



Cycli op de vastgoedmarkten

Auteur(s):

Eichholtz, P.M.A.

De auteur is universitair hoofddocent vastgoedfinanciering aan de Rijksuniversiteit Limburg.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4050, pagina 253, 20 maart 1996

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

beleggen, uit, de, vakliteratuur

Vastgoedmarkten en cycli zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden, zoals al menig projectontwikkelaar tot zijn schade heeft moeten ontdekken. Leegstandspercentages en vastgoedprijzen vertonen grote golven rond een gemiddelde. Dat geldt niet alleen voor Nederland, maar voor vrijwel alle vastgoedmarkten in de wereld.

Het is niet vreemd dat er leegstand is. Aangezien de toekomstige behoefte aan ruimte onzeker is, zowel wat betreft het absolute niveau als wat betreft het soort ruimte waarvoor die behoefte geldt, is er in het evenwicht sprake van frictieleegstand. Het verrassende is echter dat steeds opnieuw langere periodes met buitengewoon hoge leegstand worden gevolgd door periodes met abnormaal lage leegstand. Het lijkt alsof vastgoedontwikkelaars en -eigenaren niet leren van het verleden.

Deze golfbewegingen zijn niet voor alle soorten vastgoed van hetzelfde belang. Woningen en industrieel vastgoed hebben er veel minder last van dan kantoren. Ook dat is vreemd: het is onwaarschijnlijk dat ontwikkelaars en eigenaars van kantoren structureel dommer zijn dan hun collega's in de woning- en industriële sector.

De verklaringen die de wetenschappelijke literatuur tot voor kort voor deze fenomenen bood waren niet bevredigend. Een standaardverklaring was de lange tijd die het kost om een gebouw te ontwikkelen. Ontwikkelaars beginnen een project als de leegstand laag is, maar tegen de tijd dat het gebouw op de markt komt, geldt dat ook voor de projecten van de concurrenten, met als gevolg hoge leegstand. Op zich zit hier wel wat in, maar deze verklaring veronderstelt kortzichtig gedrag van projectontwikkelaars, en dat is op de lange termijn niet erg waarschijnlijk. Een andere traditionele verklaring is dat de ruime aanwezigheid van willige financiers er voor zorgt dat ontwikkelaars maar raak bouwen: als een project slaagt maken ze winst, en zo niet, dan draagt de financier het verlies. Ook dit is onbevredigend, want waarom zouden die financiers keer op keer het verleden vergeten?

De vraag is waarom ontwikkelaars blijven bouwen, terwijl ze alom leegstand zien, en waarom vastgoedeigenaren hun huren niet verlagen om in tijden van leegstand hun gebouwen vol te krijgen.

In een recent artikel heeft Steven Grenadier deze vragen met behulp van een optiemodel onderzocht¹. De eerste vraag beantwoordt Grenadier door een gebouw als een optie te beschouwen. Als er veel vraag is, dan kan het gebouw gemakkelijk verhuurd worden. Zoniet, dan heeft hij de mogelijkheid om het een tijdje leeg te laten staan om het later te verhuren. Een hogere volatiliteit van de vraag naar ruimte en een langere bouwtijd betekenen dat de optiewaarde van het gebouw groter wordt, en derhalve, dat de kans op overmatig bouwen toeneemt.

Dat laatste geeft ook een mogelijke verklaring voor de verschillen tussen kantoren, industrieel vastgoed en woningen. Kantoren, die de meest geprononceerde cyclus kennen, kennen een relatief volatile ruimtevraag en een lange bouwtijd. Industrieel vastgoed kent een veel minder sterke cyclus, hetgeen waarschijnlijk vooral te wijten is aan de korte bouwtijd. Voor woningen is de relatief zwakke cyclus waarschijnlijk te verklaren door de stabiele vraag.

Ook voor het antwoord op de vraag waarom vastgoedeigenaren hun huren niet gewoon verlagen om hun lege ruimte te vullen, beschouwt Grenadier verhuurbare ruimte als een optie. Om die optie uit te oefenen, en de ruimte te verhuren, moet de eigenaar kosten maken. Hierbij kan gedacht worden aan schoonmaak- en reparatiekosten, maar ook aan herinrichtingskosten. Daarnaast moet er een huurder worden gezocht, en ook dat kost tijd en geld. Deze uitgaven, die volgens Grenadier kunnen oplopen tot een jaar huur, zijn de uitoefenprijs voor de optie, en hoe hoger ze zijn, hoe minder aantrekkelijk het wordt om de optie daadwerkelijk uit te oefenen en de ruimte te verhuren. Blijvende leegstand is dan het gevolg, en dat geldt het sterkst voor kantoren, waarvoor de genoemde kosten het hoogst zijn.

Een andere factor die hier van belang is, is de volatiliteit van de vraag naar ruimte. Indien die hoog is, zullen er vaak huurders vertrekken, zodat er vaak kosten voor nieuwe verhuur moeten worden gemaakt. Deze kosten maken eigenaars voorzichtig, en ze zullen ruimte dan ook pas willen verhuren als de huur zo hoog is dat de korte-termijn opbrengsten opwegen tegen de kosten voor het vinden van nieuwe huurders. Het feit dat de vraag naar woningen relatief stabiel is, betekent dus een verklaring voor de lage leegstand op de woningmarkt.

Dit model biedt dus een verklaring voor het bestaan van cycli op de vastgoedmarkten, en het geeft ook aan waarom die cycli voor het ene type vastgoed er zoveel anders uitzien dan voor het andere. Het model kan zelfs een verklaring geven voor regionale verschillen tussen vastgoedmarkten. De volatiliteit van de vraag naar vastgoed is hoog in sterk gespecialiseerde regio's, zoals Londen en Frankfurt

(haute finance), en dat kan verklaren waarom dat soort regio's zulke fluctuerende leegstandspercentages laten zien.

Kortom, Grenadiers model beantwoordt een aantal belangrijke prangende vragen in de vastgoedliteratuur en laat zien dat de optiebenadering zeer effectief kan zijn bij het verklaren van empirische fenomenen op de vastgoedmarkten

1 S.R. Grenadier, The persistence of real estate cycles, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, jg. 10, 1995, blz. 95-119.

Copyright © 1996 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)