

Beleggen in Duits onroerend goed: veilige haven of zeepbellen blazen?



Rijksuniversiteit Groningen
Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen Master Real Estate Studies

Groningen, 15 april 2015 Jordy Boers

Masterthesis Real Estate Studies
Rijksuniversiteit Groningen
Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen
Master Real Estate Studies
Landleven 1 , 9749 AD Groningen

15 april 2015

Naam: Jordy Boers
Studentnummer: 2415712
E-mailadres: jordyboers@live.nl
Telefoonnummer: 06 165 826 33

Begeleider: dr. H.J. Brouwer



**rijksuniversiteit
groningen**

Voorwoord

Voor u ligt mijn master thesis ter afsluiting van de master Real Estate Studies aan de Rijksuniversiteit Groningen. Gedurende de laatste maanden heb ik aan dit onderzoek gewerkt en ben ik trots op het resultaat. Het onderzoek is tevens de afsluiting van mijn twee jaar durende studieperiode aan de Rijksuniversiteit Groningen. Na mijn HBO- opleiding heb ik deze master met veel plezier gevolgd, maar na 6 jaar student te zijn geweest is het tijd voor een volgende stap. Deze thesis gaat over de ontwikkeling van de Duitse onroerendgoedmarkt, *na* de economische crisis. Het onderwerp spreekt mij aan omdat ik zelf uit de grensstreek kom en daardoor geïnteresseerd ben hoe de markt zich aan de andere kant van de grens ontwikkelt. Daarnaast sluit ik een toekomstige carrière in Duitsland niet uit, waardoor het onderzoek tevens een mooie opstap is geweest om alvast kennis te maken met de Duitse onroerendgoedmarkt.

Dit onderzoek is natuurlijk niet alleen het resultaat van hard werken dat veel tijd en energie heeft gekost, maar ook van een goede begeleiding. Graag wil ik dan ook de heer Henk Brouwer bedanken voor de gegeven feedback gedurende de totstandkoming van mijn master thesis. Vanaf het begin heb ik waardevolle tips gekregen, waardoor ik direct op het goede spoor zat en ben gebleven. Tijdens de periode waarin ik deze thesis heb geschreven heb ik veel geleerd over het uitvoeren van een wetenschappelijk onderzoek en het aannemen van een kritische houding. De verkregen inzichten en vaardigheden neem ik mee als bagage en ik ben er zeker van dat deze in de toekomst nog waardevol van pas zullen komen.

Ik wens u veel leesplezier.

Groningen, april 2015

Jordy Boers

Samenvatting

De intentie binnen dit onderzoek is om inzicht te verwerven in de ontwikkeling van de Duitse onroerendgoedmarkt. Het doel is om vervolgens vanuit de resultaten de recent economische groei van de Duitse onroerendgoedmarkt te verklaren. De centrale vraagstelling binnen dit onderzoek is:

Wat is het effect van de economische groei in Duitsland en een groeiende vraag van beleggers naar commercieel onroerend goed, leidt dit tot een onroerend goed bubbel of niet?

De economie is voortdurend onderhevig aan verandering doordat het beweegt in een cyclus, oftewel de economische activiteit fluctueert door de tijd. Er zijn drie soorten cycli; De Kitchin-, Juglar-, en Kutznets- cyclus. Door een opwaartse bewegingen in één van deze cycli, groeit de economie gedurende een bepaalde periode. Dit leidt tot nieuwe investeringen en een continuering van economische groei en vice versa.

De economische crisis is ontstaan doordat Amerikaanse huizenbezitters in de problemen kwamen met de betalingsverplichting van hypotheek. Banken hebben onder leiding van de Amerikaanse overheid gespeculeerd hebben het verstrekken van hypotheek. Huishoudens hebben daardoor hypotheek tegen relatief lage rentes afgesloten. Toen de economie in een neerwaartse spiraal terecht kwam en de rentevaste perioden van deze leningen afliepen, dienden deze opnieuw vastgesteld te worden. De rente was inmiddels fors opgelopen. Huishoudens moesten honderden dollars extra betalen om hun schulden af te lossen. De eerste betalingsachterstanden traden op, waardoor huishoudens werden gedwongen hun huis te verkopen. Veel van deze hypotheek werden door banken gebundeld in beleggingsproducten en onderhands doorverkocht aan overige financiële instellingen. Het werd onduidelijk wie er uiteindelijk schade leed door het minder waard worden van deze financiële producten. Banken begonnen elkaar te wantrouwen en niemand leende elkaar nog geld. Een financiële crisis was ontstaan. Voor de onroerendgoedmarkt had dit tot gevolg dat de onderliggende waarde van onroerend goed daalde. Investeringen werden teruggetrokken en de economische groei stagneerde.

Om de werking van de onroerendgoedmarkt te verklaren is gekeken naar het 4- kwadrantenmodel, waarbij elk kwadrant een deelmarkt vertegenwoordigt; gebruikersmarkt, beleggersmarkt, ontwikkelmarkt, en voorraad aanpassingsmarkt. Wanneer de vraag toeneemt is de markt niet direct in staat te reageren, omdat het aanbod een vaststaand gegeven is. Er wordt pas een nieuwe voorraad aan de markt toegevoegd, wanneer de vraagbehoefte is toegenomen en de prijzen zijn gestegen. Het model beweegt als een cirkel en komt uiteindelijk in een nieuwe evenwichtssituatie tot stand, waarbij een nieuwe prijs ontstaat bij een gegeven aanbod. Onroerend goed is heterogeen, een lange termijninvestering en informatie inefficiënt. Er valt onderscheid te maken tussen verschillende soorten onroerend goed; direct en indirect onroerend goed. Voordelen van direct onroerend goed zijn onder andere een stabiele stroom van inkomsten, gunstig- rendement/ risicoverhouding, etc. Nadelen zijn de hoge eenheidsprijzen en illiquiditeit. Voordelen van indirect onroerend goed zijn o.a. de liquiditeit, en het beperkte risico. Nadelen zijn dat men geen directe zeggenschap heeft en de grotere mate van volatiliteit zorgt voor weinig extra rendement.

Beleggers hanteren voor hun investering een vooraf bepaalde risico/ rendementsverhouding. Variërend van een laag risico- en laag rendement, oplopend tot een hoog risico tegen een hoog rendement. Doordat beleggers grotendeels de prijzen bepalen op basis van het aanvangsrendement en risico, kunnen zij daarmee de prijzen van onroerend goed opdrijven. Een gevaar hierbij is dat de onroerendgoedmarkt zich kan ontwikkelen tot een bubbel. De ontwikkeling van een bubbel hangt nauw samen met de financiële markt. De markt wordt hierin gedreven vanuit de conjunctuurcyclus, de kredietcyclus en de ontwikkelcyclus. Wanneer gesproken wordt van een bubbel, dan spreekt men van een situatie waarbij de waarde van het onroerend goed de economische waarde heeft overschreden en daardoor het onroerend goed overgewaardeerd is. Bubbels worden gedreven door sentimenten, waarbij prijzen oneindig lijken te stijgen. Wanneer de economie in een neerwaartse spiraal komt blijkt het tegenovergestelde. In dit onderzoek is gekeken naar de historie van bubbels. Hieruit blijkt dat bubbels altijd al hebben bestaan en zich in de tijd blijven herhalen. Bubbels ontstaan doordat er bijvoorbeeld een technologische ontwikkeling plaatsvindt, waardoor men in staat is goedkoper en efficiënter te produceren, of een nieuwe uitvinding binnen de infrastructuur mensen in staat stelt zich sneller te

verplaatsen. Als gevolg van deze ontwikkelingen neemt de werkgelegenheid in steden toe en groeit de populatie. De vraag naar onroerend goed stijgt, waardoor ook de prijzen stijgen. Door speculatie ontstaat een overcapaciteit en zal de economische cyclus weer in een neergaande beweging komen. Door een overschot dalen neemt de vraag af en dalen de prijzen van onroerend goed. Het duurt vaak lang voordat deze markt zich herstelt omdat bij een volgende opgaande fase eerst de leegstand zal worden opgevuld, alvorens een nieuwe bouw golf plaatsvindt. De economie stagneert als gevolg van deze ontwikkeling, en er wordt gesproken over bubbels. Aan een economische crisis gaat vaak een periode van economische groei vooraf.

Duitsland lijkt weinig te hebben gemerkt van de recente economische crisis. Duitsland is een land met bijna 81 miljoen inwoners. Het is daardoor interessant om te verklaren waarom de crisis in dit land is uitgebleven. Duitsland kende lange tijd een strikte scheiding tussen West- en Oost Duitsland. Na de val van de muur werd het land in 1990 herenigd en diende de West- Duitse samenleving de schuldenlast van de Oost- Duitsers over te nemen. Omdat Oost- Duitsland er economisch gezien slecht aan toe was, trokken veel huishoudens richting het westen op zoek naar werkgelegenheid. Oost- Duitsland kon niet concurreren met de West- Duitse samenleving. De economie veranderde als gevolg van de hereniging en raakte in een neerwaartse spiraal. Het voordeel van Duitsland was de demografische ontwikkeling van het land. Doordat industrieën verdeeld over het land zaten, konden de Duitsers langzaam werken aan herstel van hun economie. Door een Europese eenwording veranderde de situatie binnen het land opnieuw. Het land trad toe tot de euro met een te hoge valutakoers. Duitsland was in tegenstelling tot andere landen niet in staat direct te profiteren van de voordelen die de invoering van de Euro met zich mee bracht omdat het nog steeds hoge schulden had als gevolg van de hereniging. Naast de invoering van de Euro, was een ander onderdeel van het Europees verdrag de ontwikkeling Europees economische eenheid. Door een economische neergang volgde Duitsland echter een eigen economische beleid. Het duurde tot omstreeks 2006 voordat de economische groei in Duitsland ten opzichte van andere landen was ingehaald. Dit had ook gevolgen voor de Duitse onroerendgoedmarkt. Als gevolg van de economische omstandigheden, stegen de prijzen van woningen niet zoals in andere delen van Europa. Het Duitse prijsniveau voor woningen bleef lange tijd (1995-2005) op hetzelfde niveau, ondanks dat de betaalbaarheid toenam. De huizenprijzen in Duitsland zijn pas in de laatste jaren gestegen. Sinds de hereniging heeft de kantorenmarkt de minste groei laten zien. Na de Duitse hereniging nam de leegstand binnen de Duitse kantorenmarkt toe. Het duurde tot omstreeks 2000 tot deze weer op eenzelfde niveau zaten als voor 1990. Toen de Euromunt zijn intrede deed viel de markt opnieuw sterk terug. De leegstand nam toe en het opnameniveau nam af. Het duurde weer tot omstreeks 2006 tot de markt zich herstelde.

Opvallend is dat de Duitse huurprijzen binnen de kantorenmarkt ruim 20 jaar op hetzelfde niveau zijn gebleven. De Duitse kantorenmarkt is daarmee niet zichtbaar gegroeid in tegenstelling tot andere Europese landen, waar de huren stegen als gevolg van economische groei. De retail- en industriële onroerendgoedmarkt toonden daarentegen wel een groei. De investeringsvolumes namen toe. Er was slechts een kleine inzinking, als gevolg van de economische crisis. Duitsland is daarmee vooral stabiel en ook de groeicijfers lijken stabiel. De crisis heeft nauwelijks uitwerking gehad op de Duitse onroerendgoedmarkt. De oorzaken hiervan ligt in het gegeven dat Duitsland een economisch gezien moeilijke periode heeft doorgemaakt. Het land heeft niet kunnen groeien, zoals andere landen. Door een goed economisch beleid is de economische situatie echter sterk verbeterd. Een ander belangrijke reden voor de recente ontwikkelingen in Duitsland is dat de economie zich niet op één deel van de economie binnen het land concentreert. De Duitse economie is sterk verspreid over verschillende grote steden. Duitsland kent 7 grote steden die ten opzichte van elkaar in economische ontwikkeling weinig verschillen. Alleen München lijkt zich te onderscheiden. In landen als Nederland, Engeland, en Frankrijk concentreert de economie zich grotendeels op één stad. Van een bubbel binnen de Duitse onroerendgoedmarkt is geen sprake. De demografische ontwikkelingen spreken hier sterk in het voordeel. Daarnaast heeft de Duitse economie te lang ondermaats gepresteerd om nu van een bubbel te kunnen spreken. Een reden waarom een bubbel ook op korte termijn lijkt uitgesloten, is de financiële integratie van landen. De Europese rentestand zal naar alle waarschijnlijkheid de komende periode nog op een laag niveau blijven, omdat andere landen nog altijd economische problemen ondervinden. Duitsland is daardoor in staat te blijven profiteren van de economische groei en de lage rentestand.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	8
1.1. Maatschappelijke aanleiding	8
1.2. Probleemverkenning, wetenschappelijke relevantie	8
1.3. Probleem-, doel-, en vraagstelling	8
1.3.1. Probleemstelling	8
1.3.2. Doelstelling	9
1.3.3. Vraagstelling	9
1.4. Onderzoeksmethodiek	9
1.5. Conceptueel model	10
1.6. Leeswijzer	10
2. De economische crisis	11
2.1. Economische cyclus	11
2.2. Internetbubbel	12
2.3. Ontstaat kredietcrisis	12
2.3.1. Wantrouwen tussen banken	14
3. Werking van onroerendgoedmarkten	15
3.1. Het 4-kwadrantenmodel	15
3.2. Beleggen in onroerend goed	17
3.2.1. Vormen van onroerend goed	17
3.2.2. Voor- en nadelen van direct en indirect onroerend goed	18
3.3. Beleggerstheorieën	19
4. Bubbels	20
4.1. De macro- economie	20
4.2. Cyclische bewegingen	20
4.3. Economische groei	21
4.3.1. Herstelfase	21
4.3.2. Groeifase	22
4.3.3. Recessie	22
4.3.4. Depressie	22
4.4. Bubbels	24
4.4.1. Neoklassieke theorie	24
4.4.2. Historische bubbels	25
4.4.2.1. Bouw golf in Rome	25
4.4.2.2. Bouw golf in Tudor & Stuart Londen	26
4.5. Ontwikkelcyclus	27
5. De ontwikkeling van de Duitse economie	29
5.1. Duitsland	29
5.1.1. Oost- en West Duitsland	29
5.1.2. De val van de Berlijnse muur	29
5.1.3. Economische geografie	30
5.1.3.1. Noord- Duitsland	30
5.1.3.2. West- Duitsland	30
5.1.3.3. Oost- Duitsland	31
5.1.3.4. Zuid- Duitsland	31
5.2. De Duitse economie	31
5.2.1. De Euro	32

5.2.2. Duitse economie in cijfers.....	34
5.2.3. Toekomstverwachting.....	35
5.3. De Duitse inflatie.....	36
5.4. Duitse rente.....	37
6. De Duitse onroerendgoedmarkt.....	39
6.1. Duits onroerend goed.....	39
6.1.1. Commerciële markten.....	40
6.1.2. Rendement en risico.....	40
6.1.3. Financiering.....	41
6.2. De Duitse woningmarkt.....	42
6.3. De Duitse kantorenmarkt.....	45
6.3.1. Kantorenopname en leegstand.....	46
6.3.2. Markthuren kantoren.....	48
6.3.3. Investeringsmarkten en yields kantoren.....	49
6.3.4. Rendementen kantoren.....	50
6.4. De Duitse retailmarkt.....	51
6.4.1. Segmenten.....	53
6.4.2. Yields.....	54
6.5. Duits industrieel en logistiek onroerend goed.....	54
6.5.1. Huren.....	55
6.5.2. Yields.....	56
6.6. Resumé.....	56
7. Duitse onroerendgoedfondsen.....	57
7.1. Closed- end onroerendgoedfondsen.....	57
7.2. Open- end onroerendgoedfondsen.....	57
8. Resultaten.....	60
8.1. Ontstaan crisis.....	60
8.2. Onroerendgoedsysteem.....	61
8.3. Onroerendgoed bubbel.....	61
8.4. Economische ontwikkeling Duitsland.....	63
9. Conclusie.....	65
Literatuurlijst.....	67
Bijlagen.....	75

1. Inleiding

1.1 Maatschappelijke aanleiding

In de zomer van 2007 is er op de financiële markten een kredietcrisis ontstaan. Deze crisis werd geïnitieerd doordat de huizenmarkt in de Verenigde Staten door verschillende oorzaken stagneerde en de kredietcrisis vervolgens oversloeg op internationale financiële markten. De ontstane crisis heeft een enorme impact gehad op de onroerendgoedsector (Arkesteijn en Rezelman, 2009). Er bestaat een direct verband tussen de financiële markten en de onroerendgoedmarkt. Daarnaast wordt onroerend goed vaak gefinancierd met vreemd vermogen. De onroerendgoedmarkt reageert op de economische situatie van dat moment. Onroerend goed opereert daarnaast in een zogenoemde onroerendgoedcyclus, waarin het afhankelijk is van de economische situatie op een bepaald moment. Economische signalen kunnen wijzen op een toename van de vraag. Wanneer het onroerend goed echter eenmaal ontwikkeld is kan de economische situatie alweer veranderd zijn. Door extra opleveringen worden de prijzen en huren omlaag geduwd (Van Gool et al., 2013).

De situatie in 2007 zorgde ervoor dat de belangstelling van beleggers afnam en de waarde van onroerend goed aanzienlijk daalde. Hierdoor hebben veel onroerend goed eigenaren moeten afwaarderen op hun onroerend goed (Cordua, 2013). Er zijn echter ook uitzonderingen zichtbaar. Verschillende bronnen tonen aan dat de Duitse onroerendgoedmarkt, vooral sinds de afgelopen twee jaar exceptioneel is gegroeid (Dombret, 2013). Het is voor buitenlandse investeerders momenteel zeer aantrekkelijk te investeren in Duits onroerend goed. De rendementen op het onroerend goed liggen hoger dan in de bekende Europese 'standorten' Parijs en Londen, aldus The Wall Street Journal (Likus, 2013). De Bundesbank verwacht daarnaast dat de economie in Duitsland verder zal blijven groeien (Synvest, 2013). Uit marktonderzoek van DG HYP blijkt dat de huren in Duitsland blijven stijgen en ook de vraag naar retail onroerend goed aanhoudt. In 2012 steeg het aantal onroerend goedtransacties met tien procent tot 25,4 miljard euro. Daarmee behoort Duitsland na Groot-Brittannië tot de grootste onroerendgoedmarkt van Europa. De focus binnen dit onderzoek zal gelegd worden op het verklaren van de huidige ontwikkelingen van de Duitse onroerendgoedmarkt. Daarnaast zal onderzocht worden of de huidige ontwikkelingen berusten op een gezonde ontwikkeling en daarmee de hausse op de Duitse onroerendgoedmarkt onderhevig is aan een inhaalslag op de Europese markten (Panhuyzen, 2013), of dat er wellicht sprake is van een onroerend goed bubbel waar onder andere de Schweizer National Bank (SNB) voor waarschuwt (Jordan, 2013).

1.2. Probleemverkenning, wetenschappelijke relevantie

De werking van de onroerendgoedmarkt is in het verleden al uitgebreid onderzocht. Zo ontwikkelden DiPasquale en Wheaton een conceptueel model, ook wel het 4-kwadranten model, om daarmee de werking van de onroerendgoedmarkt te verklaren (DiPasquale en Wheaton, 1992). Het model is in staat schematisch het effect weer te geven van een economische verandering op de onroerendgoedmarkt. Het model schiet echter tekort wanneer het alle sectoren van de onroerendgoedmarkt tezamen moet verklaren, en daarmee de schokeffecten van blijvend economische groei. De relatie tussen economische groei en de uitwerking op de onroerendgoedmarkt is ook een onderwerp van onderzoek geweest. Zo verklaarde Barras met zijn model hoe een bouw golf ontstaat door de interactie tussen de conjunctuurcyclus, kredietcyclus en de lange termijn ontwikkelingscyclus (Barras, 1994). In dit onderzoek zal onderzocht worden of deze ook van toepassing zijn op de Duitse onroerendgoedmarkt.

1.3 Probleem-, doel-, en vraagstelling

1.3.1. Probleemstelling

De Duitse onroerendgoedmarkt vertoont volgens de laatste nieuwsberichten, ondanks een periode van de wereldwijde economische kredietcrisis exceptionele groei. De rendementen stijgen en steeds meer (buitenlandse) beleggers investeren in Duits onroerend goed. Zowel binnenlandse als buitenlandse beleggers beschouwen de Duitse onroerendgoedmarkt als een van de meest veiligste en aantrekkelijkste beleggingen ter wereld (Boogaard, 2012). De huidige groei is in tijden van economische crisis opvallend. Het is onduidelijk wat de oorzaken zijn die de huidige groei kunnen verklaren en welke markten het sterkst groeien.

1.3.2. Doelstelling

Het doel van het onderzoek is om vanuit een economisch perspectief inzicht te verwerven in de Duitse onroerendgoedmarkt en daarmee de exceptionele groei van de Duitse onroerendgoedmarkt te verklaren. Hieruit zal moeten blijken of deze groei onderhevig is aan een ‘gezonde ontwikkeling’ of een bubbel.

1.3.3. Vraagstelling

Om het onderzoeksdoel te bereiken zal in het onderzoek getracht worden de volgende vraag met de daaruit afgeleide sub- vragen te beantwoorden De centrale vraag binnen het onderzoek luidt als volgt:

Wat is het effect van de economische groei in Duitsland en een groeiende vraag van investeerders naar commercieel onroerend goed, leidt dit tot een onroerend goed bubbel of niet?

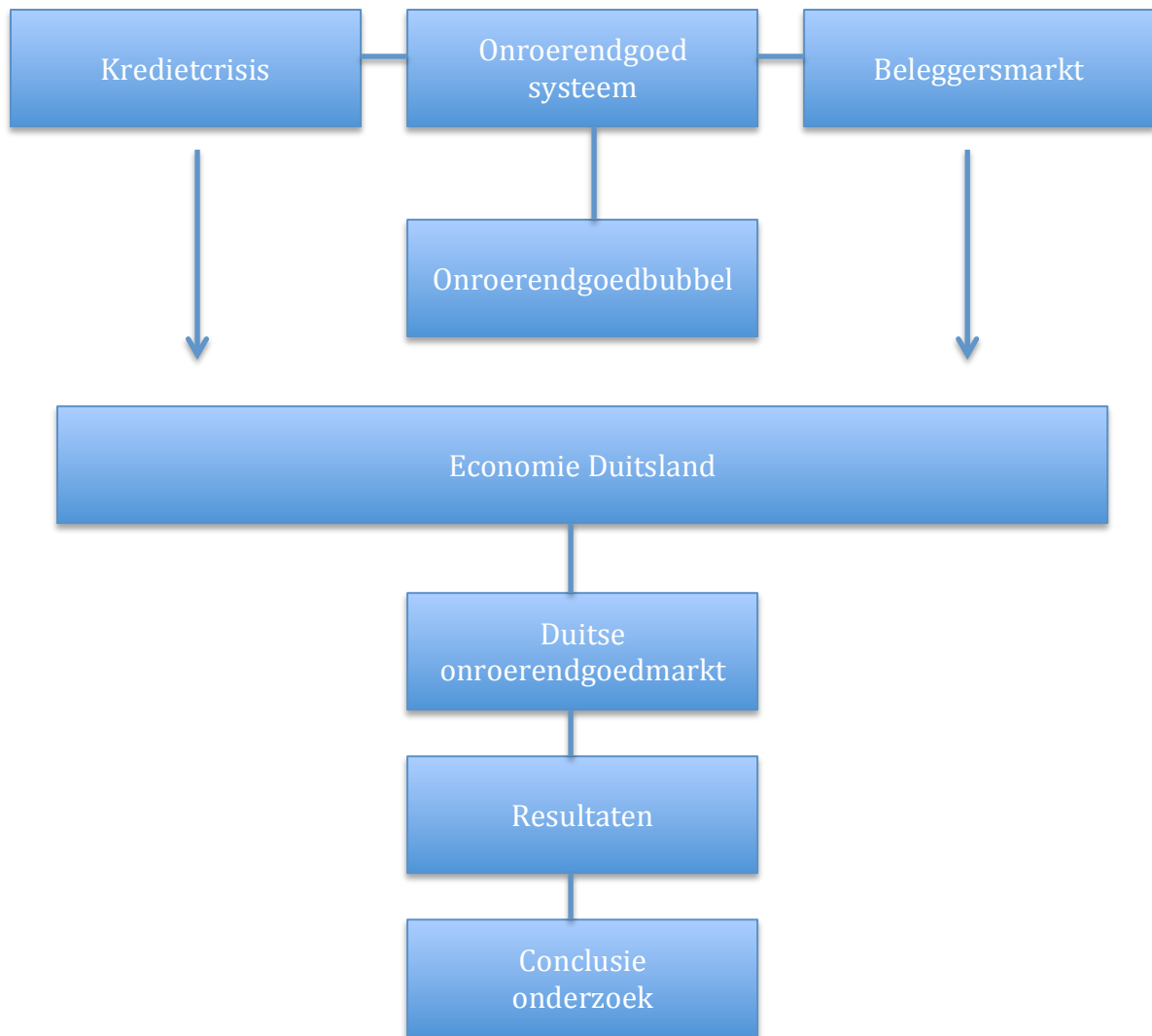
Voor het beantwoorden van de centrale hoofdvraag vloeien de volgende deelvragen voort:

- Hoe is de kredietcrisis ontstaan en wat zijn de gevolgen daarvan op de onroerendgoedmarkt?
- Wat zijn de kenmerken van het onroerendgoedsysteem, welke beleggingsvormen zijn er te onderscheiden en wat is de onderliggende waarde van een beleggingstheorie?
- Hoe kan een onroerend goed bubbel worden gedefinieerd, wanneer wordt er gesproken van een ‘bubbel’, hoe ontstaan ze en wat zijn de oorzaken en gevolgen?
- Hoe heeft de Duitse economie zich de afgelopen jaren ontwikkelt en binnen welke onroerend goedsegmenten heeft een sterke ontwikkeling plaatsgevonden en in hoeverre onderscheid de onroerendgoedmarkt in Duitsland zich van andere Europese markten?

1.4 Onderzoeksmethodiek

Het onderzoek zal met name een verkennend/ exploratief karakter kennen. De onderzoeksmethode is er op gericht om vanuit een theoretisch kader achtergrondinformatie te verkrijgen over de aard van het onderzoeksprobleem (Baarda en De Goede, 2006). Er is daarnaast sprake van een exploratief onderzoek omdat onderzocht zal worden wat de invloed is van politieke en economische factoren met betrekking tot het onderzoeksprobleem (Van der Zee, 2012). Door de onderzoeksresultaten te combineren zal het onderzoek nieuwe en waardevolle uitgangspunten op moeten leveren.

1.5. Conceptueel model



1.6. Leeswijzer

In de inleiding is een introductie gegeven over het onderwerp van dit onderzoek, met daarbij de bijbehorende probleem-, doel-, en vraagstelling. Het onderzoek zal vorm krijgen door de beantwoording van de geformuleerde deelvragen die tezamen een bijdrage leveren aan de uiteindelijke beantwoording van de hoofdvraag. De hoofdstukken 2 tot en met 4 zullen het theoretisch binnen dit onderzoek vormen. In hoofdstuk 2 wordt het ontstaan van de kredietcrisis weergegeven. Hoofdstuk 3 gaat vervolgens in op de werking van het onroerendgoedsysteem en geeft een beschrijving van de verschillende beleggingstheorieën en soorten onroerend goed. In hoofdstuk 4 is de definitie en het ontstaan van een bubbel onderzocht en wordt inzicht verworven in de gevolgen daarvan op de onroerendgoedmarkt. Dit hoofdstuk dient als kader voor de beantwoording van de hoofdvraag. Hoofdstuk 5 geeft een beschrijving van de Duitse economie en de ontwikkeling daarvan en tevens waarin het zich onderscheid van Europese markten. Hoofdstuk 6 geeft een beschrijving van de Duitse onroerendgoedmarkt en de ontwikkelingen daarvan. In hoofdstuk 7 zal kort worden ingegaan op de problemen rondom de Duitse open- en onroerendgoedfondsen. Hoofdstuk 8 geeft inzicht in de verworven resultaten van het onderzoek. Tot slot zal in hoofdstuk 9 vanuit het theoretisch kader de onderzoeksresultaten gekoppeld worden aan de beantwoording van de hoofdvraag met aansluitend de conclusie van het onderzoek.

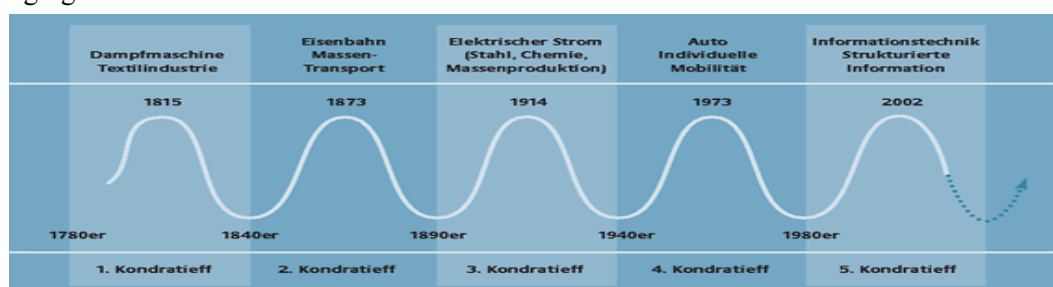
Hoofdstuk 2 –De economische crisis

De economische crisis heeft de situatie op de onroerendgoedmarkt veranderd. De crisis werd geïnitieerd doordat de huizenmarkt in de Verenigde Staten door verschillende oorzaken stagneerde en de kredietcrisis vervolgens oversloeg op internationale financiële markten. In dit hoofdstuk wordt het ontstaan van een economische crisis omschreven door de werking van de economische cyclus te analyseren. Daarna volgt een uiteenzetting van de gevolgen van deze crisis voor de onroerendgoedmarkt.

2.1 Economische cyclus

De economie beweegt in een cyclus, oftewel de economische activiteit fluctueert door de tijd. Het Bruto Binnenlands Product wordt als maatstaf genomen om de economische activiteit te meten. De cyclus schommelt rondom een lange termijn trend. De schommelingen die gemeten kunnen worden variëren in perioden van relatief snelle groei afgewisseld door perioden van economische stagnatie en sterke neergang. Er zijn drie soorten cycli; *Kitchin, Juglar en Kuznets- cyclus*. De *Kitchin* cyclus is een korte cyclus met een duur van drie tot vijf jaar. Door een opwaartse beweging van de economie ontstaat er een groeiende vraag naar producten, waardoor bedrijven meer beginnen te produceren. Na verloop van tijd neemt de vraag naar producten weer af. Het gevolg is een overcapaciteit waardoor de werkgelegenheid af neemt. Een andere cyclus is de Juglar cyclus. De Juglar- cyclus heeft een langere looptijd en duurt zeven tot negen jaar. De werking van de Juglar- cyclus is vergelijkbaar met de Kitchin cyclus, alleen in dit geval zet de economische groei zich over een langere periode voort. De Juglar- cyclus wordt daardoor ook wel gekenmerkt als investeringscyclus, waarin bedrijven investeren in extra capaciteit. Het duurt over het algemeen langer voordat de extra capaciteit gelijk is aan de vraag, waarin de vraag is gestegen of de capaciteit is afgenomen om een evenwicht te bereiken (Van den Heuvel et. al, 2008). Omdat de investeringen binnen een Juglar- cyclus van grotere omvang zijn dan de investeringen binnen een Kitchin- cyclus, zijn de schommelingen die worden waargenomen sterker. De Kuznets- cyclus is een langere cyclus dan de Juglar cyclus en omvat een periode van vijftien tot vijfentwintig jaar. De Kuznets-cyclus wordt vooral gedreven door veranderingen in infrastructuur. Door grote infrastructurele projecten als gevolg van langdurig economische groei ontstaat een grote werkgelegenheid en vergroten bedrijven hun productiecapaciteit (Kuznets, 1930). De cyclus wordt daarnaast vaak gezien als het gevolg van een veranderende demografie (Van den Heuvel et. al., 2008).

Naast de drie economische cycli, is er ook nog een cyclus welke een golfbeweging meet over perioden van gemiddeld vijftig jaar, de Kondratieff- cyclus (Figuur 2.1). Elke golf staat voor een economische ontwikkeling dat wordt gedreven door een technologische revolutie. Door een technologische ontwikkeling is de economie in staat zich snel te ontwikkelen, waardoor een opwaartse beweging wordt waargenomen (BSI, 2003). Deze patronen bewegen in verschillende cycli en laten in werkelijkheid geen vloeiende bewegingen zien. Innovaties bewegen in schokken en verschillen in duur. Daarnaast kunnen verschillende innovaties tegelijkertijd optreden. De cyclus gaat gepaard met grote investeringen, maar de productiviteit groeit pas in de tweede helft van de cyclus (Van den Heuvel et al., 2008). De verschillende cycli tonen aan dat de economie zich niet altijd in opgaande groeifase begeeft en na afloop van iedere groeifase een periode van stagnatie/ economische neergang plaatsvindt. Door een te grote groei zal de vraag op lange termijn afnemen als gevolg van een overcapaciteit aan productie. Grote investeringen worden over het algemeen gefinancierd door banken en andere geldverstrekkers. Wanneer de vraag naar producten afneemt zijn deze niet langer winstgevend ten opzichte van de productiekosten. De economie stagneert en raakt in een neerwaartse beweging.



Figuur 2.1 Kondratieff- Cyclus Bron: BSI 2003

2.2 Internetbubbel

Een van de laatst sterk opwaarts bewegende cyclus, nog *voor* de intrede van de economische crisis in 2007 was de dot-com bubbel. De internetbubbel werd aangedreven door een nieuwe innovatie welke de wereld zou veroveren; het internet. Door de nieuwe mogelijkheden van het internet begin jaren 2000 werd gesproken van een nieuwe economie. Dit leidde ertoe dat veel investeerders zich massaal op de aandelenmarkt stortten en aandelen kochten van internetbedrijven, zelfs wanneer deze bedrijven nog nooit winst hadden geboekt. Door speculatie op de markt, stijgende koersen en een toename van het internetgebruik, ontstond er een aandelenhousse welke zorgde voor een verhitte economie (Edwards & Borison, 2014).

Beleggen in nieuwe internetbedrijven was populair onder beleggers, omdat internetbedrijven veelal eenmalige investeringen deden. Bedrijven hadden vervolgens weinig tot geen variabele kosten. Wanneer de investeringskosten terug werden verdiend, maakten bedrijven in de perioden daarna in principe enkel nog winst. De waarde van aandelen steeg hierdoor explosief, ondanks de verliezen die internetbedrijven maakten. Het eerste bedrijf dat naar de beurs ging (Netscape) opende met een koers van 14 dollar per aandeel. Na 3 maanden groeide de koers naar 80 dollar per aandeel. Doordat er veel geld werd verdiend steeg de welvaart. Geld dat werd verdiend werd onder andere geïnvesteerd in huizen, waardoor de huizenprijzen stegen.

Er werd steeds meer geïnvesteerd in de nieuwe economie, het internet. De koersen stegen verder en beleggers begonnen te speculeren op de aandelenmarkt. Het optimisme begon de markt te beheersen. Door groeiende aandelenkoersen werden bedrijven hoger en hoger gewaardeerd. In het voorjaar van 2000 bereikte de markt zijn top en stagneerden de koersen. De koersen groeiden nog maar met enkele centen en beleggers raakten het vertrouwen in het internet kwijt en dumpten massaal hun aandelen. De koersen zakten vervolgens in elkaar en de internetbubbel klapte. De eerste internetbedrijven waarvan de toekomstverwachtingen eerder nog hooggespannen waren gingen vervolgens failliet. Nadat een groot aantal internetbedrijven waren verdwenen experimenteerden kleine en efficiënte bedrijven als Google, Youtube, en Facebook langzaam verder en introduceerden later het internet 2.0. Bedrijven groeiden vanuit de gedachte van de creatieve destructie, waarbij eerst alles kapot moet om vervolgens nieuwe dingen te kunnen creëren.

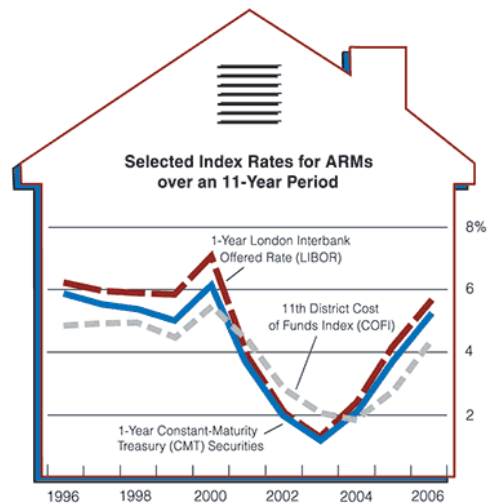
2.3 Het ontstaan van de kredietcrisis

Jaren na de internetbubbel ontstond een nieuwe crisis. In de zomer van 2007 kwamen Amerikaanse huizenbezitters in de problemen met de aflossing van hun hypotheek. Huizenbezitters konden in de periode 2000-2005 relatief goedkoop een hypotheek afsluiten (Hull, 2009). De hypotheekten werden in het begin verstrekt tegen een relatief laag rentetarief. Hierdoor werd het aantrekkelijk voor gezinnen een huis te kopen. Daarbij kwam het gegeven dat banken relatief eenvoudig hypotheekten aan huishoudens verstrekten (Brunnermeier, 2009). Op deze wijze werd langzaam gewerkt aan de totstandkoming van de economische crisis.

De crisis die ontstond op de huizenmarkt werd mede aangedreven door de Amerikaanse politiek. De Amerikaanse president stelde 440 miljard dollar beschikbaar om het eigen huizenbezit te stimuleren. Dit werd gefinancierd door banken die leningen afsloten bij internationale banken en financiële instellingen. Banken pompten hun vermogen op als gevolg van de nieuwe regelgeving, waarbij de verhouding schuld/ eigen vermogen werd vergroot.

Banken speculeerden bij het verstrekken van hypotheekten op het gegeven dat de woningmarkt zich vanaf 2001 in een opwaartse spiraal bevond en huizenprijzen bleven stijgen.

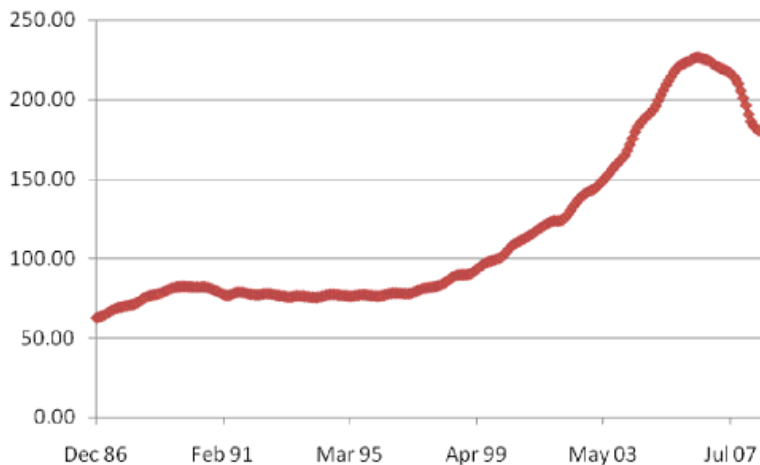
Daarbij kwam dat het renteniveau zich destijds op een historisch laag niveau bevond (Figuur 2.2). Hierdoor werden leningen en daarmee ook de hypotheekten aanmerkelijk goedkoper. Het gevolg hiervan was dat in een relatief snel tempo tal van nieuwe hypotheekvormen ontstonden. Het werd zelfs voor huishoudens met een laag inkomen mogelijk een hypotheek te verkrijgen. Ook werden leningen verstrekt tegen een hogere waarde dan de waarde van het onderliggende onroerend goed (Marquard, 2011). Deze constructies waren te verantwoorden zolang de huizenprijzen bleven stijgen en daarmee de waarde van de woning vanzelf boven het verstrekte hypotheekbedrag uit kwam.



Figuur 2.2 ARMs_Indexes_1996-2006

Bron: Wikipedia (http://nl.wikipedia.org/w/index.php?title=Bestand%3AARMs_Indexes_1996-2006.png)

Het gevolg van een dergelijke constructie was dat de vraag naar woningen explosief toenam (Hull, 2009). Steeds meer huishoudens konden en wilden graag een woning kopen, waardoor de huizenprijzen binnen de VS enorm stegen (figuur 2.3). Niet alleen banken speculeerden op een waardestijging van woningen, maar ook overige huizenkopers zagen hun woning niet alleen als woonbehoefte. Amerika raakte in de ban van de zogenaamde ‘Flippers’. Dit waren grote groepen van vermogende mensen. Zij kochten woningen met het doel om deze binnen een korte tijd weer met een winstslag te verkopen. Deze trend zette zich voort tot halverwege 2006 waarna de woningmarkt stagneerde (Marquard, 2011).



Figuur 2.3 US Real Estate prices, 1987 to June 2008 Bron: S&P/ Case-Shiller Composite-10 Index

Huishoudens in de VS kwamen omstreeks 2006 voor het eerst in de problemen met de aflossing van hun hypotheek. Het historisch lage renteniveau was inmiddels gestegen. Daarnaast waren woningen door de explosieve vraag zo duur geworden dat deze onbetaalbaar werden voor modale huishoudens. Ook liepen de eerste vaste rentevaste perioden af, waardoor deze opnieuw vastgesteld dienden te worden tegen een over het algemeen hoger rentetarief. Huishoudens moesten daardoor maandelijks een x-aantal procent meer betalen voor hun in eerste instantie relatief goedkope hypotheek (Hull, 2009). Betalingsachterstanden liepen op en voor het eerst werden huishoudens gedwongen hun woning te verkopen, omdat zij niet langer aan hun schuldverplichtingen konden voldoen (NRC, 2008).

2.3.1 *Wantrouwen tussen banken*

Door een toenemend aantal verstrekte hypotheek ontstonden ook nieuwe beleggingsvormen waarin hypotheek gebundeld werden en doorverkocht als beleggingsproduct. Deze gebundelde hypotheek werden ook wel 'sub-prime' hypotheek genoemd (Brunnermeier, 2009). Door een stagnerende woningmarkt met oplopende betalingsachterstanden werden deze beleggingsproducten echter snel minder waard. Banken leden enorme verliezen omdat huishoudens hun hypotheekschuld niet meer af konden lossen en moesten banken hun fors op hun hypotheek afwaarderen (Hofs, 2012). Omdat banken de hypotheek inmiddels zo vaak hadden gebundeld, opgeknipt en weer door hadden verkocht aan overige financiële instellingen, werd het onduidelijk wie er schade leed van het minder waard worden van deze beleggingen in sub-prime hypotheek (NRC, 2008). Banken begonnen elkaar te wantrouwen, konden niet langer aan hun betalingsverplichtingen voldoen en leenden elkaar geen geld meer (Brunnermeier, 2009). De ontwikkelingen vormden een bedreiging voor het functioneren van zowel de financiële markten in de VS als de internationale financiële markten. De eerste banken vielen om en ingrijpen van de Centrale Bank was noodzakelijk om banken te behoeden voor een faillissement (Marquard, 2011).

De crisis verplaatste zich hiermee van de Amerikaanse huizenmarkt naar de internationale geldmarkt. De paniek sloeg door op de beurzen (NRC, 2008). Het vertrouwen van beleggers nam af en er ontstond minder vraag naar producten. Overige financiële instellingen als pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen zagen hun beleggingen snel minder waard worden en zelfs de dekkingsgraad van vele pensioenfondsen kwamen in het gedrang (Brunnermeier, 2009).

Het faillissement van Lehman Brothers op 15 september 2008 zorgde voor een grote teruggang op de beurs. Het effect hiervan was dat er grote afwaarderingen plaatsvonden en beursindexen over de gehele wereld grote verliezen leden (Brunnermeier, 2009). Om verliezen te beperken verkochten beleggers hun risicovolle assets, waardoor prijzen sterk daalden. Beleggers werden angstig en investeerden vaak alleen nog in veilige havens zoals goud en overige metalen (Hui & Chan, 2014). Als gevolg van deze ontwikkelingen werd de relatie tussen de macro-economie en onroerendgoedmarkten zichtbaar. Doordat investeringen werden teruggetrokken en kapitaal moeilijk beschikbaar kwam, nam de vraag van bedrijven naar commercieel onroerend goed af. Dit is te wijten aan het feit dat onroerend goed in commerciële markten wordt gezien als een gebruiksobject en daarmee een directe relatie met de economie creëert. De vraag naar onroerend goed is hierbij afhankelijk van de stand van de economie. Wanneer het economisch goed gaat neemt de vraag toe. Wanneer er sprake is van economische neergang neemt de vraag naar onroerend goed af (Van Gool et al., 2013). Doordat de vraag naar onroerend goed als gevolg van de economische crisis daalde kwamen objecten leeg te staan. Vooral de kantorenmarkt raakte in een diepe val. Dat de hardste klappen op de kantorenmarkt werden ondervonden is niet geheel opmerkelijk. De kantorenmarkt is een directe afspiegeling van vraag en aanbod naar kantoorruimten. Wanneer het economisch gezien minder gaat en er minder banen beschikbaar zijn neemt de vraag naar kantoorruimten af. Het effect van economische neergang op de retailmarkt duurt daarentegen veel langer. Dit komt doordat de retailmarkt in sterke mate afhankelijk is van de consumentenuitgaven. Het duurt langer voordat een neergang op de beurs zichtbaar wordt in de portemonnee van de consument en deze vervolgens minder uitgaven doet. De economische neergang duurde voort en er ontstonden geen tekenen van herstel. Hierdoor nam ook de vraag in overige sectoren af. De huurprijzen daalden en de kapitaalwaarden van onroerend goed kwamen onder druk te staan. Onroerend goedeigenaren dienden hun onroerendgoedportefeuilles flink af te waarderen en namen daardoor grote verliezen.

Hoofdstuk 3 - Werking van onroerendgoedmarkten

In het voorgaande hoofdstuk zijn het ontstaan en de gevolgen van de economische crisis op de onroerendgoedsector belicht. Hieruit is gebleken dat de macro-economie een directe doorwerking heeft op de onroerendgoedmarkt. Voor het begrijpen van hoe deze markt werkt, wordt in dit hoofdstuk de werking van het onroerendgoedsysteem verder toegelicht. Daarnaast wordt er aandacht geschonken aan de verschillende beleggingstheorieën en de totstandkoming daarvan.

3.1. Het 4- kwadrantenmodel

De onroerendgoedmarkt kan worden omschreven als een markt waarin gebruikers en beleggers in onroerend goed acteren. Vanuit de gebruiker gezien is het *nut* dat door middel van het onroerend goed wordt verkregen de belangrijkste factor. Voor een belegger is dit het te verwachten *rendement* en daarnaast het eventuele *risico* voor het feit dat deze rendementsverwachting niet uitkomt (Van Gool et al., 2013). Uit het voorgaande hoofdstuk is gebleken dat macro-economische factoren direct van invloed zijn op het gebruik en beleggingen in onroerend goed. In een hoogconjunctuur neemt de vraag naar onroerend goed toe en stijgt het aantal gebruikers en beleggers.

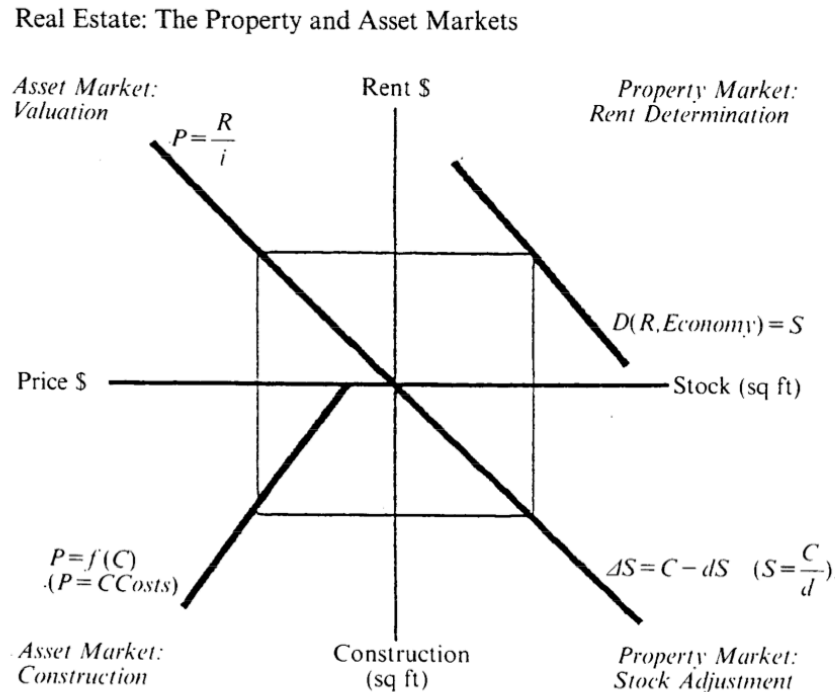
Om de onroerendgoedmarkt te doorgronden is het van belang te begrijpen hoe vraag en aanbod op elkaar inspelen en elkaar beïnvloeden. De grondleggers voor een dynamisch model van de onroerendgoedmarkt zijn Dipasquale en Wheathon, die in 1992 de werking van de onroerendgoedmarkt verklaarden in het door hen ontwikkeld 4-kwadrantenmodel (Dipasquale & Wheathon, 1992).

Het model is in staat om te verklaren hoe vraag en aanbod op elkaar reageren, bij een verandering van de huidige situatie. Het model bestaat uit 4-kwadranten die ieder een deelmarkt representeren; de gebruikersmarkt, de beleggersmarkt, de ontwikkelmarkt en het vierde kwadrant dat geen deelmarkt is maar representant van de voorraadaanpassing, door nieuwe voorraadtoevoegingen en sloop. Elk van deze kwadranten beïnvloedt elkaar tegen de klok in. Wanneer in het eerste kwadrant een verandering optreedt door bijvoorbeeld een verhoogde economische activiteit, neemt het aantal gebruikers toe. De huidige voorraad is niet in staat om direct aan de toegenomen ruimtebehoefte te voldoen, waardoor de huren stijgen. Het tweede kwadrant, de beleggersmarkt reageert op de vraag vanuit de gebruikers. Doordat de vraag is toegenomen en de huur is gestegen wordt het voor beleggers interessant te beleggen in onroerend goed. Het aanvangsrendement van beleggers past zich aan in de loop der tijd en heeft net als de huurgroei een cyclisch karakter. Door een toename van de vraag, dalen de aanvangsrendementen van beleggers. Hierdoor stijgen de prijzen van onroerend goed. Door het sentiment dat op de markt ontstaat reageert het derde kwadrant, de ontwikkelmarkt. Door een toename in de vraag naar onroerend goed en door toegenomen prijzen krijgt de ontwikkelmarkt een prikkel om een nieuwe voorraad aan de markt toe te voegen. De ontwikkelmarkt begint te bouwen wanneer de waarde van onroerend goed in het tweede kwadrant hoger is dan de bouwkosten of de herontwikkelingskosten van onroerend goed. De ontwikkelaars zullen in dit kwadrant meer vierkante meters aan de markt toe willen voegen, wanneer de prijs die wordt ontvangen hoger is dan de bouwkosten, om zo hun winst te optimaliseren. Het vierde kwadrant is het kwadrant waar een aanpassing van de voorraad tot stand komt. Door nieuwe ontwikkelingen neemt de bestaande voorraad toe. Echter worden er ook onttrekkingen aan de voorraad gedaan, door middel van sloop of herbesteding van onroerend goed. Het toegevoegde aanbod wordt hierin gecorrigeerd voor het aantal vierkante meters aan onttrekking van de markt en geeft een nieuw aanbod. Het is mogelijk dat de nieuwe voorraad in het vierde kwadrant kleiner is dan de bestaande voorraad, waarin het model van start ging. Dit is in het geval wanneer er meer voorraad aan de markt wordt onttrokken dan er gebouwd wordt. In de praktijk gebeurt dit echter zelden. Het vierde kwadrant vertaalt de aanpassing van de voorraad tot een nieuwe voorraad op de huurdersmarkt waardoor er een nieuwe prijsaanpassing plaatsvindt.

Het model is een simpele weergave van de werking in verschillende deelmarkten. Het 4-kwadrantenmodel begint in een zogenoemde evenwichtsvorraad dat een marktevenwicht illustreert. Vraag en aanbod op de onroerendgoedmarkt zijn hierbij gelijk aan elkaar. Vanuit dit absolute nul-punt

reageren de grootheden (huur, waarde, ontwikkeling en hoeveelheid per m2) op de assen in verschillende richtingen (Van Gool et al, 2013).

Onderstaand figuur geeft het 4- kwadrantenmodel weer (Figuur 3.1). De Property Market als de gebruikersmarkt en aanpassing van de voorraad en de Asset Market als de beleggersmarkt en ontwikkelmarkt (Dipasquale & Wheathon, 1992). Het vierkant in het midden illustreert het startpunt van het model waarbij een evenwichtssituatie ontstaat bij een prijs die beleggers bereid zijn te betalen, gegeven de evenwichtshuur.



Figuur 3.1: 4- kwadranten model van Dipasquale & Wheathon (1992)
Bron: The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework

In het eerste kwadrant staat $D=S$ gelijk aan de vraag die gelijk is aan de aangeboden voorraad. De prijs (P) die in het tweede kwadrant tot stand komt is de huur gedeeld door het aanvangsrendement ($P=R/i$). In het derde kwadrant is $P=f(C)$ of ($P=CCost$) gelijk aan de prijs van kwadrant 2, minus de ontwikkelkosten van het onroerend goed. De curve start hier niet in de oorsprong omdat bij nieuwe ontwikkelingen de prijs eerst een minimum aan kosten moet goedmaken, voordat ontwikkelaars besluiten te ontwikkelen. In het vierde kwadrant is ΔS gelijk aan de constructie minus de verandering van de voorraad ($S=C/d$).

Wanneer er veranderingen optreden in de economie door exogene factoren, zal één van de kwadranten binnen het model worden beïnvloed. Een voorbeeld hiervan is de situatie die is ontstaan in de VS, waardoor de economische crisis werd geïntroduceerd. De langetermijnrente (risicovrije rente) bevond zich destijds op een historisch laag niveau. De langetermijnrente bepaalt samen met de risicopremie het vereist rendement van een belegger. De risicopremie is een vergoeding voor het risico van een belegger op zijn investering. In een situatie waarin de langetermijnrente laag is, zal het risico afnemen (De Jong, 2014). Wanneer het risico van een belegger daalt is het niet irreal te veronderstellen dat ook zijn aanvangsrendement zal dalen bij een gelijkblijvend huurniveau. In deze situatie stijgt de waarde van onroerend goed. Het tweede kwadrant geeft vervolgens prikkels aan de ontwikkelmarkt, waardoor er een nieuw aanbod aan de markt wordt toegevoegd en leidt tot een voorraadaanpassing. Deze ontwikkeling heeft zich nog een aantal malen herhaald, doordat de langetermijnrente op een laag niveau bleef en de vraag naar onroerend goed groeide. Uiteindelijk zal er binnen het model een nieuw evenwichtspunt ontstaan. In een economische hoogconjunctuur zal dit evenwichtspunt hoger liggen.

Dat wil zeggen de huren zijn gestegen, de aanvangsrendementen zijn gedaald en de voorraad is gestegen. In een laagconjunctuur zal het evenwichtspunt lager zijn. De huren zijn in dit geval gedaald en de aanvangsrendementen zijn gestegen, doordat het risico van een belegger is gestegen. Wanneer er te hoog aanbod is in verhouding tot de vraag, ontstaat er leegstand. Dit gebeurde in Amerika als gevolg van de economische crisis. Door een toename van de leegstand daalde het evenwichtspunt. Het evenwichtspunt bereikte een lager niveau dan voor de crisis. De huurprijzen en kapitaalwaarden lagen daarmee dus lager dan in de evenwichtssituatie.

Omdat er voorafgaand aan de crisis veel aanbod aan de markt is toegevoegd en de vraag sterk daalde, zijn ook de prijzen van onroerend goed gedaald. Dit heeft geleid tot forse afschrijvingen op onroerend goed. De onroerendgoedmarkt hangt daarmee nauw samen met de situatie op de financiële markten. In hoogconjunctuur is er veel vraag en zijn er veel beleggers die willen investeren. In laagconjunctuur vice versa.

Het 4- kwadrantenmodel geeft een uiterst simpele weergave van de werking van de onroerendgoedmarkt. Het kent echter ook enkele tekortkomingen. Zo wordt het 4-kwadrantenmodel ook wel omschreven als een één- factormodel en gaat het uit van een homogene markt (Van Gool et al., (2013). Dit houdt in dat het model een beperking heeft waarbij 1 factor tegelijkertijd geanalyseerd kan worden. Het model is bijvoorbeeld niet in staat een verklaring te bieden aan een situatie waarin aanvangsrendementen dalen, maar door planningsrestricties geen nieuw aanbod aan de markt wordt toegevoegd. Daarnaast is de onroerendgoedmarkt heterogeen, heeft het een lange termijncyclus en is het informatie inefficiënt. Vraag en aanbod zijn nooit in staat direct op elkaar te reageren, omdat tussen de start van nieuwe ontwikkelingen en de daadwerkelijke oplevering soms een lange periode zit of door planningsrestricties nieuwe ontwikkelingen worden tegengehouden.

3.2. Beleggen in onroerend goed

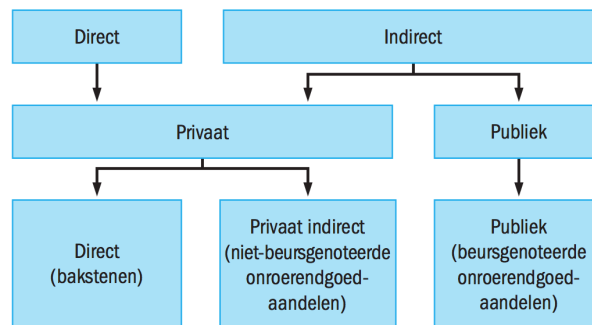
De onroerendgoedmarkt is een markt van vraag en aanbod. De vraag komt vanuit de gebruiker en het aanbod vanuit een belegger. Naast het verschil tussen de vraag- en aanbodmarkt, kan er een onderscheid gemaakt worden tussen verschillende soorten onroerend goed, beleggingsproducten en beleggingsstijlen. Beleggen wordt gedefinieerd als “Het investeren van geldmiddelen, in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/ of een waardestijging van het vermogen” (Van Gool et al., 2013, p. 24). In onroerend goed dient vervolgens een onderscheid gemaakt te worden tussen *beleggen* en *investeren*, waarin vermogen wordt vastgelegd in onroerend goed, waarbij het de eigenaar primair te doen is om de diensten en producten die het onroerend goed hem levert. *Beleggen* is hierbij een vermogensproduct. *Investeren* is een productiefactor. Bij een vermogensproduct gaat het hierbij om de geldelijke stroom van inkomsten, terwijl het bij investeren gaat om het nut/ winstcreatie van de productiefactor (Van Gool et al., 2013).

3.2.1 Vormen van onroerend goed

Er zijn verschillende vormen van onroerend goed. Onroerend goed bestaat eenvoudig uit direct- en indirect onroerend goed. Direct onroerend goed wordt ook wel een belegging in stenen genoemd. De belegger is hierbij direct eigenaar van het onroerend goed. Indirect onroerend goed is daarentegen een belegging in onroerend goedaandelen. De belegger is hierbij niet rechtstreeks eigenaar van het onroerend goed, maar is eigenaar van de financiële vermogenstitels die recht geven op financiële opbrengsten uit de huuropbrengsten en-/ of verkoop (Van Gool et al., 2013).

Naast een tweedeling tussen direct en indirect onroerend goed wordt onroerend goed verder opgedeeld in privaat en publiek onroerend goed. Bij privaat onroerend goed zijn er twee mogelijkheden; direct onroerend goed of privaat indirect onroerend goed. Beleggen in direct onroerend goed wordt ook wel gezien als een belegging in bakstenen. Privaat indirect onroerendgoedbeleggingen zijn een belegging in niet- beursgenoteerde onroerend goedaandelen. Publiek onroerend goed is een onroerend goedbelegging in aandelen (Van Gool et al. (2013).

Binnen beleggingsfondsen dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen open- end en closed-end onroerendgoedfondsen. In open- end onroerendgoedfondsen wordt kapitaal geïnvesteerd en verkocht tegen intrinsieke waarde van assets binnen een onroerendgoedfonds. Voordelen hierbij zijn de liquiditeit, bescherming tegen inflatie en de stabiele koersontwikkeling van een aandeel. Wanneer een asset gewaardeerd wordt tegen een waarde van 10 miljoen euro en er wordt 100.000 euro geïnvesteerd, betekent dit dat een belegger 1 procent aandeel van de asset heeft verworven en daarop zijn cash flow ontvangt (Geltner et al., 2007). Bij closed- end onroerendgoedfondsen vindt prijsvorming plaats door vraag en aanbod. De koersen kunnen hierdoor fluctueren. In Nederland zijn alle beursgenoteerde onroerendgoedfondsen closed- end fondsen. Tegen iedere verkoper op de beurs moet een koper staan en vice versa. Closed end fondsen kunnen daarmee wel aandelen uitgeven maar hebben geen verplichtingen om deze terug te kopen. Beleggers kunnen pas uitstappen indien zij zelf een koper vinden. Open end fondsen kennen deze systematiek niet. Open- end fondsen zijn verplicht aandelen in te kopen indien een belegger zijn belang wil vervreemden. Deze is tegen de intrinsieke waarde. Dit is meteen een groot nadeel van open- end onroerendgoedfondsen. Het nodigt uit tot het inleggen en weer terugtrekken van kapitaal op korte termijn, waardoor het beleggingskarakter van fondsen in het gedrang kan komen. In sommige gevallen kan dit leiden tot een liquidatie van fondsen, indien er (op korte termijn) onvoldoende liquide middelen beschikbaar zijn, doordat de aandeelhouder/belegger zijn belang wil vervreemden (Van Gool et al., 2013). Onderstaand figuur geeft een schematische weergave van direct en indirect onroerend goed (Figuur 3.2).



Figuur 3.2: Definitiewand onroerend goed (Van Gool et al., 2013)

3.2.2. Voor- en nadelen van direct en indirect onroerend goed

Zowel direct en indirect onroerend goed heeft zijn eigen voor- en nadelen. Direct onroerend goed wijkt het sterkst af ten opzichte van overige beleggingsvormen maar oefent wel invloed uit op de indirecte markten (Van Gool et al., 2013). De voor en nadelen van zowel direct als indirect onroerend goed zijn hieronder weergegeven (Tabel 3.1).

Voordelen direct onroerend goed	Nadelen direct onroerend goed
Stabiele stroom van inkomsten	Kennis- en managementintensief
Portefeuillediversificatie	Hoge eenheidsprijzen maakt spreiding lastig
Gunstige rendements- risicoverhouding	Illiquide
Inflatiebestendig	Weinig flexibiliteit op korte termijn
Meer rendement door intensief management	Lastige performancemeting
Voordelen indirect onroerend goed	Nadelen indirect onroerend goed
Geen lokale expertise vereist	Geen directe zeggenschap
Betere spreidingsmogelijkheden	Grotere volatiliteit zorgt voor weinig extra rendement
Liquiditeit	Minder 'feeling' met de markt
Beperkt risico	Hoger risico door vreemd vermogen
Makkelijker te benchmarken	Hoger risico indien beursgenoteerd

Tabel 3.1 Voor en nadelen van direct en indirect onroerend goed

3.3 Beleggers theorieën

Beleggers in onroerend goed hebben allen dezelfde strategie: *het doel om uit exploitatie of verkoop van onroerend goed een toekomstige stroom van geldelijke opbrengsten te creëren* (Marquard, 2011). Beleggers hebben hierbij echter verschillende doelstellingen, welke afhankelijk zijn van een aantal verschillende factoren. Het vermogen dat wordt geïnvesteerd kan bestaan uit eigen vermogen, maar er kan ook gekozen worden om vreemd vermogen aan te spreken en daarmee een rendement te behalen. Daarnaast is er verschil tussen institutionele beleggers en particuliere beleggers. Institutionele- en particuliere beleggers beleggen ieder vanuit hun eigen doelstellingen in onroerend goed en de daaraan gestelde criteria. Tot institutionele beleggers behoren pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en overige beleggingsinstellingen (Van Gool et al., 2013).

Tot particuliere beleggers behoren alle niet institutionele beleggers en zijn vaak privépersonen waarin het eigen vermogen met betrekking tot beleggingsbeslissingen een grote rol vertegenwoordigt (Troostwijk, 2014).

Vanuit een doelstelling van een belegger worden criteria vastgesteld waaraan een belegging dient te voldoen. Deze zijn geheel afhankelijk van hetgeen de belegger voor ogen heeft met zijn geïnvesteerde vermogen en kunnen de volgende beleggingscriteria omvatten (Van Gool, 2013):

- Het gewenste beleggingsrendement;
- De beleggingshorizon (termijn voor de belegging);
- De beoogde liquiditeit van de belegging;
- Het te accepteren risico van de belegging;
- Het wel of niet aantrekken van vreemd vermogen;
- Samenhang van de beleggingsresultaten met de verplichtingen van de belegger.

Rationele beleggers zijn risicoavers. Dit betekent dat zij de voorkeur geven aan een hoog verwacht rendement (gemiddelde) en een lagere variantie of standaarddeviatie rondom het gemiddelde (Kent Baker & Filbeck, 2013). Verondersteld wordt dat er een tweetal risico's zijn:

- Specifiek risico;
- Systematisch risico.

Het specifiek kan door diversificatie worden weg gediversifieerd in een grote portefeuille (waarbij het aantal assets groter is dan 20) wanneer de onderlinge correlatie tussen de assets laag is. Systematisch risico (ook wel marktrisico) zit in alle aandelen geprijsd en kan niet weg gediversifieerd worden. Het totale risico van een belegger is de som van het systematisch risico en specifiek risico (Marquard, 2011).

Naast het risico is kennis en informatie erg belangrijk binnen de hedendaagse, veranderende en dynamische onroerendgoedmarkt. Door kennis en intelligentie omtrent de karakteristieken van het gebied waarin men opereert, kan concurrentievoordeel en zekerheid gecreëerd worden. Kennis en marktinformatie worden direct gerelateerd aan de volwassenheid van een markt. Hoe groter de marktvolwassenheid, des te kleiner het investeringsrisico wordt van de belegger. De verschillende economische determinanten als yields, kapitaalwaarden, huren en transacties zijn essentieel voor het analyseren van onroerendgoedmarkten. Door deze informatie zijn investeerders in staat betere investeringsbeslissingen te maken en wordt de kans op rendabele investeringen vergroot (Keogh & D'Arcy, 2007). Echter daar waar risico ontstaat, ontstaan tevens investeringsmogelijkheden en groeipotentie, al komen deze in volwassen markten in mindere mate voor (Ernst & Young, 2012).

Hoofdstuk 4 Bubbels

Uit het voorgaande hoofdstuk is gebleken dat de onroerendgoedmarkt wordt gedreven door vraag en aanbod. De onroerendgoedmarkt is daardoor voortdurend in beweging en onderhevig aan veranderingen. De onroerendgoedmarkt heeft een cyclisch patroon. Het 4- kwadrantenmodel toont aan dat bij een toenemende economische activiteit, de vraag naar onroerend goed stijgt en vice versa. De economische crisis heeft echter aangetoond dat de onroerendgoedcyclus zich bij overmatige groei ook kan ontwikkelen tot een zogenoemde bubbel. In dit hoofdstuk zal aandacht worden besteed aan het fenomeen onroerendgoed bubbels. Wat zijn bubbels, wanneer zijn ze voor het eerst ontstaan en wat zijn de effecten op de onroerendgoedmarkt zijn vragen die in dit hoofdstuk aan bod komen.

4.1 De macro- economie

De ontwikkeling van de onroerendgoedmarkt hangt nauw samen met de financiële markten. Financiële markten worden hierin geïnclassificeerd als markten met macro- economische factoren. Naast de financiële markten is er nog een bepalende factor voor de ontwikkeling van de onroerendgoedmarkt, de conjunctuurcyclus. Kortom, de onroerendgoedmarkt kan benaderd worden vanuit drie cycli:

- Conjunctuurcyclus;
- Kredietcyclus;
- Ontwikkelcyclus.

In tijden van explosieve economische groei (oftewel een ‘boom’) stijgt de vraag sterk en zal later ook het aanbod toenemen. Omgekeerd zal bij een neergaande economie de vraag sterk dalen, waardoor het aanbod als het ware explodeert en er leegstand optreedt. Om de ontwikkelingen op de onroerendgoedmarkt te voorspellen is het daardoor van belang deze economische factoren te begrijpen (Begg & Ward, 2013).

De werking van de macro- economie is afhankelijk van vier factoren; GDP, inflatie, werkloosheid en het handelstekort. Deze factoren vertalen zich vervolgens weer door op de rentestand voor financieringen. Voor een goed functionerende economie is het van belang dat deze vier factoren stabiliteit, en economische groei vertonen. Overheden zijn daarom continu bezig met het managen van deze factoren waarbij het streven is een lage werkloosheid, economische groei en een internationale handel te creëren (Begg & Ward, 2013).

Wanneer er binnen de macro- economie een kredietexpansie plaatsvindt, zullen de rentes dalen en neemt de economische groei verder toe. Banken beginnen nieuwe ontwikkelingen te financieren, waardoor een ‘boom’ wordt gecreëerd. In perioden van economische expansie neemt ook de vraag binnen de onroerendgoedmarkt toe. De onroerendgoedmarkt is echter een voorraadmarkt. Dit houdt in dat de er een vaststaand aanbod is. Bij economische groei zal eerst de huidige leegstand worden opgevuld, alvorens nieuwe ontwikkelingen plaatsvinden. Daarnaast hebben nieuwe ontwikkelingen een vertragende factor (time-lags). Onroerend goed heeft een lange ontwikkeltijd, waardoor er steeds een relatief een klein aanbod aan de markt wordt toegevoegd. Wanneer de markt zich echter in een neergaande conjunctuurcyclus bevindt, wordt er als gevolg van deze vertragende factor nog steeds aanbod aan de markt toegevoegd, terwijl de vraag naar onroerend goed daalt. Hierdoor neemt de leegstand binnen de onroerendgoedmarkt toe.

4.2. Cyclische bewegingen

De economie beweegt in cyclische bewegingen. Terugkerende perioden van welvaart zijn daarin een vorm van vooruitgang in de kapitalistische samenleving (Schumpeter, 1927). Schumpeter wil met deze uitspraak benadrukken dat er altijd cyclische patronen binnen de economie hebben plaatsgevonden en zich ook altijd zullen blijven herhalen, als gevolg van de kapitalistische samenleving. Door welvaart wordt een nieuwe levensstandaard bereikt. Hoe deze cyclus zich ontwikkelt is grotendeels afhankelijk van de technologische vooruitgang.

Cyclische bewegingen worden sterk beïnvloedt door de conjunctuurcyclus. Bedrijven investeren in kapitaal wanneer dit op lange termijn een reductie oplevert van kosten en een toename in het schaalniveau van productie. Bedrijven zijn in staat meer te produceren tegen gemiddeld lagere kosten. Dit zal leiden tot een hogere winstmaximalisatie (Marshall, 1920). De conjunctuurcyclus is echter ook onderhevig aan psychologische effecten. Wanneer er optimisme heerst binnen de markt, ontstaat er een sterke groei naar kapitaal en wordt er meer geïnvesteerd. Er kan een hogere winstmaximalisatie worden bereikt. Wanneer speculanten gaan speculeren door middel van risicovolle beleggingen kan dit leiden tot negatieve effecten. Volgens Welsey Mitchell (1913) vindt door een sterke groei van de business- cyclus en technologische ontwikkelingen overproductie plaats. Voor het overschot bestaat geen afzetmarkt, waardoor de productie wordt teruggeschroefd en de economie langzaam in een depressie raakt. Investerings leveren niet langer het gewenste resultaat en ook de kredietverstrekking wordt vervolgens teruggeschroefd. Bedrijven zijn daardoor niet langer in staat ongelimiteerd geld te lenen en te groeien (Rostow, 1990). Het pessimisme binnen de markt wordt groter en de economie beweegt zich in een tegengestelde richting waardoor het in een neerwaartse spiraal terecht komt (Roll, 1992). De conjunctuurcyclus is daardoor niet alleen grotendeels verantwoordelijk voor de cyclische patronen binnen de ontwikkeling van de economie maar oefenen daarnaast ook sterke invloed uit op het creëren van bubbels.

4.3. *Economische groei*

De onroerendgoedmarkt is sterk afhankelijk van de conjunctuurcyclus en economische groei. Wanneer de markt echter over- reageert wordt er een bubbel gecreëerd. Eén van de grondleggers die het ontstaan van bubbels baseerde op een algemene theorie was Hoyt (1933) met zijn casestudy ‘One Hundred Years of Land Values’ in Chicago (Barras, 2009). Populatiegroei en industrialisatie (innovatie) zijn hierin de fundamentele factoren voor groei en ontwikkeling. Daarnaast beïnvloeden ze direct de lange termijn groei van nieuwe ontwikkelingen van onroerend goed. Een opwaartse beweging van de conjunctuurcyclus zorgt voor de aantrekking van kennis en arbeid. Door nieuwe kennis is men in staat om te innoveren, waardoor de conjunctuurcyclus kan groeien. Er ontstaat optimisme binnen de markt voor langdurig economische groei. Economische groei leidt vervolgens tot een groei van de populatie, een stijgende vraag naar woningen, inkomensstijging, etc. Om de economische groei te bevorderen is vervolgens een verbetering van de infrastructuur vereist.

De exogene stijging van de vraag naar onroerend goed zal in eerste instantie leiden tot een opname van de huidige leegstand. De voorraadmarkt is niet in staat om direct te reageren op de vraagverandering door een vertragende werking van nieuwe ontwikkelingen (Cairncross, 1934). Dit leidt tot prijsstijgingen waardoor er vervolgens een ‘boom’ ontstaat op de grond- en bouwmarkt. De combinatie met economische groei zorgt ervoor dat nieuwe gebouwen snel ontwikkeld worden. Door speculatie en groeiverwachtingen ontstaat een overcapaciteit van onroerend goed. Onroerend goed verliest aan afzetmarkt, waardoor de leegstand toeneemt. De ontwikkelingen zullen worden teruggeschroefd, prijzen dalen, de populatie neemt af en de economie zal stagneren. Beleggers merken op dat onroerend goed minder oplevert dan voorheen en het beschikbare kapitaal neemt af. Doordat onroerend goed als gevolg van deze prijsdalingen lagere waarden vertegenwoordigen dan de financieringen die er op gevestigd zijn nemen het aantal executieverkopen toe. De markt komt tot stilstand waarin weinig tot geen nieuwbouw zal plaatsvinden (Hoyt, 1933).

De resultaten tonen aan dat de onroerendgoedmarkt sterk afhankelijk is van fundamentele factoren. Speculatie binnen de onroerendgoedmarkt zorgt voor een overcapaciteit en de creatie van een bubbel. Navolgend is een conceptueel model (figuur 4.3) weergegeven waarin een link wordt gelegd tussen de economie/ conjunctuurcyclus, de onroerendgoedmarkt, en de kapitaalmarkt. Het model gaat uit van vier fasen; herstel, groei, recessie, depressie (Barras, 2009).

4.3.1. *Herstelfase*

Het conceptueel model begint vanuit een herstelfase waarin een herstel van economische groei wordt gestimuleerd door een exogene shock. Dit kunnen nieuwe technologische ontwikkelingen of stimuleringsmaatregelen vanuit de overheid zijn. Door een uitbreiding van de productie of een inkomensstijging, stijgt de vraag naar woningen en commercieel onroerend goed. De leegstand neemt

af en raakt onder het niveau van het equilibrium. Huren beginnen te stijgen en yields dalen, door de verwachting van een groei in rendement en een lager risico. Nieuwe ontwikkelingen worden economisch gezien interessant en leiden vervolgens tot een eerste golf van nieuwe bouwactiviteiten. De ontwikkelingen worden gestimuleerd door een groei van het aanbod aan kapitaal en zorgt voor een verdere groei van de economie. Door multipliereffecten stijgt de vraag naar onroerend goed verder. Omdat de ontwikkelmarkt onderhevig is aan een vertragende werking en het aanbod niet direct kan reageren op de vraag stijgt de groei van huren en prijzen verder.

4.3.2. *Groeifase*

Gedurende een groeifase zetten de ontwikkelingen uit de herstelfase zich door. De economie groeit sterk waardoor de vraag naar onroerend goed blijft stijgen. De groei in huren en prijzen blijft gehandhaafd vanwege het beleggerssentiment. De bouw golf is nu in volle gang waarin ook financiële instituties nieuwe ontwikkelingen gaan financieren en zorgen voor een tweede golf van nieuwe bouwactiviteiten. Speculanten zien dat er geld te verdienen is op de onroerendgoedmarkt, als gevolg van een snelle waardeontwikkeling. De eerste golf van ontwikkelingen wordt langzaam opgeleverd, waardoor de voorraad langzaam toeneemt. Door een groter aanbod, stijgt de exceptionele huurgroei en de waarde van onroerend goed minder snel. Wanneer de overige ontwikkelingen op de markt komen en de markt zich stabiliseert heeft de prijsontwikkeling zijn top bereikt en begint weer te dalen. De winstgevendheid van nieuwe ontwikkelingen neemt af door een verwachting dat toekomstige rendementen af zullen nemen. Ook de bouwkosten zullen stijgen in een situatie waarin de ontwikkelmarkt zijn volle productiecapaciteit heeft bereikt. De ontwikkeling van nieuwe gebouwen nemen daardoor langzaam af.

4.3.3. *Recessie*

Door een stijgende vraag vanuit de consument raakt de markt verhit met een druk op de inflatie tot gevolg. Rentes beginnen te stijgen en er ontstaat krapte op de kredietmarkt. Dit heeft tot gevolg dat nieuwe ontwikkelingen verder af nemen. Een economische neergang is onderweg en wordt versterkt door multipliereffecten, als een afname van investeringen en bouwactiviteiten. Door de vertragende werking van de ontwikkelmarkt (time-lags) komt nu ook de tweede golf van nieuwe ontwikkelingen langzaam op de markt. De voorraad stijgt verder, terwijl de vraag al was gedaald. De leegstand begint te stijgen. De economische neergang zet zich door en ook huren beginnen te dalen, yields nemen toe als gevolg van de rentestijgingen en de groeiverwachtingen worden negatief. De waarde van onroerend goed neemt af en heeft tot gevolg dat er minder financieringen verstrekt worden. De laatste ontwikkelingen worden langzaam opgeleverd en de leegstand begint zich langzaam te stabiliseren. Het blijft echter wel boven het equilibrium. De afname van huurniveaus beginnen zich langzaam weer te stabiliseren.

4.3.4. *Depressie*

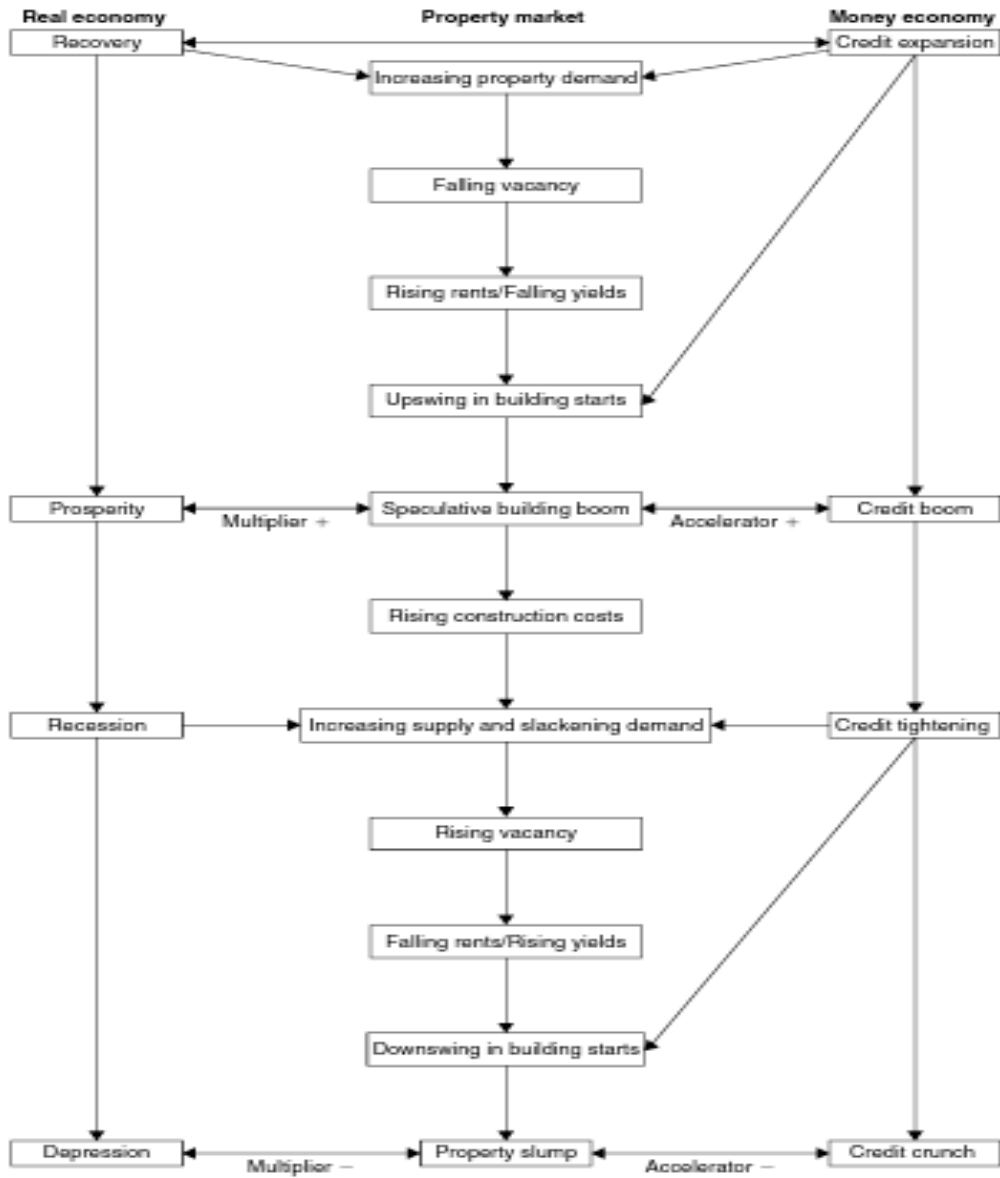
De economie bevindt zich in de laatste fase in een depressie, waarin er een afname van vraag naar onroerend goed plaatsvindt. De oude gebouwen zijn grotendeels vervangen door een nieuwe voorraad. Er vinden weinig tot geen nieuwe ontwikkelingen plaats. Dit leidt tot een verdere versterking van de depressie. De waarden van onroerend goed zijn inmiddels sterk gedaald, waardoor nieuwe ontwikkelingen ook niet langer rendabel zijn. Gecombineerd met de kredietcrisis betekent dat de bouwactiviteiten bijna gelijk zijn aan nul.

De leegstand heeft zijn top bereikt en neemt licht af. Prijzen blijven echter stabiel omdat er nog geen verwachtingen zijn dat de economie zich op korte termijn zal herstellen. Veel ontwikkelaars hebben leegstaande gebouwen ontwikkeld en huurinkomsten blijven uit. Het gevolg is dat de eerste ontwikkelaars niet langer aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen en failliet gaan. De markt zal zich langzaam herstellen, wanneer de bouwkosten afnemen en de huren een dieptepunt hebben bereikt. Wanneer de huren weer langzaam zullen stijgen, zal er een nieuwe ontwikkelcyclus ontstaan.

Wanneer een nieuwe periode van economische groei optreedt is er nog veel leegstand binnen de markt. De leegstaande gebouwen zullen eerst worden opgevuld, alvorens een sterke groei van nieuwe ontwikkelingen plaatsvindt. Daarnaast kampen veel ontwikkelaars en banken nog met de problemen van hoge schulden als gevolg van de voorgaande ontwikkelcyclus. De vragersmarkt heeft daardoor

een sterke invloed op een nieuwe ontwikkelcyclus. Er vinden dit keer geen speculatieve ontwikkelingen plaats, waardoor een overcapaciteit uitblijft. Prijzen zullen niet exceptioneel stijgen waardoor ook een nieuwe bubbel uitblijft. Door het herhalen van deze cyclische beweging en door een economisch herstel duurt het jaren voordat een nieuwe speculatieve bubbel wordt gecreëerd.

Figuur 4.3 Het ontstaan van een bubbel Bron: Barras 2009



4.4. Bubbels

De onroerendgoedmarkt kan zich te snel ontwikkelen, zodat er een bubbel ontstaat. De definitie van een onroerendgoed bubbel wordt omschreven als een situatie waarbij de waarde van het onroerend goed de economische waarde heeft overstegen (Himmelberg, 2005). Gedurende perioden van economische groei hoeft dit in eerste instantie nog niet echt als probleem te worden aangemerkt, prijzen blijven immers *'oneindig'* stijgen. Dit is althans vaak een gedachte geweest in het verleden. Een bubbel ontstaat vaak wanneer er in een voorgaande cyclus een sterke toename van de ontwikkelingscyclus heeft plaatsgevonden, waardoor het aanbod is toegenomen. Door een stijging van het aanbod en de prijzen gedurende perioden van economische groei, wordt het economisch gezien rendabel om nieuwe ontwikkelingen aan de markt toe te voegen. Doordat nieuwe ontwikkelingen winstgevend zijn, trekt het ook speculanten aan. Ontwikkelaars gaan hierbij speculeren met het ontwikkelen van onroerend goed en hopen hierbij grote winsten te behalen.

De bekende uitspraak van Joseph Stiglitz 'prices are high today because investors believe that the selling price will be high tomorrow', illustreert het sentiment binnen de markt (Stiglitz, 1990). De prijs van onroerend goed wordt opgedreven omdat men denkt dat de waarde van onroerend goed in de toekomst zal blijven stijgen en daarmee de belegging dus winstgevend is. Problemen worden pas zichtbaar wanneer de economie zich in een neergaande cyclus bevindt. De economische groei stagneert/ neemt af en de vraag naar onroerend goed daalt. Op dit moment blijkt dat onroerend goed in de voorafgaande periode vaak te hoog werd gewaardeerd.

Bubbels lijken te worden gedreven door optimisme en het niet rationeel handelen van een belegger/mens. Wanneer een bubbel uiteenspat heeft dit een groot effect op de economie. Door een onverantwoord risico en verkeerde beslissingen geraken huishoudens, bedrijven, banken en financiële instellingen in financiële problemen en kunnen niet langer aan hun betalingsverplichtingen voldoen. Faillissementen dreigen hetgeen nadelige gevolgen heeft voor de economie in zijn geheel. Wanneer een financiële crisis het gehele financiële stelsel beheerst, moeten overheden en centrale banken vaak de helpende hand bieden om het vertrouwen binnen de markt te herstellen. Toch tonen bubbels, ondanks de negatieve gevolgen een terugkerend patroon. Net als de economie lijkt er daarmee een cyclus te ontstaan van bubbels die bewegen in hetzelfde patroon van een neergaande economie. Joseph Schumpeter karakteriseert een economische crisis als een vast onderdeel van het kapitalistische stelsel. Een crisis brengt volgens Schumpeter niet alleen negatieve gevolgen met zich mee; door terugkerende patronen van economische neergang gaan inefficiënte en onrendabele bedrijven failliet en blijven alleen de sterksten over (Schumpeter, 1939). Een voorbeeld hiervan is de internetbubbel uit hoofdstuk twee, waarbij internetbedrijven zich door doorontwikkelden vanuit een creatieve destructie. Inefficiënte bedrijven gingen als gevolg van de internetbubbel failliet, terwijl efficiënte bedrijven langzaam verder experimenteerden en zich doorontwikkelden. Een aantal van deze bedrijven (Google, Facebook, Youtube) groeiden vervolgens uit tot één van de grootste ondernemingen ter wereld. Een oneindig economische groei is niet mogelijk. Door een voorgaande crisis lijkt de economie zich echter wel in staat zich sneller te herstellen, wanneer er geen onrendabele en inefficiënte bedrijven zijn.

4.4.1 Neoklassieke theorie

Om het fenomeen van bubbels in een ander perspectief te plaatsen is het interessant om te kijken naar de standaard neoklassieke theorie. Vanuit de neoklassieke theorie gezien is het ontstaan van bubbels onmogelijk. De neoklassieke theorie gaat uit van het feit dat huishoudens arbeid omzetten en in ruil daarvoor inkomen ontvangen, dat vervolgens besteed kan worden voor consumptie of gespaard kan worden. Producenten streven naar winstmaximalisatie, welke wordt ingegeven door de huidige stand van de techniek. Arbeid en kapitaal worden hierbij ingezet gegeven input- en outputprijzen. De vraag van consumenten en het aanbod van producenten is binnen de neoklassieke theorie gelijk. Er ontstaat hierin geen vraag- of aanbodoverschot. De marktprijs staat gelijk aan de waarde van de consumptiegoederen en productiefactoren (Van der Vlist, 2009).

Volgens Adam Smith (1776) wordt economische groei gedreven door arbeid. Specialisatie leidt tot technologische ontwikkelingen en een groei in productiviteit. Door technologische ontwikkelingen ontstaat een economisch surplus. Het extra inkomen en kapitaal kan vervolgens geïnvesteerd worden

om het groeiproces te bevorderen. Smith legt hierin echter geen relatie tussen economische groei en het ontstaan van een cyclus en veronderstelt dan ook dat er geen fluctuaties zijn. Vanuit de neoklassieke theorie is het ontstaan van een bubbel dus onmogelijk, omdat vraag en aanbod altijd in evenwicht zijn en er binnen de markt geen cyclische patronen ontstaan (Barras, 2009).

De vraag die hierbij gesteld kan worden is waarom onroerend goed dan toch in waarde kan stijgen, terwijl vraag en aanbod altijd gelijk blijven aan elkaar. Daarnaast heeft het verleden aangetoond dat bubbels wel degelijk kunnen ontstaan. De markt valt daarmee niet alleen vanuit een neoklassieke theorie te verklaren. Een verklarende theorie van DiPasquale & Wheathon (1994) middels het stock-flow model biedt uitkomst. DiPasquale & Wheathon (1994) beargumenteren dat op basis van het stock-flow model de prijzen van onroerend goed kunnen dalen of stijgen, door een toe- of afname van de zogenoemde gebruikerskosten.

Het Stock-Flow model werd ontwikkeld om op basis van fundamentele factoren de prijs te verklaren. Zo is het model bijvoorbeeld in staat te verklaren dat bij een opgaande economie een positieve vraagreactie ontstaat, prijzen zich aanpassen en vervolgens nieuwbouw plaatsvindt. Het model start vanuit de vraag van eigenhuizenbezitters (Bijlage 1).

De vraagfunctie is afgeleid uit het gegeven dat huishoudens een eigen woning willen kopen tegen een gegeven gebruikerskosten. Deze gebruikerskosten bestaan onder andere uit de prijs van woningen, hypotheekkosten, hypotheekrenteafrek, etc. Wanneer de gebruikerskosten dalen wordt het aantrekkelijk om een eigen woning te bezitten en zullen meer huishoudens een eigen woning willen kopen. De vraag naar woningen neemt toe, waardoor de prijzen stijgen. In een tegenovergestelde situatie, waarbij de gebruikerskosten stijgen wordt het minder aantrekkelijk een eigen woning te bezitten. Wonen is dan relatief duur, waardoor er minder vraag bestaat naar woningen. De prijs neemt hierbij af. De markt zal uiteindelijk in evenwicht komen, waardoor een evenwichtsprijs ontstaat bij een bepaalde vraag en voorraad woningen. Het model toont hiermee aan dat prijsstijgingen en dalingen, een natuurlijk proces vormen van vraag en aanbod en in sterke mate afhankelijk zijn van de gebruikerskosten voor wonen (Dipasquale & Wheaton, 1994).

4.4.2 Historische bubbels

Het ontstaan van waardeontwikkeling is volgens het stock-flow model van Dipasquale & Wheathon een natuurlijk proces. De waarde stijgt wanneer de gebruikerskosten omlaag gaan en wonen daardoor goedkoper wordt. Omgekeerd neemt de vraag af wanneer de gebruikerskosten stijgen. Er kan hierbij nog steeds geen directe verklaring worden gegeven voor het ontstaan van bubbels, omdat prijzen zich aanpassen aan een equilibriumsituatie. Vraag en aanbod komen uiteindelijk weer in evenwicht. Om de fundamentele factoren van een bubbel te achterhalen, zal gekeken worden naar bubbels uit het verleden en de oorzaken daarvan. Bubbels kennen een lange geschiedenis. Uit de voorafgaande definitiebepaling van een bubbel is gebleken dat een bubbel vaak plaatsvindt doordat er in een voorgaande cyclus een sterke stijging van de ontwikkelcyclus heeft plaatsgevonden en de voorraad daardoor sterk is toegenomen.

4.4.2.1 Bouw golf in Rome

De eerste 'bouw golf' uit de geschiedenis vond plaats in Rome omstreeks de periode 117-138. De oorzaak was een sterke toename van de populatie en economische groei. Omstreeks deze periode ontstond er een enorme welvaartsgroei, waardoor de middenklasse in aantal toenam. Daarnaast was er in die periode een technologische revolutie op gang. Nieuwe bouwmaterialen zorgden ervoor dat de schaal van productie van onroerend goed toenam. Geïndustrialiseerde structuren en de architectonische stijl waren simpeler dan voorheen. Door gebruik te maken van nieuwe methoden en goedkopere bouwmaterialen werd het economisch gezien levensvatbaar om op grote schaal te produceren en daarmee aan de groeiende vraag van de middenklasse te voldoen. Door de technologische revolutie ging het bouwen dus niet alleen sneller maar werd het vooral goedkoper.

Door de sterke groei binnen de ontwikkelmarkt van onroerend goed, werd een goede infrastructuur erg belangrijk. Huishoudens moesten zich ondanks de sterke toename van gebouwen zich nog steeds kunnen verplaatsen. Het verbeteren van de infrastructuur moest niet alleen voor een betere verplaatsbaarheid zorgen maar tevens de groei van de stad continueren. Nadat de eerste bouw golf langzaam ten einde kwam door een neergang van economische groei veranderde de situatie. Er werd een zichtbare afname geconstateerd in de vraag naar woningen en de productie van bakstenen. Kleine producenten van bakstenen gingen failliet. Het duurde een lange tijd voordat de markt zich herstelde, dit gebeurde niet eerder dan 193-211 (Barras, 2009).

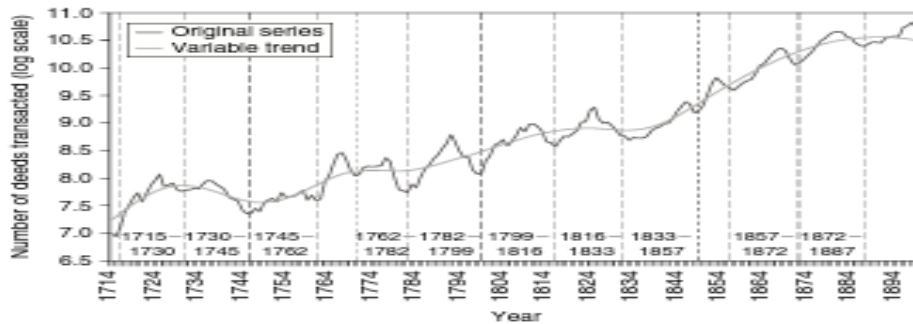
De bouw golf in Rome, omstreeks de periode 117-138 heeft aangetoond dat deze bouw golf niet alleen werd gedreven door een economische ontwikkeling. Technologische en institutionele factoren speelden een even belangrijkere rol in het ontstaan van een bouw golf. Nieuwe ontwikkelingen zorgden voor een verandering van aan de vraagzijde van onroerend goed en er ontstonden moderne steden.

4.4.2.2 Bouw golf in Tudor & Stuart Londen

Een tweede voorbeeld van een historische bouw golf is Tudor & Stuart Londen omstreeks 1500. Tudor Londen was de grootste stad van het land en groeide omstreeks 1500 van 50.000 naar 200.000 inwoners. Door een groei van internationale handel, toename van de populatie en een religieuze hervorming ontstond de eerste bouw golf uit de historie van Londen. Niet alleen het oude stadsgedeelte werd vernieuwd maar er vond ook een sterke suburbanisatie plaats, waardoor Londen groeide over de stadsgrenzen. Door de sterke toename van de populatie was Londen in 1600 de derde stad van Europa geworden in orde van grootte (Barras, 2009).

Door de groei van de internationale handel werd Londen een populaire vestigingsplaats voor huishoudens. Men trok massaal naar de stad om op zoek te gaan naar werk en inkomen. Door deze enorme populatiegroei moesten er veel nieuwe woningen worden gebouwd. Door een grote stadsbrand in 1666 brandde een groot deel van de stad af. De stad diende opnieuw opgebouwd te worden en ook dit ging snel. 10 jaar na de brand hadden bijna alle woningen een nieuwe bewoner, waren commerciële gebouwen herbouwd en nam de handel in de stad weer toe. Omstreeks werd voor het eerst gespeculeerd op de onroerendgoedmarkt. Nicholas Barbon verwierf woningen die zich tot bouwval hadden ontwikkeld tegen prijzen onder herontwikkelingswaarde. Vervolgens werden financieringen verworven om de woningen te herbouwen in hogere dichtheden (Jenkins, 1975). De groei van Londen ging zo snel, dat het economisch gezien erg rendabel was om woningen in grote getalen te laten bouwen. Londen groeide in de periode 1714- 1900 verder en ontwikkelde zich tot grootste stad van Europa. Eén van de oorzaken was de industriële revolutie omstreeks 1750. Producten konden op grote schaal geproduceerd worden, werden goedkoper en de handel nam explosief toe. De ontwikkeling van de stoomlocomotief zorgde voor een vooruitgang in de infrastructuur. Daarnaast ontstond er meer een infrastructurele innovaties door de ontwikkeling van de London Underground omstreeks 1863. Het gevolg van de ontwikkeling was dat mensen zich eenvoudiger en sneller konden verplaatsen. Dit leidde tot een enorme populatiegroei. Niet alleen het inwoneraantal groeide sterk maar ook de diversiteit van de economie zorgde ervoor dat Londen een echte metropool werd. Het groeide uit tot een internationaal en financieel centrum van Europa (Barras, 2009).

Volgens Porter (1994) was Londen gedurende bepaalde perioden sterk overbouwd. Door cyclische patronen als gevolg van de sterke economische groei tijdens bepaalde perioden ontstonden situaties waarin het aanbod van onroerend goed veel hoger was dan de vraag. De toename van het aanbod was een reactie op de snelle groei van Londen en de bevolkingstoename. Doordat het onroerend goed op het ene moment schaars was en op het andere moment weer een overcapaciteit plaatsvond, ontstond een nieuwe golf van sub-urbane ontwikkelingen die werden gevoed door de speculanten. Door de sterke ontwikkeling van de infrastructuur ontstonden 'kleine' bouwgolven waarin de bouwactiviteit uiteindelijk even groot was aan zowel het begin als aan het eind van een bepaalde periode (Figuur 4.2).



Figuur 4.2. Trend in Londen Building 1714-1900 Bron: Sheppard et al. (1979)

De bouw golf in Londen heeft aangetoond dat een bouw golf niet alleen afhankelijk is van economische factoren. Fundamentele factoren voor de bouwgolven in Londen waren o.a. de technologische vooruitgang, sterke populatiegroei, infrastructurele ontwikkelingen, politieke ontwikkelingen en een toename van kredietverstrekking. Ondanks het feit dat overheden continue bezig zijn macro- economische ontwikkelingen te beheersen, lijken bouwgolven zich telkens weer te herhalen als een soort van natuurlijk proces die wordt gevoed door de technologische en innovatieve ontwikkelingen van de mensheid. De historische ontwikkelingen laten zien dat er fundamentele factoren zijn voor het ontstaan van bubbels. De neoklassieke theorie houdt hierbij geen stand. Het is daardoor interessant de gevolgen van bubbels te verklaren. Wat zijn de effecten op de onroerendgoedmarkt en wat is de rol van de conjunctuurcyclus en kredietcyclus binnen het fenomeen van bubbels.

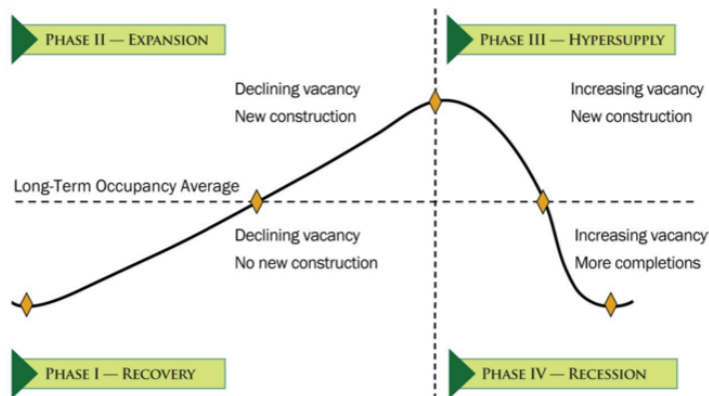
4.4. Ontwikkelcyclus

Net als de economie heeft de ontwikkelcyclus een sterke mate van volatiliteit. In tijden van economische groei leidt deze cyclus tot verandering binnen de markt. Er kan zoals in hoofdstuk 2 beschreven onderscheid worden gemaakt tussen drie niveaus van verschillende ontwikkelcycli: micro-cycli (3-5 jaar), korte- cycli (7 tot 11 jaar) en de lange- cycli (15 tot 25 jaar). In de eerste jaren van economische groei wordt hierin vooral veel geïnvesteerd in arbeid en kapitaal (Barras, 2009). In de daaropvolgende jaren van economische groei wordt er ook geïnvesteerd in onroerend goed. De lange termijncyclus van 15 tot 25 jaar is sterk afhankelijk van de economische groei op lange termijn en zorgt voor veel nieuwe investeringen (Kuznets, 1930), (Burns, 1934).

Door een langdurig economische groei worden nieuwe gebouwen ontwikkelt en voorzien van nieuwe technische innovaties. De levensduur van bestaande gebouwen wordt als gevolg van deze nieuwe ontwikkelingen verkort. Ook bestaand onroerend goed zal aangepast moeten worden aan de nieuwe wensen van de gebruiker. Onroerendgoedmarkten zijn echter bijzonder gevoelig voor deze nieuwe ontwikkelingen. Nieuwe ontwikkelingen die gepaard gaan met speculatie op markten zullen bubbels creëren, die langdurige en negatieve effecten kunnen hebben op de ontwikkeling van de economie. De prijs van groei is instabiliteit (Barras, 2009). De reden dat onroerendgoedmarkten zo gevoelig zijn voor instabiliteit komt doordat de markt sterk afhankelijk is van cyclische patronen. Economische groei, demografische ontwikkelingen, technologische vooruitgang en innovatie zijn een aantal factoren waardoor de onroerendgoedmarkt zich telkens aan moet passen aan de nieuwe omstandigheden. Onroerend goed is daardoor een aanpassingsmarkt.

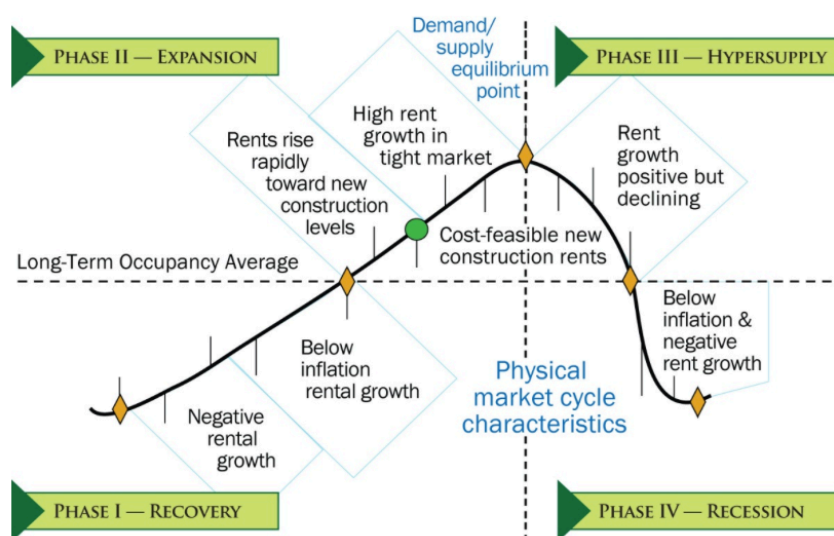
Iedere ontwikkelcyclus is uniek doordat het gebaseerd is op de actuele marktomstandigheden en daarmee de stand van de techniek op een bepaald tijdstip. Ontwikkelcycli zijn daarnaast meer volatiel dan economische cycli. Een kenmerkende eigenschap van onroerend goed is de lange levensduur (Korteweg, 2002). Een economische cyclus is echter veel korter. Daarnaast is de ontwikkelcyclus afhankelijk van een vertragende factor, waarin de voorraad niet direct in staat is te reageren op de vraag. Nieuwe ontwikkelingen kunnen leiden tot een overcapaciteit met als gevolg een langdurige stagnatie van de onroerendgoedmarkt. Onroerend goed zal daardoor nooit in staat zijn om zich synchron met de economische cyclus te ontwikkelen waardoor het zorgt voor instabiliteit.

De economische ontwikkelingen hebben gevolgen voor de onroerendgoedmarkt en kunnen worden onderverdeeld in vier fasen; herstel, expansie, hyperaanbod, recessie (figuur 4.1). In elk van deze fasen spelen de macro- economische factoren een grote rol (Geurts, 2013).



Figuur 4.1 Fasen onroerendgoedmarkt Bron: Mueller, Real Estate Finance 1995 (Dividend Capital Research).

De markt reageert telkens verschillend op de fasen, waardoor een cyclisch patroon zichtbaar wordt. Iedere fase van de cyclus heeft invloed op de leegstand en nieuwe ontwikkelingen, waarbij deze toe- of afnemen. Leegstand lijkt vaak negatief te zijn. Leegstand zorgt er o.a. voor dat er geen cash-flow meer is voor een belegger en de waarde van het onroerend goed daardoor daalt. Leegstand is echter niet altijd negatief. Leegstand is vooral op korte termijn van toegevoegde waarde op de werking van de onroerendgoedmarkt. Dit heet dan ook wel frictieleegstand. Frictieleegstand zorgt ervoor dat er op lange termijn een equilibrium wordt bereikt. Vormen van deze leegstand zijn nodig om verhuizingen, tijdelijke opvang etc. mogelijk te maken. Wanneer er geen sprake is van leegstand binnen de onroerendgoedmarkt kunnen er geen bewegingen plaats kunnen vinden. Wanneer op korte termijn de vraag naar onroerend goed stijgt en de voorraad blijft gelijk dan neemt het leegstandsratio af. Wanneer de vraag ook op lange termijn blijft stijgen en het aanbod op incompleet blijft, voldoet de markt niet aan de behoefte vanuit de vragersmarkt. Er zijn nieuwe ontwikkelingen nodig om aan de vraag op lange termijn te kunnen voldoen. Deze ontwikkelingen worden nu ook interessant, omdat door krapte op de markt de huren, en daarmee de prijzen van onroerend goed stijgen en nieuwe ontwikkelingen daarmee winstgevend worden (Figuur 4.2).



Figuur 4.2 Huurgroei in verschillende fasen van de marktcyclus Bron: Mueller, Real Estate Finance 1995 (Dividend Capital Research).

Hoofdstuk 5 - De ontwikkelingen van de Duitse economie

Duitsland is het grootste land binnen Europa en is daarnaast één van de grootste exportnaties ter wereld. De economie in het land groeit en de werkgelegenheid neemt toe. In tijden waar andere landen binnen Europa in economische crisis verkeren, lijkt de crisis aan Duitsland voorbij te gaan. In dit hoofdstuk zal onderzocht worden wat de oorzaken zijn van de recente economische groei in Duitsland. Daarnaast zal er aandacht worden geschonken aan het verleden van Duitsland en de scheiding tussen voormalig Oost- en West- Duitsland en wat de effecten daarvan zijn geweest op de economische ontwikkeling.

5.1 Duitsland

Duitsland is momenteel - met bijna 81 miljoen inwoners - het grootste land van Europa. Niet alleen heeft Duitsland de meeste inwoners, ook de economisch gezien gaat het Duitsland goed (EuropaNu, 2014). Duitsland één van de grootste exportnaties ter wereld en tevens de op drie na sterkste economie van de wereld, na de VS, China en Japan. De verwachting is dat dit tot 2050 nagenoeg onveranderd zal blijven, zo blijkt uit onderzoek van de HSBC bank. De HSBC bank doet een voorspelling over welke landen in 2050 de grootste economieën van de wereld zullen zijn. Duitsland zal hierin door India voorbijgestreefd worden, maar blijft daarmee op een vijfde plaats en blijft daarmee tot één van de grootste wereldeconomieën behoren (FTM, 2012).

5.1.1. Oost- en West Duitsland

Duitsland lag na de tweede wereldoorlog economisch gezien in puin en diende compleet opnieuw te worden opgebouwd. Het voordeel hierbij was dat de ondergrondse infrastructuur nagenoeg geheel intact gebleven was en Duitsland beschikte over een hoogopgeleide bevolking. Het bouwde voort op de goed ontwikkelde industrie van voor de oorlog. Ook de politiek kreeg langzamerhand zijn verantwoordelijkheden terug onder leiding van de partijen CDU (Christen- Democratische Unie), CSU (Christen- Sociale Unie), KPD (Kommunistische Partei Deutschland) en de SPD (Sociaal-democratische Partij Deutschland). Voor de opbouw van Duitsland kregen de geallieerden ieder een zone onder hun hoede. Dit leidde echter al gauw tot tegenstrijdige afspraken en een uiteindelijke tweedeling van deze zones. Het probleem was dat Duitsland als één geheel bestuurd diende te worden, maar tegelijkertijd de economie ook zo snel mogelijk opnieuw opgebouwd diende te worden. Dit leidde tot discrepantie en de verschillende zones groeiden daardoor uit elkaar en het centrale bestuur faalde (Melching, 2005).

In 1945-1946 werd een 2-deling van de zones in Duitsland onvermijdelijk. In 1948-1949 kwamen er in de Westelijke- en Oostelijke zones een grondwet tot stand. De deling van Duitsland tussen Oost- en West was een feit. De Bondsrepubliek vormde het Westelijke deel van Duitsland, de DDR (Deutsche Demokratische Republik) vormde het Oostelijke deel van Duitsland. In Berlijn de oude hoofdstad van Duitsland vond ook een tweedeling plaats en zo ontstond West- Berlijn en Oost- Berlijn. De DDR voerde een beleid dat nooit echt succesvol zou blijken en de verschillen met West- Duitsland namen toe. West- Duitsland kreeg na de tweede wereldoorlog ook wel de term 'Wirtschaftswunder' opgelegd. Het 'Wirtschaftswunder' werd mede mogelijk gemaakt doordat de helft van de Duitse schuldenlast, dat grotendeels werd opgebouwd tijdens de tweede wereldoorlog werd kwijtgescholden. Het uitgangspunt hierin was dat heel Europa kon profiteren van de Duitse export. Dit leidde tot een snel economisch herstel na de tweede wereldoorlog. Het Oostelijke deel van Duitsland de DDR bleef sterk achter (Melching, 2005).

5.1.2. De val van de Berlijnse Muur

In Duitsland werd de Berlijnse muur opgetrokken in 1961. De muur zorgde ervoor dat Duitsland werd gescheiden en het niet mogelijk was om van Oost- naar West Duitsland te gaan. De Duitsers werden in hun vrijheid beperkt. Er kwamen strenge grenscontroles en ramen en deuren van huizen die op de grens tussen Oost en West stonden werden dichtgemetseld. De instandhouding van de Berlijnse muur duurde 28 jaar. Op 9 november 1989 maakte de Oost- Duitse regering, onder leiding van Günter Schabowski bekend dat ieder vanaf dat moment vrij is om de grens over te gaan. De Duitsers trokken massaal naar de muur en begonnen met het afbreken ervan. De Berlijnse muur was gevallen. De grens

tussen Oost en West bestond niet meer. Op 3 oktober 1990 werden de beide Duitse staten herenigd en vormde Duitsland weer een eenheid. Hedendaags, 25 jaar na de val van de Berlijnse muur is de muur grotendeels verdwenen. Sommige delen zijn nog in tact om de geschiedenis te herinneren. Er zijn echter nog steeds grote verschillen tussen het oude Oost en West Duitsland waarneembaar. Zo ligt de werkloosheid in Oost- Duitsland vele malen hoger dan in het Westen en liggen ook de lonen lager ten opzichte van het Westen. West Duitsland blijkt daarmee nog steeds welvarender te zijn en zal dit naar waarschijnlijkheid altijd blijven.

5.1.3. Economische geografie

Duitsland kan na de Duitse hereniging in 1990 geografisch worden verdeeld in vier delen; Noord- Duitsland, West- Duitsland, Oost- Duitsland en Zuid- Duitsland (Figuur 5.1). Ieder deel heeft zijn eigen specifieke economische actoren waardoor er nog steeds verschillen zichtbaar zijn (DNHK, 2013).



Figuur 5.1 Bron: Digischool: Duitse kaart provincies

5.1.3.1. Noord- Duitsland

Het Noorden van Duitsland wordt gevormd door de deelstaten Nedersaksen, Hamburg, Bremen, Sleeswijk- Holstein, en Mecklenburg- Vorpommern. De industrie in Noord- Duitsland richt zich grotendeels op de scheepsbouw en de maritime toelevering. Daarnaast zit de automobielsector gevestigd in het onderste deel van Noord- Duitsland waaronder automerken als Volkswagen en Continental zich huisvesten.

5.1.3.2 West Duitsland

West- Duitsland wordt gevormd door de deelstaten Noordrijn- Westfalen, Hessen, Rijnland- Palts, en Saarland. In West Duitsland zijn veel economische sectoren vertegenwoordigd zoals de staalindustrie, machinebouw, chemische industrie voedingsindustrie. De grootste sector is de technologie en dienstverlening. In het West- Duitse deel van Duitsland zijn 19 van de 50 grootste Duitse bedrijven gevestigd.

5.1.3.3 Oost- Duitsland

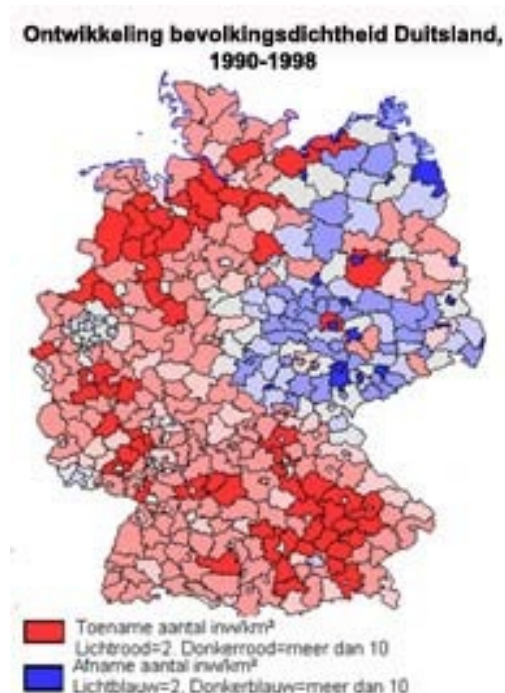
Het Oost- Duitse deel wordt gevormd door de deelstaten Brandenburg, Saksen- Anhalt, Thüringen, Saksen en Berlijn. Oost- Duitsland ontwikkelt zich tot een belangrijke IT- sector. De oude industrieën worden vervangen door deze nieuwe sectoren.

5.1.3.4 Zuid- Duitsland

Zuid- Duitsland wordt gevormd door de deelstaten Beieren en Baden- Württemberg. De industrie in Duitsland wordt gekenmerkt door zijn automobiellindustrie. Grote automerken als Audi, BMW, Daimler, Porsche zijn gevestigd in Zuid- Duitsland. Naast de automobiellindustrie is de machinebouw de grootste sector en daarmee naast de automobiellindustrie de grootste industriële werkgever van Duitsland.

5.2 De Duitse economie

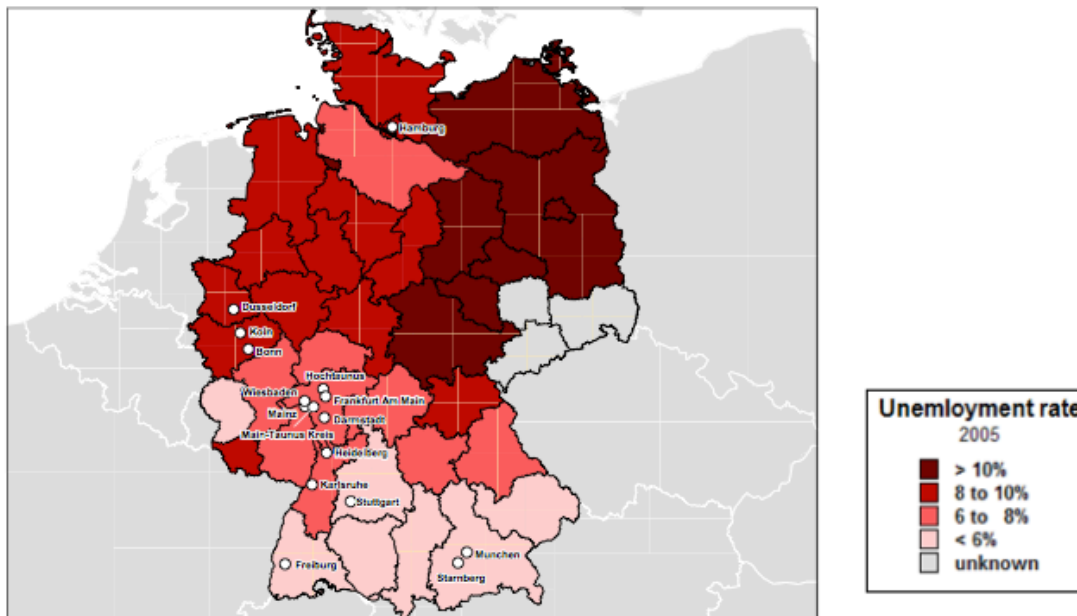
Na de Duitse hereniging in 1990 was er in Duitsland sprake van een hoge werkloosheid. Door de economisch slechte uitgangspositie hadden vooral Oost- Duitsers een achterstand opgelopen ten opzichte van de West- Duitse samenleving. Door een matige vraag naar arbeiders en hoge arbeidskosten liep de werkloosheid op (DNHK, 2013). De economie in Oost- Duitsland trok weliswaar aan, echter werd deze als gevolg van de hereniging gevoerd door de steun van het voormalig West- Duitsland. Na de hereniging vielen in het voormalig Oost- Duitsland talrijke ontslagen. De bedrijven in het voormalig Oost- Duitsland konden niet concurreren met de Westerse bedrijven en raakten daarnaast hun afzetmarkt aan Oost- Europa kwijt. De West- Duitse economie bleek veel sterker door een toenemende automatisering. Er waren veel West- Duitse bedrijven die deze 'kleine' Oost Duitse bedrijven opkochten om deze daarna direct te sluiten. Veel Oost Duitsers trokken naar West- Duitsland om betaald of beter betaald werk te zoeken. Daarmee nam de bevolkingsdichtheid in West- Duitsland sterk toe (Figuur 5.2).



Figuur 5.2 Ontwikkeling bevolkingsdichtheid Duitsland Bron: Eijsvogels 2006

De economie raakte in een neerwaartse spiraal en Duitsland veranderde sterk. De verandering van Duitsland wordt door de Duitsers omschreven als: *Auf den Fundamenten der alten Bundesrepublik ist ein neues Deutschland entstanden*, oftewel: Op het fundament van de oude Bundesrepublik is het nieuwe Duitsland ontstaan (Schroeder, 2010). Het duurde lang voordat de verschillen tussen het voormalig Oost- en West Duitsland kleiner werden. Twintig jaar na de val van de Berlijnse muur ligt het Bruto Binnenlands Product (BBP) per hoofd van de bevolking in het oosten op ongeveer 73 procent van het West- Duitse niveau. De arbeidsproductiviteit is gestegen tot 81 procent. Voor het

einde van de DDR- periode lagen deze cijfers op ongeveer 33 procent en 27 procent (Merkel & Wahl, 1991). Ook de inkomensverschillen daalden langzaam. Waar het verschil in inkomen onder de oude DDR nog 90 procent lager was ten opzichte van het westen, lag dit verschil in 2006 nog op 30 procent (Schroeder, 2009). Oost- Duitsland heeft na de val van de Berlijnse muur een sterke inhaalslag gemaakt. De werkloosheid ten opzichte van West-Duitsland is ondanks de verbeterde economische omstandigheden nog altijd hoog. Oost- Duitsland toont werkloosheidscijfers die oplopen tot boven de tien procent. Een dermate hoge werkloosheid komt in West- Duitsland niet voor (Eijsvogels, 2006) (Figuur 5.3).



Figuur 5.3 Werkloosheid Duitsland Bron: Eijsvogels 2006.

Later toen het Europees Verdrag (Verdrag van Maastricht) werd getekend ter oprichting van de Europese Unie en intrad op 1 november 1993 veranderde de situatie opnieuw (Görtemaker, 2009). Door het vrij bewegen van kapitaal en arbeid, goederen en diensten ontstond er meer concurrentie. Oost- Duitsland was niet sterk genoeg om deze concurrentie aan te gaan. Daarnaast kreeg Oost- Duitsland te maken met sterke concurrentie van Oost- Europese landen als Polen, Tsjechië waar de loonkosten op een lager niveau liggen (EuroStat, 2013). Ook West-Duitsland zou hinder ondervinden van het Europees Verdrag.

5.2.1. De Euro

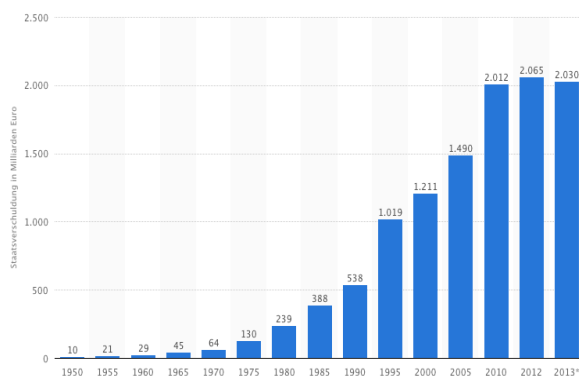
In het Europees Verdrag werd onder andere bepaald dat er een Europees Economisch Monetaire Unie (EMU) gevormd zou worden met een gemeenschappelijke munt de 'Euro'. Het Europees Verdrag zorgde ervoor dat de val van de Berlijnse muur, (volgens Wolfgang Münchau) in een ander perspectief kwam te staan. De val van de muur had politiek gezien een zeer slechte timing. De DDR werkte door een overhaaste aansluiting bij de Bundesrepubliek de Eurocrisis in de hand (Münchau, 2012).

Voor de val van de Berlijnse muur nam Oost- Duitsland niet deel aan de Deutsche mark en had zijn eigen munt, de mark der DDR. Deze munt was tot aan de val van de Berlijnse muur het wettige betaalmiddel in Oost- Duitsland. Na de val van de muur werd de munt vervangen door de 'gewone' Deutsche mark waarmee in West- Duitsland al werd betaald (Valuta, 2014). De wisselkoers waartegen de mark der DDR werd ingewisseld tegen de gewone Deutsche mark was generoos. De wisselkoers die werd vastgesteld was één op één. Dit betekende dat voor elke mark der DDR één Deutsche mark werd verkregen. Dit was een opmerkelijk gegeven gezien de DDR ten tijde van de val van de Berlijnse muur zo goed als bankroet was (Brouwer, 2005).

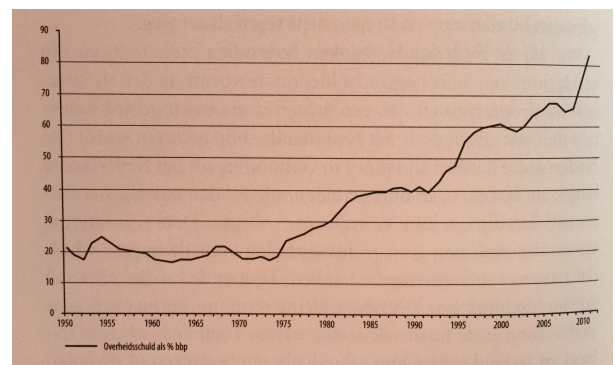
De hereniging van Duitsland heeft het land veel geld gekost. De overdrachtsbetalingen alleen al bedroegen bijna 2 biljoen euro. Duitsland kwam daardoor met financieel hoge lasten te zitten (Münchau, 2012). De staatsschuld liep in deze periode sterk op (Figuur 5.4). De staatsschuld steeg in verhouding met het BBP van veertig naar zestig procent (Figuur 5.5). Doordat de munteenheid van de DDR ook werd vervangen door de Deutsche mark, kwam de munteenheid onder druk te staan. Tussen 1990 en 1998 steeg de waardering van de Deutsche mark, waardoor de concurrentiepositie van Duitsland verslechterde ten opzichte van Nederland (Brouwer, 2005). Naast de hoge werkloosheid in Duitsland, stijging van de loonkosten door spanningen op de Duitse markt, liep de inflatie in het land sterk op. Economisch gezien ging het op het moment van toetreding van de nieuwe munteenheid de 'Euro' dan ook slecht met Duitsland. De West- Duitsers hebben fors moeten betalen voor de Oost-Duitse schulden sinds de hereniging en door deze hoge lasten trad Duitsland toe tot de euro met een te hoge wisselkoers (Münchau, 2012).

Een devaluatie van de Deutsche mark was echter ondenkbaar, omdat dit tot teveel onrust zou leiden op de valutamarkten. Een devaluatie van de Deutsche Mark werd dan ook afgewezen door de Europese lidstaten (De Dagelijkse Standaard, 2014). Een valutacrisis als in de jaren '70 en '90, waarin de Portugese escudo, Italiaanse lire, en de Franse Franc aan alle kanten bewogen wilde men voorkomen (Brouwer, 2005). Het gevolg daarop was dat door de hereniging van Duitsland het economisch beleid zich ruim 10 jaar concentreerde op de versterking van de eigen concurrentiekracht ten opzichte van andere landen, in plaats van de economische productiviteit van Europa. Dit was één van de oorzaken van een later optredende eurocrisis, welke onder de oude Bundesrepubliek wellicht beter in toom gehouden had kunnen worden (Münchau, 2012). Daarnaast heeft Duitsland niet kunnen profiteren door invoering van de Euro. De economie bevond zich economisch gezien in een slechte situatie en doordat het niet kon profiteren van een lage rentestand stagneerde de economie ten opzichte van landen die wel de voordelen hadden van de Europese eenwording (Piazolo, 2012). Door de invoering van de Euro konden landen als Spanje, Ierland profiteren van een lagere rente. De lonen in deze landen konden daardoor stijgen tot gemiddeld ruim dertig procent. In Duitsland bleven deze gelijk. Door de lage rente is in landen als Ierland en Spanje een (met leningen) gefinancierde economische groei ontstaan en werden deze landen aantrekkelijk voor onroerendgoedbeleggers (De Dagelijkse Standaard, 2014).

Entwicklung der Staatsverschuldung von Deutschland von 1950 bis 2013 (in Milliarden Euro)



Figuur 5.4 Ontwikkeling Duitse Staatsschuld 1950-2013
Bron: Statista



Figuur 5.5 Overheidsschuld als % BBP
Bron: Deutsche Bundesbank

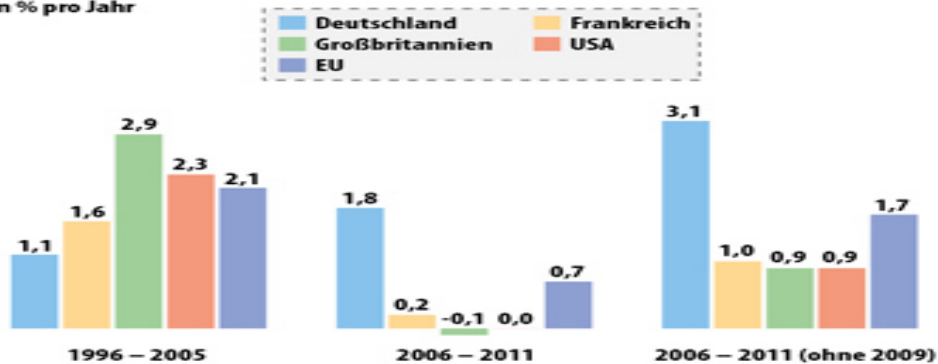
5.2.2. Duitse economie in cijfers

Duitsland heeft na de hereniging gedurende de periode 1996- tot 2005 een lagere economische groei gekend ten opzichte van andere landen binnen de Europese Unie. De groei van het Bruto Binnenlands Product per hoofd van de bevolking lag veel lager dan in landen als Groot- Brittannië, Frankrijk en buiten de EU, de Verenigde Staten. De gevolgen van de eenwording deden Duitsland achter op te geraken. Omstreeks 2000 zette de Duitse economie echter een ommekeer in. Tien jaar na de hereniging begon Duitsland zich te herpakken en vond zijn oude krachten terug. De economie begon te groeien en Duitsland was veel dynamischer ten opzichte van andere landen. Het economisch beleid van Duitsland begon zijn vruchten af te werpen. Zelfs door opkomst van de wereldwijde economische crisis in 2007, kwam de economische groei van Duitsland niet in gevaar.

In de periode 2006-2011 steeg het BBP per hoofd van de bevolking met 1,8 procent per jaar (Figuur 5.6) en daarmee was de Duitse economie duidelijk sterker in vergelijking met de prestaties van andere landen (Rausch, 2012).

Durchschnittliches jährliches Wachstum des Bruttoinlandsprodukts je Einwohner

Angaben in % pro Jahr



Quellen: OECD, EC, Prognos

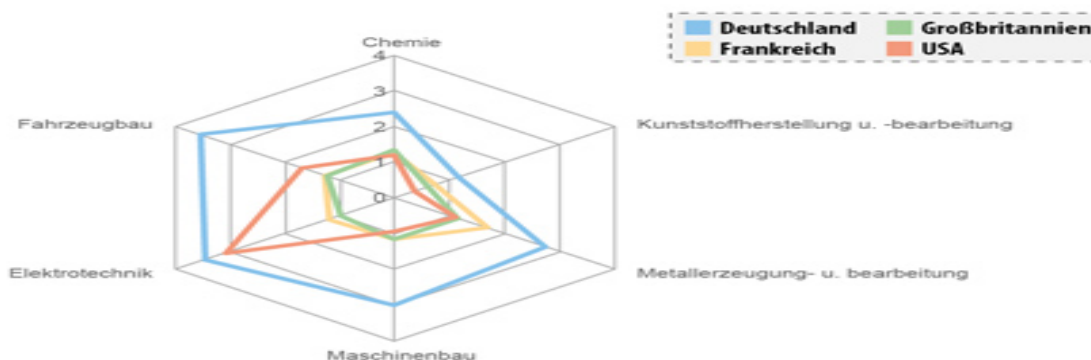
© CHEManager

Figuur 5.6 Bron: <http://www.chemanager-online.com/news-opinions/grafiken/deutsche-industrie-im-internationalen-vergleich>

Duitsland onderscheidt zich van andere landen. Waar andere landen gedurende lange perioden economische neergang vertonen laat ook het herstel langer op zich wachten. De Duitse economie houdt zich daarmee opvallend sterk. De economie herstelde zich snel en toonde vervolgens sterkere groei. Duitsland kent een veelzijdigheid aan grootschalige en goed ontwikkelde industrieën, waardoor de conjunctuurcyclus wordt beïnvloed (Figuur 5.7). Door deze veelzijdigheid ontstaat er een vertraging binnen de macro- economische conjunctuur, waardoor Duitsland minder vatbaar lijkt te zijn voor een economische crisis.

Anteil der Branchen an der Bruttowertschöpfung (2010)

Angaben in %



Quellen: OECD, EC, Prognos

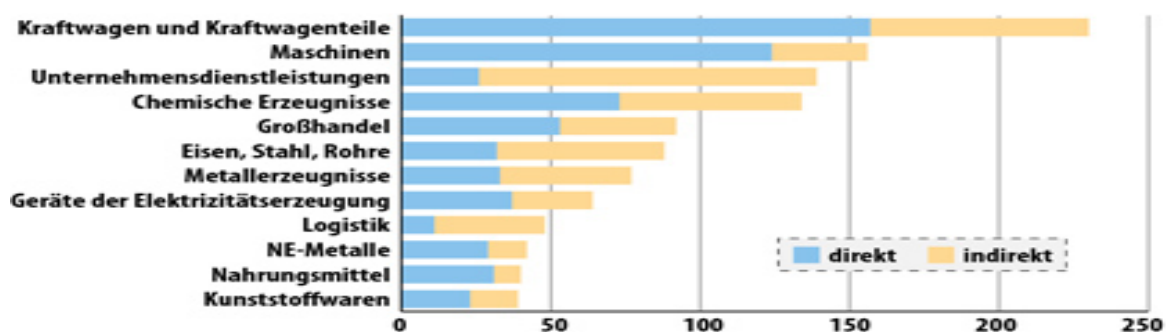
© CHEManager

Figuur 5.7. Bron: <http://www.chemanager-online.com/news-opinions/grafiken/deutsche-industrie-im-internationalen-vergleich>

Wereldwijd exporteren landen voor 80 procent aan goederen en voor 20 procent aan diensten (Rausch, 2012). Hieruit blijkt dat de industrie binnen een land erg belangrijk is voor de economie. Duitsland kent een grote diversiteit aan industrieën en is tevens het grootste exportland van Europa (Willems, 2009). De productie van de automobiel-, chemisch-, en machinebouwindustrie nemen een vooraanstaande plaats in het exportvolume van het land (figuur 5.8). De zakelijke dienstverlening evenals de logistiek van de export heeft slechts een klein aandeel in vergelijking met de productie van goederen. De economische groei van Duitsland is daarmee dus sterk afhankelijk van de export van goederen. Zonder de export zou de economie tussen 2000 en 2010 met de helft minder zijn gegroeid en zou Duitsland er hedendaags heel anders hebben uitgezien (Rausch, 2012).

Direkte und indirekte Exporte der wichtigsten deutschen Produktionsbereiche (2007)

Produktionswert in Mio. €



Quellen: Statistisches Bundesamt, UN Comtrade, Prognos

© CHEManager

Figuur 5.8 Bron: <http://www.chemanager-online.com/news-opinions/grafiken/deutsche-industrie-im-internationalen-vergleich>

5.2.3. Toekomstverwachting

Het Bruto Binnenlands Product per hoofd van de bevolking zal de komende jaren blijven groeien in Duitsland. Uit de grafiek blijkt dat de Duitse bedrijvensector en grote bedrijven groeien (Figuur 5.9). In 2008 werd deze trend licht doorbroken maar herstelde zich snel in 2009. Klein-, middelgrote-, en grote bedrijven zijn ondanks de economische crisis gegroeid. De kleinste ondernemingen (micro-enterprises) lieten wel een lichte daling zien. Deze groene lijn kent ten opzichte van de overige een relatief zwak verloop. Dit is vooral te wijten aan het feit dat grotere bedrijven meer gericht zijn op de export. Door een sterke export- groei kunnen klein, middelgrote en grote bedrijven sneller groeien en blijven de micro- bedrijven achter (Vetter & Köhler, 2014). De groei van deze bedrijven is belangrijk voor de Duitse werkgelegenheid dat daarmee eveneens groei vertoont. De Duitse werkgelegenheid stijgt al een aantal jaren achtereenvolgend. Steeds minder Duitsers zijn werkloos. Het werkloosheidspercentage in 2013 daalde daarmee naar 6,8 procent. De arbeidsmarkt ontwikkelt zich daarmee sterk en ook de consumentenuitgaven stijgen met economische groei tot gevolg (Volkskrant, 2014).



Figuur 5.9 Bron: Business demographics and dynamics in Europe: Trends in the composition of company landscape 2014

5.3. De Duitse inflatie

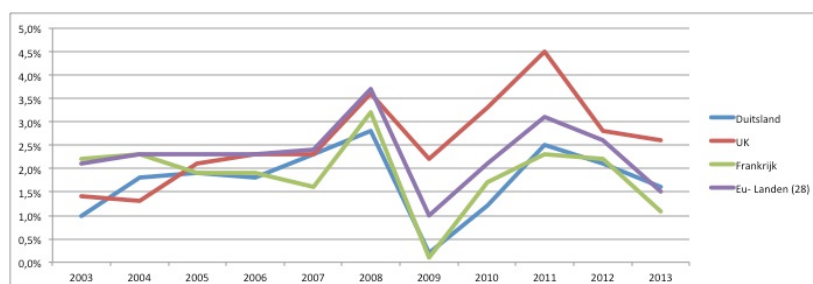
De inflatie is een belangrijke factor voor de economische ontwikkeling van een land. In Duitsland zijn in het verre verleden perioden van hyperinflatie geweest en dit lijkt het bewustzijn van het in lijn houden van de inflatie door de huidige generatie te hebben vergroot. De inflatie wordt over het algemeen veroorzaakt door een relatieve toename van de hoeveelheid geld ten opzichte van de economische productie in een land (HomeFinance, 2014). Wanneer de maatschappelijke geldhoeveelheid toeneemt en daartegenover geen stijging plaatsvindt van de productie in een land zal het algemeen prijspeil van goederen stijgen. Deze situatie ontstond in Duitsland kort na de hereniging in 1990 waarbij er een enorme hoeveelheid aan Deutsche Marken aan de maatschappelijke geldhoeveelheid werd toegevoegd, zonder dat daarbij verhoudingsgewijs een hogere productie (uit Oost- Duitsland) tegenover stond.

Uit afbeelding Figuur 5.10. blijkt dat de inflatie na de Duitse hereniging in 1990-1991 sterk opliep tot bijna 6 procent. Dit was in vergelijking met naastgelegen landen als Frankrijk (2,98%) en Nederland (3,7%) erg hoog (InflationEU, 2014). Een sterk economisch beleid heeft er voor gezorgd dat Duitsland de inflatie de laatste jaren weer onder controle weten te krijgen en te behouden. De Duitse inflatie voldoet daarmee aan het streven van de Europese Centrale Bank dat streeft naar een jaarlijkse inflatie van 2 procent.



Figuur 5.10 Bron: InflationEU: Worldwide Inflation Data 2014

Duitsland heeft daarmee de inflatie onder controle. Ook ten opzichte van andere landen binnen de EU-scoort Duitsland over het algemeen beter (Figuur 5.11). Dit blijkt uit gegevens van Eurostat (2014). Vooral ten opzichte van de UK scoort Duitsland opvallend goed. De inflatie in de UK lag in 2011 op het hoogtepunt van 4,5 procent, waar de Duitse inflatie slechts 2,5 procent bedroeg. Door een te hoge inflatie zoals in de UK het geval was, zijn investeerders geneigd niet meer te willen investeren in een land (De Jong, 2014). Het is daarom van belang de inflatie onder controle te houden en het vertrouwen van beleggers, consumenten etc. in stand te houden en zo hyperinflaties tegen te gaan. Wanneer de inflatie te hoog is en er een hyperinflatie ontstaat heeft dit voor een land zeer nadelige economische gevolgen. Hyperinflatie ontstaat wanneer de obligatiemarkt van een land breekt. De obligaties dalen hierbij in waarde, waardoor de overheid niet langer in staat is zichzelf te financieren. Hyperinflatie ontstaat bij een inflatiegroei hoger dan 4-5 procent (Goldonomic, 2014). Door een te hoge inflatie verliezen bestaande tegoeden en schulden hun waarde en trekken met name investeerders hun geld terug. Ook consumenten proberen hun spaargeld veilig te stellen door elders te investeren, waardoor er een massale ‘geld-run’ ontstaat. Een situatie ontstond destijds in Argentinië eind jaren negentig waar de inflatie steeg tot 3000 procent (Vossers, 2014). Ook Duitsland kende een hyperinflatie na de 1^e wereldoorlog en ook na de Duitse hereniging schoot de inflatie omhoog. Het gevolg van dergelijke hyperinflaties is dat bancaire systemen onder een enorme druk komen te staan en banken massaal omvallen/ faillissementen aan moeten vragen omdat zijn niet langer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dit heeft negatieve gevolgen voor een economie in een land en ook de werkloosheid loopt in dergelijke omstandigheden snel op.

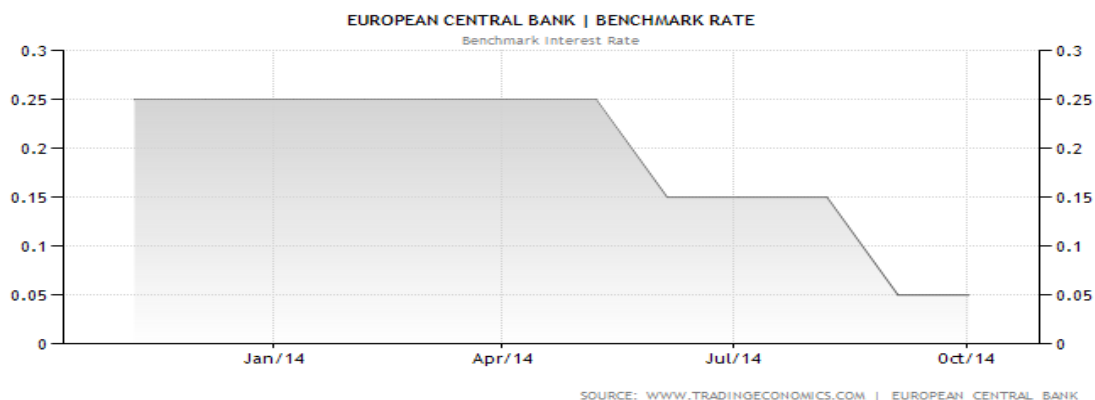


Figuur 5.11 Bron: Eurostat: Inflation rate

5.4. Duitse rente

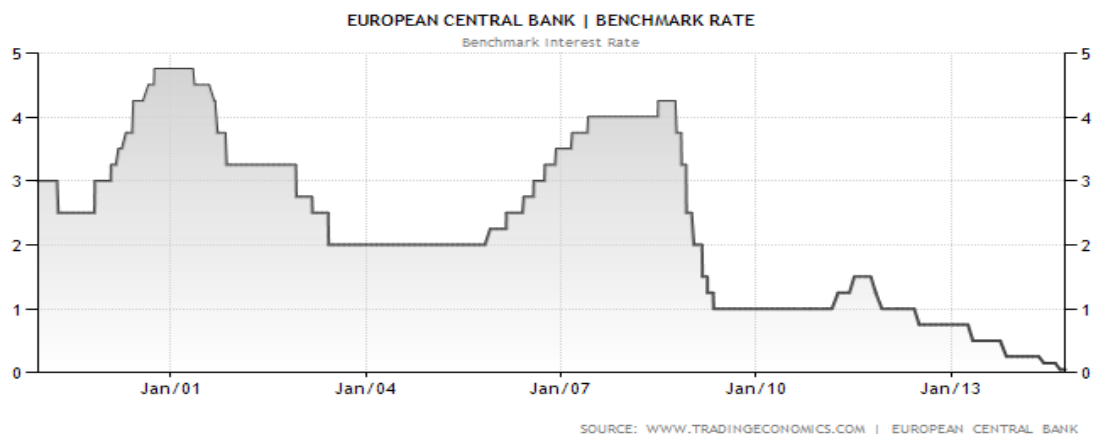
De conjunctuercyclus en de inflatie zijn belangrijke maatstaven voor een economie. Naast deze twee factoren is er echter nog een belangrijke factor; de rente. De rente is gebonden aan een vergoeding dat op geld wordt betaald. Het uitgangspunt hierin is de rente op staatsleningen- en obligaties (DNB, 2014). Een aantrekkende economie zal leiden tot hogere prijzen en een stijging van de rente. Omgekeerd zal in een neergaande conjunctuercyclus de rente dalen. De Europese Centrale Bank heeft naar aanleiding van de economische crisis de Europese rente verlaagd. De rente waartegen banken onderling geld aan elkaar konden uitlenen werd recent verlaagd naar een historisch dieptepunt van 0,05 procent. Sinds de invoering van de Euro is dit de laagste rentestand ooit (Figuur 5.12 en 5.13).

De lage rente is volgens Kounis (ABN- Amro) toe te schrijven aan een aantal factoren. Zo hebben de monetaire- beleidsverwachtingen een verschuiving ondergaan. Het doel van de recente renteverlaging is om de groei van de economie te stimuleren en de dalende inflatie in de Eurozone te stabiliseren (Kounis, 2014). Daarnaast zijn de financiële markten na de renteverlagingen van het ECB er vanuit gegaan dat deze rentedalingen voor een langere tijd zouden aanhouden. Het gevolg hiervan was dat renteverwachtingen continue naar beneden werden bijgesteld en de inflatie verder daalde. Door nieuwe renteverlagingen moet het vertrouwen in de markt worden hersteld en een toename van vraag komen naar staatsobligaties, waardoor de inflatie en economische groei weer worden bevorderd. In landen waar de rente zich op een laag niveau bevindt, zijn rentelasten op staatsobligaties laag en zijn deze landen in staat nagenoeg 'gratis geld' te lenen om de staatsschuld te financieren. Door een laag renteniveau kan het begrotingstekort van een land lager uitvallen, waardoor de staatsschuld minder snel toeneemt. Dit geldt in zekere mate voor een land als Duitsland maar bijvoorbeeld niet voor Griekenland waar de rente de laatste jaren enorm is gestegen (Financieel Dagblad, 2014).



Figuur 5.12 Rente ECB 2014

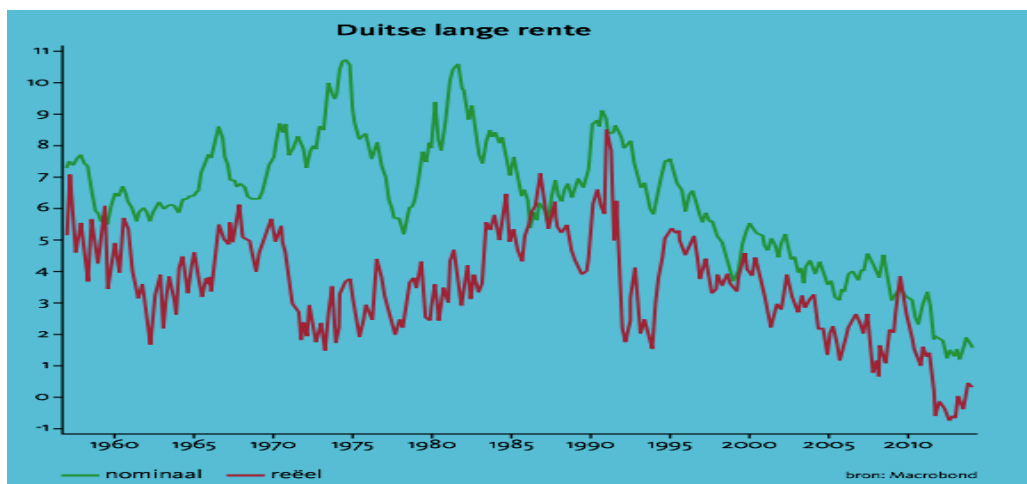
Bron: Trading economics. European Central Bank



Figuur 5.13 Rente Germany

Bron: Trading economics. European Central Bank

De Duitse economie wordt (momenteel) gezien als de motor van Europa. De rente op staatsobligaties is er momenteel laag. De Duitse overheid is daardoor in staat om goedkoop geld te lenen op de internationale geldmarkten. De langetermijnrentes van de Duitse staatsobligaties staan momenteel op een historisch laag niveau. Voor een 10 jarige staatsobligatie betaalt Duitsland momenteel minder dan 1 procent (RTLZ, 2014). De huidige rente op deze Duitse staatsleningen bedraagt 0,6 procent. Gezien de conjunctuurfase waarin de huidige economie zich bevindt is dit erg laag. In de jaren '80 lag het renteniveau tussen de 4- en 6 procent en werd dit als gewoon beschouwd (Heusden, 2014). De verwachting is dat deze rente ook in de toekomst relatief laag zal blijven maar op den duur wel weer zal oplopen. Door wisselende verwachtingen op de economische groei zal de langetermijnrente zich schoksgewijs aanpassen. Uit onderstaand figuur (figuur 5.14) blijkt dat de lange termijnrente na de Duitse hereniging op een zeer hoog niveau lag. De lange termijnrente steeg omstreeks deze periode tot ruim 9 procent. Door de Duitse hereniging was het gevolg van de hoge inflatie en daarmee lag ook de reële rente omstreeks deze periode erg hoog en lag deze boven de 8 procent.



Figuur 5.14 Duitse lange rente Bron: Macrobond

De verwachtingen zijn dat deze rente op de lange termijn niet zal terugkeren naar dergelijk hoge renteniveaus. De reden hiervan is de economische crisis. Door een toename van schulden zijn bedrijven en huishoudens genoodzaakt hun schuldenlast te herstellen en terug te brengen. Door een oplopende rente zal dit worden tegengewerkt en zal daarmee de economie in een laagconjunctuur blijven. Daarnaast zijn banken verplicht kapitaalbuffers op te bouwen. De ECB voert sinds de problematiek op de financiële markten periodieke stresstesten uit bij banken waarin een uitgebreide balanstest wordt gehouden. De ECB controleert hierbij of banken opgewassen zijn tegen economische extreme situaties, zoals de economische crisis van 2007 (Grol, 2014). Investerings zullen minder snel toenemen en er zal minder risico worden genomen door meer te spreiden in bijvoorbeeld aandelen, obligaties en onroerend goed. Het gevolg hiervan is dat de economieën de komende jaren minder snel zullen groeien en vaker terug zullen vallen tot een lagere groeiverwachting. Beleggers zullen als gevolg van deze strengere regelgeving een relatief grotere voorkeur hebben voor vastrentende waarden. Door een vaste rentevoet lopen beleggers minder risico dan wanneer voor een variabele rentevoet wordt gekozen (Reaal, 2011).

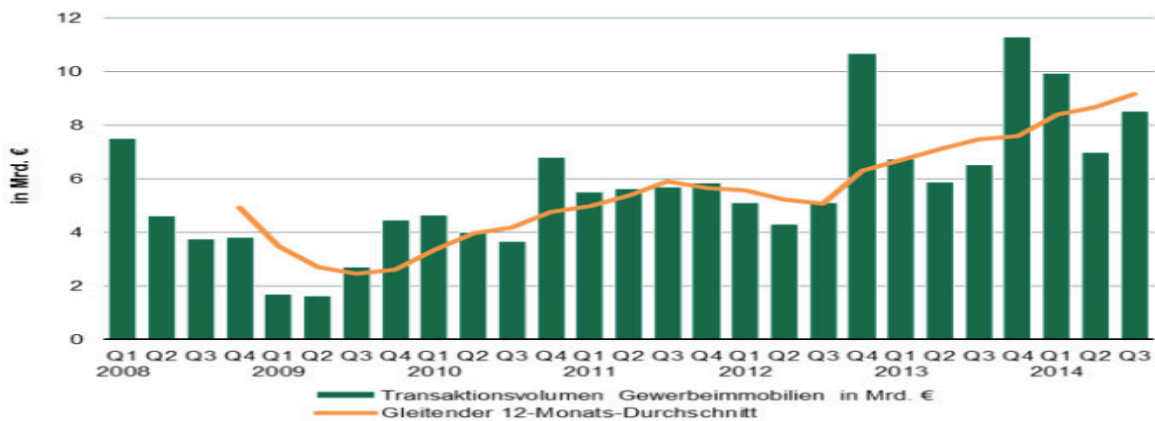
Daarnaast zullen landen de enorme schuldenlast terug willen brengen naar een acceptabel niveau. Door bezuinigingen is het aannemelijk dat de economie voorlopig niet extreem zal groeien. Eurolanden zullen op termijn hun schuldenlast weer op orde moeten krijgen. De ECB zal hierin bijsturen door middel van het rente-instrument. Bij een lage rente stijgt de inflatie (Manssen, 2014). In een situatie waarin de schuld is opgelopen, zal de ECB de inflatie beheersen door de rente te verlagen. De schuld neemt hierdoor af als gevolg van de inflatie en door het minder waard worden van geld. Omdat de schulden van Europese landen momenteel dermate hoog zijn lijkt het onwaarschijnlijk dat de rente op korte termijn zal stijgen (Heusden, 2014). Er zijn daardoor gegronde redenen om aan te nemen dat ook de huidige Duitse langetermijnrente niet extreem zal toenemen en daarmee de komende jaren op een historisch laag niveau zal blijven.

Hoofdstuk 6 - De Duitse onroerendgoedmarkt

De onroerendgoedmarkt in Duitsland wist grotendeels aan de Europese malaise op de financiële- en problemen op de Europese onroerendgoedmarkten te ontkomen. Het investeringsvolume in Duitsland groeit. In 2013 groeide het investeringsvolume met 39 procent ten opzichte van het voorgaande jaar (Colliers, 2013). In het laatste kwartaal van 2013 groeide het investeringsvolume zelfs met 88 procent ten opzichte van het derde kwartaal van dat jaar (Marton & Almond, 2014). In dit hoofdstuk zal worden gekeken naar de ontwikkeling van de Duitse onroerendgoedmarkt en daarmee de relatie is tot de economische ontwikkelingen uit het voorgaande hoofdstuk.

6.1 Duits onroerend goed

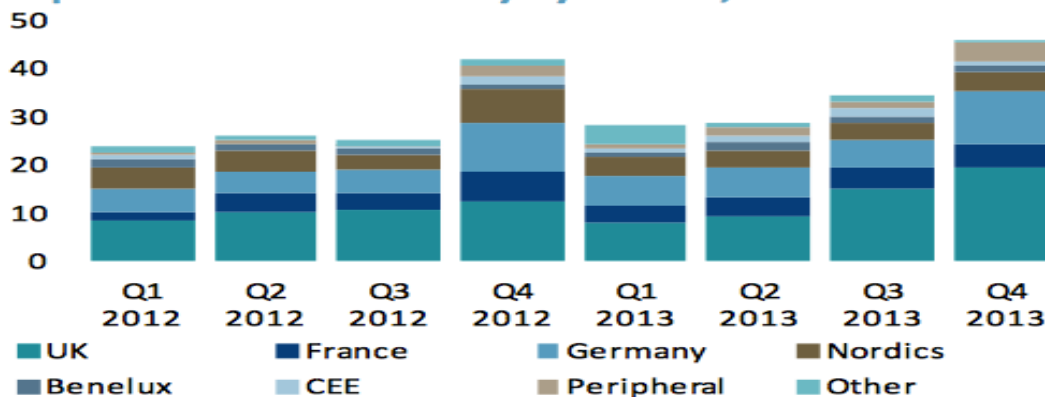
Duitsland heeft een omvangrijke onroerend goed markt. De totale waarde van onroerend goed assets bedraagt bij benadering 8 duizend miljard in euro's. 60 procent daarvan bestaat uit residentieel onroerend goed, 25 procent commercieel onroerend goed en 15 procent publiek onroerend goed en infrastructurele constructies). De Duitse onroerendgoedmarkt kan worden gekenmerkt als een unieke markt en is aanzienlijk veranderd gedurende de laatste 20 jaar sinds de Duitse hereniging (Schulte, 2012). Als gevolg van de Duitse hereniging werd Duitsland aantrekkelijk voor internationale investeerders en werden tot op heden al miljarden euro's geïnvesteerd. Met name de laatste jaren stijgt het investeringsvolume in Duitsland (CBRE, 2014) (Figuur 6.1).



Figuur 6.1 Investeringsvolume Duitsland 2008-2014 Bron: CBRE

In het laatste kwartaal van 2013 werd een stijging waargenomen van 88 procent ten opzichte van het kwartaal daarvoor (DTZ, 2014). In 2014 is Duitsland uitgegroeid tot één van belangrijkste investeringsmarkten (Figuur 6.2) voor onroerend goed binnen Europa (Egger, 2014).

European investment activity by market, EUR bn



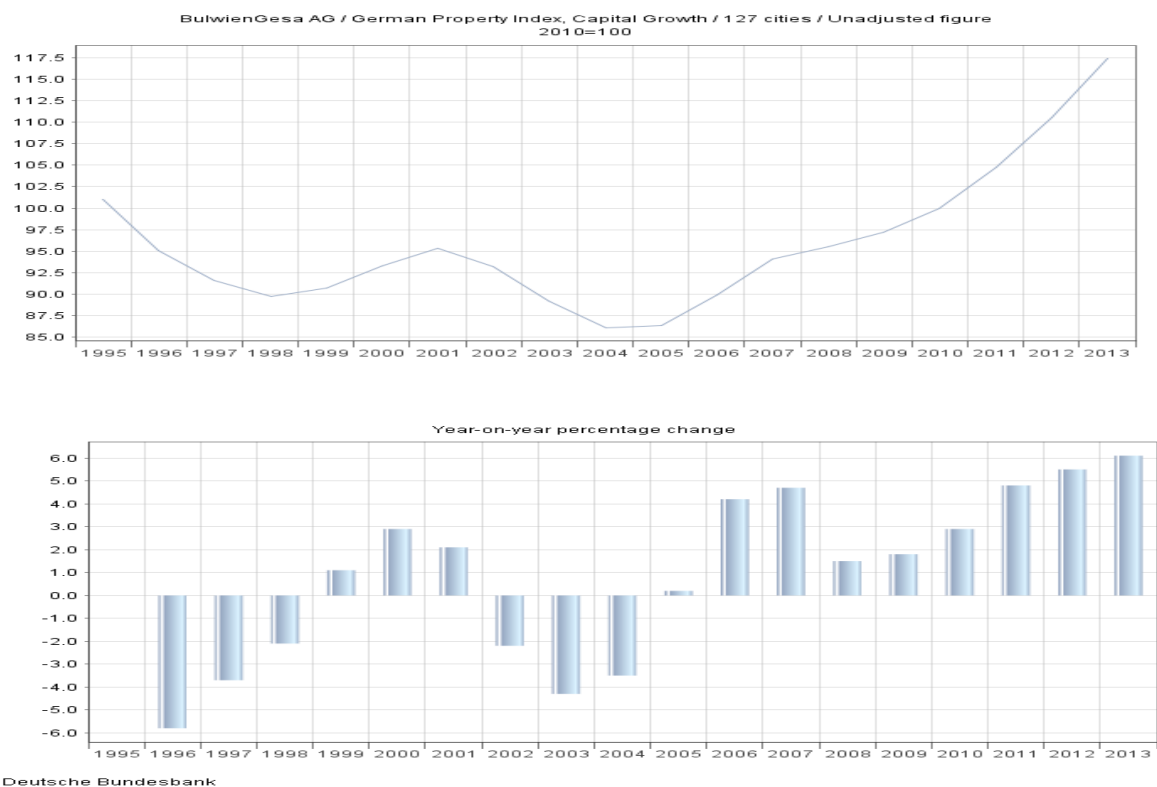
Source: DTZ Research

Figuur 6.2 European Investment activity by market, EUR bn. Bron: DTZ

6.1.1 Commerciële markten

Naast de toename van het aantal investeringen in commercieel onroerend goed laat ook de prijsontwikkeling een stijging zien. De prijzen van commercieel onroerend goed bestaande uit kantoren, retail en bedrijfsruimten zijn na 2005 sterk gestegen (Figuur 6.3).

De stabiele economie lijkt hierbij ook een positieve uitwerking te hebben op de waardeontwikkeling van commercieel onroerend goed. Duitsland presteert daarmee beter dan andere Europese landen gedurende een periode van economische crisis. De ontwikkeling van de commerciële onroerendgoedmarkt lijkt daarmee dezelfde trend te volgen als de groei van het BBP dat vanaf 2006 ook beter presteerde dan andere Europese landen. De effecten van deze economische groei zal in het vervolg van dit hoofdstuk worden geanalyseerd voor de woningmarkt, kantoren, industrieel- en logistiek onroerend goed en retail.



Figuur 6.3 http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Macro_economic_time_series/its_details_charts_node.html?tsId=BBDR1.A.DE0125.N.BUL.BGPICAGR.R.I10.A

6.1.2 Rendement en risico

Uit hoofdstuk 3 is gebleken dat informatie over onroerendgoedmarkten essentieel zijn voor een belegger om te investeren in onroerend goed. Het gaat hierbij om de informatie als rendement, risico, prijzen van onroerend goed maar ook om toekomstverwachtingen van de markt.

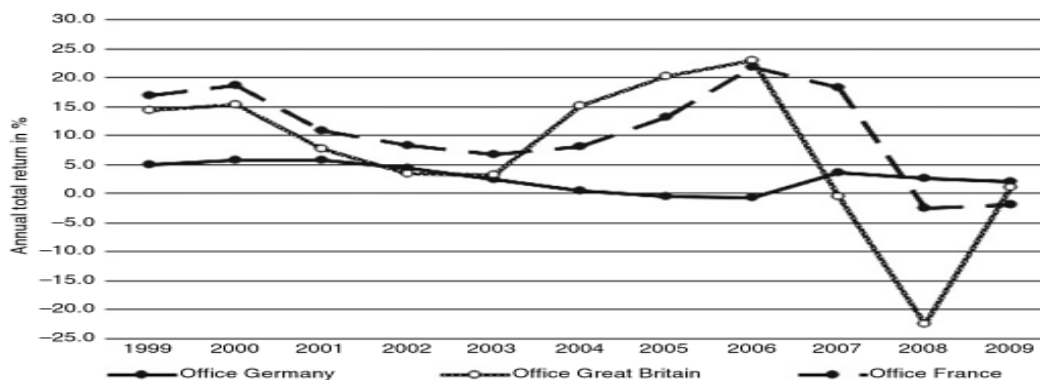
Daarnaast is gebleken dat de demografische ontwikkelingen van Duitsland een belangrijke rol spelen binnen de onroerendgoedmarkt. Na de val van de Berlijnse muur en de hereniging van Duitsland is het land sterk veranderd. Niet alleen demografisch maar ook economisch gezien is het land sterk gegroeid. Het is interessant te kijken hoe deze ontwikkelingen zich hebben vertaald naar de onroerendgoedmarkt. De Duitse onroerendgoedmarkt is daarnaast erg belangrijk voor de ontwikkeling van de conjunctuurcyclus in Duitsland en de lange termijn economische groei van het land (Maennig, 2012).

Het rendement op een onroerendgoedbelegging is in Duitsland lager in vergelijking met andere Europese markten (Figuur 6.4). Het risico hierbij is ook lager. Een laag rendement met een laag risico duidt op een stabiele investering. Alleen Duitsland lijkt hierbij te voldoen aan de verwachting dat een lager risico resulteert in een lager rendement. Ongeacht het risico, schommelen Europese landen allemaal rondom hetzelfde rendementspercentage (Piazolo, 2012). Hier ontstaat er een verschil tussen theorie en praktijk. De theorie in hoofdstuk 3 veronderstelt dat een hoger risico gepaard gaat met een hoger rendement. In de praktijk blijkt daarmee dat dit niet altijd zo hoeft te zijn. Zo verschilt het totale rendement in Zuid-Afrika sterk ten opzichte van Zweden, terwijl het risico hetzelfde is.



Figuur 6.4 Property return and risk Commercial Real Estate 1998-2009 Source:IPD Investment Property Databank GmbH

De lagere rendementen in Duitsland gaan gepaard met een mindere mate van volatiliteit en een lager risico. Duits onroerend goed lijkt stabiel en biedt op lange termijn meer zekerheid. Zo hebben de rendementen op kantoren volgende de DIX index- sinds de intrede van de economische crisis nog altijd een positief rendement laten zien. Dit in tegenstelling tot andere Europese markten (Figuur 6.5). De rendementen in Engeland en Frankrijk daalden als gevolg van de economische crisis sterk en er ontstonden negatieve rendementen. Doordat de Duitse onroerendgoedmarkt voor kantoren veel stabiel bleef in tijden van economische crisis, hebben Duitse beleggers minder af hoeven te waarderen op hun onroerendgoedportefeuilles in vergelijking met andere landen (Schulten & Denk, 2012).



Figuur 6.5 Comparative market performance (total return) according to DIX/IPD 1999-2009 (index returns exclude transactions and property developments) Source: IPD.

6.1.3. Financiering

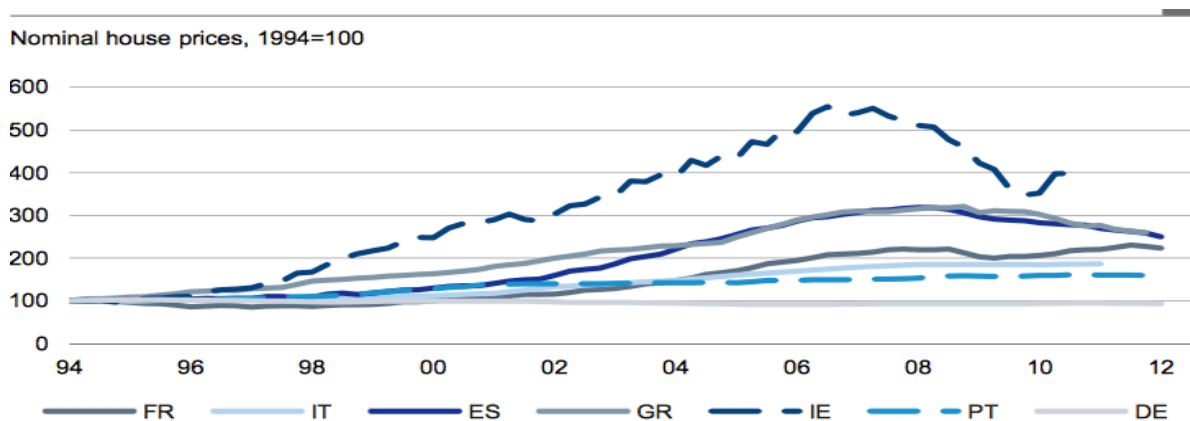
De stabiliteit van de Duitse onroerendgoedmarkt valt deels te verklaren door de wijze van financiering. Steeds meer financiële instellingen in Duitsland zijn op zoek naar stabiele markten (core en core plus) en lenen tegen een loan-to-value van 50-75 procent. Alleen Core plus investeringen kunnen hierbij nog gefinancierd worden tegen 75% van de totale waarde. Door de inbreng van een deel aan eigen vermogen zijn investeringen stabiel, en levert een beperking op van het risico. Door een laag risico zijn Duitse investeerders in staat te lenen tegen een relatief lage rente. (Stolpestad & Mühlhofer, 2011).

Duitsland is daarnaast een liquide markt. Naast Engeland scoort het daarmee het hoogste ten opzichte van landen als Frankrijk, Portugal, Nederland en Spanje (Cushman & Wakefield, 2014). Een liquide markt houdt in dat er sprake is van een zodanig grote vraag en aanbod dat extra vraag of aanbod verwerkt kunnen worden, zonder dat hierdoor onder normale omstandigheden grote prijs- of koersschommelingen ontstaan. Beleggers geven de voorkeur aan liquide markten. De prijsvorming wordt daarin niet zozeer beïnvloedt door niet onvoorziene incidentele omstandigheden (NRC, 2001). Beleggers hebben hierdoor meer zekerheid, zonder dat de prijs gaat fluctueren bij een groter aantal transacties.

6.2. De Duitse woningmarkt

Rentedalingen hebben in de eerste helft van het afgelopen decennium in bepaalde landen gezorgd voor een enorme waardeontwikkeling van onroerend goed. In navolging tot de Verenigde Staten waar de huizenprijzen begin 2000 sterk zijn gestegen, stegen ook de Europese huizenprijzen. Als gevolg van de internationale economische crisis kwam omstreeks 2007 hieraan een einde. De woningmarkt in Duitsland blijkt echter een uitzondering te zijn op de periode *voor* de economische crisis. Waar prijzen bijna overal in Europa stegen bleven de Duitse woningprijzen op een historisch laag niveau, ondanks de economische groei. In voorgaande hoofdstukken is gebleken dat inkomen is een fundamentele factor voor de waardeontwikkeling van huizenprijzen. De prijzen stijgen of dalen afhankelijk van de betaalbaarheid. Wanneer het inkomen stijgt, stijgen over het algemeen ook de huizenprijzen en vice versa. Wanneer de prijzen sneller stijgen dan het inkomen kunnen prijscorrecties leiden tot overwaardering. Door inkomen af te zetten tegen de prijsontwikkeling kan ingeschat worden of huizenprijzen onder- of overgewaardeerd zijn en in welke mate prijscorrecties plaats vinden (Mayer & Möbert, 2012).

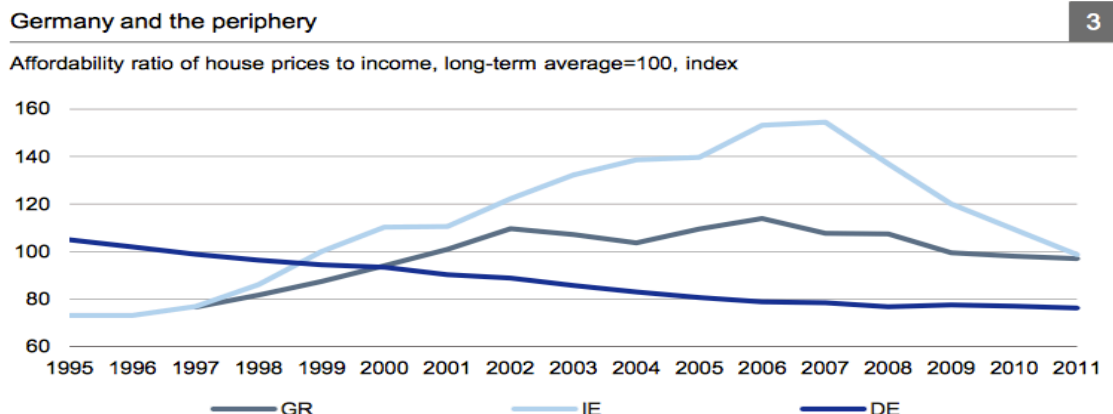
De prijscorrecties op de huizenprijzen laten voor en na de crisis enorme verschillen zien. Uitschieter hierin is Ierland waar een enorme bubbel is ontstond en na de crisis volledig uit elkaar spatte. Het gevolg hiervan was dat de huizenprijzen in Ierland enorm daalden (Figuur 6.6). De Duitse woningprijzen zijn gedurende 15 jaar op hetzelfde niveau gebleven. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat Duitsland begin jaren '90 moest werken aan herstel van de industrie, economie en de werkgelegenheid. Het besteedbaar inkomen bleef grotendeels gelijk en daarmee bleven ook de huizenprijzen op eenzelfde niveau. (Mayer & Möbert, 2012).



Figuur 6.6 Unfinished price correction 1994-2012 Bron: BIS, Deutsche Bank

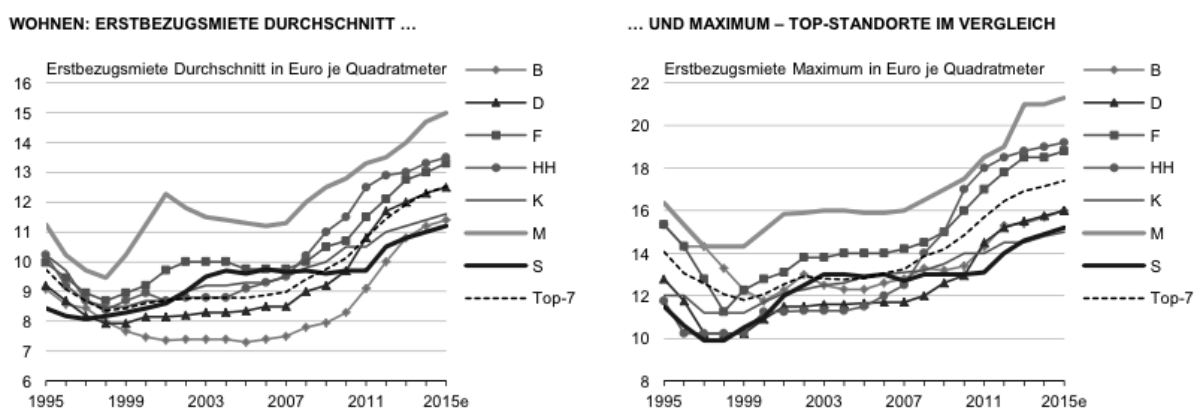
Het inkomen blijkt een belangrijke indicator voor de ontwikkeling van de huizenprijzen, en daarmee de betaalbaarheid van woningen. Doordat de werkgelegenheid in Duitsland in de laatste jaren sterk is gestegen, steeg ook het loon. Het brutoloon in 2014 steeg (na eerste calculaties) met gemiddeld drie procent (Volkskrant, 2014). Door een daling van de werkloosheid en een stijging van het inkomen neemt de betaalbaarheid van woningen toe. Na de Duitse hereniging daalde het werkloosheidspercentage. Duitsland voerde in de jaren daarna een sterk economisch beleid, waardoor de betaalbaarheid van woningen toenam.

Het betaalbaarheidsratio (huizenprijzen naar inkomen) daalde in de periode 1995-2010 tot onder het lange termijngemiddelde (Figuur 6.7). Huizen zijn daardoor beter betaalbaar geworden.



Figuur 6.7 Affordability ratio of houseprices to income, 1995-2011 Bron OECD

De Duitse huizenprijzen zijn ondanks dat de betaalbaarheid sinds geruime tijd toenam, nog voor een relatief lange periode stabiel gebleven. Door een sterke economische groei en een blijvende daling van het betaalbaarheidsratio, konden prijsstijgingen echter niet uitblijven. In de periode 2000-2007 bleven de huizenprijzen nog enigszins stabiel. In de periode na 2007 begonnen de huizenprijzen vooral in de grote steden sterk te stijgen, als gevolg van de economische ontwikkeling. Het prijsniveau van Duitse huurwoningen ligt veruit het hoogst in de stad München. Daaronder liggen de steden Hamburg, Frankfurt en Düsseldorf (Figuur 6.8). De huurprijzen laten dalend verloop zien vlak na de jaren negentig. De reden hiervoor was een korte bouw golf als gevolg van de Duitse hereniging. Doordat het aanbod in eerste instantie niet direct kon reageren op de grote vraag stegen de huren fors. Later stagneerden de huurprijzen en liet een lichte daling zien. Vanaf 2007 zijn de huren weer gestegen en hebben ondanks de economische crisis geen sterke dalingen meer laten zien. De reden van de huurprijsstijgingen kan naast de sterke economische ontwikkeling gevonden worden binnen de demografische effecten in Duitsland. Door meer eenpersoonshuishoudens een groei van de bevolking ontstaat er meer vraag naar passende woningen. De vraag veranderd en het aanbod kan niet direct reageren met als gevolg stijgende huurprijzen (DGHYP,2014).

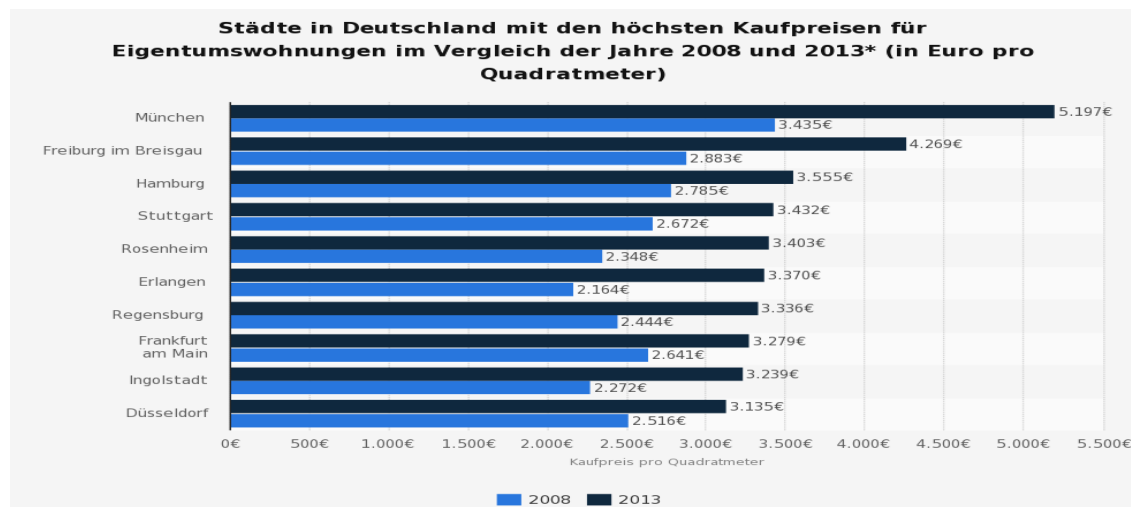


Figuur 6.8 Prijsontwikkeling Duitse steden Bron: DGHYP

Ook na de economische crisis zijn de huizenprijzen in Duitsland blijven stijgen. De huurprijzen stegen in 2013 met 3,2 procent. In het jaar daarvoor was de huurprijsstijging 2,7 procent. In 2013 stegen ook de prijzen van koopwoningen in de grote steden met gemiddeld 4,9 procent ten opzichte van een jaar eerder. Ook in het jaar daarvoor stegen de huizenprijzen sterk. In 2012 viel ten opzichte van 2011 een stijging waar te nemen van 7,4 procent.

Wanneer de ontwikkeling van de huizenprijzen over een periode van 5 jaar wordt genomen, vallen de huizenprijsstijgingen pas echt zichtbaar op (Figuur 6.9). In de periode 2008-2013 stegen de prijzen voor koopwoningen in München gemiddeld met ruim 50 procent per vierkante meter. In de grote steden Freiburg stegen de prijzen met ruim 48 procent, in Hamburg en Stuttgart met ongeveer 28 procent, in Düsseldorf met ongeveer 25 procent en in Frankfurt am Main met 24 procent. opvallend is dat een aantal kleinere en meer onbekende steden een sterke stijging lieten zien. Een verklaring hiervoor is wellicht van geografische aard. Steden als Rosenheim, Regensburg en Ingolstadt liggen in de buurt van München, waardoor het niet onlogisch is dat huizenprijzen in omliggende steden ook sterk zijn gestegen.

München is net als voor huurwoningen ook voor koopwoningen veruit de duurste stad (Figuur 6.9). Opvallend is dat deze niet wordt gevolgd door steden als Frankfurt, en Düsseldorf (zoals ook bij de huurprijzen) maar dat andere steden als Freiburg, Stuttgart duurder zijn qua koopwoningen en Düsseldorf hierin pas op een tiende plaats komt (Statista, 2014).

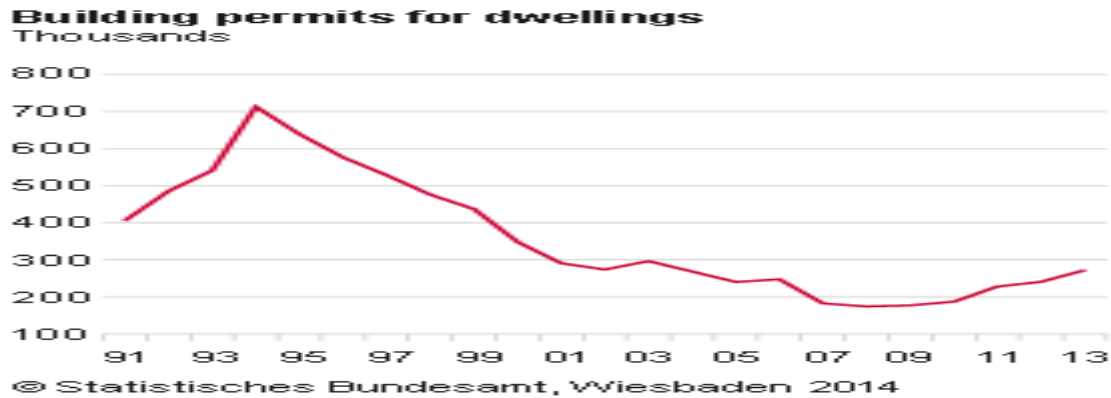


Figuur 6.9 Steden met hoogste kooprijzen per m2 2008-2013 Bron: Statista: Das Statistik Portal 2014

Doordat de Duitse huizenprijzen lange tijd stabiel zijn gebleven, terwijl het betaalbaarheidsratio (huizenprijzen naar inkomen) afnam zijn de Duitse huizenprijzen daarmee lang ondergewaardeerd gebleven. Onderwaardering vindt plaats als de werkelijke prijs boven de evenwichtsprijs ligt. De evenwichtsprijs is de prijs die tot stand komt in een situatie waarbij de vraag gelijk is aan het aanbod. Op korte termijn hangt de prijsontwikkeling daarmee af van fundamentele factoren (Belt et al., 2013). Het stock-flow model dat in hoofdstuk 4 is besproken suggereert dat naarmate de gebruikerskosten afnemen, de huizenprijzen zullen stijgen. In Duitsland zijn de prijzen echter na 2007 pas zichtbaar gaan stijgen, terwijl huizen in die periode al wel betaalbaarder werden. Vanuit de theorie zou dit alleen mogelijk zijn indien de gebruikerskosten door andere factoren te hoog waren en daardoor de prijzen lange tijd ondergewaardeerd bleven. Mogelijke verklaringen voor deze onderwaardering zijn o.a. het stagneren van de economische ontwikkeling na de Duitse hereniging en het niet kunnen profiteren van de 'Euromunt', waardoor het renteniveau vrij hoog bleef. Daarnaast zijn er nog een aantal verklaringen vanuit overheidsperspectief. Na de Duitse hereniging werd de subsidie voor woningen drastisch verlaagd. Ook heeft Duitsland geen mogelijkheden voor hypotheekrenteaftrek en zijn de transactiekosten voor woningen hoog (Kholodilin et al., 2008). Eigenhuizenbezit is daardoor lange tijd ontmoedigd, waardoor de prijzen lange tijd niet zijn gestegen.

De stabiele waardeontwikkeling heeft ook effect gehad op de ontwikkelmarkt voor woningen. Het aantal uitgeven bouwvergunningen daalde kort na de Duitse hereniging. Deze daling zette licht door tot omstreeks 2007. Nadat de huizenprijzen waren gestegen liet ook het aantal uitgegeven bouwvergunningen een positieve groei zien. Het aantal bouwvergunningen voor woningen dat wordt uitgegeven neemt nog steeds gestaag toe. In 2013 werd zelfs een 10-jarig hoogtepunt bereikt.

Het aantal bouwvergunningen steeg met ruim 13 procent ten opzichte van een jaar eerder (Figuur 6.10). Redenen die voor deze ontwikkelingen genoemd worden zijn de stabiele ontwikkeling van de woningwaardes, maar ook de economie ontwikkeling en de lage hypotheekrente. De positieve ontwikkelingen hebben ook invloed op de bouwsector in Duitsland. De totale omzet steeg in het eerste half jaar van 2014 tot ruim 27 miljard euro en dit betekende een stijging van ruim 12,5 procent ten opzichte van diezelfde periode van een jaar eerder (Statistische Bundesamt,2014).



Figuur 6.10 Uitgegeven bouwvergunningen 1990-2013 Bron: Statistische Bundesamt

6.3 De Duitse Kantorenmarkt

Duitsland kent een aanbod van in totaal 410 miljoen vierkante meter aan kantoren verspreid over zeven ‘prime markets’ en 14 secundaire markten. Het aantal banen binnen de kantorenmarkt is tussen 2000 en 2009 gestegen met gemiddeld 5,7 procent over de gehele sector per jaar. De Duitse economische groei van de laatste jaren heeft daarmee een significante bijdrage geleverd aan de prestaties van de huidige kantorenmarkt. Naast een laag risicoprofiel en lage yields is de kantorenmarkt aantrekkelijk voor lange termijninvesteringen (Schulten & Denk, 2012).

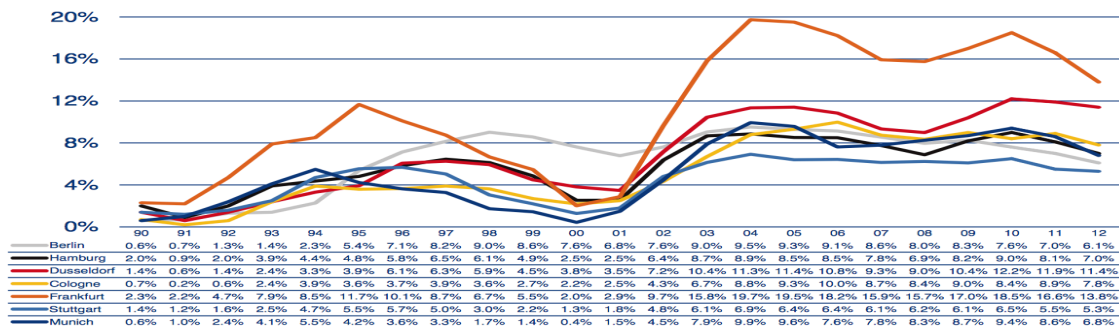
De kantorenmarkt presteert daarmee beter in vergelijking tot andere Europese markten. Dit is echter niet alleen te wijten aan de economische groei van de Duitse economie. In tegenstelling tot andere Europese landen verschilt de Duitse kantorenmarkt fundamenteel van andere kantorenmarkten. Waar in veel landen de kantorenmarkten vooral gehuisvest zijn in de centraal gelegen grote steden zoals Parijs en London is de Duitse kantorenmarkt juist zeer verspreid over het land (Schulten & Denk, 2012). De Duitse kantorenmarkt kent daarmee een poly centrische structuur. De economische activiteiten concentreren zich daardoor niet alleen op de hoofdsteden (mono- centrisch). Door een mono-centrale structuur concentreren zich de economische activiteiten op de hoofdstad, en resulteert in hoge huren. Door een poly- centrische structuur liggen de huren in vergelijking met de mono-centrale structuur daardoor veel lager.

De belangrijkste factor voor de kantorenmarkt is uiteraard de ontwikkeling van de werkgelegenheid in Duitsland. Eerdere onderzoeksresultaten binnen dit hoofdstuk wezen al uit dat Duitsland een verscheidenheid heeft aan industrieën. Voor een service- georiënteerde economieën is dit niet anders. De kantorenmarkt kent daardoor niet alleen een cyclisch patroon maar ook een structurele ontwikkeling. In veel Duitse regio’s is de ontwikkeling van de zakelijke dienstverlening daardoor van groter belang voor de economische groei, dan voor de verwerkende industrie (Schulten & Denk, 2012). De werkgelegenheid in deze sectoren is over het algemeen sterk gestegen. Tussen 2000 en 2009 steeg de werkgelegenheid in enkele sectoren tot wel 38 procent. Dit had een direct positief effect op de opname van kantoren en leegstand tot gevolg.

6.3.1 Kantoren opname en leegstand

In 2010 kende de Duitse kantorenmarkt een totaal leegstandspercentage van 6,9 procent. In de grootste steden lag het leegstandspercentage op ongeveer 10 procent van het totaal (Figuur 6.11) Een groot deel van deze leegstand trad op in de periode na 2000. Omstreeks deze periode lag het leegstandspercentage nog op ongeveer 3,4 procent. De sterke toename van de leegstand kan worden toegeschreven aan de speculatie op de kantorenmarkt, waarbij nieuwe kantorenobjecten werden ontwikkeld. De opname van kantoorruimten viel vervolgens tegen waardoor het leegstandspercentage toenam (Schulten & Denk, 2012). De onderstaande data is inclusief de leegstand van niet langer marktconforme objecten, verouderde en technisch afgeschreven kantoorobjecten en verouderde kantorenlocaties (Koschny, 2013).

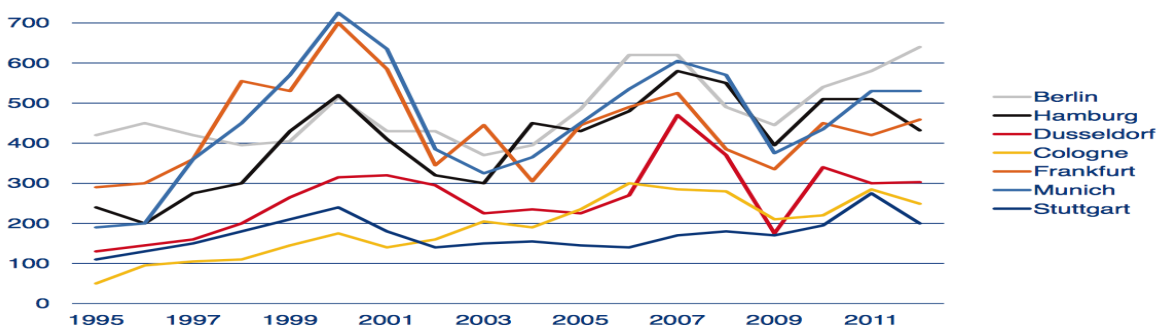
Vacancy Rate 1990 to 2012 A-cities in % of the Stock



Figuur 6.11 Office vacancy in 7 prime office markets, 1993- 2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

In de secundaire kantorenmarkten in Duitsland ligt het leegstandspercentage lager, gemiddeld ruim 7 procent van het totaal. De oorzaak van een lagere leegstand in secundaire markten is omdat in deze markten in vergelijking met de ‘prime’ kantorenmarkten minder volatiliteit bestaat. Een verklaring hiervoor is dat wanneer de economie aantrekt bedrijven meer investeren en de werkgelegenheid toeneemt, zoals uit de voorgaande hoofdstukken is gebleken. Vaak wordt de werkgelegenheid gecreëerd in de grote steden en worden daar als eerst nieuwe kantoorgebouwen ontwikkeld. Prime kantorenmarkten raken daardoor gevoeliger voor de ontwikkeling van de economie. Wanneer de economie in een neergaande fase terecht komt zijn de gevolgen sneller merkbaar dan wanneer de kantorenmarkt een gelijkmatige spreiding kent, uitgestrekt over het hele land. In de periode na 2010 daalde het leegstandspercentage en ligt het op ongeveer hetzelfde niveau als voor de economische crisis. De Duitse kantorenmarkt kent daarmee slechts een kleine inzinking als gevolg van de economische crisis, maar was snel in staat was deze te herstellen. De opname van kantoorruimte in Duitsland laat eenzelfde ontwikkeling zien als de leegstandspercentages. Gedurende perioden van economische groei nam de opname sterk toe en in perioden van economische neergang nam deze af (Figuur 6.12).

Office Space Take up 1995 to 2012 A-cities in 1,000 sqm



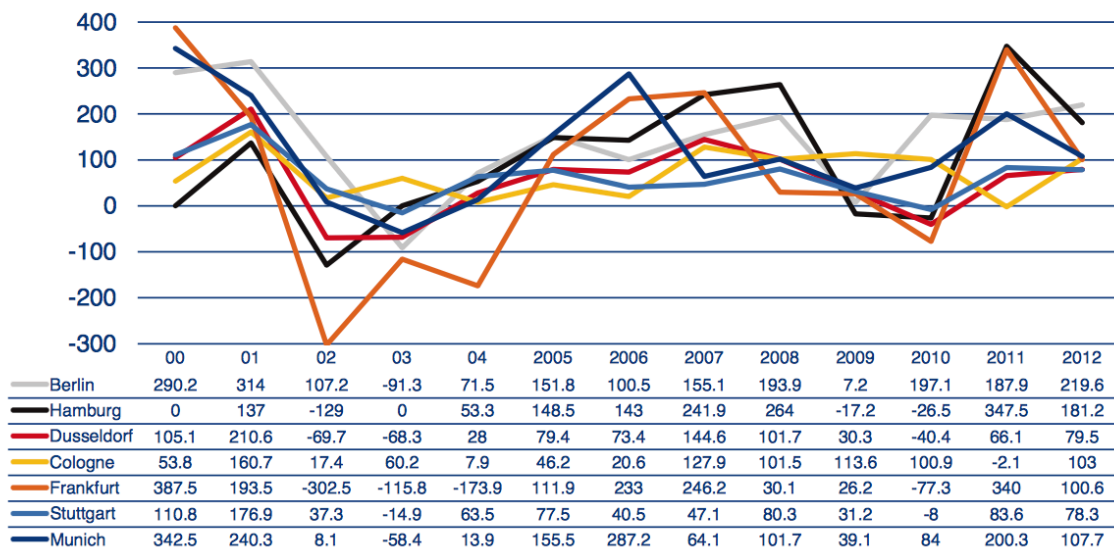
Figuur 6.12 Opname kantoren 1995-2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

Na 2009 zitten de opnames van kantoorruimte weer in de lift. De Duitse kantorenmarkt herstelde zich daardoor snel van de economische crisis. Het blijft echter fluctueren, maar over het algemeen blijven de kantorenopnames positief.

In Berlijn, Hamburg, Frankfurt am Main en München zijn de cyclische patroon sterker waar te nemen dan in kleinere steden (Figuur 6.13). Dit patroon is vooral te verklaren doordat de kantorenmarkt gevoeliger zijn in deze steden, zoals uit een voorgaande verklaring is gebleken. Daarnaast is deze net als het patroon van de leegstandspercentages, afhankelijk van de volatiliteit in deze steden. Ter vergelijking, in de 14 secundaire markten is gemiddeld per jaar in totaal tussen de 750.000m² en 1.000.000m² aan kantoorruimte opgenomen, dit is samen evenveel als in 2 of 3 'prime' markten.

Net Absorption 2000 to 2012

A-cities in 1,000 sqm



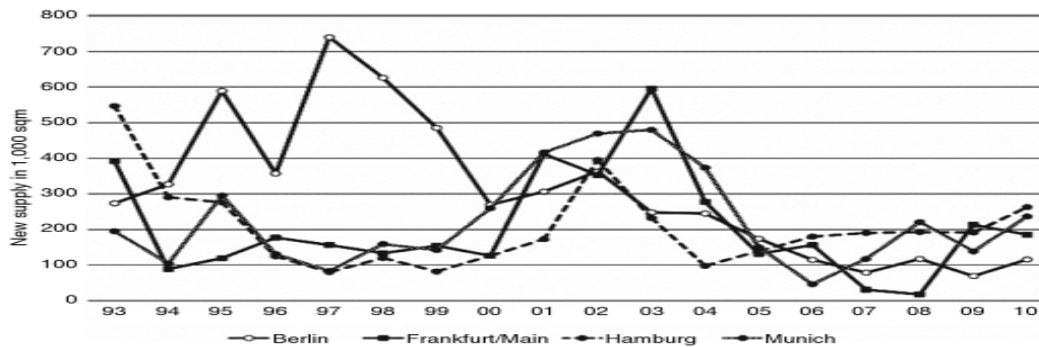
Figuur 6.13 Netto absorptie 2000-2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

De netto kantoren opname in Duitsland is de verandering in het volume van kantoorruimten gedurende een bepaalde periode. Sinds 1996 is al meer dan 49 miljoen vierkante meter aan kantoorruimte verhuurd aan huurders of opgeleverd aan eigenaren in zowel de Duitse 'prime' als 'secundaire' markten. De netto absorptie dat is opgenomen door de markt is echter een stuk minder, 16,5 miljoen vierkante meter. Dit is slechts 1/3 van de totale markt, de overige 2/3 is ontstaan door verhuizing van kantoorlocaties. In Berlijn was deze absorptie het grootst, gevolgd door München en Hamburg (Tabel 6.1).

Totaal Netto absorptie A-steden 2000-2012 per 1000m ²	
Berlijn	1904.7
München	1568
Hamburg	1343.7
Frankfurt	999.5
Stuttgart	804.1
Cologne	811.6
Düsseldorf	740.3

Tabel 6.1 Netto absorptie Duitse kantoren A-steden Bron: eigen calculatie op basis van netto absorptiecijfers BulwienGesa

Door de Duitse hereniging is er omstreeks 1995-1999 2,8 miljoen vierkante meter aan de markt toegevoegd (Figuur 6.14). Door de hereniging kon er een inhaalslag worden gemaakt en werd Berlijn een populaire kantorenlocatie, gesteund door de Duitse overheid door middel van diverse subsidies. De sterke opleving van nieuwe ontwikkelingen van kantoorobjecten was daarbij niet afhankelijk van de economische omstandigheden maar werden gevoed vanuit een politiek oogpunt. Onderstaand de totale toevoeging van nieuw kantoorlocaties vanaf 1993.



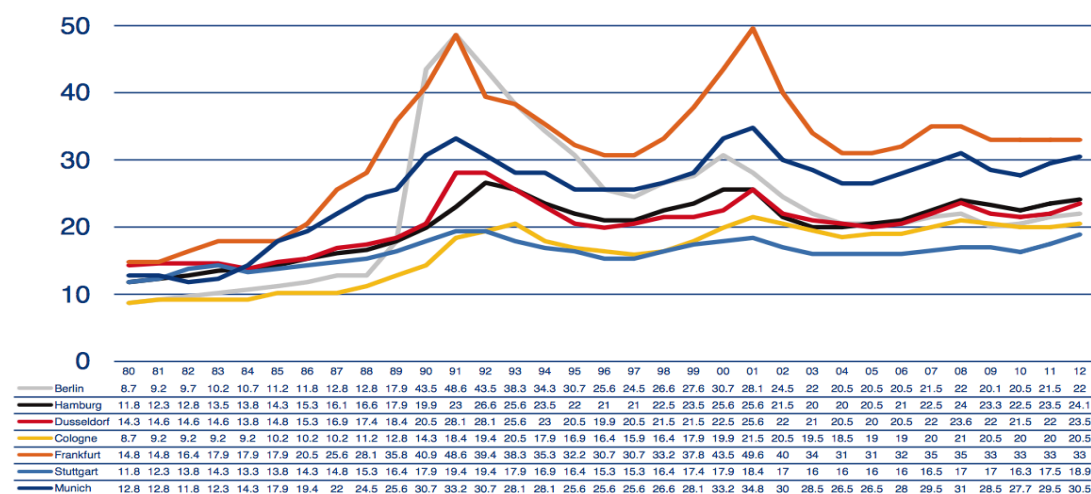
Figuur 6.14 New supply in prime office markets, 1993-2010 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

6.3.2 Markthuren kantoren

De markthuren binnen de Duitse kantorenmarkt zijn stabiel en fluctueren minder in vergelijking tot de opname- en leegstandcijfers. De huurniveaus laten over een periode van ruim 30 jaar slechts twee piekmomenten zien. De huurniveaus tonen daarmee geen duidelijke schokeffecten en zijn redelijk stabiel (Figuur 6.15). De huren liggen het hoogst in Frankfurt am Main. Frankfurt am Main staat bekend als het financiële centrum in Duitsland waar ook de ECB heeft zich recent heeft gevestigd. De gemiddelde huurprijs ligt momenteel op 33 euro per vierkante meter per maand. Dit is in tegenstelling tot andere financiële hoofdsteden als Londen en Parijs echter nog altijd flink lager. In Londen ligt het huurniveau op 80 euro per m² en in Parijs op respectievelijk 60 euro per m² per maand. In Berlijn liggen de huren in vergelijking met grote kantorenlocaties als Frankfurt am Main en München een stuk lager. Het verschil in huurniveau is vooral te wijten aan historische redenen. Na de Duitse hereniging is er veel aanbod in Berlijn toegevoegd. Deze ontwikkeling heeft echter te lang geduurd waardoor een aanbodoverschot is ontstaan (Koschny, 2013). Door een te groot aanbod ontstond er leegstand en daalden de huurprijzen. Met deze lage huren is Berlijn hedendaags relatief aantrekkelijk voor jonge start-ups. In de secundaire en minder volatiele markten liggen de huurniveaus op ongeveer 10 tot 15 euro per m² per maand.

Prime Rents 1980 to 2012

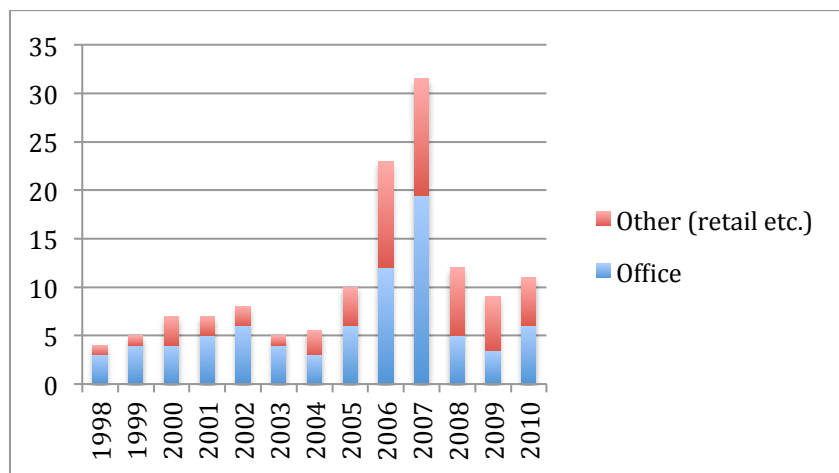
A-cities in Euro/sqm



Figuur 6.15 Prime rents 1980-2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

6.3.3. Investeringsmarkten en yields kantoren

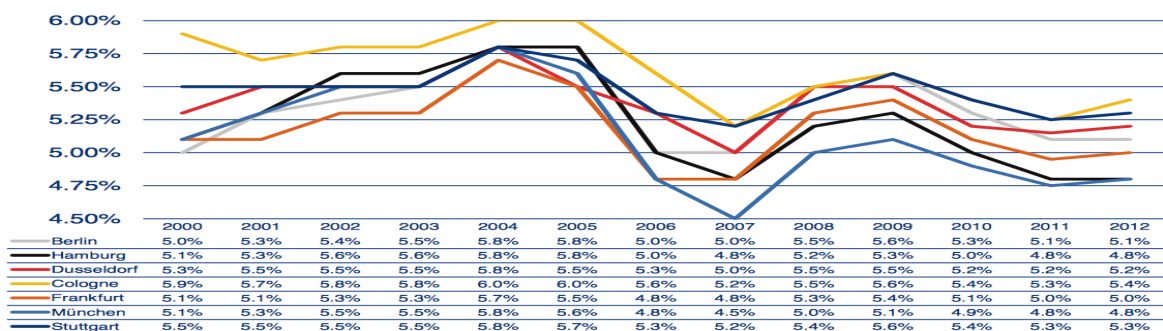
De investeringen in Duits onroerend goed namen in de periode 2005-2007 explosief toe. Dit had vooral te maken met de situatie van Duitse open- end onroerendgoedfondsen. Deze open- end fondsen kwamen in de problemen doordat kapitaal van buitenlandse investeerders werd teruggetrokken. Open- end fondsen zagen omstreeks deze periode zowel kans als noodzaak om het risico te verlagen door grote portfolio's en assets te verkopen. Sommige van deze portfolio's hadden een waarde van meer dan 1 miljard euro. Ook de publieke en semi- publieke sectoren zagen dezelfde kansen om een grote hoeveelheid aan onroerend goed af te stoten onder gunstige marktomstandigheden. Veel banken kozen ervoor om onroerend goed af te stoten onder een sale- en – leaseback constructie, om zo kapitaal vrij te maken en tegen 20 jarige- huurcontracten het onroerend goed te huren. De Duitse markt profiteerde enorm en de investeringsactiviteiten namen toe. Tussen 2000 en 2004 werd er in 'prime' steden gemiddeld tussen de 5 en 7,5 miljard euro geïnvesteerd. In 2007 bereikte het investeringsvolume voor kantoren een waarde van bijna 20 miljard euro. De investeringen in retail bedroeg op dat moment ongeveer 12 miljard euro. Dit was bijna 40 procent van het totale investeringsvolume in Duitsland in die periode (Schulten & Denk, 2012). Als gevolg van de economische crisis nam de investeringen in Duits onroerend goed snel af, echter bleef het wel stabiel in de daaropvolgende jaren (Figuur 6.16).



Figuur 6.16 Investment volume in prime cities, 1998-2010 in bn EUR (Source: www.rivwis.de, BulwienGesa)

Doordat investeringen groeiden had dit ook zijn effect op yields voor Duits onroerend goed. Yields kwamen in de periode 2007 al snel onder het lange termijn gemiddelde en bereikten een range van 4,5- 5,2 procent (Figuur 6.17). Het risicoprofiel van onroerend goed werd daarmee erg laag verondersteld. Door de crisis ontstond er een neerwaartse druk op de prijzen van onroerend goed en stegen yields tot een range van 5,2- en 5,7 procent. De prijzen herstelden zich echter snel en de yields daalden weer tot een niveau van voor de economische crisis. Vanaf 2011 valt er weer een lichte stijging van de yields waar te nemen (Koschny, 2013).

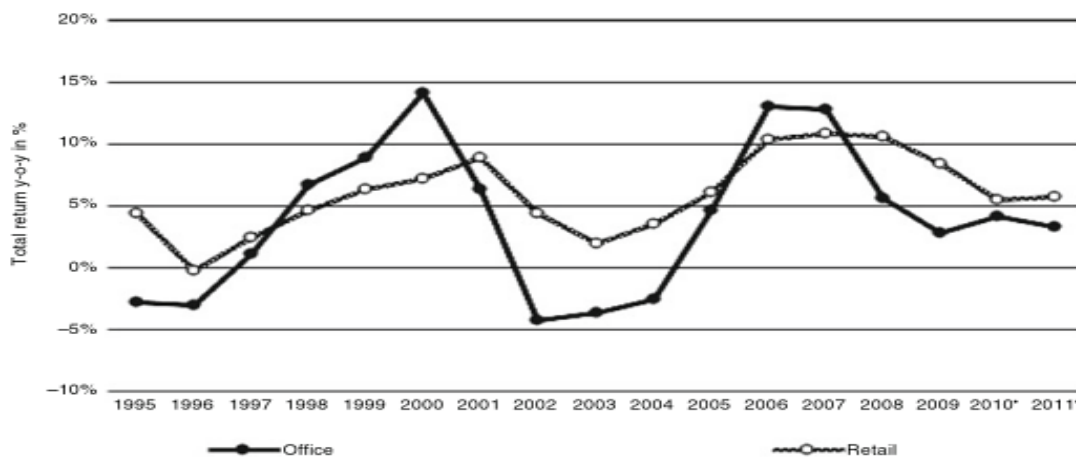
Net Initial Yields 2000 to 2012 Prime Office Locations in A-cities



Figuur 6.17 Netto Yields Duitse kantoren op A-locaties

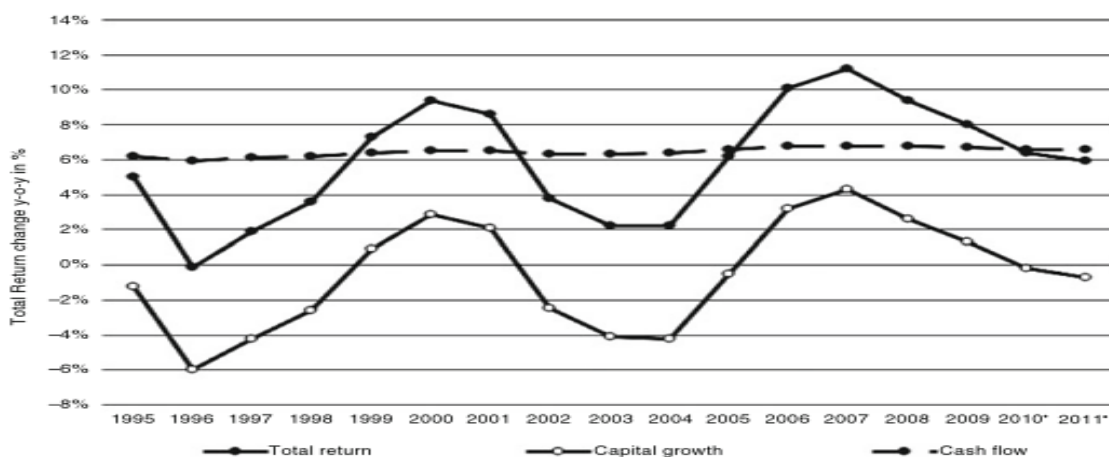
6.3.4. Rendementen kantoren

De Duitse kantorenmarkten behaalden (volgens de DIX- index) de afgelopen 10 jaar gemiddeld een relatief laag rendement. Volgens de Duitse onroerend goed-index DIX ligt het gemiddelde rendement voor Duitse kantoren op 2,6 procent. In vergelijking met 5,8 procent in Engeland en 9,9 procent in Frankrijk. Deze gemiddelden zijn gebaseerd op 10-jarig gemiddelden in de periode 1999-2009. Het verschil valt echter deels te verklaren door een verschillende manier van het vergelijken van data. IPD-indices zijn gebaseerd op indirecte data, waartegen de bestaande kantorenvoorraad wordt gewaardeerd. De GPI- index (BulwienGesa) gaat uit van directe data gebaseerd op recente transacties die zijn gesloten in een bepaald jaar. Over het algemeen doet het Duits onroerend goed daardoor niet onder ten opzichte van andere landen. Gebaseerd op markttransacties gedurende een periode van 10 jaar is het totale rendement volgens de GPI- index gemiddeld 4,9 procent (Figuur 6.18). Daarmee zijn de rendementen een fractie lager dan de rendementen in Engeland (Schulten & Denk, 2012). Wel lieten de rendementen op de kantorenmarkt volgens de GPI-index, sterke fluctuaties zien en varieerden van -5 procent in 2002 tot +14 procent in 2006.



Figuur 6.18 German Property Index (GPI/Total Return) by property segments in Germany, 1995-2011. *forecast Source: RIWIS, BulwienGesa 2010

Wanneer vervolgens gekeken wordt naar een overzicht waarin ook kapitaalgroei en kasstromen worden meegenomen, blijkt dat de kasstroom gedurende 15 jaar stabiel is gebleven. In afspiegeling met de huurontwikkeling lijkt dit plausibel. Het totaal rendement en de kapitaalgroei kennen sterke fluctuaties (Figuur 6.19)



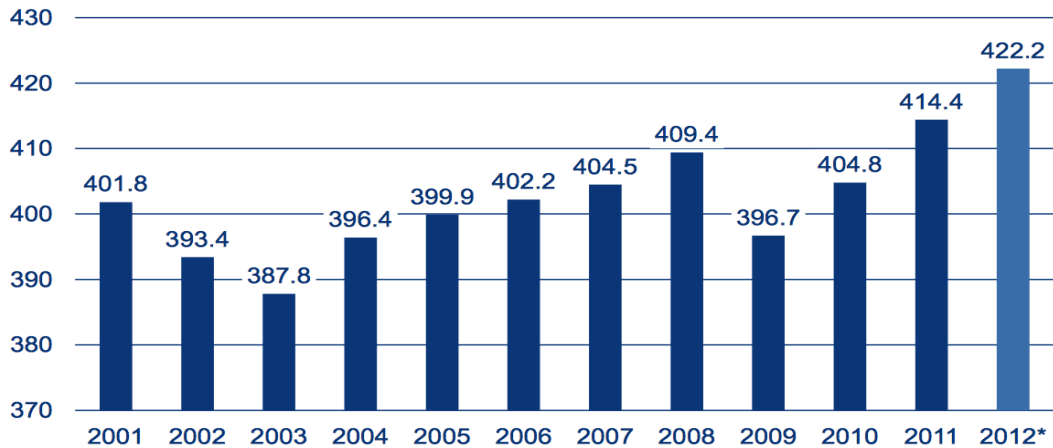
Figuur 6.19 Total Return Change y-o-y in % German Property Index (GPI) in Germany, 1995-2011. *forecast .Source: RIWIS, BulwienGesa 2010

6.4 De Duitse retailmarkt

Duitsland heeft de grootste retailmarkt van Europa. De retailmarkt heeft zich in de laatste jaren sterk ontwikkelt. Sinds de Duitse hereniging namen het aantal shoppingcenters sterk toe en blijven toenemen (Petersen, 2012). De Duitse retailers laten al jaren achtereen een omzetgroei zien met slechts een kleine inzinking in 2009 als gevolg van de economische crisis (Figuur 6.20) (Koschny, 2013).

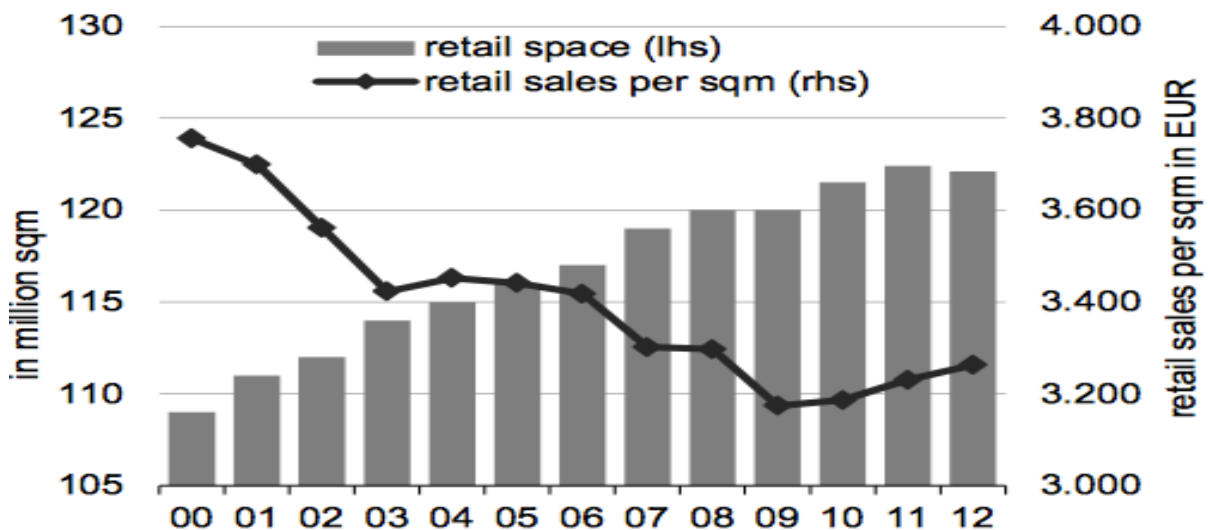
Retail Sales in Germany

Gross Sales (Nominal) in Billions of Euros, 2000 to 2012*



Figuur 6.20 Retail Sales in Germany 2001-2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

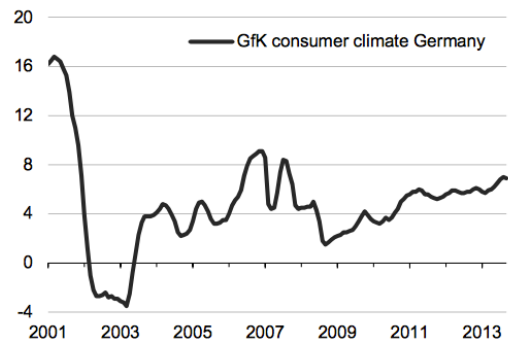
Door de recente ontwikkelingen ontstaat meer vraag naar nieuwe retail-locaties waardoor de prijzen stijgen. Het aantal shoppingcenters is sinds 1995 verdrievoudigd en nieuwe ontwikkelingen zitten nog altijd in de lift. Duitsland had in 2012 een totaalaanbod van ruim 12,5 miljoen vierkante meter aan winkelcentra. Opvallend is hierbij dat retail shopping centers steeds groter worden en het aantal verkopen per vierkante meter al jarenlang afnamen. Het lijkt er op dat shoppen in Duitsland daarmee meer is dan alleen de verkoopcijfers (Figuur 6.21). Hierbij moet wel worden opgemerkt dat door opkomst van het internet het aantal onlineverkopen is gestegen van ongeveer 10 miljard in 2000 tot meer dan 300 miljard in 2013 (DG HYP, 2013).



Figuur 6.21 Retail Sales per sqm in EUR Source: HDE, own calculations, sales adjusted for e-commerce

Door de populariteit van Duitse winkelcentra is retail interessant geworden voor (Duitse) beleggers. De afgelopen 10 jaar is er voor ruim 75 miljard euro geïnvesteerd in de Duitse retailmarkt. Na een korte inzinking in 2007 waarin het consumentenvertrouwen af nam als gevolg van de crisis, steeg het aantal investeringen binnen de retailmarkt (Figuur 6.22). De investeringsvolumes binnen de retailmarkt laten opvallende fluctuaties zien. Dit is opmerkelijk omdat de retail-verkopen en het consumentenvertrouwen over het algemeen zijn gestegen. Na de crisis nam het aantal investeringen weer toe.

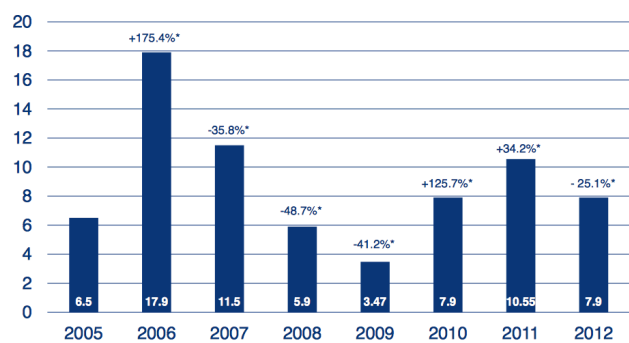
CONSUMER CONFIDENCE AT A RELATIVELY HIGH LEVEL



Figuur 6.22 Consumentenvertrouwen Duitsland Source: GfK BulwienGesa)

Volume of Retail Investments

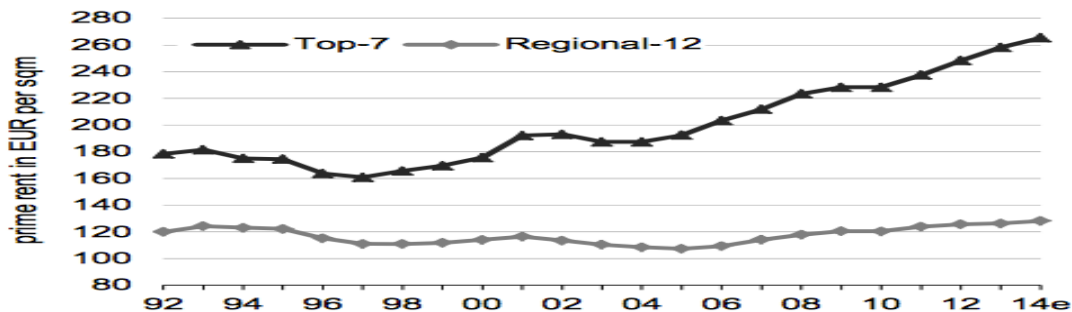
In Billions of Euros, 2005 to 2012



Volume of Retail investments (Source: www.riwis.de).

Als gevolg van deze groei binnen de retail-sector zijn ook de huren van retail-locaties gestegen. In de 'prime' markten stegen de huren razendsnel (Figuur 6.23). In de secundaire markten viel de huurgroei tegen en ligt in 2014 ongeveer op hetzelfde niveau als 1992. Het zijn daarmee vooral de grote steden die groeien en steeds meer retail te bieden hebben.

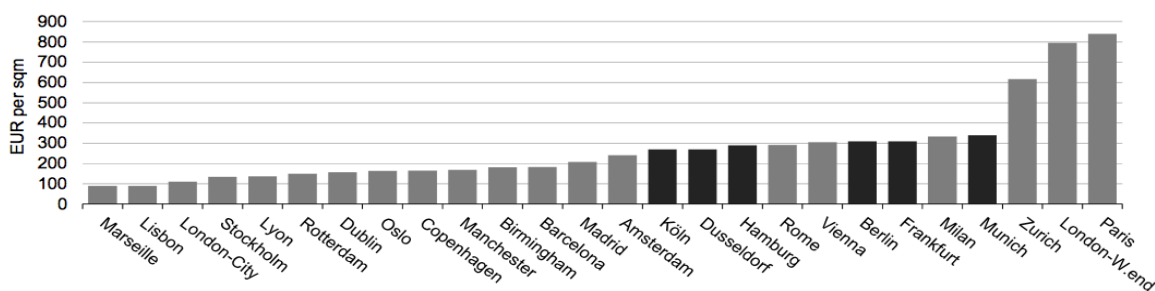
PRIME RENTS INCREASING MAINLY IN TOP LOCATIONS



Figuur 6.23 Prime rents increasing mainly in top locations Source: BulwienGesa, own calculations, DZ BANK Research forecast

In München vonden de grootste stijgingen per vierkante meter huur plaats. München oversteeg als enige de grens van 300 euro per vierkante meter en op de toplocaties wordt zelfs 325 euro per vierkante meter per maand betaald. München kan zich daarmee vergelijken met Europese grote steden als Milaan, Rome, Amsterdam. Alleen in Zurich, Londen en Parijs liggen de huren hoger (Figuur

PRIME RENTS IN GERMAN RETAIL LOCATIONS COMPARED TO OTHER EUROPEAN COUNTRIES



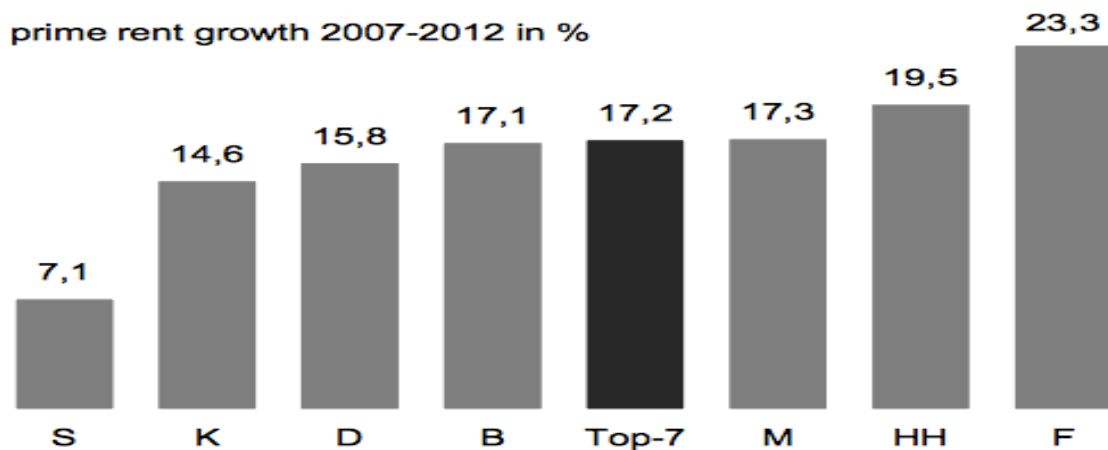
6.24)

Figuur 6.24 Huren op A-locaties Source: CBRE, own calculations

Het is hierin opvallend hoeveel Duitse steden hierin tot de top 10 van Europese steden behoren, wanneer het gaat om de huren binnen de retail-sector. Zes Duitse steden kunnen zich meten met deze top 10. In vergelijking tot andere landen, lijkt de retailmarkt zich net als de kantorenmarkt niet op één stad te concentreren maar toont het een spreiding over het land.

Ondanks de sterke stijging lijkt het er op dat deze stijging van de huren wel stabiel zijn. De huurprijsontwikkeling laat nauwelijks fluctuaties zien en lijkt zich als nagenoeg strakke lijn te ontwikkelen. Ook wanneer de huurstijgingen onderling worden vergeleken valt op dat in de grootste 7 Duitse steden de huurprijsstijgingen elkaar maar weinig ontlopen (Figuur 6.25). De gemiddelde huurgroei in de top-7 Duitse steden bedroeg in de periode 2007-2012 17,2 procent. Vijf van deze steden zitten nagenoeg op dit zelfde niveau of tonen een minimale afwijking van +2,5 procent.

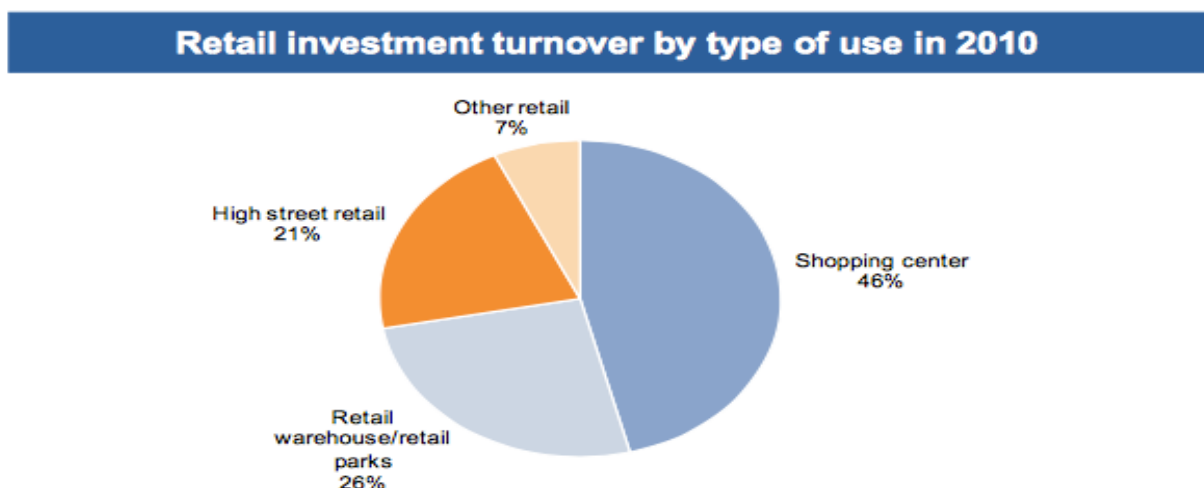
RELATIVELY SMALL DIFFERENCES IN RENT TRENDS SINCE 2007



Figuur 6.25 Source: BulwienGesa, own calculations K = Cologne

6.4.1 Segmenten

Het beleggen in grote shoppingcenters in Duitsland is in trek bij beleggers. Bijna de helft van alle retail-beleggingen wordt geïnvesteerd in de grote Duitse shoppingcenters. Daaropvolgend zijn grote warenhuizen en Retail parken het meest populair met 26 procent. De high street retail en overige retail hebben een aandeel van 21 procent en 7 procent (Figuur 6.26).



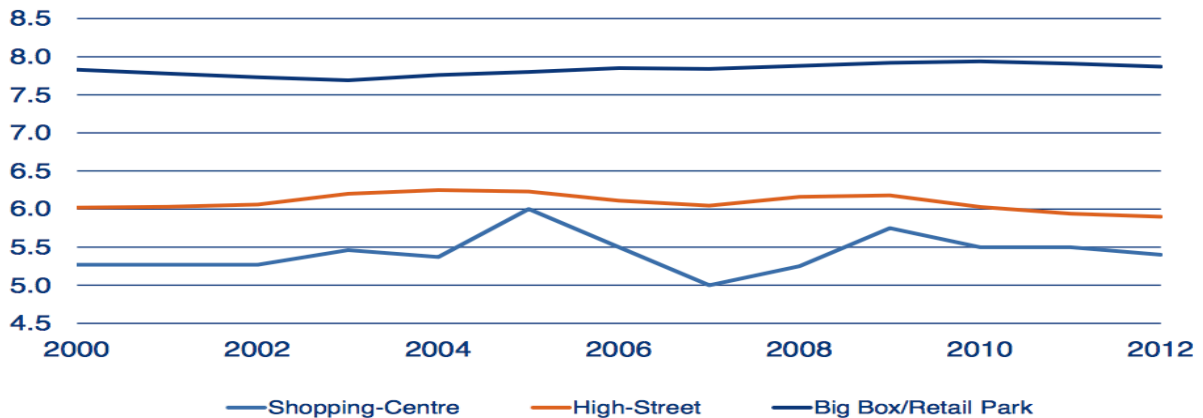
Figuur 6.26 Retail investeringsvolume in % Source: CB Richard Ellis, Market View, German Retailinvestment Q4 2010.

6.4.2. Yields

De yields van de Duitse retail zijn al ruim 10 jaar op hetzelfde niveau. De yields voor de Big Box/ Retailparken en High Street retail kennen een stabiel verloop zonder duidelijke schommelingen, zelfs niet in perioden van economische crisis. Alleen de yields voor de grote shoppingcenters laten omstreeks 2004-2008 enkele schommelingen zien (Figuur 6.27) (Koschny, 2013). Dit heeft naar alle waarschijnlijkheid te maken met de economische situatie omstreeks die periode en het consumentenvertrouwen.

Net Initial Yields

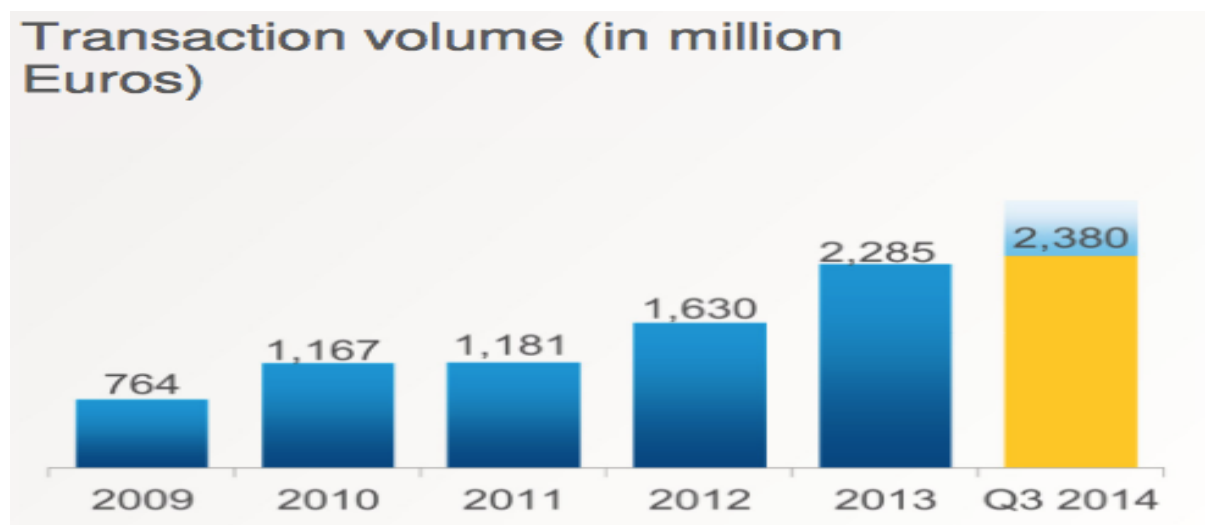
In %, 2000 to 2012



Figuur 6.27 Net Initial Yields 2000-2012 (Source: www.riwis.de, BulwienGesa)

6.5 Duits industrieel en logistiek onroerend goed

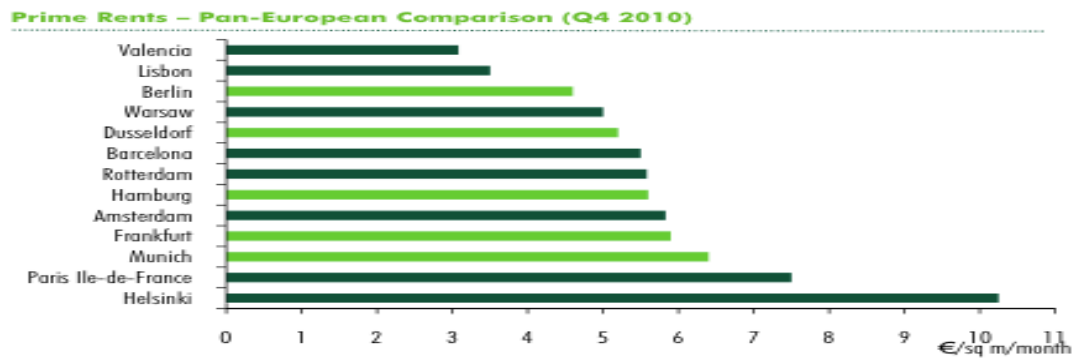
De beleggingen in bedrijfsobjecten voor industrieel en logistiek onroerend goed zijn de laatste jaren explosief gestegen (Figuur 6.28). Als gevolg van de groei-ontwikkeling van de Duitse industrie zijn er steeds meer beleggers die willen investeren in Duits industrieel onroerend goed. Het transactievolume steeg vanaf 2012 met ruim 40 procent tot een hoogte van bijna 2,4 miljard. Internationale beleggers hebben hierin een aandeel van 67 procent (Kunz & Trumpp, 2014).



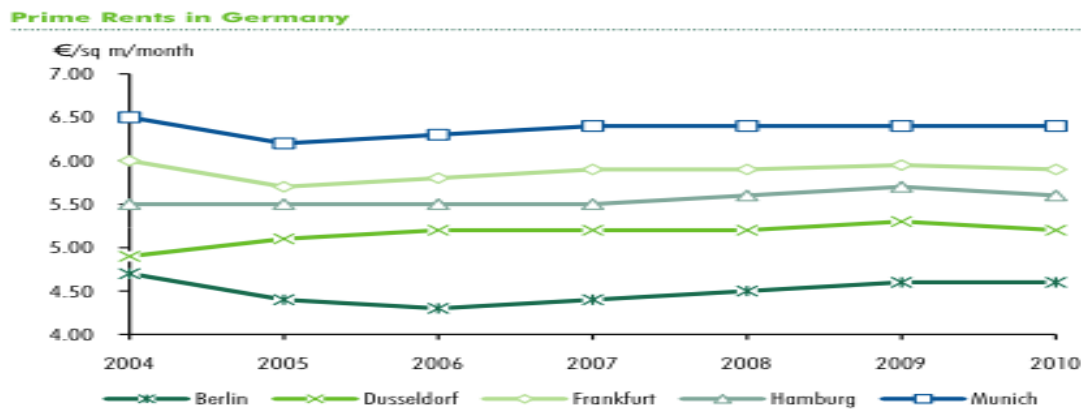
Figuur 6.28 Transaction volume in million euro Source: Colliers 2014

6.5.1 Huren

De huren die worden betaald voor Duits industrieel onroerend goed binnen één van de 5 ‘prime’ steden variëren van ongeveer €4,50- €6,50 per vierkante meter per maand. De huren liggen daarmee in vergelijking met Europese steden een stuk lager (Figuur 6.29). Daarnaast is het een stuk minder volatiel. De huren in 2010 zitten nog steeds ongeveer op hetzelfde niveau als in 2004, zonder dat in de tussenperiode schommelingen hebben plaatsgevonden (Figuur 6.30).

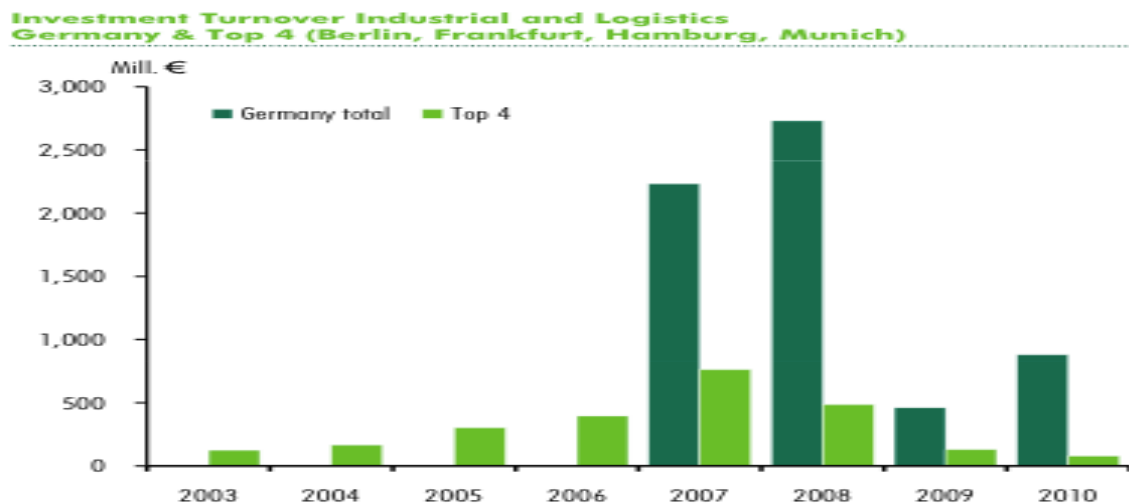


Figuur 6.29 Prime Rents European Comparison 2010 Source: CBRE 2011



Figuur 6.30 Prime Rents Germany Industrial Real Estate. Source: CBRE 2011

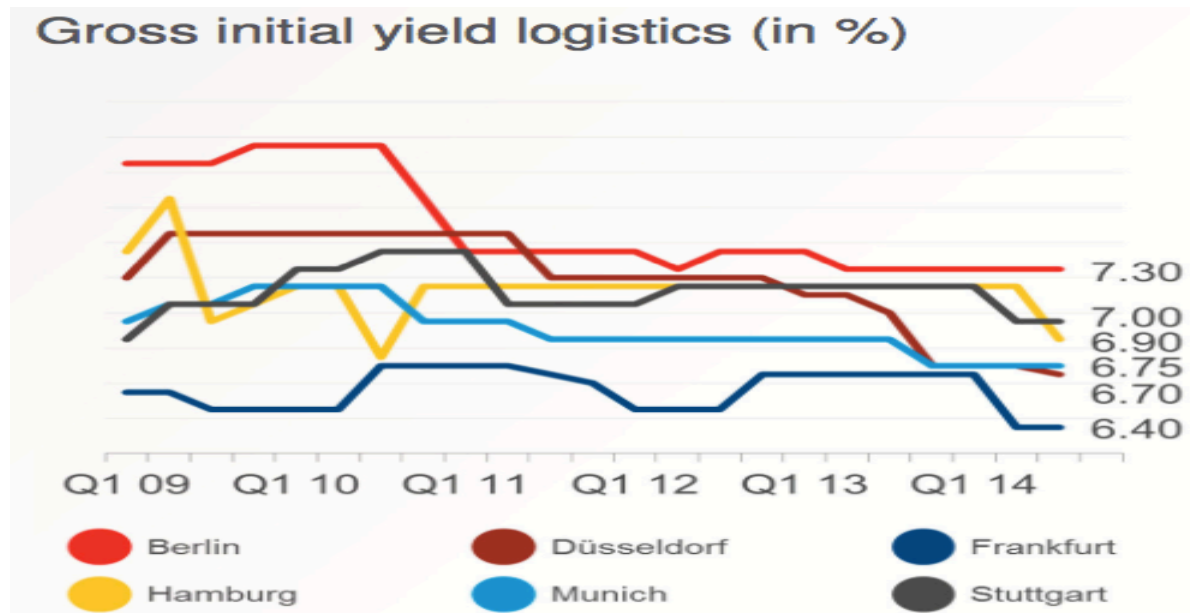
Veel industriële en logistieke bedrijven zijn echter gevestigd buiten de ‘prime’ cities en bevinden zich vooral in de secundaire steden. In vergelijking met de grote Duitse steden is het investeringsvolume hier dan ook vele malen hoger (Figuur 6.31). Ook de huren liggen in secundaire steden op een lager niveau. De huurprijzen variëren hier van €2,50 tot €4,50 per vierkante meter per maand (Ellis, 2011).



Figuur 6.31 Investment Turnover Industrial and Logistics Source:CBRE 2011

6.5.2 Yields

De gemiddelde yields dalen als gevolg van de positieve ontwikkelingen binnen de Duitse industrie. Uit eerdere resultaten in dit hoofdstuk bleek al dat de Duitse industrie sterk in de lift zit en de export enorm toeneemt. Dit biedt zekerheid voor onroerendgoedbeleggers. De gemiddelde yields in 2014 zijn 6,83 procent. Frankfurt blijkt de meest zekere beleggingshaven en noteert een yield van gemiddeld 6,4 procent. Ondanks kleine schommelingen zit het daarmee op het langdurig gemiddelde. Wat opvalt is dat de yields in Berlijn enorm zijn gedaald. Berlijn wordt steeds aantrekkelijker voor beleggers (Figuur 6.32).



Figuur 6.32 Gross initial yield logistic; 6 prime cities. Source: Colliers 2014

6.6. Resumé

De kantorenmarkt lijkt van de commerciële onroerendgoedmarkten qua huurprijsontwikkeling het meest stabiel. Huren liggen al jarenlang achtereenvolgend op hetzelfde niveau. Ook de yields blijven binnen een redelijk stabiele range. De opname- en leegstandsniveaus vertonen echter sterke fluctuaties. Gezien de economische groei van Duitsland lijken daarmee de woningmarkt en de retailmarkt en de industriële markt de grootste groeimarkten. Hierin werd de laatste jaren fors geïnvesteerd en ontwikkelden zich positief.

De huurontwikkeling van industrieel onroerend goed blijft achter op de woningmarkt en de retailmarkt maar de dalende yields duiden op een laag risico. Hetgeen alle markten met elkaar gemeen hebben is dat er weinig waar valt te nemen van een economische crisis, met forse afwaarderingen. De economische crisis heeft weliswaar effect gehad op de Duitse markt maar alle markten herstelden zich verrassend snel. Duitsland lijkt daarmee optimaal te profiteren van haar economisch beleid na de Duitse hereniging en de huidige lage rentestand.

Hoofdstuk 7 Duitse onroerendgoedfondsen

De Duitse onroerendgoedmarkt is de laatste jaren zichtbaar gegroeid. Er werd veel in onroerend goed geïnvesteerd tegen aantrekkelijke rendementen, stijgende huurprijzen en een gunstige waardeontwikkelingen van het onroerend goed. Door de positieve ontwikkelingen in Duitsland groeiden ook de investeringsfondsen, welke tevens aan bod zijn gekomen in hoofdstuk 3. In dit hoofdstuk zal worden gekeken naar de ontwikkeling van de Duitse open- en closed end onroerendgoedfondsen.

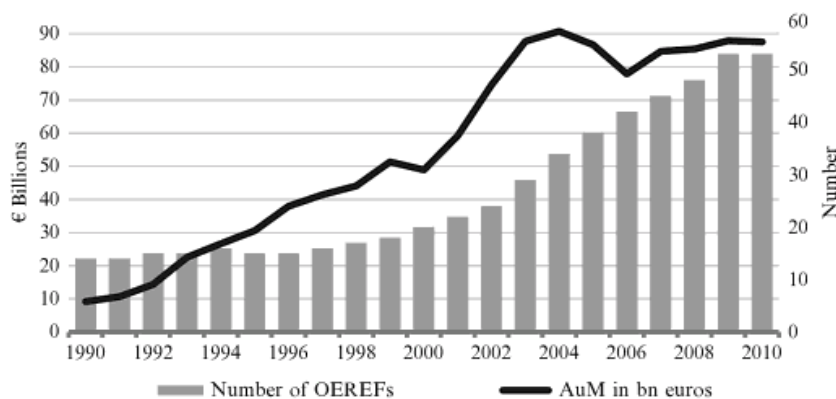
7.1. Closed- end onroerendgoedfondsen

De closed- end onroerendgoedfondsen spelen een belangrijke rol in de ontwikkeling van de asset allocatie van private beleggers binnen de Duitse onroerendgoedmarkt. Beleggers nemen hierbij aandelen in een groter geheel en zijn daarmee in staat met relatief kleine bedragen te investeren in grote individuele onroerend goed objecten. Het beleggen in Duitse closed- end onroerendgoedfondsen is aantrekkelijk omdat er belastingvoordelen behaald kunnen worden. Daarnaast kennen deze closed- end onroerendgoedfondsen een vastgesteld beleggingsvolume. Zodra het beleggingsvolume is bereikt sluit het fonds en is de belegger gebonden aan de beleggingshorizon van het fonds en kan tussentijds niet in- of uitstappen. Closed- end onroerendgoedfondsen zijn daarmee lange- termijninvesteringen en worden daardoor gezien als minder risicovol, bieden stabiele yields maar zijn vooral minder volatiel (Knepel, 2012).

In 2010 werd voor ongeveer 2,3 miljard euro geïnvesteerd binnen Duitse closed- end onroerendgoedfondsen. Dit was ten opzichte van 2008 een daling van 34 procent, die ten gevolge kwam aan de economische crisis. De fondsen zijn daarnaast sterk afhankelijk van de economische situatie op een bepaald moment, omdat er geen mogelijkheid bestaat om uit het fonds te stappen binnen de vastgestelde beleggingshorizon. De closed- end onroerendgoedfondsen waren vooral populair in Duitsland tot de periode omstreeks 1990. Door speciale belastingvoordelen was het aantrekkelijk om te beleggen in deze fondsen. Nadat deze belastingvoordelen werden afgeschaft werd het minder aantrekkelijk voor beleggers om te investeren in Duitse Closed- end fondsen (Piazolo, 2012).

7.2. Open- end onroerendgoedfondsen

Het wordt interessanter door te kijken naar de open- end onroerendgoedfondsen in Duitsland. Doordat de open- end onroerendgoedfondsen een open karakter hebben waarbij investeringen ingelegd en teruggetrokken kunnen worden op ieder willekeurig moment, groeiden de Duitse OEREFs (Open- End Real Estate Funds) sterk. Er bestaan in Duitsland twee soorten OEREFs; *Spezialfonds* en *Publikumfonds*. De Spezialfonds zijn beleggingsfondsen waarin institutionele beleggers participeren. De Publikumfonds zijn fondsen waarin ook private beleggers participeren. De wettelijke vereisten om binnen een open- end onroerendgoedfonds te participeren zijn relatief eenvoudig en de informatie is meer transparant. In de periode 1990-2010 groeide de totale investeringsomvang binnen open- end fondsen naar circa 87 miljard euro (Sebastian & Strohsal, 2012). Ook het aantal fondsen nam vanaf 1990 snel toe tot een ruimschootse verdubbeling in de periode tot 2010 (Figuur 7.1).



Figur 7.1. Au Mand number of OEREFs in Germany Bron: BVI, Datastream, company reports

Duitse OEREFs moeten volgens de Duitse regelgeving worden beheerd door investeringsmaatschappijen (Kapitalanlagegesellschaften). Deze investeringsmaatschappijen zijn vaak in eigendom van grote banken en verzekeringsmaatschappijen. Om de aansprakelijkheid hierin te beperken worden OEREFs strikt gescheiden en is het een op zich zelf staande investeringsmaatschappij. Om de beleggers te beschermen en daarmee ook hun vermogen, is er een wettelijke regelgeving omtrent de regelgeving van open- end onroerendgoedfondsen. De Duitse OEREFs dienen volgens het InvG (German Investment Companies Act) aan de volgende aspecten te voldoen (Sebastian & Strohsal, 2012):

- Een OEREF moet minimaal 51% van zijn kapitaal investeren in onroerend goed;
- Risico moet worden gediversifieerd. Duitse open-end onroerendgoedfondsen mogen geen onroerendgoedobjecten aanhouden die individueel voor meer dan 15% uit het totaal kapitaal bestaat. Daarnaast mag de som van alle onroerendgoedobjecten die ieder individueel goed zijn voor meer dan 10% van het totale kapitaal, niet meer dan 50% bedragen;
- Door de inkoopgarantie dient er voldoende liquiditeit binnen het fonds aanwezig te zijn. Fondsen zijn daarmee verplicht om minimaal 5% maar niet meer dan 49% aan liquide middelen te hebben;
- Het vreemd vermogen mag maximaal 50% van het totaal bedragen;
- Onder bepaalde voorwaarden mogen fondsen de inkoop van eigen aandelen opschorten voor een periode van maximaal 2 jaren. Gedurende deze periode dient er liquiditeit gegenereerd te worden door middel van verkoop van onroerendgoedobjecten;
- In het geval wanneer een fonds na verloop van 2 jaren niet over voldoende liquide middelen beschikt om aandelen in te kopen zal het fonds worden geliquideerd.

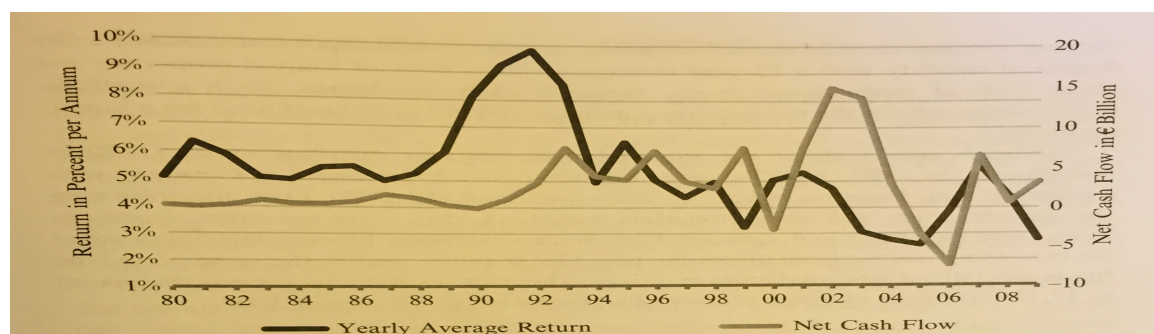
OEREFs hebben historisch aangetoond over stabiele rendementen te beschikken. Het terugtrekken van liquiditeit zorgt echter voor risico, omdat onroerend goed een lange termijn investering is. Wanneer de liquiditeit wordt teruggetrokken geraken fondsen in de problemen, omdat zij niet langer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. In een periode van 45 jaar (1959-2004) is het echter nog nooit voorgekomen dat beleggers hun investeringen opeisten en het fondsen in de problemen kwamen. De eerste problemen ontstonden pas in 2005 toen de Deutsche Bank een herwaardering aankondigde van één van de grootste onroerendgoedportfoli's van om en nabij de 6 miljard euro. Dit leidde tot een liquiditeitscrisis binnen de Duitse open- end fondsen. Beleggers waren in de veronderstelling dat door deze herwaardering van het onroerendgoedportfolio de waarde van de aandelen snel zouden dalen. Dit leidde tot een *'fund-run'*. Er ontstond een situatie zoals eerder beschreven in hoofdstuk 5. Het waren nu alleen niet de consumenten die massaal hun spaargeld ophaalden bij banken, maar beleggers die hun investeringen terugtrokken uit open- end onroerendgoedfondsen. De onrust op de markt verspreidde zich als een olievlek en in 2006 raakten ook KanAm Grundinvest en KanAm US-Grundinvest in de problemen. Fondsen werden gesloten om de continuïteit niet verder in gevaar te brengen (Sebastian & Strohsal, 2012). De situatie die ontstond binnen de Duitse open- end fondsen werd gevoed door de paniek dat ontstond na de herwaardering van de Deutsche Bank. Nadat de Deutsche Bank het fonds echter in 2006 weer open stelde, bleek de prijs slechts met minder dan 2,5 procent te zijn gedaald. De ontstane paniek bleek hierdoor dus grotendeels ongegrond (Bannier et al., 2008). Fondsen herstelden zich na een korte inzinking dan ook snel en de netto cash flows schreven eind 2006 alweer zwarte cijfers (Sebastian & Strohsal, 2012).

Waar de Duitse open- end fondsen echter niet tegen opgewassen waren, was de financiële crisis die ontstond in 2007. De Duitse fondsen kwamen daardoor opnieuw in de problemen. Niet doordat de fondsen slecht presteerden, maar als gevolg van de economische crisis de liquiditeit van beleggers onder druk kwamen te staan. Doordat financiële markten sterk met elkaar geïntegreerd zijn trokken beleggers massaal hun investeringen terug om liquiditeit te verwerven in een periode waarin beleggers overige investeringen zagen verdampen. Het gevolg was een afnemende liquiditeit binnen de Duitse fondsen. De OEREFs waren daardoor niet langer in staat aan hun schuldverplichtingen te voldoen. Dit leidde zelfs tot liquidaties van enkele fondsen. Fondsen kwamen enorm onder druk te staan en beleggers dreigden hun vermogen kwijt te raken. Gehele onroerendgoedportefeuilles werden geliquideerd om te overleven. In april 2011 werden 12 fondsen gesloten en werden 3 fondsen

geliquideerd als gevolg van de economische crisis. Door de problemen die zijn ontstaan als gevolg van de economische crisis heeft het InvG ingegrepen en de regels in 2013 aangescherpt om liquiditeitsproblemen van fondsen in de toekomst tegen te kunnen gaan. Er werden vijf fundamentele wijzigingen doorgevoerd ten opzichte van de voorgaande regelgeving (Sebastian & Strohsal, 2012):

- Er is een minimale periode waarin aandelen aangehouden moeten worden. Iedere 6 maand kan een belegger tot maximaal 30.000 euro terugtrekken uit het fonds, zonder verdere restricties. Voor aandelen die dit bedrag overschrijden, moeten beleggers dit 12 maanden in voren kenbaar maken. In aanvulling hierop dienen aandelen aangehouden te worden voor een perioden van minimaal 24 maanden;
- De opschortingsmaatregelen zijn versoepeld. Fondsen worden hierdoor in staat gesteld om inkoop van aandelen op te schorten wanneer er een liquiditeitstekort dreigt. Wanneer fondsen hier niet aan voldoen is het BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) gerechtigd om in te grijpen en opschorting te faciliteren;
- Fondsen zijn verplicht om periodieke betalingen aan aandeelhouders te doen, om de minimale periode waarin de aandelen aangehouden moeten worden te compenseren. 50% van de winsten dienen te worden uitbetaald aan beleggers, tenzij aangetoond kan worden dat deze nodig zijn voor onderhoud van het onroerend goed ;
- De waarde van een onroerendgoedfonds dient tenminste iedere 3 maand opnieuw te worden gewaardeerd. Wanneer een belegger zijn aandelen wil verkopen, moet hij er van verzekerd zijn dat de taxatiewaarde zo dicht mogelijk bij de marktwaarde ligt;
- De verkoop van onroerend goed wordt gefaciliteerd. In het geval van opschorting of inkoop van aandelen die langer dan 12 maanden bekend zijn, kan het onroerend goed binnen fondsen worden verkocht tegen 10% onder de laatste taxatiewaarde, om zo liquiditeit te genereren. Na 2 jaar van opschorting is men geautoriseerd om objecten voor 20% onder de taxatiewaarde te verkopen. Na 30 maanden kan iedere aandeelhouder vragen om inkoop van aandelen. Wanneer er op dit moment nog steeds geen voldoende liquide middelen zijn, verliest het management van het fonds zijn rechten het fonds te beheren. Het fonds zal in dit geval geliquideerd worden.

Bovenstaande maatregelen werden genomen om de Duitse open- end onroerendgoedfondsen te beschermen tegen liquidaties. Voordat er problemen ontstonden binnen de markten van Duitse open- end onroerendgoedfondsen hebben deze fondsen altijd een stabiel koersverloop gekend (Figuur 7.2). Echter de situatie die ontstond na 2005 leidde tot grote zorgen. Fondsen werden na verloop van tijd in de periode 1993-2009 vatbaarder. Reden hiervan was dat veel internationale investeerders participeerden binnen deze Duitse fondsen en grote sommen van kapitaal vertegenwoordigden (Sebastian & Strohsal, 2012). Wanneer financiële markten in de problemen raken en er liquiditeit benodigd is worden deze fondsen als eerst aangesproken, omdat het relatief eenvoudig was liquiditeit binnen deze fondsen terug te trekken. Fondsen als KanAm US-Grundinvest bijvoorbeeld waren grotendeels in Amerikaanse handen. Het was dan ook niet geheel opmerkelijk dat deze fondsen het eerst in de problemen kwamen met de gedachte dat de economische crisis in hetzelfde Amerika begon. Door de nieuwe regelgeving van het InvG zal deze ontwikkeling van run-funds in de toekomst voorkomen moeten worden.



Figuur 7.2 Average return and net cash flow of German OEREFs Bron: BVI, datastream

Hoofdstuk 8 Resultaten

Ter uitvoering van dit onderzoek zijn voorafgaand een aantal deelvragen opgesteld die elk een bijdrage leveren aan de beantwoording van de hoofdvraag. Per deelvraag heeft het onderzoek een aantal interessante resultaten opgeleverd welke in dit hoofdstuk uiteen worden gezet. De resultaten uit de hoofdstukken 5,6 en 7 worden getoetst aan het theoretisch kader van hoofdstuk 2,3 en 4. Het hoofdstuk begint met een analyse van de kredietcrisis gevolgd door het onroerendgoedsysteem, beleggingsvormen, onroerend goed bubbel en de gevolgen daarvan. Met deze resultaten wordt de Duitse markt geanalyseerd en gekeken naar de oorzaken waarom Duitsland verschilt van andere markten en wat de redenen zijn waarom de crisis grotendeels aan Duitsland voorbij is gegaan.

8.1 Het ontstaan van de crisis

Deelvraag 1: Hoe is de kredietcrisis ontstaan en wat zijn de gevolgen daarvan op de onroerend goed markt?

De economie beweegt in een cyclus waarbij de economische activiteit fluctueert door de tijd. Deze cyclus schommelt rondom een lange termijn gemiddelde. Deze schommelingen kunnen gemeten worden door middel van de volgende cycli;

- Kitchin cyclus;
- Juglar cyclus;
- Kuznet cyclus.

Elk van deze cycli kenmerkt een economische beweging gedurende een bepaalde periode. Er vinden hierin zowel opwaartse als neerwaartse bewegingen plaats. Door een opwaartse beweging volgen de cycli elkaar op en nemen de investeringen toe met als resultaat o.a. een verhoogde werkgelegenheid, productiecapaciteit, etc. Hierdoor beweegt vraag en aanbod ten opzichte van elkaar. Zolang de vraag blijft stijgen zal het aanbod hierop reageren.

Wanneer de top van deze cyclus wordt bereikt, stagneert de economische groei en neemt de vraag af. Op lange termijn ontstaat er hierdoor een overcapaciteit/ productie. Als de cyclus op dit moment de top heeft bereikt daalt de vraag en leidt dit tot een aanbodoverschot. De economie raakt vervolgens in een neerwaartse beweging. Dit kan verschillende oorzaken hebben en wordt in dit onderzoek geïllustreerd aan de hand van het ontstaan van de kredietcrisis.

De kredietcrisis is ontstaan op de Amerikaanse markt. Huizenbezitters konden in de periode 2000-2005 relatief goedkoop een hypotheek afsluiten. De economische cyclus bevond zich omstreeks deze periode in een opwaartse beweging, waardoor de vraag naar woningen toenam. Het gevolg hiervan was dat de huizenprijzen begonnen te stijgen omdat het aanbod niet direct in staat was te reageren op deze groei. De Amerikaanse overheid wilde het eigenhuizenbezit vervolgens verder stimuleren en stelde subsidies beschikbaar. Daardoor konden banken meer leningen verstrekken en konden meer huishoudens een eigen huis kopen. Het afsluiten van een hypotheek ging vrij eenvoudig omdat men in de veronderstelling was dat de huizenprijzen oneindig zouden stijgen, waardoor de waarde vanzelf het hypotheekbedrag zou overstijgen. Dit zorgde er tevens voor dat zogenoemde flippers gingen speculeren en snel geld verdienden door het kopen en verkopen van woningen, waardoor de prijzen verder stegen. Toen de economische cyclus aan de top raakte nam de vraag naar woningen langzaam af. De rente begon te stijgen, rentevaste perioden liepen af en huishoudens konden als gevolg van de verhoogde maandlasten niet langer aan hun betalingsverplichtingen voldoen. Omdat banken hypotheekleningen verpakten in beleggingsproducten en vervolgens door verkochten was het onduidelijk wie er schade leed. Banken begonnen elkaar te wantrouwen. De crisis sloeg daardoor over op de financiële geldmarkten. De economische crisis was daarmee een gevolg van een opwaartse economische activiteit. Wanneer in een opwaartse beweging speculatie plaatsvindt ontstaat een aanbodoverschot en zakt de markt in elkaar wanneer de cyclus zijn top heeft bereikt. Een economische cyclus kent een natuurlijk patroon met pieken en dalen, waarbij een crisis ontstaat wanneer deze cyclus zich neerwaarts beweegt.

8.2 Onroerendgoedsysteem

De economische crisis heeft zijn uitwerking gehad op de huizenmarkt maar ook op de onroerendgoedmarkt in het algemeen. Om te kijken hoe de onroerendgoedmarkt werkt is de navolgende deelvraag opgesteld;

Deelvraag 2: Wat zijn de kenmerken van het onroerendgoedsysteem, welke beleggingsvormen zijn er te onderscheiden en wat is de onderliggende waarde van een beleggingstheorie, hoe komt deze tot stand en binnen welke actoren?

De onroerendgoedmarkt is een markt waarin gebruikers en beleggers acteren. Vanuit de gebruiker gezien is het nut dat door middel van het onroerend goed wordt verkregen het belangrijkste. Voor een belegger is dit het te verwachten rendement en daarnaast het eventuele risico voor wanneer deze rendementsverwachting niet uitkomt. Vraag en aanbod reageren op elkaar wanneer een verandering plaatsvindt in de huidige situatie. In dit onderzoek is dit een verandering in de economische beweging. De werking van de onroerendgoedmarkt kan worden verklaard vanuit een theoretisch model; 4-kwadrantenmodel. Ieder kwadrant representeert hierin een deelmarkt; gebruiker, belegger, ontwikkelmarkt en de aanpassing van de voorraad.

Ieder kwadrant beïnvloedt elkaar klokgewijs in tegengestelde richting. Het uitgangspunt binnen de kwadranten is dat het aanbod van onroerend goed niet in staat is direct te reageren op een vraagverandering en heeft daarmee een vertragende werking. Wanneer de economische cyclus in een opwaartse beweging beweegt, stijgt de vraag naar onroerend goed. Omdat het aanbod een vaststaand gegeven is kan het niet direct reageren waardoor de huurprijzen stijgen. Wanneer dit gebeurt reageren de beleggers in onroerend goed en wordt het voor hen interessant te investeren. De prijzen van onroerend goed stijgen. Vervolgens reageert het derde kwadrant omdat het voor ontwikkelaars rendabel is geworden nieuwe ontwikkelingen aan de markt toe te voegen en beginnen met bouwen. Als laatst in het model reageert het vierde kwadrant door een aanpassing in de voorraad door nieuwbouw of sloop. Het model kan zich vervolgens nog een aantal keren herhalen zolang de economische cyclus zich in een opgaande beweging bevindt.

Wanneer de economische cyclus zijn top heeft bereikt daalt de vraag in de eerste drie kwadranten en daalt de prijs. Het probleem dat vervolgens ontstaat gebeurt in het vierde kwadrant. Doordat onroerend goed een lange ontwikkeltijd heeft wordt er nog steeds aanbod aan de markt toegevoegd en een aanbodoverschot ontstaat, waardoor de prijzen verder dalen.

Door een daling van de huurprijzen en een waardedaling van het onroerend goed komen de rendementsverwachtingen van beleggers niet meer uit. Een belegger is risicoavers en investeert tegen een tweetal veronderstelde risico's; specifiek en systematisch risico. Het specifiek risico kan geheel weg gediversifieerd worden. Het systematisch risico zit echter in de markt geprijsd en wordt groter wanneer de markt in een neergaande fase terecht komt.

Wanneer de markt zich in een opgaande fase beweegt dalen de yields waarin het risico is verdisconteerd, waardoor de waarde stijgt. Als het onroerend goed vervolgens aan het einde van de opgaande cyclus wordt aangekocht en de markt vervolgens inzakt daalt de waarde van onroerend goed en moeten beleggers afschrijven op hun investeringen. Dit leidt tot onrust op de financiële markten waardoor de economische cyclus verder naar beneden wordt gedrukt.

8.3. Onroerend goed bubbel

In navolging op de werking van de onroerendgoedmarkt en de onderliggende waarde van de belegging theorieën gaat het onderzoek verder op het ontstaan van een onroerend goed bubbel.

Deelvraag 3: Hoe kan een onroerend goed bubbel worden gedefinieerd, wanneer wordt er gesproken van een 'bubbel', hoe ontstaan ze en wat zijn de oorzaken en gevolgen?

De resultaten tot nu toe hebben aangetoond dat de markt beweegt in een cyclus. De onroerendgoedmarkt reageert daar vervolgens op en geven beleggers een aanleiding om wel of niet te investeren in onroerend goed. De onroerendgoedmarkt hangt nauw samen met de navolgende cycli;

- Conjunctuurcyclus;
- Kredietcyclus;
- Ontwikkelcyclus.

De werking van de macro- economie is afhankelijk van 4 factoren; GDP, inflatie, werkloosheid en handelstekort. Deze factoren vertalen zich vervolgens door op de rentestand voor financiering.

Met de wetenschap tot nu toe is het duidelijk dat de economie beweegt in cyclische bewegingen. Terugkerende patronen van welvaart zijn daarin een vooruitgang van de kapitalistische samenleving. Door iedere opleving van de economische cyclus stijgt het welvaarniveau en wordt er een nieuwe levensstandaard bereikt. Hoe deze cyclus zich ontwikkelt is grotendeels afhankelijk van de technologische vooruitgang.

De cyclische patronen worden sterk beïnvloedt door de conjunctuurcyclus. Wanneer dit op lange termijn een reductie van de kosten en een toename in het schaalniveau van productie oplevert zullen bedrijven gaan investeren. In een optimistische markt kan dit leiden tot speculatie en risicovolle investeringen. Wanneer deze investeringen vervolgens niet het gewenste resultaat opleveren wordt de productie teruggeschroefd en daarna ook de kredietverstrekking. Bedrijven kunnen niet langer ongelimiteerd geld lenen en de economie stagneert. De conjunctuurcyclus is daarmee niet alleen grotendeels verantwoordelijk voor de cyclische patronen binnen de economie maar oefenen daarnaast invloed uit op het ontstaan van een bubbel.

De onroerendgoedmarkt is vatbaar voor deze ontwikkelingen. Wanneer de markt over reageert kan een bubbel gecreëerd worden. Het reageert daarmee in verschillende fasen; herstel, groei, recessie, depressie.

De fasen worden ieder gedreven door ontwikkelingen binnen de economie. In de herstelfase wordt de economische groei gestimuleerd door een exogene shock. De markt raakt in een opwaartse beweging en de prijzen stijgen. De volgende fase is de groeifase. De economische ontwikkeling uit de voorgaande fase ontwikkelt zich verder, waardoor de vraag blijft stijgen met verdere prijsstijgingen tot gevolg. Nieuwe ontwikkelingen worden gestimuleerd en speculanten betreden de markt. Hierdoor raakt de markt in een recessie, de volgende fase. Door een stijgende vraag raakt de markt verhit met inflatie tot gevolg. Rentes stijgen en er ontstaat krapte op de kredietmarkt. Nieuwe ontwikkelingen nemen daardoor weer af. De economie raakt in een neerwaartse beweging en wordt versterkt door multiplier-effecten. De volgende fase is een depressie. De afname van de vraag is hier het grootst en er vinden weinig tot geen nieuwe ontwikkelingen plaats. Het onroerend goed is inmiddels dermate in waarde gedaald, dat de eerste beleggers, ontwikkelaars failliet gaan. Dit zijn typische gevolgen van een onroerend goed bubbel. De definitie van een bubbel is het ontstaan van een situatie waarbij de waarde van het onroerend goed de economische waarde heeft oversteegen. In perioden van economische groei hoeft dit geen probleem te zijn. Wanneer de economische cyclus in een neergaande fase raakt worden de gevolgen echter zichtbaar. Bubbels ontstaan als gevolg van een economische ontwikkeling, optimisme binnen de markt en het niet rationeel handelen.

Er zijn echter ook andere factoren die een rol spelen in het ontstaan van bubbels zo blijkt uit de onderzochte bubbels uit het verleden. Er ontstaat een bouw golf wanneer de economie groeit en tegelijkertijd een technologische revolutie plaatsvindt. Als gevolg van deze ontwikkeling stijgt de welvaart, inkomens, werkgelegenheid, etc. Er wordt een nieuwe levensstandaard bereikt. In Rome leidde dit tot een kwaliteitsslag binnen de woningbouw en steeg het productieniveau. In Londen ontstond door een technologische revolutie een groei binnen de infrastructuur en vonden nieuwe innovaties plaats.

Dergelijke ontwikkelingen zorgen voor nieuwe innovaties van gebouwen en wordt de bestaande levensduur van bestaande gebouwen verkort. Hierdoor zal de bestaande voorraad aangepast moeten worden om aan de vraagbehoefte te voldoen en wordt een nieuwe standaard bereikt. De onroerendgoedmarkt is erg gevoelig voor deze ontwikkelingen. Historische bubbels hebben daarnaast aangetoond dat de fundamentele factoren voor het ontstaan van een bubbel beweegt in een economische lange termijn cyclus en daarmee een terugkerend patroon vertoont.

De onderzoeksresultaten tot nu toe bieden een verklaring aan het ontstaan van bubbels, de fundamentele factoren en de gevolgen daarvan op de onroerendgoedmarkt. Wanneer de economische crisis wordt getoetst aan deze factoren valt de ontwikkeling daarvan te verklaren. De rentes bevonden zich voorafgaand aan de crisis op een laag niveau, prijzen stegen, overheden stimuleerden de markt waardoor er optimisme heerste binnen de markt en oversloeg op speculatie. Daarbij werd de groei van de economische ontwikkeling gedreven door een voorafgaande revolutie; het internet. Het is echter opvallend dat Duitsland nauwelijks iets gemerkt heeft van deze crisis. In het restant van het onderzoek is daarom de Duitse markt onderzocht.

8.4. Economische ontwikkeling en de Duitse onroerendgoedmarkt

In Duitsland hebben een aantal interessante ontwikkelingen plaatsgevonden. Zo werd Duitsland na de 2^e wereldoorlog gescheiden in twee delen; Oost- en West Duitsland. West- Duitsland was hierin het welvarende deel en Oost- Duitsland zijn zwakkere broeder. De scheiding werd in stand gehouden tot omstreeks 1990. De Duitse hereniging bracht een aantal gevolgen met zich mee;

- Door de hereniging ontstond één natiestaat verdeeld in vier deelstaten, met ieder zijn eigen specifieke economische actoren. Hierdoor ontstond een sterk gespreide economie in het land;
- De economische ontwikkeling van het land stagneerde als gevolg van de hoge inflatie als gevolg van de grote schuldenlast. West- Duitsland had de schulden van Oost- Duitsland overgenomen en ook de Oost- Duitse munt werd ingewisseld tegen de Deutsche Mark;
- De werkloosheid in Oost- Duitsland lag was in vergelijking met West- Duitsland erg hoog waardoor veel Oost- Duitsers naar West- Duitsland trokken op zoek naar een betaalde baan. Dit had tot gevolg dat er een grote bouwproductie plaatsvond in de voormalig West- Duitse delen.

Later toen het Europees Verdrag werd getekend veranderde de situatie opnieuw. Er ontstond een Europese Unie met o.a. een gemeenschappelijk economisch beleid en munteenheid. Duitsland zat op dat moment echter nog met een enorme schuldenlast als gevolg van de Duitse hereniging. Duitsland trad daardoor toe tot de Europese Unie met een te hoge wisselkoers van haar Deutsche Mark. Een devaluatie was echter ondenkbaar omdat dit eerder tot een valutacrisis had geleid in landen als Portugal, Italië en Frankrijk. De Europese bank wilde een dergelijke situatie voorkomen. Het gevolg was dat Duitsland zich ruim 10 jaar concentreerde op het herstel van de eigen economie en de Europese Centrale Bank deze ontwikkeling stimuleerde door het rentebeleid en de rente in de Eurozone op een laag niveau te houden. Doordat de rente laag werd gehouden konden landen als Spanje en Ierland hier van profiteren en groeide de economie.

In het theoretisch kader is gebleken dat bij een lage rente de economie kan groeien en de investeringen toenemen. Landen als Spanje en Ierland werden interessant voor beleggers, waardoor de vraag toenam en de prijzen begonnen te stijgen.

De economische groei in Duitsland bleef ten opzichte van andere Europese landen lang achterop. Pas in de periode 2005-2011 toonde de economie tekenen van herstel. In Europa ontstond omstreeks deze tijd echter een periode van economische neergang. De voordelen die Duitsland op dat moment had waren o.a. de sterk verspreide economie over het land, grootschalige industrieën en de lage rentestand. Hierdoor ontstond een breed draagvlak voor economische groei. De inflatie in Duitsland werd onder controle gehouden en doordat steeds meer landen in de Eurozone in financiële problemen kwamen bleef de rente dalen.

In tegenstelling tot de theorie, waarbij de rente stijgt wanneer de economie zich in een opgaande cyclus beweegt heeft Duitsland juist te maken met een dalende rente. Het renteniveau bevindt zich momenteel op een historisch laag niveau en de verwachting is dat deze de komende periode (jaren) niet snel zal gaan stijgen.

De Duitse onroerendgoedmarkt heeft sterke veranderingen ondergaan. Na de Duitse hereniging werd er enorm veel geïnvesteerd en gebouwd binnen de Duitse markt. Doordat het land echter al snel in een economisch neergaande fase terecht kwam ontstond een aanbodoverschot. De huren gingen omlaag en de prijzen van onroerend goed daalden. Met name de laatste jaren als gevolg van de economische groei is het investeringsvolume in Duitsland weer gestegen en laat de commerciële onroerendgoedmarkt positieve prijsontwikkelingen zien. Vanaf 2006 presteerde de Duitse onroerendgoedmarkt beter dan andere Europese landen. In Duitsland daalde het risico op onroerend goed en werd geïnvesteerd tegen een relatief laag, wat duidt op een stabiele investering. Verklaringen voor deze stabiliteit kan o.a. worden gevonden in de wijze van financieren. Financiële instellingen zijn opzoek naar markten en lenen geld tegen een lage LTV van 50-75%. Door inbreng van eigen vermogen kan geld worden geleend tegen een lagere rente.

De Duitse woningmarkt is relatief lang ondergewaardeerd gebleven. Als gevolg van de economische ontwikkelingen en de hoge werkloosheid in het voormalig Oost- Duitsland zijn de prijzen geruim lange tijd niet gestegen. Daarnaast werd het eigenwoningbezit ook niet gestimuleerd vanuit de overheid om deze markt te beïnvloeden. Na de Duitse hereniging omstreeks 1990 is er veel aanbod aan de markt toegevoegd. Toen de markt in een neergaande cyclus is geraakt ontstond een aanbodoverschot. De prijzen bleven ruim lange tijd stabiel maar zitten sinds de afgelopen jaren wel in de lift. Oorzaken hiervan zijn de huidige economische groei in het land, daling van de rentes en daling van de werkloosheid.

Ook de Duitse kantorenmarkt presteert sinds de economische crisis beter dan andere Europese landen. Duitsland verschilt met haar kantorenmarkt fundamenteel van andere landen. Waar hoofdsteden als Parijs en Londen de vestigingssteden zijn in andere landen heeft de kantorenmarkt zich in Duitsland breed verspreid over verschillende steden. Duitsland kent daarmee een poly centrische structuur. De belangrijkste factor voor de huidige ontwikkeling is een groei van de werkgelegenheid. De opnames van kantoren zitten ondanks een kleine inzinking als gevolg van de crisis weer in de lift maar laten nog wel fluctuaties zien. De markthuren zijn geruim een lange tijd stabiel gebleven net als de yields.

De retailmarkt heeft zich net als de woningmarkt de afgelopen jaren sterk ontwikkeld. Het aantal investeringen in shoppincenters nam toe en ook hebben retailers een omzetgroei laten zien. Deze groei kan verklaard worden door een economische groei, toename van de werkgelegenheid en inkomens, en het Duitse consumentenvertrouwen. Duitse Retail steden kunnen zich op basis van huurprijzen meten met topsteden als Parijs en Londen. Er bevinden zich zelfs 6 Duitse Retail steden in de top 10 van markthuren. De huurprijzen laten een stabiele stijging zien. De yields bevinden zich al ruim 10 jaar op hetzelfde niveau. De laatste markt die in dit onderzoek is behandeld is de industriële- en logistieke onroerendgoedmarkt. Deze markt heeft zich de afgelopen jaren eveneens sterk ontwikkeld en kent een sterke spreiding over Duitsland. De transactievolumes binnen deze onroerendgoedmarkt zijn toegenomen en worden door beleggers als een stabiele investering gezien. De huren bevinden zich vergeleken met andere landen op een lager niveau en zijn minder volatiel. De yields zijn de laatste jaren gedaald en tonen slechts kleine schommelingen.

Gezien de huidige ontwikkelingen kunnen de woningmarkt, retailmarkt, industriële- en logistieke markt als groeimarkten worden gezien. De kantorenmarkt blijft gezien het opnameniveau te sterk fluctueren om te spreken van een groeimarkt.

Hoofdstuk 9 Conclusie

De intentie binnen dit onderzoek is om inzicht te verwerven in de ontwikkeling van de Duitse onroerendgoedmarkt. Het doel is om vervolgens vanuit de resultaten de recent economische groei van de Duitse onroerendgoedmarkt te verklaren. De centrale vraagstelling binnen dit onderzoek is:

Wat is het effect van de economische groei in Duitsland en een groeiende vraag van beleggers naar commercieel onroerend goed, leidt dit tot een onroerend goed bubbel of niet?

Uit de literatuur is gebleken dat de vraag naar commercieel onroerend goed in sterke mate afhankelijk is van de economische ontwikkelingen. In een opgaande conjunctuur neemt de vraag naar onroerend goed toe en in een neergaande conjunctuur neemt de vraag naar onroerend goed af. Onroerend goed is onder beleggers een populaire vorm van investeringen vanwege de diverse voordelen. Onroerend goed is; waardevast, biedt bescherming tegen inflatie, heeft een gunstige risico rendement verhouding, etc.

Wanneer de vraag van beleggers, onder gunstige economische omstandigheden toeneemt stijgen de prijzen en dalen de aanvangsrendementen. Bubbels ontstaan wanneer perioden van economische groei zich gedurende een lange tijd voortzet en onroerend oneindig in waarde lijkt te blijven stijgen. Daarnaast is gebleken dat bubbels pas echt blijken te ontstaan nadat er een technologische ontwikkeling aan vooraf is gegaan of een sterke vorm van innovatie. In 2000 bijvoorbeeld was het eerst de internetbubbel dat zorgde tot een explosieve stijging van de economie. Het internet werd ook wel gekenmerkt als de nieuwe economie, tot het moment de zeepbel werd opgeblazen en uit elkaar spatte. Er zijn echter ook nog andere factoren die een belangrijke rol spelen in de ontwikkeling van een zogenoemde bubbel. Door fundamentele factoren als technologische ontwikkelingen en nieuwe innovaties ontstaan domino-effecten. Door een economische opleving ontstaat een sterke groei van de populatie, men gaat op zoek naar werkgelegenheid in de steden waar het economisch gezien goed gaat. Vervolgens zijn nieuwe infrastructurele ontwikkelingen benodigd en worden de ontwikkelingen vanuit de politiek verder gestimuleerd. Een voorbeeld van een stimulans uit de politiek is gebleken in Amerika, waar de president aankondigde fors te investeren in het eigenhuizenbezit en banken stimuleerde hypotheeklen te verstrekken aan huishoudens die dit eigenlijk niet konden betalen. Toen de economie eenmaal tegen zat, kwamen huishoudens al snel in de problemen en spatte de zeepbel uiteen. Net als de internetbubbel was dit een kortstondige opleving. In Europa ontstond een sterke economische ontwikkeling door invoering van de Euro. Door een vrij verkeer van kapitaal en goederen en de nieuwe munt konden landen enorm profiteren van de economische situatie. Het gevolg hiervan waren onder andere prijsstijgingen en een stijging van lonen, etc. Toen de financiële markten in Amerika onderuit gingen bleek echter hoe sterk de financiële markten inmiddels geïntegreerd zijn geraakt en de situatie verspreidde zich als een olievlek over de verschillende landen. Het gevolg van de economische crisis is inmiddels bekend.

Duitsland is echter buiten schot gebleven wat betreft de economische crisis. Een verklaring hiervoor; Duitsland is in alle opzichten uniek. Er ontstond geruim een lange periode een strikte scheiding tussen West- en Oost- Duitsland door de Berlijnse muur. West- Duitsland was het welvarende deel en Oost- Duitsland was arm en bijna bankroet. Nadat de muur eenmaal was gevallen stortte Duitsland economisch gezien enigszins in. De val van de muur leidde tot enorme schulden doordat West- Duitsland de schulden van Oost- Duitsland overnam. Demografisch gezien ging Duitsland er wel sterk op vooruit. Duitsland heeft namelijk door de hereniging een voordeel met betrekking tot de spreiding van de economie over het land, waar twee economieën één zijn geworden. Waar Nederland sterk afhankelijk is van het westen, Frankrijk sterk afhankelijk is van Parijs, Engeland sterk afhankelijk is van Londen, etc. is Duitsland niet afhankelijk van één stad of slechts een gedeelte van het land. De economie in Duitsland is verspreid over het land en ieder deel heeft zijn eigen kracht.

De Duitse onroerendgoedmarkt laat zich niet eenvoudig verklaren door theoretische modellen of historische resultaten. Lange tijd stagneerde de economische ontwikkeling en daarmee ook de onroerendgoedmarkt in Duitsland. Na de Duitse hereniging veranderde de situatie door een Europese eenwording opnieuw en leidde tot economische neergang. Het land trad als gevolg van de hoge schuldenlast toe tot de euro met een te hoge valutakoers. Op dat moment was Duitsland niet in staat te profiteren van een lage rente dat het gevolg was van de intrede van een Europese Unie. Prijzen zijn daardoor over een geruim lange periode stabiel gebleven omdat het land zich focuste op economisch herstel.

Sinds 2007 zit de ontwikkeling van de onroerendgoedmarkt als gevolg van een opgaande economische cyclus sterk in de lift. Vooral de huizenmarkt, retailmarkt en de industriële onroerendgoedmarkt vertonen sterke groei. De kantorenmarkt blijft hierin iets achter. De kantorenmarkt is sterk onderhevig aan fluctuaties en het huurprijsniveau is geruim lange periode stabiel. De Duitse kantorenmarkt kan hierdoor niet als groeimarkt worden omschreven.

De aanleiding van dit onderzoek waren de positieve nieuwsberichten omtrent Duits onroerend goed. Duits onroerend goed kwam veelvuldig in het nieuws en werd omschreven als; *aantrekkelijke investeringsmarkt, veilige haven, exceptionele groeimarkt, etc.* Ook de Duitse economie leek een oneindig economische groei te vertonen. Uit dit onderzoek is echter gebleken dat van exceptionele groei geen sprake is. De Duitse economie heeft voor relatief lange periode minder groei vertoond ten opzichte van andere Europese landen. De Economische groei in Duitsland is een ontwikkeling van ongeveer de laatste 10 jaar, daarvoor ging het economisch gezien erg slecht. Na de economische crisis heeft de economische groei zich wel voortgezet en daarmee zit Duitsland wel degelijk in de lift. De huizenmarkt, retailmarkt en industrieel onroerendgoedmarkt laten een stabiele stijging zien en ook investeringsvolumes nemen toe. Daarmee valt er wel degelijk een groei van de Duitse onroerendgoedmarkt waar te nemen, maar deze is niet exceptioneel zoals krantenberichten dit deden geloven. Ook de Duitse kantorenmarkt vertoont nog te veel fluctuaties om van exceptionele groei te spreken. De toekomstverwachtingen zijn echter wel positief. Door een sterke economie, is de verwachting dat de economische groei ook de komende jaren verder ontwikkelt. Het ontstaan van een bubbel op korte termijn lijkt echter zeer onwaarschijnlijk. Daarvoor heeft Duitsland te lang ondermaats gepresteerd. Door een sterke mate van integratie van de financiële markten, zal het tevens onwaarschijnlijk zijn dat de langetermijnrente op korte termijn sterk zal stijgen. Duitsland kan daarmee blijven profiteren van een lage rentestand, zonder dat daarbij een enorme groei van schulden en risico plaatsvindt. Ook is er een nieuwe regelgeving met betrekking tot de open- end fondsen. Dit moet liquiditeitsproblemen in de toekomst voorkomen. Een laatste voordeel dat Duitsland heeft is de sterke economische spreiding. Alleen München lijkt zich echt te onderscheiden. In de overige steden daaronder zijn echter geen grote verschillen waar te nemen. Er zal dus geen duidelijk economische piek ontstaan specifiek in één van de Duitse steden, waardoor een Duitse onroerend goed bubbel lijkt uitgesloten.

Literatuurlijst

- Arkesteijn, M. en Rezelman, K. (2009). *Onroerend goed na de crisis: Meer kwaliteit op minder vierkante meters*. Real Estate: Met het oog op de crisis. Uitgave 2009 nummer 67.4.
- Baarda, D.B. & De Goede, M.P. .M. (2006) *Basisboek Methoden en Technieken: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwantitatief onderzoek*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers B.V.
- Bannier, C.E, Fecht, F. en Tyrell, M. (2008). Open-end real estate funds in Germany – Genesis and crisis. *Kredit und Kapital*, 41, 9-36
- Barras, R. (1994) 'Property and the economic cycle: building cycles revisited', *Journal of Property Research*, 11: 183–197.
- Begg, D., & Ward, D. (2013) *Economics for business*. Fourth edition. Berkshire. McGraw-Hill Higher Education
- Belt, R. van de, Vries, P. de, Piljic, D. en Stegeman, H. (2013). Over de waarde van woningen. Special Rabobank 13 september 2013. Geraadpleegd via: <https://economie.rabobank.com/publicaties/2013/september/over-de-waardering-van-woningen/>
- BSI (2003). Der Blick in die Zukunft. BSI-Jahresbericht 2003: Zukunft. Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik.
- Boogaard, J. (2012). *Duits Onroerend goed als veilige haven*. Beleggersbelangen. 9 juli 2012. Geraadpleegd op 3 december 2013 via: <http://www.beleggersbelangen.nl/opinie/artikel/31267/duits-Onroerend-goed-als-veilige-haven>
- Brinkman, P. en Gehner, E. (2013) Kansenmanagement: een gemiste kans? Geraadpleegd op 20 september 2014 via <http://www.atosborne.nl/publicaties/kansenmanagement:-een-gemiste-kans>
- Brouwer, H. (2005). Gulden te goedkoop de euro ingeloodst. Geraadpleegd op 11 oktober 2014 via: <http://libertarian.nl/wp/2005/05/gulden-te-goedkoop-de-euro-ingeloodst/>
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100*
- BulwienGesa, & Baasner Stadtplaner. (2012). Büroflächen Erhebungen für folgende Städte, Berlin, Haburg, Colonge, Munich (inkl. Umland), Stuttgart (inkl. Umland), Frankfurt am Main, Hanover, Nuremberg, Furth, Mannheim, Ludwigshafven, Heidelberg, Landkreis Recklinghausen, Bad Homburg (alle unveröffentlicht).
- Burns, A.F. (1934). *Production Trends in the United States Since 1870*. New York. National Bureau of Economic Research.
- Cairncross, A.K. (1934). *The Glasgow Building Industry (1870-1914)*. *Review of Economic Statistics*. 2: 1-17
- CBRE (2014). German Real Estate Transactions Exceeds 25 Billion Euros in the First Nine Months of 2014. Press Release CBRE. 14 oktober 2014. Geraadpleegd via: <http://www.mynewsdesk.com/cbre/pressreleases/german-real-estate-transactions-exceeds-25-billion-euros-in-the-first-nine-months-of-2014-1063300>

Colliers (2013). Germany: Commercial Real Estate Investment Volume 39 Per Cent Higher Than Previous Year- Office leasing market slightly restrained. Geraadpleegd op 18 december 2014 via: <http://www.colliers.com/en-gb/emea/insights/market-news/2013/12-08-2013-germany-commercial-real-estate-investment-volume-higher-than-previous-year>

Cordua, M. (2013). *Actuele fiscale (on)mogelijkheden rond zakelijk Onroerend goed*. Nederlandse Orde van Administratie- en Belastingdeskundigen. Geraadpleegd op 20 december 2013 via: <http://www.noab.nl/activa-artikel/actuele-fiscale-on-mogelijkheden-rondzakelijk-Onroerend-goed>

Cushman & Wakefield (2014). European Lending Review 2014 Q1. A Cushman & Wakefield Corporate Finance Publication. Geraadpleegd via: http://www.cushmanwakefield.com/~/_media/reports/uk/Lending%20Survey%20Market%20Review%20%20January%202014Final%20High%20Res.pdf

De Dagelijkse Standaard (2014). De Euro: Een duur ideaal. 28 januari 2014. Geraadpleegd via: <http://www.dagelijksestandaard.nl/2014/01/de-euro-een-duur-ideaal/>

DGHYP (2013). Real Estate Market Germany 2013|2014: German Real Estate Market in a good state. Research publication by DG HYP. Oktober 2013. Volksbanken Raiffeisenbanken cooperative financial network. Geraadpleegd via: http://www.dghyp.de/fileadmin/media/dg_hyp_deutsch/downloads/broschuren_marktberichte/marktberichte/2013_DG_HYP_Real_Estate_Market_Germany.pdf

DGHYP (2014). IMMOBILIENMARKT DEUTSCHLAND 2014|2015. HANDEL, BÜRO UND WOHNEN: GUTE AUSSICHTEN – NACHLASSENDE DYNAMIK. Eine Fachthemenreihe der DG HYP Oktober 2014. Genossenschaftliche FinanzGruppe Volksbanken Raiffeisenbanken.

Digischool (2014) economie. Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via <http://wp.digischool.nl/duits/oefenen/land-en-mensen/duitsland-abc/economie/>

DiPasquale D. en W. Wheaton, (1992) The Markets for Real Estate Assets and Space: *A Conceptual Framework*. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* V20, 1: pp. 181-197.

DiPasquale D. en W. Wheaton, (1994). Housing Market Dynamics and the Future of Housing Prices. *Journal of Urban Economics*. 35, pp. 1-27 (1994).

Dividend Capital Research (2012). Cycle Monitor –Real Estate Market Cycles. First Quarter 2012 Analysis. Geraadpleegd via: http://www.dividendcapital.com/why-real-estate/market-cycle-reports/documents/Cycle_Monitor_12Q1_FINAL.pdf

DNB (2014). ECB rentetarieven. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 20 december 2014 via: <http://www.dnb.nl/rente-en-inflatie/ecb-rentetarieven/>

DNHK- Deutsch- Niederlandische Handelskammer (2013). Economisch profiel Duitsland. Juli 2013. Geraadpleegd via http://www.dnhk.org/fileadmin/ahk_niederlande/Bilder/Publicaties/2013_Economisch_Profiel_Duitsland.pdf

Dombret, A. (2013). *Geen indicatie voor Duitse Onroerend goed bubbel*. WVGH. 3 juli 2013. Geraadpleegd op 3 december 2013 via: <http://www.wvgh.nl/geen-indicatie-voor-duitse-Onroerend-goed-bubbel/>

Edwards, J. en Borison, R. (2014). WHERE ARE THEY NOW? The Kings Of The '90s Dot-Com Bubble. Business Insider. 30 August 2014. Geraadpleegd via: <http://www.businessinsider.com/where-are-they-now-the-kings-of-the-90s-dot-com-bubble-2014-8?op=1&IR=T>

Egger, W. (2014). Patrizia residential Highlights. Patrizia Immobilien AG. Geraadpleegd via: http://www.patrizia.ag/fileadmin/user_upload/pdfs/Redaktion/Residential_Highlights/Residential_Highlights_August_2010.pdf

Eijsvogels, B.L.P.G. (2006). Shoppen in Duitsland: Een onderzoek naar de Duitse retail Onroerendgoedmarkt. Geraadpleegd op 16 oktober 2014 via: <http://www.Onroerendgoedkennis.nl/docs/mre/06/eijsvogels.pdf>

Ellis, R. (2011). Market view: Logistics in Germany. CBRE Deutschland.

Ernst & Young (2012). *M&A in a two-speed world: Assessing risks and opportunities in rapid-growth markets.* Geraadpleegd via [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M_A_Maturity_Index_2012/\\$FILE/M&A_maturityindex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M_A_Maturity_Index_2012/$FILE/M&A_maturityindex.pdf)

EuropaNu (2014) EU- Lidstaten gesorteerd op aantal inwoners. Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via http://www.europa-nu.nl/id/vhc6ksyiqqzz/eu_lidstaten_gesorteerd_op_aantal

Eurostat (2013) Hourly labour costs, 2013 (1) (EUR). Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via : [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Hourly_labour_costs,_2013_\(1\)_EUR_YB14_II.png](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Hourly_labour_costs,_2013_(1)_EUR_YB14_II.png)

Eurostat (2014). Inflation rates: International comparisons. Geraadpleegd op 20 oktober 2014 via: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00118>

Evans, D. L., W. Evans, (2007) Opportunistic investment strategy. The real estate Encyclopedia Geraadpleegt op 23 september 2014 via: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/opportunistic+investment+strategy>

Financieel Dagblad (2014). Griekenland 10 jaar rente. Beurs. Geraadpleegd op 18 december via: <http://beurs.fd.nl/noteringen/190015824/griekenland-10-jaar/koersen>

FTM (2012). Nederland in 2050 uit top 20 grootste economieën ter wereld. Onderzoek Global Research Department HSBC bank. Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via <http://www.ftm.nl/nederland-in-2050-uit-top-20-grootste-economieen-ter-wereld/>

Geltner, D.M., N.G. Miller, J. Clayton en P. Eichholtz (2007). Commercial real estate. Analysis and investments. Mason: Thomson South-Western.

German Property Partners (2014). Investment/ Bürovermietung. Gewerbe- Immobilienmarkt Deutschland/ top 7. 2014 Q1-2. Lokale Kompetenz- Deutschlandweit. Geraadpleegd via: http://www.germanpropertypartners.de/files/GPP_Marktbericht_2Q2014_Broschuere_web.pdf

Geurts, T. (2013) Cycle Monitor- Real Estate Market Cycles. 2nd Quarter 2013 Analysis. Dividend Capital Research. Geraadpleegd op 30 september 2014.

Gool, P. van, P. Jager, M. Theebe, en R. Weisz (2013) *Onroerend goed als belegging*. Vijfde druk. Groningen/ Houten. Noordhoff Uitgevers B.V.

Görtemaker, M. (2009). Der Weg zu Einheit: Entwicklungen nach der Wiedervereinigung. Bundeszentrale für politische Bildung (BPB). Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via: <http://www.bpb.de/izpb/10311/entwicklungen-nach-der-wiedervereinigung?p=0>

Grol, C. (2014). Fitch waarschuwt voor kleine banken Spanje en Italie. Financieel Dagblad 22 oktober 2014. Geraadpleegd via: <http://fd.nl/beurs/899545/fitch-waarschuwt-voor-kleine-banken-spanje-en-italie>

Haerzathe (2014) Beleggingstijlen. Geraadpleegt op 23 september 2014 via <http://www.haerzathe.nl/beleggingstijlen/>

Heusden, F. van (2014). Financiële markten Rente blijft relatief laag. BNG Bank. Uitgave B&G mei/juni 2014. Geraadpleegd via: http://www.bng.nl/BNG/PDF/2014-Mei-Jun_P33_financielemarkten.pdf

Heuvel, van den O., Jansen, P., Moerman, G., Aart, van R., Vijverberg, J., en Boers, J. (2008).. Langetermijnsceario's 2009-2012 van Hype naar Bubbel. Beleggingsvisie Jaargang 10- December 2008. Corporate & Institutional Clients

Hofs, Y. (2012) Malaise Onroerendgoedmarkt speelt Rabobank parten. Volkskrant 2 maart 2012. Geraadpleegd op 14 september 2014 via <http://www.volkskrant.nl/vk/nl/2844/Archief/archief/article/detail/3212729/2012/03/02/Malaise-Onroerendgoedmarkt-speelt-Rabobank-parten.dhtml>

HomeFinance (2014). Inflatie: Wat is inflatie?. Geraadpleegd op 18 december 2014 via: <http://www.homefinance.nl/economie/inflatie/inflatie.asp>

Hoyt, H. (1933). One Hundred Years of Land Values in Chicago. Chicago. IL, University of Chicago Press.

Hui, E.C.M., en Chan, K.K.K. (2014) The global financial crisis: *Is there any contagion between real estate and equity markets?* Physica A: Statistical Mechanics and its Applications , Jaargang:405 , Pagina(s):216-225 Gepubliceerd in Elsevier 2014

Hull, J.C. (2009). The Credit Crunch of 2007: What went wrong? Why? What Lessons could be learned? The First Credit Market Turmoil of the 21st Century. World Scientific Studies in International Economics. Vol. 10. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. 2009

Inflation EU (2014). Historische inflatie Duitsland – CPI inflatie. Geraadpleegd op 20 oktober 2014 via <http://nl.inflation.eu/inflatiecijfers/duitsland/historische-inflatie/cpi-inflatie-duitsland.aspx>

Jenkins, S (1975). Landlords to Londen. London, Constable

Jong, H.J. de (2014). Laat u niet gek maken. Van Lieshout en Partners Vermogensbeheer. Geraadpleegd op 19 december 2014 via: http://www.lieshout-partners.nl/laat_u_niet_gek_maken.htm

Jordan, T (2013). *Schweizer Nationalbank warnt vor Immobilien-Blase*. Deutsche Wirtschafts Nachrichten. 8 november 2013 via: <http://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2013/11/08/schweizer-nationalbank-warnt-vor-immobilien-blase-2/>

Just, T & Maennig, W. (2012). *Understanding German Real Estate Markets*. Dordrecht, London, New York: Springer Heidelberg.

Kellerman, J.(2012) DNB Magazine: Pensioendiscussie met DNB- directeur Joanne Kellerman. Nummer 1. 2012 http://www.dnb.nl/binaries/DNB-01-III_tcm46-272718.pdf

Keogh G., D'Arcy, E., 1994, Market Maturity and property market behaviour: a European comparison of mature and emergent markets. *Journal of Property Research*: 11:215-235

Kent Baker, H., Filbeck, G. (2013) *Portfolio Theory and management*. Oxford scholarship Online: May 2013. New York : Oxford University Press

Kholodilin, K.A., en Menz, J.O., en Siliverstovs, B., (2008). Immobilienkrise? Warum in Deutschland die Preise seit Jahrzehnten stagnieren. *DIW- Wochenbericht*, 17, 214-220

Knepel, H. (2012). *German Closed- End Funds*. *Understanding German Real Estate Markets*. (2012). Pagina's 19- 25. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.

Korteweg , P.J. (2002). *Veroudering van kantoorgebouwen probleem of uitdaging?*. Utrecht

Koschny, R.P. (2013). *Property Market Germany: Investment, Office, Residential & Retail*. BulwienGesa AG. Hamburg. Geraadpleegd via: http://israel.ahk.de/fileadmin/ahk_israel/Dokumente/GvWestfalen_27.2.13/BulwienGesa_AG.pdf

Kounis, N. (2014). ECB verlaagt rente naar 0,05 procent. NU: Economisch nieuws: 4 september 2014. Geraadpleegd via : <http://www.nu.nl/economie/3869218/ecb-verlaagt-rente-005-procent.html>

Kunz, P. en Trumpp, A. (2014). *German logistics investment market set to break record*. German Industrial and logistics Q3 2014. Market report. Colliers International

Kuznets, S (1930). *Secular Movements in Production and Prices*. Boston, MA, Houghton Mifflin.

Likus, A. (2013). *Investoren aus dem Ausland greifen bei deutschen Immobilien zu*. *The Wallstreet Journal*. 28 november 2013 via: <http://www.wsj.de/article/SB10001424052702304747004579225480403874324.html>

Maennig, W. (2012). *German Real Estate Returns in International Comparison*. *Understanding German Real Estate Markets*. (2012). Pagina's 19- 25. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.

Maennig, W. (2012). *Size and Impact of Real Estate Sector and Its Role for Business Cycles and Growth*. *Understanding German Real Estate Markets*. (2012). Pagina's 19- 25. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.

Manssen, M.S.L.F. (2014). *De relatie tussen inflatie en rente*. Geraadpleegd via: <http://www.manssen.eu/RenteEnInflatie.pdf>

Marton, M. en Almond, N. (2014). *Investment Market Update Europe Q4 2013*. Highest quarterly volume since 2007. DTZ Research. Geraadpleegd via: <https://www.dtz.nl/media/262413/dtz%20investment%20market%20update%20europe%20q4%202013.pdf>

Marshall, A. (1920). *Principles of Economics*. Eight Edition. London, MacMillan

- Marquard, A. (2011). *Kredietcrisis*. ASRE. Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam
- Mayer, T. en Möbert, J. (2012). Euro Area property prices: Germany versus the rest. Deutsche Bank Research. June 29, 2012. Frankfurt Am Main. Germany
- Melching, W. (2005). De wederopbouw van Duitsland na de Tweede Wereldoorlog. *Historisch Nieuwsblad*. Nr. 9/2005. Geraadpleegd op 3 oktober 2014 via: <http://www.historischnieuwsblad.nl/nl/artikel/6718/de-wederopbouw-van-duitsland-na-de-tweede-wereldoorlog.html>
- Merkel, W. en Wahl, S. (1991) *Das geplünderte Deutschland. Die wirtschaftliche Entwicklung im ostlichen Teil Deutschlands von 1949 bis 1989. Sozialistische Zentralplanwirtschaft in der SBZ/DDR.* Bonn 1991.
- Mitchell, W.C. (1913). *Business Cycles*. Berkely, CA, University of California Press
- Mondi (2013). *Huizenmarkt Duitsland*. De belangenorganisatie Mondi. Geraadpleegd op 20 december 2013 via: <http://www.mondi.nl/duitsland/huizenmarkt-duitsland/page600.php>
- Münchau, W. (2012). Die Spur des Geldes: Warum schon die Deutsche Einheit ein Fehler war. *Der Spiegel Online Wirtschaft*. Mittwoch, 26.09.2012 - 15:19 Uhr. Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/wolfgang-muenchau-kohls-wiedervereinigung-ist-ursache-der-euro-krise-a-858064.html>
- NRC (2008). Kredietcrisis in vijf stappen. Geraadpleegd op 25 augustus 2014 via <http://vorige.nrc.nl/nieuwsthema/kredietcrisis/article1987320.ece>
- NRC (2001). Liquide markt. Begrippenlijst. Geraadpleegd op 19 december 2014 via: http://vorige.nrc.nl/krant/article1555972.ece/Liquide_markt
- Panhuyzen, F. (2013) *Duitse Onroerend goed geen zeepbel*. De Financieele Telegraaf: 29 oktober 2013 via: http://www.telegraaf.nl/dft/goeroes/frits-panhuyzen/22012645/_Duits_Onroerend_goed_geen_zeepbel_.html
- Piazolo, D. (2012). *German Office Markets. Understanding German Real Estate Markets.* (2012). Pagina's 363- 372. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.
- Porter, R (1994). *London: A Social History*. London, Hamish Hamilton
- Rausch, L. (2012). Deutsche Industrie im internationalen Vergleich. Geraadpleegd op 14 oktober via: <http://www.chemanager-online.com/news-opinions/grafiken/deutsche-industrie-im-internationalen-vergleich>
- Reaal (2011). *Verzekerd Groeifonds Vastrentende Waarden*. Geraadpleegd op 20 december 2014 via: <https://www.reaal.nl/beleggen/koersen-en-rendementen/verzekerd-groeifonds-vastrentende-waarden>
- RTLZ (2014). Pensioenfondsen in de problemen door lage rente. *RTL Nieuws* 26 augustus 2014. Geraadpleegd via: <http://www.rtlnieuws.nl/economie/home/pensioenfondsen-problemen-door-lage-rente>
- Roll, E. (1992). *A History of Economic Thought*. Fifth Edition. London, Faber

Rostow, W.W. (1990). Theories of Economic Growth from David Hume to the Present. New York, Oxford University Press.

Schroeder, K. (2009). Ostdeutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall - eine Wohlstandsbilanz. Gutachten für die Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft, Berlin 2009, S. 129.

Schroeder, K. (2010) Deutschland nach der Wiedervereinigung. Bundeszentrale für politische Bildung (BPB). Geraadpleegd op 10 oktober 2014 via <http://www.bpb.de/apuz/32608/deutschland-nach-der-wiedervereinigung?p=all>

Schulten, A. en Denk, U. (2012) German Office Markets. Understanding German Real Estate Markets (2012) Pagina 253. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.

Schulte, K.W. (2012). HonRICS CRE. IRE| BS International Real Estate Business School Universitat Regensburg.

Schumpeter, J.A. (1939), Business Cycles: A theoretical, historical and statistical analysis of the Capitalist process. New York. Toronto. London

Schumpeter, J.A. (1939) Business Cycles. Two volumes. New York. McGraw-Hill

Schumpeter, J.A. (1927) The Explanation of the Businesscycle. Economics, 21: 286-311

Sebastian, S. en Strohsal, T. (2012). German Open-End Real Estate Funds. Understanding German Real Estate Markets. (2012). Pagina's 363- 372. Springer- Verlag Berlin Heidelberg.

Sheppard, F., Belcher, V en Cottrell, P. (1979) The Middlesex and Yorkshire deed registries and the study of Building Fluctuations. London Journal, 5: 176-217

Smith, A. (1776) An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Modern Library Edition, Random House, New York.

Statista (2014). Städte in Deutschland mit den höchsten Kaufpreisen für Eigentumswohnungen im Vergleich der Jahre 2008 und 2013* (in Euro pro Quadratmeter). Geraadpleegd op 9 december 2014 via: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/6654/umfrage/immobilienpreise-fuer-eigentumswohnungen-in-deutschen-staedten-2008/>

Statista (2014). Städte in Deutschland mit den höchsten Kaufpreisen für Eigentumswohnungen im Vergleich der Jahre 2008 und 2013* (in Euro pro Quadratmeter). Das Statistik Portal Deutschland. Geraadpleegd via: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/6654/umfrage/immobilienpreise-fuer-eigentumswohnungen-in-deutschen-staedten-2008/>

Statista (2014). Entwicklung der Staatsverschuldung von Deutschland von 1950 bis 2013 (in Milliarden Euro) Geraadpleegd via:<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/154798/umfrage/deutsche-staatsverschuldung-seit-2003/>

Statistische Bundesamt (2014). Low rentes- more building permits. In Focus/ 2014-08-26. Germany. Geraadpleegd via: <https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/EconomicSectors/Construction/Construction.html>

Stiglitz, J. E. (1990). Symposium on Bubbles. Journal of Economic Perspectives. Volume 4, Number 2. Page. 13-18. Stanford University, Stanford. California

Stolpestad, J. en Mühlhofer, H. (2011). The commercial lending business in Germany and the United States. Allianz Real Estate News, 22 december 2011, Munich. Geraadpleegd via: <http://www.allianz-realestate.com/en/press/press-releases/news-2011/12-22-11-the-commercial-lending-business-in-germany-and-in-the-u>

Synvest Beleggingsfondsen, (2013) *Jaarrekening 2012*. Synvest German RealEstate Fund N.V. Veenendaal.

Troostwijk (2014) De Particuliere belegger: 'Beleggen is nog nooit zo moeilijk geweest'. Geraadpleegt op 23 september 2014 via <http://www.troostwijk.nl/syscontent/aboutarticles/23/file/Artikel%20'Beleggen%20is%20nog%20noot%20zo%20moeilijk%20geweest'.pdf>

Valuta (2014). Duitse mark. Geraadpleegd op 11 oktober 2014 via: http://www.valuta.nl/duitse_mark

Vetter, S. en Köhler, J. (2014). Business demographics and dynamics in Europe: Trends in the composition of company landscape. 14 April 2014. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. Germany

Vossers, A. (2014). Wacht Argentinië een economische crisis zoals in 2001-2002?. Elsevier. Geraadpleegd op 22 oktober 2014 via: <http://www.elsevier.nl/Economie/nieuws/2014/1/Wacht-Argentinië-een-economische-crisis-zoals-in-2001-2002-1452744W/>

Volkskrant (2014). Flinke stijging werkgelegenheid Duitsland. Volkskrant 12 februari 2014. Geraadpleegd via: <http://www.volkskrant.nl/dossier-werk/flinke-stijging-werkgelegenheid-duitsland~a3595668/>

Wilkinson, S. & Reed, R. (2008) Property development. Fifth edition. Routledge. Park Square, Milton Park, Abingdon, Oxon

Willems, M. (2009). Nederland na Duitsland het grootste exportland van Europa. Elsevier, 15 april 2009. Geraadpleegd via: <http://www.elsevier.nl/Europese-Unie/nieuws/2009/4/Nederland-na-Duitsland-grootste-exportland-van-Europa-ELSEVIER230667W/>

Bijlage 1 Stock- Flow model

Het stock- flow model

In deze bijlage wordt een korte toelichting gegeven op het Stock-flow model dat binnen dit onderzoek aan bod is gekomen. Het geeft hierbij een indicatie van de werking van het model, dat ondersteunend is aan het verklaren van de ontwikkeling van huizenprijzen. Het model start vanuit de vraag van owner occupier housing (eigen- huizenbezitters).

De vraagfunctie:

$$(1) \quad D_t = H_t(\alpha_0 - \alpha_1 U_t)$$

Alpha 0= Iedereen koopt een woning omdat usercost 0 is.
Alpha 1= Respons van de demand op de gebruikerskosten. Gebruikerskosten van een woning zullen nooit 0 zijn waardoor een aanpassing gedaan dient te worden.
Ht= Aantal huishoudens op tijdstip t.
U= User Cost of owner- occupier.

overgewaardeerd Als de gebruikerskosten stijgen dan veranderd daardoor de vraag naar woningen. Kortom als er een verandering plaatsvindt in de Gebruikerskosten of owner- occupier dan veranderd de vraag.

De User- Cost functie

$$(2) \quad U_t = P_t(M_t - I_t)$$

Je user- Cost zijn hierbij gelijk aan de prijs van de woning keer (de hypotheekkosten minus belastingteruggave (in Nederland ook wel de hypotheekrenteafrek)).

Pt= Prijs op tijdstip t.
Mt= Hypotheekkosten
It= Hypotheekrenteafrek

Het equilibrium wordt bereikt wanneer de vraag exact gelijk is aan de voorraad. De functie is hierbij:

$$(3) \quad D_t = S_t$$

Dt= Vraag
St= Voorraad

De equilibriumconditie geeft na herschrijving van de Demand en Usercostfunctie voor een gegeven voorraad de volgende vergelijking:

$$(4) \quad P_t = \frac{(\alpha_0 - S_t / H_t)}{\alpha_1 (M_t - I_t)}$$

De prijs wordt hierbij bepaald door het aantal huishoudens dat een woning koopt tegen een usercost van 0 welke vervolgens gecorrigeerd wordt voor de theoretische vraag. De theoretische vraag wordt gevormd door de huidige voorraad gedeeld door het aantal huishoudens op tijdstip t. Bijvoorbeeld: Wanneer de voorraad 100 is en het aantal huishoudens is 120 (bij Alpha 0) dan zoekt 100/120= 17 procent van het aantal huishoudens nog een woning tegen een usercost van 0. In theorie zou iedereen een woning willen kopen wanneer de gebruikerskosten 0 zijn. Door de uitkomst vervolgens door de

responsparameter te delen (Alpha 1) welke de effectieve vraag vertegenwoordigd. Alpha 1 is ook wel de responsparameter. Dit is de respons op de gebruikerskosten. Dus wanneer de gebruikerskosten van een woning zullen dalen dan ontstaat er meer vraag en vice versa.

De interpretatie is dus dat de prijzen van woningen worden gedreven door de fundamentele factoren; St, Ht, Mt, en It. Door middel van de comparative static is het model in staat om een uitspraak te doen over de optredende verandering. Wanneer de comparative static kleiner is dan 0 bewegen de variabelen in tegengestelde richting. Wanneer de comparative static groter is dan 0 bewegen de variabelen in dezelfde richting.

Bijvoorbeeld:

- 1) Prijs/ voorraad = <0 → Dit wil zeggen dat wanneer de voorraad stijgt, de prijs van woningen zal dalen en wanneer de voorraad daalt de prijs van woningen zal stijgen.
- 2) Prijs/ huishoudens = >0 → Dit wil zeggen dat wanneer het aantal huishoudens zal toenemen ook de vraag naar woningen toeneemt. Hierdoor stijgt de prijs.
- 3) Prijs/ Hypotheekkosten < 0 → Dit wil zeggen dat wanneer de hypotheekkosten groter worden er minder vraag is naar woningen en de prijs zal dalen. Wanneer de hypotheekkosten dalen, dalen ook de gebruikerskosten en wordt wonen goedkoper. De vraag naar woningen stijgt met als gevolg een stijging van de prijs.
- 4) Prijs/ Hypotheekrenteaf trek >0 → Dit wil zeggen dat wanneer de hypotheekrenteaf trek groter wordt de gebruikerskosten omlaag gaan waardoor wonen goedkoper wordt. Dit zal resulteren in een stijging van de vraag en de prijzen gaan omhoog.

Op lange termijn komt het niet voor dat de voorraad een vast gegeven is. De voorraad wordt bepaald door de endogene factoren; constructie en sloop (voorraadaanpassing) op tijdstip t-1. In formulevergelijking ziet dit er als volgt uit: $S_t - S_{t-1}$ = verandering van de voorraad.

De verandering van de voorraad ontstaat door nieuwe constructie op tijdstip t-1 minus de sloop op tijdstip t-1 waardoor de volgende fomule (s) wordt verkregen:

$$(5) \quad S_t - S_{t-1} = C_{t-1} - \delta S_{t-1}$$

or

$$(6) \quad \Delta S_t = C_{t-1} - \delta S_{t-1}$$

Nieuwe constructie vindt plaats wanneer het aanbod achterblijft op de vraag of wanneer er een disequilibrium ontstaat. Het Disequilibrium wordt als volgt weergegeven: Est- St

$$(7) \quad \begin{aligned} C_t &= \tau(ES_t - S_t) \geq 0 \\ ES_t &= -\beta_0 + \beta_1 P_t \end{aligned}$$

achterblijft Bovenstaande formule geeft aan dat nieuwbouw non- negative is (gelijk aan 0). Nieuwbouw is hierbij gelijk aan de evenwichtsvoorraad ES en de huidige St. Nieuwbouw kan in dit geval nooit negatief zijn. De Tau geeft de aanpassingssnelheid weer. Deze geeft aan hoe snel nieuwe constructie reageert op een disequilibrium.

Tot nu toe is ging de vergelijking uit van een steady state, waarin geen veranderingen optreden. IN de volgende formule gaat het niet om de verandering van de voorraad maar om de voorraad op een bepaalt punt in de tijd.

$$(8) \quad S_t - S_{t-1} = \tau(ES_{t-1} - S_{t-1}) - \delta S_{t-1}$$

$$(9) \quad S_t = \frac{\tau(-\beta_0 + \beta_1 P_{t-1})}{\tau + \delta}$$

Door Tau te vermenigvuldigen met het aantal bestaande woningen + de vraag naar woningen bij een bepaalde prijsverandering. Dit vormt samen het equilibrium ($S^*=S_t=S_{t-1}$). Omdat de huidige voorraad niet in één keer kan veranderen naar een nieuw equilibrium wordt deze gedeeld door de aanpassingssnelheid en de sloop. De vertraging van de aanpassingsreactie is kortom de aanpassingssnelheid van de voorraad en de aanpassingssloop.

De interpretatie van het model tot nu toe is dat de voorraad wordt gedreven door de nieuwe prijs en de aanpassingssnelheid, etc. Op voorhand is het zo dat wanneer de vraag is gestegen de prijs is gestegen en ook de constructie zal toenemen en daarmee ook de voorraad, zoals ook het 4- kwadrantenmodel heeft laten zien.

In de nieuwe evenwichtssituatie ontstaat daardoor een nieuwe prijs met daarbij een gegeven voorraad. Het heeft tijd nodig om na een economische shock weer in een equilibrium situatie terecht te komen.

$$(10) \quad P^* = \frac{(\alpha_0 - S^* / H_t)}{\alpha_1 (M_t - I_t)}$$

$$(11) \quad S^* = \frac{\tau(-\beta_0 + \beta_1 P^*)}{\tau + \delta}$$

Om vervolgens het nieuwe equilibrium te berekenen:

$$(12) \quad P^* = \frac{\alpha_0 H_t (\tau + \delta) + \tau \beta_0}{H_t (\tau + \delta) \alpha_1 (M_t - I_t) + \tau \beta_1}$$