

# Privaat commercieel vastgoed in tijden van Covid

Het is aannemelijk dat de versnelde trends in e-commerce en thuiswerken een effect zullen hebben op de commerciële vastgoedmarkten. Het is echter nog te vroeg om eventuele prijseffecten te zien. In dit artikel laten we zien dat er al wel een flinke dip zichtbaar is in de mate van verhandelbaarheid – oftewel marktliquiditeit – op private commerciële vastgoedmarkten van Amsterdam en Londen. In het verleden liepen ontwikkelingen in marktliquiditeit voor op de prijsdynamiek. Door deze relatie te extrapoleren verwachten we prijsdalingen tussen de 17 en 25%.

Dorinth van Dijk, Anne Kinsella Thompson en David Geltner

Commercieel vastgoed (CRE) is een belangrijke asset class voor onder andere banken, pensioenfondsen en verzekeraars. In 2020Q2 stond ongeveer voor 167 miljard aan leningen gedekt door CRE op de balansen van banken, waarvan 5,4% non-performing was. In datzelfde kwartaal bestonden de portfolio's van pensioenfondsen en verzekeraars voor respectievelijk 10% en 15% uit CRE assets. Het is dus van belang om prijsontwikkelingen op de CRE markt goed te volgen. In het kader van de Covid-19-crisis (CVC) zijn hier nog geen significante verliezen op gerapporteerd (DNB, 2020). Dit artikel geeft inzicht in het prijsvormingsproces op deze markten en geeft een empirische schatting voor eventuele prijscorrecties die we in het kader van de recente economische ontwikkelingen kunnen verwachten.

Prijzen in (commercieel) vastgoed reageren over het algemeen vertraagd op economische veranderingen. De verhandelbaarheid, oftewel marktliquiditeit, reageert doorgaans sneller op schokken en kan daarom als *leading indicator* worden gezien voor de prijsontwikkelingen op zowel de woningmarkt (Carrillo, De Wit & Larson, 2015) als de commerciële vastgoedmarkt (Van Dijk, Geltner & Van de Minne, 2020). Dit maakt het volgen van marktliquiditeit in tijden van grote onzekerheid gedreven door Covid een nuttige exercitie. Marktliquiditeit schetst, tot op zekere hoogte, de huidige situatie beter dan geob-

serveerde transactiepreizen. Dit heeft onder andere te maken met het gedrag dat kopers en verkopers vertonen op de private vastgoedmarkt. In het geval van slecht nieuws passen potentiële kopers hun *reserveringsprijs* snel naar beneden aan terwijl verkopers hun reserveringsprijs hoog houden. Voor kopers is een reserveringsprijs gedefinieerd als de maximale prijs die zij willen betalen voor een pand. Voor verkopers is de reserveringsprijs de minimale prijs die zij willen ontvangen.

In Van Dijk et al. (2020) wordt een maatstaf van marktliquiditeit voorgesteld op basis van de verschillen in de reserveringspreizen als percentage van de huidige transactieprijs. We passen deze maatstaf toe op de commerciële vastgoedmarkt van een tweetal Europese metropoolregio's (Amsterdam/Randstad en Groot-Londen) en vergelijken de recente ontwikkelingen hierin met die tijdens de *Global Financial Crisis* (GFC).<sup>1</sup> Deze exercitie is eerder gedaan voor een aantal regio's in de VS in Van Dijk, Kinsella Thompson & Geltner (2020). Hieruit blijkt dat marktliquiditeit in grootstedelijke regio's hard is gedaald sinds de aanvang van de CVC. De daling gaat bovendien een stuk sneller dan tijdens de GFC.

Door een aantal stevige aannames te doen, kunnen voorspellingen worden gemaakt met betrekking tot de prijsontwikkelingen. Een belangrijke toevoe-

ging ten opzichte van de bestaande literatuur is dat, voor zover ons bekend, het eerste artikel dat gekwantificeerde inzichten biedt van het effect van de pandemie op *private* vastgoedmarkten in Europa. Andere studies, zoals Ling, Wang & Zhou (2020) onderzoeken de prijsdynamiek van REITs (Real Estate Investment Trust) in de VS. De auteurs documenteren een stevig prijseffect voor met name hotels en winkelvastgoed.

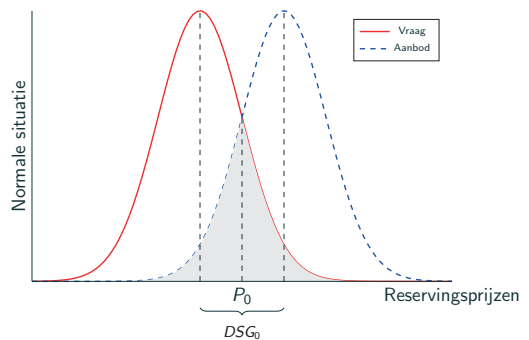
## RESPONS VAN RESERVERINGSPRIJZEN

In Van Dijk et al. (2020) wordt een klassiek model verondersteld waarin prijzen en volume in evenwicht worden bepaald door vraag en aanbod. Vragers zijn hier potentiële kopers van vastgoed en aanbieders vastgoedeigenaren. Beslissingen worden gemaakt aan de hand van reserveringsprijzen oftewel de prijzen waartegen kopers en verkopers stoppen met zoeken en overgaan tot een transactie. Ook voor panden die niet officieel 'op de markt staan' zal de eigenaar een reserveringsprijs hebben. Uiteindelijk zal (bijna) iedereen bereid zijn om te verkopen als het bod maar hoog genoeg is. Per definitie ligt de transactieprijs tussen de reserveringsprijs van de koper en verkoper in. Door naar de verschillen in de ontwikkelingen van de reserveringsprijzen te kijken, kan er iets worden gezegd over hoe liquide de markt is. De dynamiek in deze *Demand-Supply Gap* (DSG) geeft dan aan hoe vraag en aanbod ten opzichte van elkaar bewegen in de markt. Een belangrijke aanname van de maatstaf is dat reserveringsprijzen normaal zijn verdeeld en dat de transactieprijs exact tussen de reserveringsprijzen in ligt. De 'normale' situatie is gestileerd geschetst in Figuur 1, hier ligt de gemiddelde transactieprijs in het midden van de reserveringsprijs van aanbieders en vragers  $P_0$  en heeft de DSG de lange-termijn evenwichtswaarde  $DSG_0$ . Indien reserveringsprijzen van vraag en aanbod dichterbij elkaar liggen (en de DSG dus kleiner is) is het voor de verkoper eenvoudiger om een geschikte koper te vinden. Hierdoor is de kans op een transactie hoger, vinden er meer transacties plaats en wordt de markt als meer liquide gezien.

Voorbeelden van andere liquiditeitsmaatstaven die in de literatuur worden gebruikt, zijn de gemiddel-

de verkooptijd, het transactievolume en de *rate of sale*. Deze zijn over het algemeen sterk gerelateerd aan de gebruikte maatstaf.<sup>2</sup> Het voordeel van deze liquiditeitsmaatstaf is dat er wordt gecorrigeerd voor de heterogeniteit van vastgoed, zonder dat er veel data benodigd is over pandkarakteristieken. Bovendien kan de maatstaf betrouwbaar worden geschat voor kleinere markten met relatief weinig transacties. Voor een empirische vergelijking met een andere liquiditeitsmaatstaf gebaseerd op de verkooptijd, zie Van Dijk (2018) in een eerder nummer van dit tijdschrift. Voor meer details over de econometrische schattingsprocedure en aannames, zie Van Dijk, Geltner & Van de Minne (2020). In dit artikel ligt de focus op de economische interpretatie van de huidige situatie.

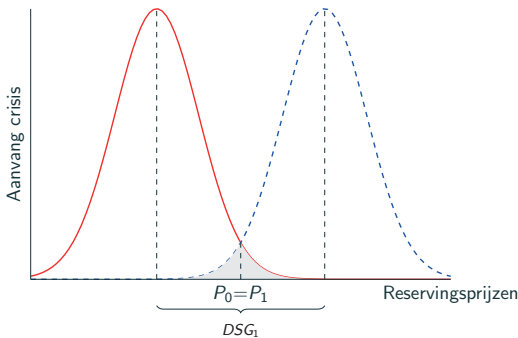
FIGUUR 1 ► RESERVERINGSPRIJZEN  
UITGANGSITUATIE



In sommige periodes met veel onzekerheid en slecht nieuws zien we dat verkopers zelfs hun reserveringsprijzen verhogen terwijl kopers hun prijzen verlagen. Bijvoorbeeld, voor een aspirant-koper van een kantoorpand speelt bij het aanbrenken van de CVC mee dat er onder zekerheid is over hoeveel en wanneer we weer op kantoor kunnen werken. Dit zal tot uitdrukking komen in een lagere reserveringsprijs. Een eigenaar van een kantoorpand zal bij het aanbrenken van de CVC in elk geval relatieve zekerheid hebben over zijn of haar eigen panden ten opzichte van andere panden. Het gevolg is dat verkopers – consistent met klassieke zoekmodellen – door de toegenomen onzekerheid geneigd zijn om af te wachten en niet snel te verkopen. Dit alles drukt zich uit in een stijging van de reserveringsprijzen. Hierdoor veranderen de geob-

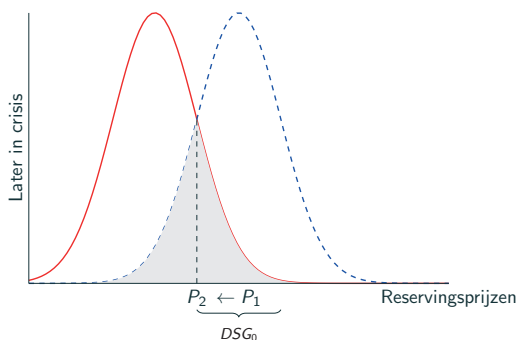
serveerde transactieprijsen niet of nauwelijks maar droogt de markt op en zijn er minder transacties. Deze situatie is geschetst in Figuur 2.  $DSG_1$  is beduidend groter dan  $DSG_0$  (de markt is minder liquide) terwijl prijzen  $P_1$  gelijk zijn aan die in de initiële situatie. Dit zagen we in het begin van de GFC en dit zien we tevens in het begin van de Covid-crisis.

**FIGUUR 2 ▶ RESERVERINGSPRIJZEN BIJ AANVANG CRISIS**



Tijdens de GFC verlaagden verkopers hun reserveringsprijzen een aantal kwartalen later waardoor transactieprijsen uiteindelijk ook zakten. Dit is te zien in Figuur 3. Een reden voor de uiteindelijke prijsverlaging van verkopers was dat er niet meer aan schuldverplichtingen voldaan kon worden waardoor er gedwongen verkopen plaatsvonden tegen een lagere prijs. Er zijn (vooralsnog) geen indicaties dat deze zaken nu ook spelen in Nederland.<sup>3</sup> Andere verklaringen voor de relatief trage respons van verkopers zijn onder andere verliesaversie van de verkoper, heterogeniteit in verwachtingen en informatieasymmetrie.

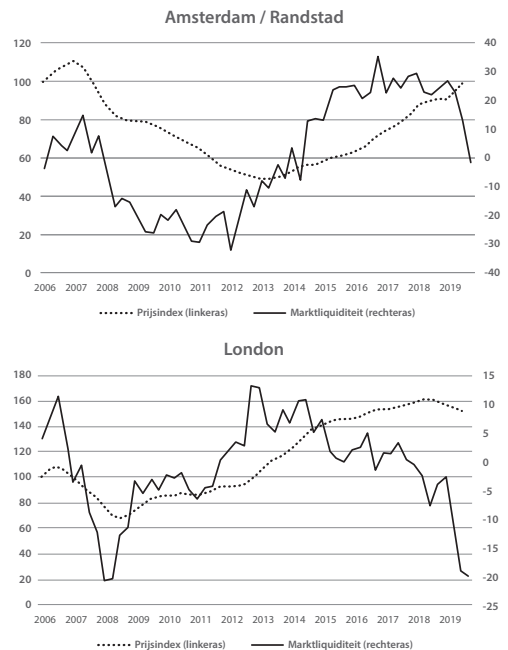
**FIGUUR 3 ▶ RESERVERINGSPRIJZEN LATER IN CRISIS**



## MARKTLIQUIDITEIT IN AMSTERDAM EN LONDEN

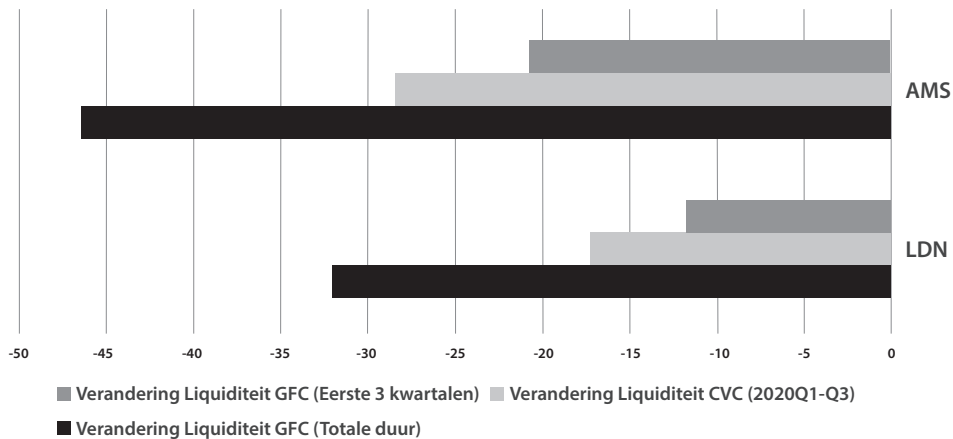
Figuur 4 toont de geschatte liquiditeitsmaatstaf voor 2006Q4-2020Q3 op basis van data van Real Capital Analytics (RCA). We gebruiken hiervoor de RCA microdata (op pandniveau). RCA verzamelt wereldwijd transactiedata voor commercieel vastgoed. Voor Nederland worden sinds 2006Q4 transacties verzameld van boven de €5 miljoen. Volgens RCA is de dekking compleet voor dit segment. De Figuur toont tevens de prijsindex voor 2006Q4-2020Q2<sup>4</sup> van Real Capital Analytics (RCA CPPI) en is weergegeven op de linkeras met 100 als basis in 2006Q4. De liquiditeitsmaatstaf staat op de rechteras en is gekalibreerd ten opzichte van de op dat moment geldende transactieprijs en zodat 0% het lange-termijn gemiddelde is. Bijvoorbeeld, als deze van 0 naar -10% gaat, houdt dit in dat vraag en aanbod 10% van elkaar af zijn bewogen. Om de markt weer even liquide te maken als normaal moeten verkopers hun reserveringsprijzen met 5% laten zakken en kopers hun reserveringsprijzen met 5% laten stijgen (of een andere combinatie die tot 10% optelt).

**FIGUUR 4 ▶ PRIJSINDICES EN MARKTLIQUIDITEIT VOOR 2 EUROPESE METROPOOLREGIO'S**



Bron: Real Capital Analytics (2020). Eigen bewerkingen.

**FIGUUR 5** ► VERANDERINGEN IN MARKLIQUIDITEIT TIJDENS DE GLOBAL FINANCIAL CRISIS (GFC) EN DE COVIDCRISIS (CVC)



Bron: Real Capital Analytics (2020). Eigen bewerkingen.

Een aantal zaken valt op in Figuur 4. Ten eerste is er sterke heterogeniteit zichtbaar in de prijsontwikkelingen van commercieel vastgoed tussen de regio's. In Amsterdam/Randstad was de prijsdaling tijdens GFC (55%) groter dan in Londen. In Londen was er ook een prijsdaling van 37%, maar de klap duurde minder lang voort (dieptepunt 2009Q2). Ten tweede zien we dat marktliquiditeit tijdens de GFC tevens daalde en daarna langzaam herstelde. De dynamiek in marktliquiditeit loopt over het algemeen ook voor op de prijsdynamiek. Dit is op het oog zo nu en dan zichtbaar, maar een meer formele Granger Causality analyse laat dit ook zien voor de twee steden (zie tevens de volgende sectie). Ten derde zijn er recentelijk sterke dalingen in marktliquiditeit zichtbaar. Figuur 5 toont de recente dalingen in marktliquiditeit en plaatst deze in perspectief ten opzichte van de GFC. Hieruit blijkt dat de recente dalingen veel sneller gebeuren dan tijdens de GFC. In Amsterdam en Londen is de recente daling respectievelijk 61% en 54% van de daling van de gehele GFC. Transactiepreizen dalen in Amsterdam vooralsnog niet (in 2020Q2 stegen deze nog). In Londen dalen prijzen al sinds 2019Q1, hoogstwaarschijnlijk door de onzekerheid omtrent Brexit. In Londen is ook al langer (sinds 2015) een neerwaartse trend in marktliquiditeit zichtbaar.

### PRIJSIMPLICATIES

Uit de literatuur blijkt dat dynamieken in marktliquiditeit over het algemeen voorlopen op de prijsdynamiek. Door de *lead-lag* relatie tussen deze twee variabelen te schatten, krijgen we een indicatie hoe prijzen zich in de nabije toekomst zullen ontwikkelen. Hiervoor zijn de volgende drie sterke aannames noodzakelijk: (1) de historische relatie tussen marktliquiditeit en prijzen is representatief voor de huidige relatie, (2) we hebben de volledige neergang in marktliquiditeit gezien in 2020Q1-Q3 (marktliquiditeit daalt dus niet verder in 2020Q4 of 2021) en (3) er zijn geen feedbackeffecten tussen marktliquiditeit en prijzen (prijzveranderingen kunnen ook invloed hebben op liquiditeit).

We schatten de historische prijs-liquiditeitsratio (PL-ratio) op een vijftal manieren: (a) de prijsdaling tijdens GFC voor markt *i* / daling in liquiditeit tijdens GFC voor markt *i*, (b) het gemiddelde van de individuele marktratio's van (a), (c) een marktspecifieke Panel Mean Group Estimator met veranderingen in prijzen aan de linkerkant en vertraagde<sup>5</sup> veranderingen in liquiditeit aan de rechterkant, (d) het gemiddelde van de individuele marktratio's van (c) en (e) een ratio op basis van schattingen voor 25 Amerikaanse metropoolregio's.<sup>6</sup> De PL-ratio kan worden gezien als de elasticiteit tussen prijsveranderingen

**TABEL 1 ► PRIJSIMPLICATIES OP BASIS VAN RECENTE ONTWIKKELINGEN IN MARKTLIQUIDITEIT EN VERSCHILLENDE PL-RATIO'S**

	(a) PL GFC i	(b) PL GFC Gem.	(c) PL Panel i	(d) PL GFC Panel Gem.	(e) PL USA	Gemiddelde (a)-(e)
<b>Amsterdam</b>	-34.0	-33.5	-10.8	-21.8	-23.3	-24.7
<b>Londen</b>	-20.1	-20.4	-19.9	-13.3	-14.2	-17.6

en (vertraagde) veranderingen in marktliquiditeit. We schatten deze op meerdere manieren om de robuustheid aan te tonen.

Tabel 1 geeft de prijsimPLICaties weer op basis van de recente ontwikkelingen in marktliquiditeit en verschillende PL-ratio's. Gemiddeld gezien impliceren de recente dalingen in marktliquiditeit dat er een negatieve prijscorrectie zal zijn van 17-25% voor de onderzochte steden. Dit is een forse correctie, maar kleiner dan tijdens de GFC (gecumuleerd over de GFC). Ter vergelijking: voor Amerikaanse steden worden er volgens deze methode prijsdalingen verwacht van gemiddeld 30%. Deze correctie is gecumuleerd over de periode van eventuele aanstaande prijsdalingen. De termijn waarop de prijsdalingen zullen plaatsvinden is onzeker en komt niet direct uit het model. Wel blijken vertragingen in de verandering van marktliquiditeit tot en met 6 kwartalen significant te zijn in een regressie met prijsveranderingen aan de linkerkant. Een periode van minimaal anderhalf jaar lijkt dus aannemelijk.

## CONCLUSIE

Momenteel is er op de commerciële vastgoedmarkten een vergelijkbare situatie zichtbaar als in het begin van de GFC: de marktliquiditeit is flink gedaald en transactieprizen zakken niet of nauwelijks. In het verleden was sprake van een *lead-lag* relatie tussen de dynamiek in marktliquiditeit en prijsontwikke-

lingen. Tijdens de GFC daalden, nadat marktliquiditeit daalden, prijzen uiteindelijk flink. Voor beleggers, banken en andere vastgoedprofessionals is het daarom in elk geval van belang om marktliquiditeit in de gaten te houden. De maatstaf besproken in dit artikel kan daarvoor worden gebruikt. Door aan te nemen dat de historische relatie representatief is voor de huidige, kunnen we de prijsimPLICaties bepalen. Deze exercitie suggereert forse prijsdalingen van 17-25%.

Een belangrijk punt van discussie is of een dergelijke relatie momenteel te verwachten valt. De huidige situatie is op vele vlakken anders dan tijdens de GFC. Hierdoor kunnen vastgoedeigenaren wellicht 'de crisis uitzitten' en hoeven zij reserveringsprizen niet te verlagen. In dat geval gaan we een periode tegemoet met lage liquiditeit maar stabiele prijzen. Bovendien valt te verwachten – door structurele veranderingen in de manier van werken en winkelen – dat verschillende types commercieel vastgoed zoals kantoren, winkels of industrieel vastgoed anders reageren op de Covid-crisis. Vanwege een te beperkt aantal transacties kunnen we dit niet nagaan voor Amsterdam en Londen. Dit is wel gedaan voor verschillende regio's in de VS. Hieruit blijkt dat marktliquiditeit van kantoren en winkelvastgoed veel harder daalt dan voor appartementencomplexen en industrieel vastgoed.

## OVER DE AUTEURS

**Dorinth van Dijk** is econoom bij De Nederlandsche Bank.

**Anne Kinsella Thompson** is docent en onderzoeker bij het Real Estate Price Dynamics Platform, MIT Center for Real Estate.

**David Geltner** is hoogleraar Real Estate Finance aan het MIT Center for Real Estate, Department of Urban Studies & Planning, Massachusetts Institute of Technology.

## VOETNOTEN

- 1 Vanwege databeperkingen kunnen we de maatstaf niet betrouwbaar schatten voor kleinere geografische schaalniveaus of voor andere Europese steden.
- 2 De gebruikte maatstaf kan worden gezien als een maatstaf voor “krapheid” en kan tot op zekere hoogte parallel worden gezien met de bid-ask spread in aandelenmarkten. Zie Ametefe et al. (2016) voor een overzicht van de verschillende elementen van marktliquiditeit. Deze elementen zijn: krapheid, diepte, veerkracht, breedte, en directheid.
- 3 Op de Amerikaanse markten zien we in 2020Q2 en Q3 al wel een flinke stijging van *assets in distress* op de retail en hotel markten (Real Capital Analytics, 2020).
- 4 De RCA CPPI voor 2020Q3 is nog niet beschikbaar.
- 5 Aan de hand van significantie op ten minste 10% zijn er 6 vertragingen opgenomen. Dit is vergelijkbaar met resultaten uit de VS, waar 5 kwartalen significant blijken te zijn. De totale elasticiteit wordt berekend door de som van te vertrageningen te nemen.
- 6 Zie Van Dijk, Kinsella Thompson & Geltner (2020). Hieruit blijkt dat de gemiddelde ratio voor de VS 0.82 is. Ter vergelijking: de gemiddelde ratio voor Amsterdam en Londen op basis van de GFC is 1.18 (ii) en 0.76 op basis van een Panel Mean Group Estimator (iv).

## LITERATUUR

- Ametefe, F., S. Devaney, and G. Marcato (2016). Liquidity: A review of dimensions, causes, measures, and empirical applications in real estate markets. *Journal of Real Estate Literature* 24 (1), 1-29.
- Carrillo, P. E., de Wit, E. R., & Larson, W. (2015). Can tightness in the housing market help predict subsequent home price appreciation? Evidence from the United States and the Netherlands. *Real Estate Economics*, 43(3), 609-651.
- DNB (2020). Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2020.
- Ling, D, Wang, C. & Zhou T. (2020) A First Look at the Impact of COVID19 on Commercial Real Estate Prices: Asset Level Evidence. Available at SSRN 3593101.
- Real Capital Analytics (2020). Retail, Hotel Assets Dominate US Distress Inflows. *RCA Insights*.
- Van Dijk, Geltner & Van de Minne (2020). The Dynamics of Liquidity in Commercial Property Markets: Revisiting Supply and Demand Indexes in Real Estate." *The Journal of Real Estate Finance & Economics Forthcoming*.
- Van Dijk D.W., Kinsella Thompson A., & Geltner D. (2020). Recent Drops in Market Liquidity May Foreshadow Major Drops in US Commercial Real Estate Markets. Available at SSRN 3604606.
- Van Dijk, D. (2018). Residential real estate market liquidity in Amsterdam. *Real Estate Research Quarterly*, 17(3), 5-10. 04606.