation Standards 2011, het hoogste internationale regelgevende kader waarin taxatieprincipes en definities zijn vastgelegd, zijn als startpunt genomen voor de aanbevelingen.

De aanbevelingen zijn gericht op meer transparantie en eenduidige taxaties van commercieel onroerend goed en hebben betrekking op de volgende elementen:

- de onafhankelijkheid van de taxateur;
- het opleidingsniveau van de taxateur;
- de vastlegging van de verantwoordelijkheden van de taxateur en de opdrachtgever ten aanzien van de opdracht en de beschikbaar gestelde of te stellen informatie;

- de werkzaamheden en de rapportage van de taxateur – zoals de minimaal uit te voeren werkzaamheden, de mogelijk te hanteren methoden en de gevoeligheidsanalyse – en de (transparante) wijze waarop de overwegingen, de gebruikte uitgangspunten en de bronnen worden toegelicht in het taxatierapport;
- het bevorderen van een kwalitatief beter taxatieproces.

In de uitwerking van de aanbevelingen wordt onder meer aandacht besteed aan branchespecifieke best practices.

De pensioenfondsen en verzekeraars staan, via beleggingen, ook bloot aan risico's in commercieel vastgoed. Hoewel deze beleggingen doorgaans eens per jaar door een externe taxateur worden gewaardeerd, lijkt niet in alle gevallen voldoende rekening te worden gehouden met gewijzigde object- en marktomstandigheden. Het grootste deel van de vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen bevindt zich bovendien buiten Nederland. Informatie over de kwaliteit van deze beleggingen is niet altijd toereikend. Het is daarom noodzakelijk dat meer en betere data beschikbaar komen over vastgoedmarkten.

## 5. Conclusies en vooruitblik

### 5.1. Belang vastgoedmarkten

De vastgoedsector is van groot belang voor de Nederlandse economie. Een substantieel deel van ons nationale inkomen wordt direct of indirect verdiend in deze sector. Woningen zijn van maatschappelijke en economische waarde, en kantoren, hotels, winkels en bedrijfsgebouwen zijn de basis voor veel economische activiteit. Vastgoedmarkten zijn eveneens belangrijk voor de financiële sector, en daarmee voor toezichthouders. Veel vastgoed wordt deels met vreemd vermogen gefinancierd, en ook wordt het vaak gebruikt als onderpand voor bancaire leningen. Schommelingen in activaprijzen kunnen daardoor doorwerken in het financiële systeem en via verschillende kanalen gevolgen hebben voor de financiële en macro-economische stabiliteit (hoofdstuk 2).

Ontwikkelingen in vastgoedmarkten moeten dan ook scherp in de gaten worden gehouden. Kennis over de dynamiek en structuur van vastgoedmarkten is daarbij onmisbaar. Een hoge mate van transparantie en integriteit is een noodzakelijke voorwaarde. Dat zal ook de buitenlandse interesse in de Nederlandse vastgoedmarkt ten goede komen. Het is van belang dat marktpartijen en beleidsmakers de beschikking hebben over voldoende en adequate kwantitatieve gegevens over de woning- en commerciële vastgoedmarkt. Met name de beschikbaarheid van kwalitatief goede datareeksen over de commerciële markt laat nog te wensen over. Daarnaast is meer aandacht voor waarderingsprocessen en een nauwkeuriger beoordeling van de waardering van commercieel vastgoed gewenst. Zo is het van belang dat taxaties worden uitgevoerd met inachtneming van de daarvoor geldende normen en principes, zoals bijvoorbeeld samengebracht in de aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants (zie hoofdstuk 4). Naleving van deze aanbevelingen zal leiden tot waarderingen die beter de economische realiteit weergeven.

### 5.2. Rol van beleidsmakers

Beleidsmakers (regelgevers, toezichthouders en centrale bankiers) hebben een grote invloed op vastgoedmarkten (hoofdstuk 3). Voor een evenwichtige vastgoedmarkt is het van belang dat verschillende vormen van beleid afdoende op elkaar zijn afgestemd. In deze context is het positief dat dit kabinet een speciale ministerspost heeft ingesteld voor aangelegenheden op het terrein van wonen en bouwen.

Monetaire autoriteiten hebben sinds de crisis meer aandacht voor het 'leaning against the wind' credo, dat een actieve rol voor monetaire autoriteiten impliceert. Hierbij trachten centrale banken de opbouw van financiële onevenwichtigheden, die op zichzelf kunnen leiden tot activa bubbels in bijvoorbeeld aandelen- of vastgoedmarkten, te beperken. Dit is echter niet eenvoudig. Het tijdig identificeren van onevenwichtigheden is complex en bovendien zijn activamarkten erg divers en lopen deze lang niet altijd synchroon. Daarom is het goed om daarnaast macroprudenti-



ele instrumenten te hebben, die zijn gericht op het beperken van de opbouw van onevenwichtigheden en het vergroten van de weerbaarheid van het financiële systeem. De opbouw van onevenwichtigheden kan ondermeer beperkt worden door het instellen van *loan-to-income* (LTI) of *loan-to-value* (LTV) limieten op hypotheekleningen. Dit maakt hypotheekverstrekking minder risicovol voor consumenten, financiële instellingen en het financiële systeem als geheel.

Ook microprudentieel beleid is essentieel om vastgoedgerelateerde risico's te beheersen. De schokbestendigheid van het financiële systeem wordt versterkt doordat financiële instellingen hogere buffers moeten aanhouden voor onverwachte verliezen, waaronder verliezen op vastgoedposities. De nieuwe Europese kapitaalregelgeving (CRD IV) waarin Bazel III is verwerkt verplicht banken meer kapitaal aan te houden voor risicovolle uitzettingen. Daarnaast moeten banken extra kapitaal opbouwen in tijden van excessieve kredietgroei (contracyclische kapitaalbuffer) om sterke fluctuaties in de kredietverlening tegen te gaan. De kapitaalbuffer moet bovendien van betere kwaliteit zijn. Ook in de voorstellen voor nieuwe regelgevingskaders voor verzekeraars (Solvency II) en pensioenfondsen (FTK) worden hogere buffers geëist om schokken te kunnen opvangen.

Naast een juiste inrichting van het (macro- en micro) toezicht en effectief monetair beleid is ook het fiscaal regime van invloed op vastgoedmarkten. Beleidsmakers doen er verstandig aan in te zetten op een prudent vormgegeven en voorspelbaar fiscaal kader dat geen prikkels geeft tot overmatige opbouw van schulden. Dit is de basis voor een stabiele en houdbare ontwikkeling in vastgoedmarkten.

### 5.3. Nederlandse situatie

In eigen land merken we momenteel dat vastgoedmarkten een grote invloed hebben op de economie. Mede door problemen in de woningmarkt herstelt de Nederlandse economie zich langzamer dan in veel andere Eurozone landen. De ontwikkelingen in de Nederlandse markt worden daarbij mede bepaald door fiscaal- en structureel beleid.

#### 5.3.1. Woningmarkt

De fiscale stimulering van het eigenwoningbezit via de hypotheekrenteaftrek heeft de woningprijzen opgedreven, doordat het aanbod vanwege beperkte nieuwbouwmogelijkheden maar weinig op deze vraagimpuls kon reageren. Bovendien zette de hypotheekrenteaftrek huiseigenaren aan om een zo hoog mogelijke hypotheek af te sluiten en deze gedurende de looptijd niet af te lossen. De hoge hypotheekschulden maken huishoudens kwetsbaar voor rentestijgingen en huizenprijzdalingen. Daarnaast is huren op het middensegment door het beperkte aanbod van huurwoningen geen volwaardig alternatief voor kopen. Ook zijn Nederlandse banken door de grote hypotheekportefeuilles sterk afhankelijk geworden van financiering op de internationale kapitaalmarkten. Dit komt de financiële stabiliteit niet ten goede.

De geleidelijke afbouw van de hypotheekrenteaftrek is dan ook te verwelkomen. Op korte termijn heeft deze maatregel weliswaar een neerwaartse invloed op de huizenprijzen en zal een nieuw evenwicht op de woningmarkt bij lagere huizenprijzen worden gevonden. Structureel heeft dit echter een positief effect op de huizenmarkt en de financiële stabiliteit. Ook de geleidelijke verlaging van de maximale LTV-ratio draagt bij aan een stabielere woningmarkt. De maximale LTV-ratio voor nieuwe hypotheeklen is met ingang van 2013 vastgesteld op 105% en wordt met 1 procentpunt per jaar verminderd, tot 100% in 2018. In veel omliggende landen ligt de maximale LTV ratio substantieel lager, rond 80%. Om de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel te bevorderen is het wenselijk dat de maximale LTV-ratio voor nieuwe hypotheeklen ook na 2018 verder richting internationale niveaus tendeert.

Een verdere verlaging van de maximale LTV-ratio kan in samenhang worden gezien met de modaliteiten van het pensioenstelsel. Het Nederlandse pensioenstelsel kent in internationaal perspectief een hoge ambitie voor het pensioen, en dus aanzienlijke premies. De verplichte pensioenbesparingen zijn voor gezinnen tijdens het werkzame leven echter niet beschikbaar. Gekoppeld aan de ambitie een huis te willen kopen, genereert dit een behoefte aan schuldfinanciering. Om huishoudens in staat te stellen het vereiste eigen vermogen bij elkaar te brengen, bij een verdere verlaging van de maximale LTV-ratio, moet men vrij beschikbare besparingen kunnen opbouwen. Het ingezette woningmarktbeleid vermindert de afhankelijkheid van marktfinanciering door de prikkels voor schuldfinanciering te verminderen en aflossing te bevorderen. In de transitiefase, waarin banken nog steeds een groot beroep moeten doen op kapitaalmarktfinanciering kunnen institutionele investeerders een grotere rol spelen als stabiele bron van financiering. In dit verband kan een Nederlandse Hypotheek Instelling door stabiele en goedkope marktfinanciering bijdragen aan een soepeler functionerende hypotheekmarkt. De hypothecaire kredietverlening wordt hierdoor minder gevoelig voor crises op financiële markten en de woningmarkt kan verder een impuls krijgen door lagere hypotheekrentes en scherpere concurrentie.

### 5.3.2. Commerciële vastgoedmarkt

De commerciële vastgoedmarkt zit nog steeds in zwaar weer. De huidige marktomstandigheden leiden tot aanzienlijke neerwaartse aanpassingen in de waarde van commercieel vastgoed. De al langere tijd oplopende leegstand wijst er op dat, naast conjuncturele factoren, trendmatige factoren de vraag naar kantoorruimte steeds verder onder druk zetten. Zo groeit de werkgelegenheid structureel minder sterk dan voorheen, door de vergrijzende beroepsbevolking. Verder verandert de aard van (kantoor)werkzaamheden, waardoor minder ruimte per werkende nodig is, en remt de opkomst van internetwinkels de vraag naar winkelruimte af. Deze trendmatige factoren zullen de komende jaren een neerwaartse invloed blijven houden op de vraag naar, en daarmee de waarde van, vastgoed.

Genoemde ontwikkelingen vragen om meer aandacht voor de waarderingsprocessen en om een nauwkeuriger beoordeling van de waardering van commercieel vastgoed. Parallel aan de eerder genoemde initiatieven die moeten leiden tot betere taxaties wordt door DNB momenteel ook een grootschalig onderzoek ('Asset Quality Review') uitgevoerd bij banken naar de waardering van individuele commercieel vastgoedleningen en het bijbehorende onderpand (DNB, 2013d). Op deze manier worden bij banken niet alleen structurele verbeteringen aangebracht in de beheersing van commercieel vastgoedrisico's. Ook ontstaat er een scherper beeld van de huidige waarde van het commercieel vastgoed en daarmee de risico's waaraan banken via kredietverlening en gebruik van onderpand zijn blootgesteld. Op basis van de uitkomsten zal getoetst worden of banken inclusief de preventieve buffer voldoende kapitaal opzij hebben gezet om toekomstige verliezen gerelateerd aan de commercieel vastgoedportefeuilles te kunnen opvangen.

Een breder boekenonderzoek, waarbij ook vastgoedportefeuilles worden doorgelicht, zal het komende jaar worden uitgevoerd door de ECB bij de grootste Europese banken. Ook een aantal Nederlandse banken wordt in dit onderzoek meegenomen. Deze balansbeoordeling vormt een belangrijke stap op weg naar het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme in de Eurozone (het Single Supervisory Mechanism, SSM) en, meer in het algemeen, naar transparantere balanssen van banken en consistentere toezichtspraktijken in Europa (ECB, 2013).

Pensioenfondsen en verzekeraars staan, via beleggingen, ook bloot aan risico's in commercieel vastgoed. Hoewel deze beleggingen doorgaans eens per jaar door een externe taxateur worden gewaardeerd, lijkt niet in alle gevallen voldoende rekening te worden gehouden met gewijzigde object- en marktomstandigheden. Ook hier wordt door de toezichthouder nader onderzoek naar gedaan. Het grootste deel van de vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen bevindt zich bovendien buiten Nederland. Omdat over de kwaliteit van deze beleggingen weinig bekend is, gaat DNB ook onderzoek doen naar de beheersing van beleggingen van pensioenfondsen in buitenlands vastgoed.

#### 5.4. Vooruitblik

Het is moeilijk voorspellingen te doen over de toekomstige richting van vastgoedmarkten. Desondanks kunnen enkele algemene trends en verwachtingen worden gekenschetst. Zo is allereerst duidelijk onderscheid te maken in de onderliggende problematiek voor de woning- en vastgoedmarkt. De stagnatie in de woningmarkt is primair een vraagprobleem. Er is in de aanloop naar de crisis geen sprake geweest van overaanbod van woningen en er is momenteel geen overschot aan woningen. Hoewel veel woningen te koop staan, is er dan ook nauwelijks sprake van leegstand. De fiscale stimulering van het eigenwoningbezit via de hypotheekrenteaftrek en de uitbundige kredietverlening waren de belangrijkste redenen voor de sterk opgedreven woningprijzen. Nu de fiscale stimulering wordt verminderd, aflossing wordt gestimuleerd en de

omvang van de maximale hypotheeklening (t.o.v. de waarde van het huis) geleidelijk omlaag wordt gebracht, bewegen de huizenprijzen naar een nieuw evenwichtsniveau. Het grootste deel van dit aanpassingsproces ligt inmiddels achter ons. Als het nieuwe evenwichtsniveau bereikt is komt de dynamiek op de huizenmarkt weer terug, hetgeen ook zal doorwerken in de bouwsector en andere gerelateerde sectoren.

In de commerciële vastgoedmarkt is naast een terugval in vraag ook sprake van overaanbod. Gestimuleerd door het grondbeleid van lokale overheden hebben projectontwikkelaars, investeerders en financiers de afgelopen jaren te veel aanbod toegevoegd aan de bestaande vastgoedvoorraad. Hierdoor is sprake van leegstand, waarvan een groot deel structureel. Om de dynamiek in deze markt terug te krijgen is het allereerst van belang dat het overaanbod niet nog groter wordt gemaakt. Lokale overheden moeten samenwerken bij de uitgifte van bouwgrond voor vastgoedprojecten en (eventueel onder regie van het rijk) het aanbod van vastgoed beter laten aansluiten op de vraag. Ook moet bij de bouw van nieuwe projecten oog zijn voor de gevolgen aan de 'achterkant' van de keten waar mogelijk nieuwe leegstand ontstaat. Voor bestaande leegstand kan transformatie van vastgoed een oplossing zijn. Wellicht dat daarnaast een deel van de bestaande leegstand onttrokken zal moeten worden aan de vastgoedvoorraad. Om dit proces niet nodeloos te vertragen is het van belang dat prijzen zich aanpassen en gebruik wordt gemaakt van realistische waarderingen. Transparantie en beschikbaarheid van data zijn daarbij van groot belang. Inmiddels zijn de meeste marktpartijen zich hiervan bewust en vooralsnog lijkt het aanpassingsproces in de commerciële vastgoedmarkt ordentelijk te verlopen.

## 6. Referenties

- Autoriteit Financiële Markten, AFM (2013), 'Vastgoedsector pakt handschoenen op: gedragscode en centraal register in de maak', 27 mei 2013.
- Berkhout (2013), 'Het gesprek', Interview in het Financieele Dagblad, 19 oktober 2013.
- Bernanke en Gertler (1995), 'Inside the black box: the credit channel of monetary transmission', *Journal of Economic Perspectives*, 9 (1995), pp. 27-48.
- Bijlsma (2012), 'Lagere loan-to-value-ratio's voor nieuwe hypotheekbeschouwd', *Economisch Statistische Berichten*, Jaargang 97 (4648).
- Borio en White (2004), 'Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes', BIS Working Paper No. 147.
- Catte, Girouard, Price en André (2004), 'Housing markets, wealth and the business cycle', OECD Economics Department Working Papers 394.
- Centraal Plan Bureau, CPB (2013), 'Centraal Economisch Plan 2013'.
- De Larosière (2009), 'The High-Level Group on Financial Supervision in the EU', Report for the European Commission.
- De Nederlandsche Bank, DNB en de Autoriteit Financiële Markten, AFM (2009), 'Risico's op de hypotheekmarkt voor huishoudens en hypotheekverstrekkers', 4 september 2009
- De Nederlandsche Bank, DNB (2012a), 'Economische ontwikkelingen en vooruitzichten', juni 2012 nummer 3.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2012b), 'Effect van hypothecaire kredietverlening op financiële stabiliteit', Jaarverslag 2011, maart 2012.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2012c), 'Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland', oktober 2012.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2013a), 'Nota risicogewogen kapitaaleisen en de rol van externe ratings', 5 juli 2013.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2013b), 'Toezicht in verandering: Commercieel Vastgoed', Jaarverslag 2012, 13 maart 2013.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2013c), 'DNB krijgt macroprudentiële instrumenten', DNBulletin, 25 juni 2013.
- De Nederlandsche Bank, DNB (2013d), 'Brief DNB Commercieel Vastgoed', 21 juni 2013.

- Duca, Muellbauer en Murphy (2011), 'House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the US Experience', *The Economic Journal*, 121(552), pp 533–551.
- Duca en Muellbauer (2013), 'Tobin LIVES: Integrating Evolving Credit Market Architecture into Flow of Funds Based Macro-Models', ECB working paper series, No 1581
- Economisch Instituut voor de Bouw, EIB (2013), 'Verwachtingen bouwproductie en werkgelegenheid 2013', juli 2013.
- Eichholz, Huisman en Zwinkels (2012), 'Fundamentals or Trends? A Long-Term Perspective on House Prices', Amsterdam School of Real Estate, oktober 2012.
- Europese Centrale Bank (2013), 'ECB start uitgebreide beoordeling voorafgaand aan toezichtstaak', Persbericht, 23 oktober 2013.
- Giavazzi en Mishkin (2006), 'An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005', Stockholm: Sveriges Riksdag.
- Hilbers, Hoffmaister, Banerji en Shi (2008), 'House Price Developments in Europe: A Comparison', IMF Working Paper WP/08/211, Washington DC.
- Jansen, Bijlsma, Kruidhof, en Pattipeilohy (2013), 'Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt', Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Jansen, Kruidhof en Swank (2013), 'Versterking hypotheekmarkt door een Nationale Hypotheekinstelling?', APG Pensioenachtergrond, oktober 2013.
- Kroes (2013), Commissie 'Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt', Eindrapport, 10 september 2013.
- Ministerie van Financiën (2013), 'Kabinetsvisie Nederlandse bankensector', brief aan de tweede kamer, augustus 2013.
- Muellbauer (2012), 'When is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability?', RBA Annual Conference Volume, in: Alexandra Heath & Frank Packer & Callan Windsor (ed.), *Property Markets and Financial Stability*, Reserve Bank of Australia.
- Rogoff en Reinhart (2009), 'This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly', Princeton University Press.
- Schilder, Conijn en Eskinasi (2012), 'De Nederlandse hypotheekschuld in 2025. De (on)mogelijkheden om de stijging van de hypotheekschuld te beperken', Amsterdam School of Real Estate, juli 2012.

- Shiller (2007), 'Understanding recent trends in house prices and home ownership', NBER working paper series, Working Paper 13553.
- Sociaal Economische Raad, SER (2013), 'Nederlandse economie in stabiel vaarwater: Een macro-economische verkenning', 19 april 2013.

## 7. 10 jaar De Vastgoedlezing 2004 - 2013

- De Vastgoedlezing 2013 'Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen'  
prof. dr. Paul Hilbers in BIMHUIS  
12 november 2013
- De Vastgoedlezing 2012 'Grondbeleid zonder geld'  
drs. J.H. Gerson in EYE Film Instituut Nederland  
6 december 2012
- De Vastgoedlezing 2011 'Woningcorporaties op een kruispunt'  
prof. dr. Johan Conijn in Het Scheepvaartmuseum  
1 december 2011
- De Vastgoedlezing 2010 'Stad en Land'  
prof. dr. C.N. Teulings in DeLaMar Theater  
2 december 2010
- De Vastgoedlezing 2009 'Blindeman of coproductent?  
Nieuwe marktordening in de vastgoedsector door schaarse  
financieringsmogelijkheden'  
dr. Lenny Vulperhorst in de Hermitage  
3 december 2009
- De Vastgoedlezing 2008 'Crisis op de woning- en vastgoedmarkt?'  
drs. Taco van Hoek in de Bazel  
10 december 2008
- De Vastgoedlezing 2007 'Mooi Nederland zoekt ruimte'  
ir. Kees Rijnboutt in de Centrale Bibliotheek ODE  
22 november 2007
- De Vastgoedlezing 2006 'Corporate governance, Tabaksblad Code,  
private equity en ....vastgoed'  
door prof. dr. A.W.A. Boot in het INIT  
1 november 2006
- De Vastgoedlezing 2005 'De bijdrage van de vastgoedsector aan de  
Nederlandse concurrentiepositie'  
door drs. René Buck in Amsterdam Arena  
30 november 2005
- De Vastgoedlezing 2004 'De inefficiëntie van de woningmarkt'  
door drs. H.G. Hilverink RBA in Living Tomorrow  
10 november 2004









*De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate worden mede mogelijk gemaakt dankzij de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderwijs en Onderzoek in de Vastgoedkunde (SWOOV)*



De Amsterdam School of Real Estate

- *het academisch instituut voor vastgoedkunde*
- *brengt onderwijs, onderzoek en informatie samen*
- *vormt de brug tussen theorie en praktijk*

bezoekadres

Jollemanhof 5  
1019 GW Amsterdam  
postadres  
Postbus 140  
1000 AC Amsterdam

www.asre.nl  
e info@asre.nl  
t 020 668 11 29  
f 020 668 03 61

*Onze donateurs*

3W New Development	Ernst & Young Real Estate Group	Schiphol Real Estate BV
<a href="#">Aberdeen Asset Management</a>	<a href="#">FGH Bank N.V.</a>	<a href="#">SNS Property Finance</a>
ACM Vastgoed Groep BV	Funda NV	SPF Beheer BV
<a href="#">Ahold Vastgoed BV</a>	<a href="#">G&amp;S Vastgoed</a>	<a href="#">Strabo BV</a>
Altera Vastgoed	Haags Ontwikkelingsbedrijf	Syntrus Achmea Real Estate & Finance
<a href="#">AM BV</a>	<a href="#">Heijmans Vastgoed BV</a>	<a href="#">TBI Holdings BV</a>
AMVEST	Houthoff Buruma	The IBUS Company
<a href="#">ASR Vastgoed Ontwikkeling</a>	<a href="#">ING Real Estate Finance</a>	<a href="#">Van Wijnen Holding N.V.</a>
ASR Vastgoed Vermogensbeheer	IPMMC Vastgoed	Vesteda Groep BV
<a href="#">Ballast Nedam Ontwikkelingsmaatschappij B.V.</a>	<a href="#">IVBN</a>	<a href="#">Volker Wessels Vastgoed</a>
Bemog	Jones Lang La Salle	Wereldhave NV
<a href="#">Boekel De Nerée NV</a>	<a href="#">KPMG Accountants</a>	<a href="#">WPM Groep</a>
Bouwfonds Property Development	Lexence NV	Yardi Systems BV
<a href="#">Bouwinvest</a>	<a href="#">Loyens &amp; Loeff NV</a>	<a href="#">Ymere</a>
Brink Groep	MAB Development	
<a href="#">CBRE Global Investors</a>	<a href="#">Merin</a>	
CBRE Netherlands	Mitros	
<a href="#">Colliers International</a>	<a href="#">MN</a>	
Corio	NSI	
<a href="#">De Brauw Blackstone Westbroek</a>	<a href="#">NS Vastgoed BV</a>	
DELA Vastgoed BV	NVM	
<a href="#">Deloitte</a>	<a href="#">Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam</a>	
Delta Lloyd Vastgoed	<a href="#">Ontwikkelingsbedrijf Rotterdam</a>	
<a href="#">DTZ Zadelhoff</a>	<a href="#">PGGM</a>	
Dura Vermeer Groep NV	Provast	
<a href="#">ECORYS Nederland BV</a>	<a href="#">PwC</a>	
	Rechtstaete vastgoedadvocaten & belastingadviseurs	
	<a href="#">Redevco Europe Services BV</a>	
	SADC	
	<a href="#">Savills Nederland BV</a>	