

De stand van de Amsterdamse kantorenmarkt in internationaal perspectief

De laatste jaren verkeert de kantorenmarkt in zwaar weer. Eerst door corona en de daaropvolgende thuiswerktrend en daarna door de negatieve impact op waarderingen van de rentestijging. Dit was te merken in transactiepreizen, de prijsindex lag in het vierde kwartaal van 2023 nominaal meer dan 8 procent lager dan op het hoogtepunt in het tweede kwartaal van 2022 (MSCI, 2024). Maar de daling in prijzen is slechts een deel van het verhaal. Nog sterker daalden de dealvolumes in euro's, die waren in 2023 maar liefst 69% lager dan in 2022. Het dealvolume is een onderdeel van marktliquiditeit: hoe makkelijk verhandelbaar is een kantoorpand? In dit artikel nemen we de ontwikkeling van de marktliquiditeit en de prijzen op de Amsterdamse kantorenmarkt onder de loep. Vervolgens plaatsen we deze ontwikkelingen in internationaal perspectief.

Dorinth van Dijk en Willem Vlaming

METHODE EN DATA

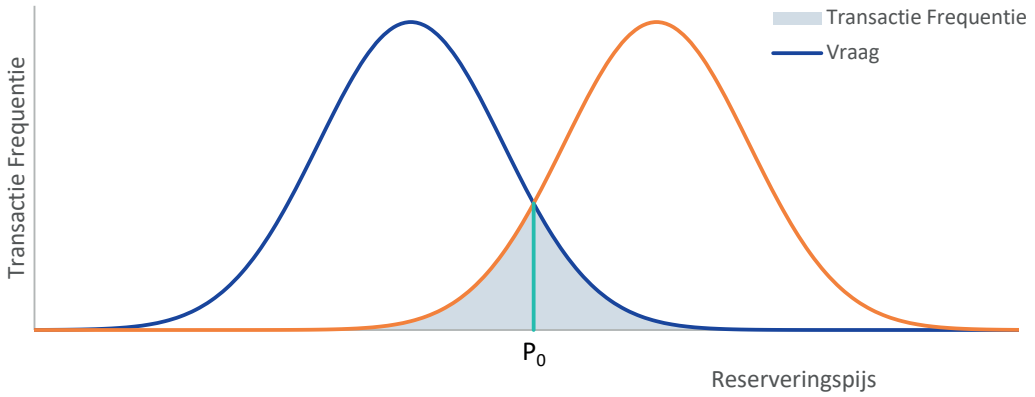
In de literatuur is marktliquiditeit doorgaans gedefinieerd als de “eenvoud waarmee activa kunnen worden verhandeld” (Brunnermeier & Pedersen, 2009). Waar er voor aandelen en obligaties veel methodes zijn om marktliquiditeit te meten, is dat voor privaat commercieel vastgoed minder het geval. In Van Dijk, Geltner & Van de Minne (2022) is een maatstaf ontwikkeld om liquiditeit op de private commercieel vastgoedmarkt te meten. De methode is eerder toegelicht en gebruikt in dit tijdschrift in Van Dijk, Kinsella Thompson & Geltner (2021).

In de kern worden met statistische technieken “reserveringsprijzen” van kopers en verkopers gedestilleerd uit prijs- en volumeontwikkelingen van markten. De reserveringsprijs van de koper is de maximale prijs die de koper wil betalen. Voor de verkoper is de reserveringsprijs de minimale prijs die de verkoper wil ontvangen voor het vastgoedobject. Als de reserveringsprijs van de koper minimaal gelijk is aan die van de verkoper zal een transactie plaatsvinden (Fisher et al, 2003). Een reserveringsprijs is in theorie allesomvattend: het bevat de waardering van koper of verkoper op basis van de fysieke en financiële kenmerken, dus ook duurzaamheid of de kans op leegstand. De maatstaf voor marktliquiditeit meet het gemid-

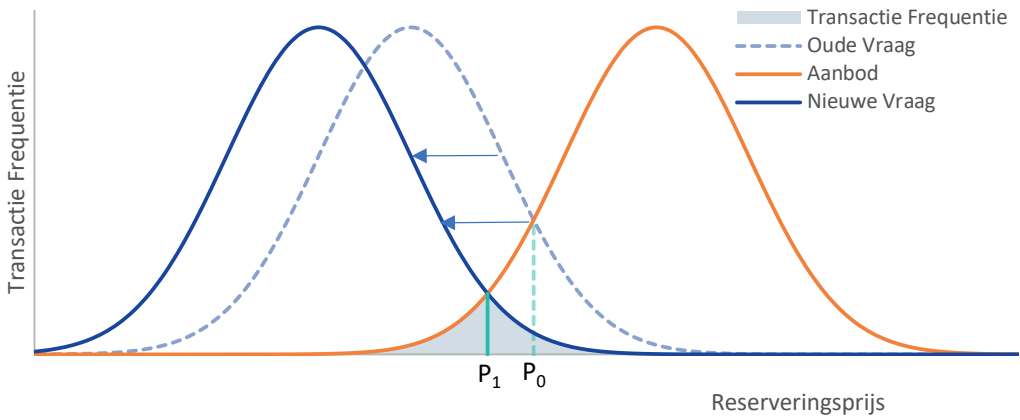
delde verschil tussen beide reserveringsprijzen op de markt. Als het verschil groter wordt, is het dealvolume lager en de markt minder liquide.

Om de marktliquiditeit in evenwicht te krijgen, moeten verkopers hun reserveringsprijzen laten zakken of kopers hun reserveringsprijzen naar boven aanpassen. In de praktijk zien we dat kopers hun prijzen sneller aanpassen dan verkopers. Dit verklaart de procycliciteit tussen prijsontwikkelingen en ontwikkelingen in marktliquiditeit. Deze bewegen vaak in vergelijkbare richting. Neem het voorbeeld van een positieve renteschok, afgebeeld in figuur 1. In het startscenario van 1a bevinden kopers en verkopers zich in een evenwicht. De reserveringsprijzen van kopers liggen lager dan de reserveringsprijzen van verkopers. In een deel overlappen de reserveringsprijzen. In dit gemarkeerde gebied vinden transacties plaats voor een prijs van P_0 . Na de positieve renteschok wordt lenen voor kopers duurder en zullen deze minder willen betalen voor een vastgoedobject. De reserveringsprijzen van de koper dalen dus, zie figuur 1b. Verkopers zijn in eerste instantie niet bereid om het pand voor minder van de hand te doen. Het gevolg is dat het verschil tussen beide reserveringsprijzen groter wordt en de marktliquiditeit daalt. Het overlappende gebied is gekrompen en de marktprijzen zijn al licht gedaald naar

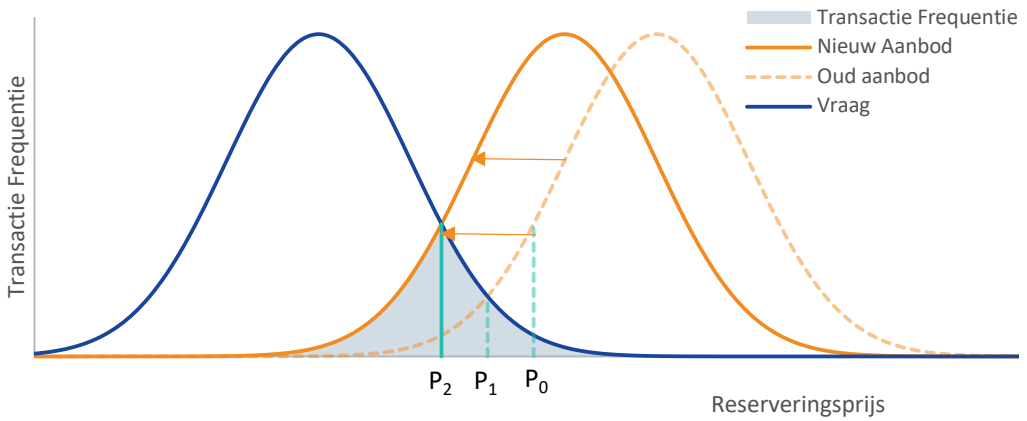
FIGUUR 1 ► WISSELWERKING VRAAG, AANBOD, LIQUIDITEIT EN PRIJZEN



(a) Startsituatie: Vraag en aanbod in evenwicht, transacties in gemarkeerde gebied



(b) Kopers trekken zich terug door hogere rente. Liquiditeit krimpt, prijzen dalen al licht



(c) Ook verkopers passen reserveringsprijzen aan. Liquiditeit herstelt en prijzen dalen verder

P1. Pas als ook verkopers de reserveringsprijzen laten zakken, is de marktliquiditeit weer in evenwicht. In figuur 1c hebben verkopers hun reserveringsprijzen aangepast en is de omvang van het overlappende gebied weer hersteld. De liquiditeit in de markt is op het oude niveau, alleen zijn de prijzen nog verder gedaald naar P2. Over het algemeen zien we dat marktliquiditeit dus eerder reageert op vraagschokken dan prijzen. Daarom kan marktliquiditeit als leidende indicator worden gebruikt. Let wel: verkopers hoeven hun prijs niet aan te passen. Als zij – om welke reden dan ook – niet hoeven te verkopen, kan het zo zijn dat er een langdurige periode met minder transacties tegen hoge prijzen ontstaat. De covid-periode is hier een voorbeeld van. De liquiditeit was laag, maar de prijzen bleven stabiel. Een bekend voorbeeld in de literatuur waarin verkopers hun reserveringsprijs hoog houden heeft te maken met verliesaversie: investeerders willen een pand niet verkopen voor minder dan de aankoopwaarde (Bokhari & Geltner, 2011).

Om de reserveringsprijzen te benaderen, schatten we een econometrisch model. Het model wordt in een tweestapsprocedure geschat. We beschrijven de methode hier kort en verwijzen naar Van Dijk, Geltner & Van De Minne (2022) voor een uitgebreidere beschrijving, vergelijkingen en afleidingen. Het model lijkt op het welbekende Heckman selection model. In de eerste stap wordt met een probitmodel de kans geschat op verkoop van een individueel pand. Hier wordt het pand over tijd gevolgd waarbij de afhankelijke variabele de waarde 1 aanneemt in de periode(s) waarin het is verkocht en de waarde 0 aanneemt in de overige periodes. Aan de rechterkant van het model staan in elk geval verklarende variabelen als kalenderdummies en eventueel karakteristieken van het pand. Zoals blijkt uit Van Dijk, Geltner & Van De Minne (2022) is al dan niet het opnemen van pandkarakteristieken nauwelijks van invloed op de resultaten. In de versie van het model gebruikt voor dit artikel zijn deze dan ook niet opgenomen. In de tweede stap wordt de prijsvergelijking geschat met een repeat sales model. Hierbij wordt dus wel rekening gehouden met pandka-

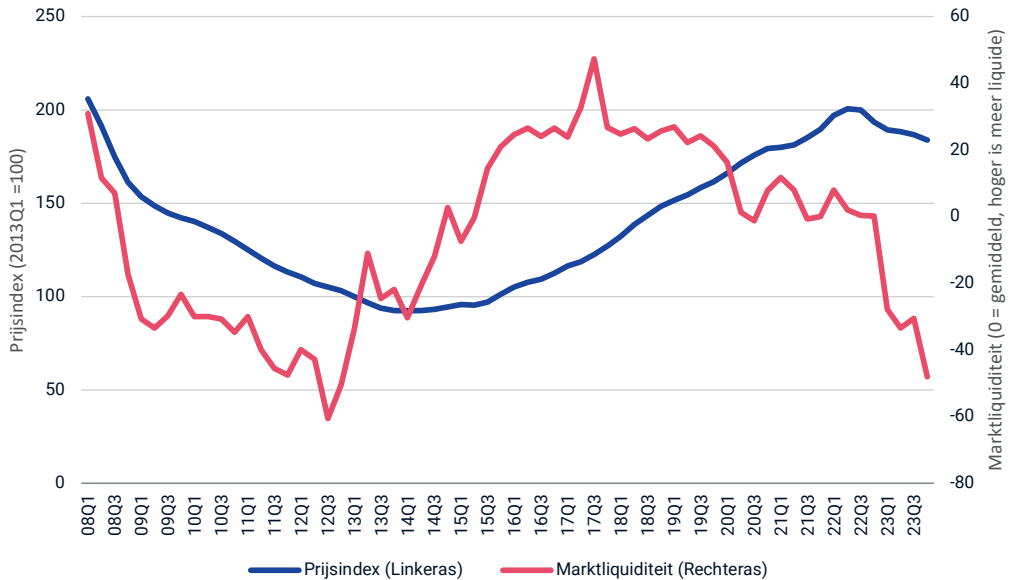
rakteristieken, onder de standaardaanname dat deze constant zijn over tijd. In het repeat sales model wordt de zogenoemde inverse Mills ratio uit de eerste stap toegevoegd. De reserveringsprijindices worden verkregen door de repeat sales index uit de tweede stap te combineren met de index van de kalenderdummies uit de eerste stap.

Sinds 2023 publiceert MSCI op basis van deze methode, onder de naam 'Price Expectations Gap', liquiditeitsindices voor 31 steden en 14 landen voor verschillende typen commercieel vastgoed. In dit artikel gebruiken we de prijs- en liquiditeitsindices van MSCI voor de kantorenmarkt in verschillende steden¹.

MARKTLIQUIDITEIT EN PRIJSONTWIKKELING OP DE AMSTERDAMSE KANTORENMARKT

Figuur 2 zet de nominale prijsindex van de Amsterdamse kantorenmarkt af tegen de ontwikkelingen in marktliquiditeit. De prijsindex heeft de waarde 100 in het eerste kwartaal van 2013. De waarde van marktliquiditeit geeft aan hoe ver de reserveringsprijzen van kopers en verkopers van elkaar afzitten vergeleken met het langjarige gemiddelde. Het langjarige gemiddelde heeft een arbitrair gekozen waarde van 0. Bij een positief getal is de markt dus meer liquide en bij een negatief getal minder liquide. Een waarde van -10 op enig moment duidt erop dat verkopers (of kopers) hun reserveringsprijs met 10% moeten laten zakken (of stijgen) om marktliquiditeit weer in evenwicht te krijgen.

De nominale prijsindex daalt al sinds het midden van 2022 en lijkt eind 2023 te stabiliseren op ongeveer het niveau van het begin van 2008. Marktliquiditeit daalt al sinds 2017 en had eind 2023 een waarde van -48. De Amsterdamse kantorenmarkt is momenteel dus historisch gezien erg illiquide. Verkopers moeten hun reserveringsprijzen met 48% laten zakken om marktliquiditeit op het langjarig evenwicht te krijgen. Kopers zouden ook hun reserveringsprijzen met 48% kunnen laten stijgen om de kloof te dichten (of een combinatie van stijging bij kopers en daling bij verkopers).

FIGUUR 2 ▶ TRANSACTIEPRIJZEN EN MARKTLIQUIDITEIT OP DE AMSTERDAMSE KANTORENMARKT

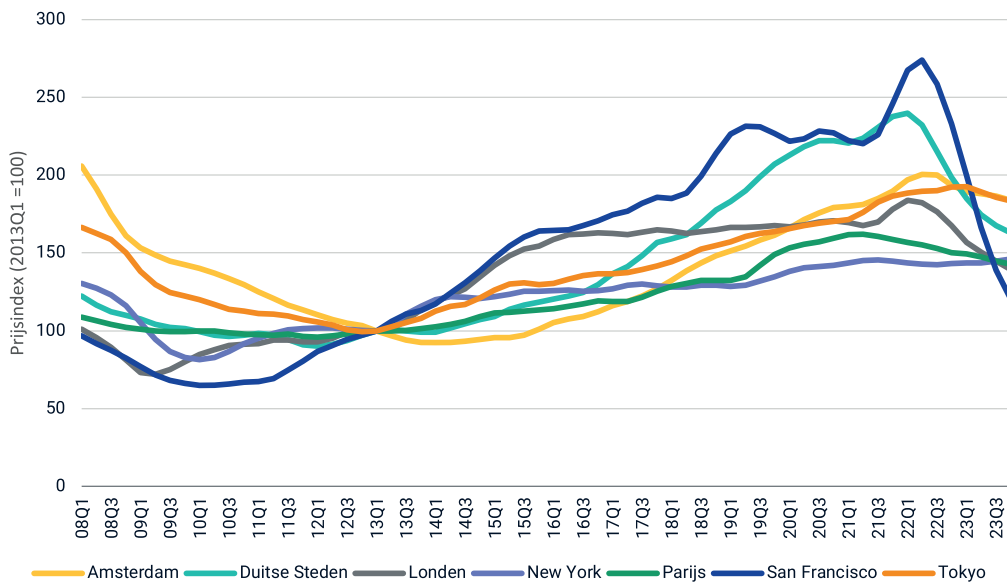
Ter illustratie: zouden verkopers hun reserveringsprijzen met 48% laten zakken, dan impliceert dat een verdere daling in transactieprijs van 24%. Hierbij geldt de aanname dat de transactieprijs halverwege die van de reserveringsprijzen van kopers en verkopers zit, zie figuur 1c. Dat is een flinke prijscorrectie die bovenop de huidige daling van 8% sinds de piek van het tweede kwartaal van 2022 komt. Een dergelijke afwaardering is overigens al zichtbaar in de taxaties, de valuation-based index van MSCI voor Nederland is over dezelfde periode al 24% gedaald. Dat de afwaardering in de taxaties voorloopt op de transactiemarkt is opvallend, normaliter lopen waarderingen achter op de transacties. In de huidige correctie lijken taxateurs niet alleen terug te kijken naar transacties, maar ook andere informatie mee te nemen in de taxatie. Voorbeelden hiervan zijn deals die niet doorgaan of het aanpassen van de verdisconteringsvoet door de hogere rente. Het valt te bezien of een dergelijke daling optreedt in de transactieprijs of dat liquiditeit langer laag blijft. Alleen tijdens de financiële crisis en de daaropvolgende economische neergang was de liquiditeit in de markt vergelijkbaar met de huidige periode. In het begin van Covid

daalde de indicator flink met ongeveer 15 punten en herstelde daarna licht. De daling over 2023, naar -48 punten, is spectaculair te noemen. Hieruit blijkt dat kopers en verkopers nog ver uit elkaar liggen. Dit is ook te zien in het laatste kwartaal van 2023, waarin slechts 21 kantoorobjecten werden verhandeld. Dit is meer dan 80% lager dan het gemiddelde aantal verkochte objecten in het laatste kwartaal in de 5 voorgaande jaren.

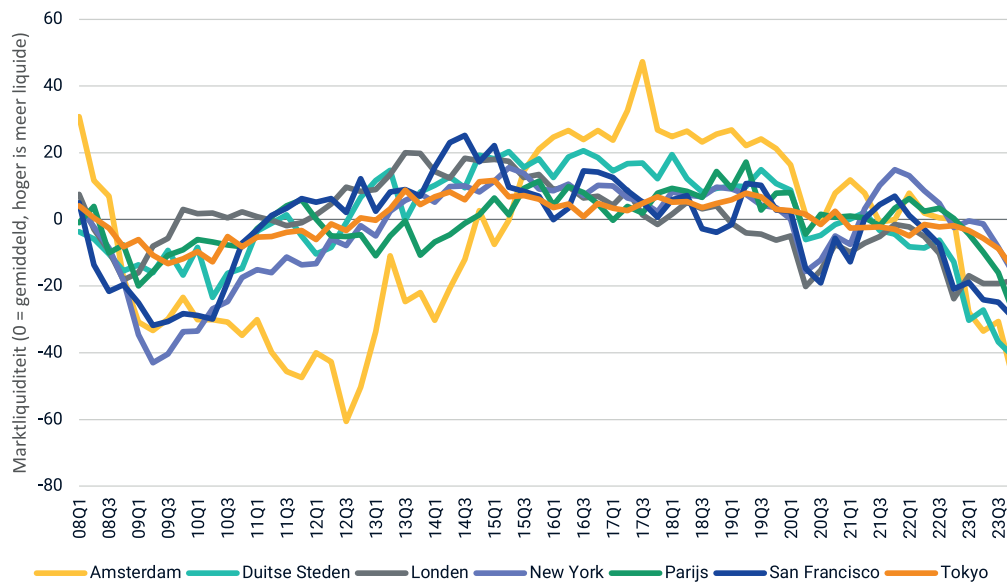
DE AMSTERDAMSE KANTORENMARKT IN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF

Figuur 3 legt de prijsindex van de Amsterdamse kantorenmarkt naast indices van internationale kantorenmarkten. Wat opvalt is de sterke daling tijdens de financiële crisis (GFC) en de daaropvolgende periode. Het dieptepunt in Amsterdam werd eind 2013 bereikt, terwijl andere markten eerder tekenen van herstel lieten zien. In de afgelopen 10 jaar zijn transactieprijs van kantoorpanden in Amsterdam iets harder gestegen tegenover andere markten. Met andere woorden, de daling tijdens de GFC was sterker, maar het herstel ook. De Nederlandse economie kwakkelde in internationaal perspectief en dat was ook zichtbaar op de Amsterdamse kantorenmarkt.

FIGUUR 3 ▶ TRANSACTIEPRIJSONTWIKKELING AMSTERDAMSE KANTORENMARKT IN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF



FIGUUR 4 ▶ ONTWIKKELING MARKTLIQUIDITEIT AMSTERDAMSE KANTORENMARKT IN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF



Ook op de Nederlandse woningmarkt hield de prijsdaling tijdens de financiële crisis langer aan dan in veel andere landen, maar was het herstel sterker. In de huidige correctie doet Amsterdam het relatief goed. De daling in transactieprizen in de Duitse steden is veel sterker, ook door de sterkere prijsstijgingen in de voorafgaande jaren. Een investeerder in San Francisco zal jaloers zijn op de (indirecte) rendementen in Amsterdam, de kantorenmarkt daar heeft in anderhalf jaar tijd al meer dan de helft van zijn waarde verloren (op basis van de transactieprijsindex). De leegstand in San Francisco is erg hoog, veroorzaakt door zowel de thuiswerktrend na corona als de afkoelende techindustrie.

Figuur 4 laat de ontwikkeling van marktliquiditeit zien van Amsterdam en de internationale markten. Hier komt een vergelijkbaar patroon naar voren als bij de prijsontwikkeling: de daling was sterker tijdens de financiële crisis, maar het herstel ook. Amsterdam had te maken met een sterk overschot aan kantoren en werd hard geraakt tijdens de financiële crisis. Na transformaties en beperkte nieuwbouw nam het kantooraanbod maar langzaam toe en daardoor herstelde de markt sterk. Sinds 2022 daalt marktliquiditeit over de hele linie van steden. De daling in Amsterdam is sterk, maar niet beduidend sterker dan die in andere markten.

Wat opvalt als verschil tussen figuur 3 en 4 is de mate van correlatie tussen de markten. Liquiditeit is veel sterker gecorreleerd dan de prijsontwikkelingen zelf. Een verklaring hiervoor is dat liquiditeit puur wordt gedreven door de kapitaalmarkten, terwijl prijzen worden bepaald door een samenspel van de kapitaalmarkten en de lokale vraag naar ruimte (Van Dijk & Francke, 2021). Diversificatie in prijzen is daardoor haalbaar voor investeerders, maar liquiditeit zal altijd sterk gecorreleerd zijn over het hele portfolio. In correcties als de huidige – een sterk door de kapitaalmarkt gedreven correctie met daardoor lage liquiditeit in alle steden – is het lastig de samenstelling van het portfolio te wijzigen.

In de Wodi-vragenlijst en de WIT-monitor is respondenten gevraagd verschillende aspecten van de werkomgeving te waarderen met behulp van een vijfpunts Likertschaal. De antwoorden variëren van zeer ontevreden (1) tot zeer tevreden (5). Voor dit artikel gebruiken we vijf psychosociale factoren, vijf fysieke factoren, vijf ruimtelijke factoren, twee architectonische factoren en twee voorzieningen.

CONCLUSIE

De Amsterdamse kantorenmarkt zit in zwaar weer. In dit artikel beschrijven we de wisselwerking tussen liquiditeit en prijzen en plaatsen we Amsterdam in internationaal perspectief.

Liquiditeit beschrijft de eenvoud waarmee een goed kan worden verhandeld. De 'Price Expectations Gap' geeft het verschil aan tussen de waarderingen van kopers en verkopers. Eind 2023 is deze kloof voor Amsterdam historisch groot, alleen te vergelijken met het dieptepunt tijdens de financiële crisis. Reserveringsprijzen van kopers en verkopers liggen zo ver uit elkaar dat transacties nauwelijks plaatsvinden. Om het gat tussen kopers en verkopers te verkleinen en daarmee liquiditeit in de markt te herstellen, zullen kopers of verkopers hun verwachtingen moeten bijstellen.

De prijsontwikkelingen lopen normaliter achter op liquiditeit en dat is ook bij deze correctie te zien. Transactieprizen zijn eind 2023 slechts 8% gedaald tegenover het hoogtepunt. Op basis van de nu lage liquiditeit valt te verwachten dat prijzen verder dalen. Een alternatief is een langere periode met lage liquiditeit. Een grotere prijscorrectie is overigens al zichtbaar in de valuation-based index voor Amsterdam. Toekomstig onderzoek moet uitwijzen of de transactieprizen daadwerkelijk zullen dalen tot het niveau van de taxaties.

In internationaal perspectief is marktliquiditeit op de Amsterdamse kantorenmarkt relatief sterk gedaald, zo was bijvoorbeeld het aantal verhandelde kantoren in 2023 uitzonderlijk laag. Maar ook in andere internationale kantorenmarkten is de liquiditeit gedaald. De gehele trend in de mark-

ten is vergelijkbaar. Eenzelfde beeld zien we terug in de prijsindices, al schieten San Francisco en de Duitse steden daar in negatieve zin uit. Het is belangrijk dat verder onderzoek zich niet alleen richt

op het bestuderen van prijschommelingen. Dat is slechts een deel van het verhaal. Het gelijktijdig analyseren van liquiditeit zorgt voor een completer beeld.

OVER DE AUTEURS

Dr. Dorinth van Dijk is principal economist bij de afdeling Econometrie en Modellen bij De Nederlandsche bank (DNB). Hij behaalde zijn PhD in Finance aan de Universiteit van Amsterdam met het proefschrift "Commercial and Residential Real Estate Market Liquidity" en heeft een postdoc voltooid aan het MIT Center for Real Estate. De inhoud van dit artikel is de mening van de auteur en komt niet noodzakelijkerwijs overeen met officiële standpunten van DNB.

Willem Vlaming is senior associate bij de afdeling Real Assets Research van MSCI. Hij specialiseert zich in prijsindexen voor commercieel vastgoed. Daarnaast is hij bezig met zijn PhD in Real Estate Finance aan de Universiteit van Amsterdam.

VOETNOOT

- 1 De definitie van de Metropoolregio Amsterdam omvat de hele Randstad. Ook kunnen we door databeperkingen geen onderscheid maken tussen segmenten.

REFERENTIES

- Bokhari, S., & Geltner, D. (2011). Loss aversion and anchoring in commercial real estate pricing: Empirical evidence and price index implications. *Real Estate Economics*, 39(4), 635-670.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The review of financial studies*, 22(6), 2201-2238.
- Fisher, J., Gatzlaff, D., Geltner, D., & Haurin, D. (2003). Controlling for the impact of variable liquidity in commercial real estate price indices. *Real Estate Economics*, 31(2), 269-303.
- MSCI (2024). MSCI Real Assets: RCA CPPI 2023 Q4.
- Van Dijk, D., & Francke, M. (2021). Commonalities in Private Commercial Real Estate Market Liquidity and Price Index Returns. *The Journal of Real Estate Finance & Economics*.
- Van Dijk, D., Geltner, D., & Van de Minne, A. (2022). The Dynamics of Liquidity in Commercial Property Markets: Revisiting Supply and Demand Indexes in Real Estate. *The Journal of Real Estate Finance & Economics*, 64(3) 327-360.
- Van Dijk, D., Kinsella Thompson, A., & Geltner, D. (2021). Privaat commercieel vastgoed in tijden van Covid. *Real Estate Research Quarterly*, 20(1) 7-12.