



Onderzoeksinstituut OTB



Crisis en woningmarkt

Eindrapport



Marja Elsinga
Martijn de Jong-Tennekes
Harry van der Heijden



Rapport

Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van:
Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
DG Wonen, Wijken en Integratie

Auteurs:

Marja Elsinga

Martijn de Jong-Tennekes

Harry van der Heijden

15 juni 2011

Onderzoeksinstituut OTB
Technische Universiteit Delft
Jaffalaan 9, 2628 BX Delft
Tel. (015) 278 30 05
Fax (015) 278 44 22
E-mail mailbox@otb.tudelft.nl
<http://www.otb.tudelft.nl>

© Copyright 2011 by OTB Research Institute for Housing, Urban and Mobility Studies

No part of this report may be reproduced in any form by print, photo print, microfilm or any other means, without written permission from the copyright holder.

Inhoud

Samenvatting	3
1 Inleiding	10
2 De financiële markt	13
2.1 Inleiding	13
2.2 Aanloop naar en transformatie van de kredietcrisis	15
2.2.1 Ontwikkelingen voor de kredietcrisis	15
2.2.2 Gevolgen van de verhoogde beleidsrente (FED) voor de woningmarkt	19
2.2.3 Gevolgen voor financiële instellingen	20
2.2.4 Overheden en toezichthouders grijpen in	23
2.2.5 De reële economie wordt geraakt	24
2.2.6 Gevolgen voor nationale overheden	25
2.3 Scenario's	29
2.3.1 Uittreden zwakkere Eurolanden	29
2.3.2 Uittreden sterkere Eurolanden	30
2.3.3 Zwakkere Eurolanden worden opgevangen door de sterkere Eurolanden	30
3 De Woningmarkt	32
3.1 Inleiding	32
3.2 Ontwikkelingen op de (koop)woningmarkt tot 2008	32
3.3 Crisis en de koopwoningmarkt	38
4 Transmissiekanalen financiële markt – woningmarkt	41
4.1 Inleiding	41
4.2 Hypotheekrente, geldmarkt en kapitaalmarkt	41
4.3 Overheid stelt kader	42
4.4 Functioneren van de hypotheekmarkt	43
4.4.1 Koopmarkt	43
4.4.2 Huurmarkt	44
4.5 Vertrouwen	45
4.6 Inkomen en economie	46
4.7 Conclusies	46
5 Mogelijke ontwikkeling van voor de woningmarkt relevante financiële factoren	48
5.1 Inleiding	48
5.2 Conjunctuur en structuur	49
5.3 Conjunctuur	50
5.4 Conjunctuur en structuur	51
5.5 Structuur	54
5.6 Scenario's	55
5.7 Conclusie	56

6	De toekomst van de woningmarkt	58
6.1	Uitgangspunten	58
6.2	Gevolgen voor de woningmarkt.....	58
6.2.1	Koopsector	59
6.2.2	Huursector	59
6.2.3	Vertrouwen: Confidence en trust.....	61
6.2.4	Demografische ontwikkeling	62
6.3	Gevolgen voor bij de woningmarkt betrokken partijen.....	63
6.4	Op zoek naar investeringscapaciteit.....	63
	Literatuur.....	68

Samenvatting

Inleiding

De Nederlandse woning(bouw)markt is vanaf de tweede helft van 2008 sterk beïnvloed door de gevolgen van de in de Verenigde Staten van Amerika ontstane kredietcrisis. Deze beïnvloeding liep en loopt via twee sporen, de financiële markten en de reële economie, die natuurlijk onderling verbonden zijn. In dit essay richten we ons vooral op de relatie tussen de financiële markten en de woningmarkt. Centrale vragen zijn: wat zijn de 'transmissiekanalen' tussen de financiële markt en de woningmarkt, wat kan verwacht worden ten aanzien van de ontwikkeling van de financiële markten in de komende jaren en wat betekent dit voor de woningmarkt.

De financiële markt

Uit een beschrijving van de economische ontwikkelingen en ontwikkelingen op de woningmarkt in de VS aan het begin van deze eeuw tot de huidige schuldencrisis, blijkt dat de problemen zijn begonnen met een onverantwoorde kredietverlening in de vorm van subprime hypotheekleningen door Amerikaanse hypotheekbanken in een periode waarin de rente laag was en de huizenprijzen sterk stegen. Deze ontwikkeling werd mede mogelijk gemaakt door de securitisatie van hypotheekleningen. Hierbij verkoopt de geldverstrekker het betalingsrisico op de hypotheek aan investeerders. Toen de rente steeg, kwamen huishoudens met een sub-prime hypotheeklening in betalingsproblemen. Als gevolg van het oplopende aantal betalingsachterstanden nam de gedwongen verkoop van woningen toe. Door de toename van het aanbod en een afname van de vraag kwam de prijsontwikkeling onder druk te staan en sloeg snel om in een prijsdaling. Daarna gingen de woningprijzen snel bergafwaarts.

De scherp dalende huizenprijzen gekoppeld aan de massale betalingsproblemen bij woningeigenaren hadden grote gevolgen voor (hypotheek-)banken en investeerders in securitisatieproducten. Hypotheekpakketten met een degelijke waardering bleken achteraf toch minder degelijk te zijn. Deze onzekerheid werkte verlamdend. De vraag naar deze financiële producten stortte in, evenals de waarde van gesecuritiseerde hypotheekpakketten. Deze waardedaling zorgde voor gaten in de balansen van financiële instellingen en investeerders. Door de ondoorzichtige (gestapelde) structuur van veel securitisatieproducten wisten de financiële instellingen zelf ook niet hoeveel risico ze liepen. Toen zij uiteindelijk met aanzienlijke verliezen naar buiten kwamen bleken deze gedurende het proces meerdere keren te gering geschat te zijn. Bovendien kwamen ook de rating agencies tot nieuwe inzichten. In relatief korte tijd schatten zij de risico's flink hoger in dan voorheen. Als gevolg daarvan werd de kredietwaardigheid van menig product (waaronder gesecuritiseerde hypotheekleningen) en financiële instelling neerwaarts bijgesteld. Het onderling vertrouwen tussen financiële instellingen liep hierdoor aanzienlijke deuken op. Zij waren niet meer bereid om elkaar van liquiditeiten of kapitaal te voorzien. Door de globalisering en de daarmee gepaard gaande internationale verwevenheid verspreidde dit gebrek aan vertrouwen in financiële instellingen zich razendsnel over de hele wereld. Hierdoor kon de Amerikaanse sub-prime crisis transformeren in een mondiale kredietcrisis.

Overheden en toezichthouders stonden voor een lastig dilemma: moesten zij ingrijpen, en zo ja, op welke wijze? Enerzijds werkt het ongelimiteerd opvangen van financiële instellingen risicozoekend gedrag bij hen in de hand. Anderzijds brengt het faillissement van een financiële instelling grote gevolgen met zich voor spaarders met vermogen dat niet wordt gedekt door een depositogarantiestelsel. Toezien hoe de financiële sector door gebrek aan kapitaal als dominanten om zou vallen was echter geen optie. Vooral de cruciale rol die de sector speelt in (i) de

kredietverlening aan het bedrijfsleven en consumenten, (ii) het betalingsverkeer en vertrouwen (trust) in de daaraan gekoppelde munteenheid en (iii) de spaartegoeden van huishoudens waren belangrijke motieven voor nationale overheden om massaal in te grijpen. Mondiaal werden vallende banken genationaliseerd en andere wankelende financiële instellingen (tijdelijk) voorzien van vaak aanzienlijke kapitaalinjecties. De ontstane gaten op de balansen konden zo gedicht worden.

Door de financiële crisis kregen ook niet-financiële instellingen het moeilijk. De internationale handel nam af en dat blijft niet zonder gevolgen voor een open economie als de Nederlandse. De buitenlandse vraag naar Nederlandse producten daalde, de productie werd naar beneden bijgesteld en de bezettingsgraad van de productiecapaciteit nam af. Vele bedrijven ontsloegen personeel, waardoor de werkloosheid toenam en daarmee ook de kosten van ons sociale vangnet. Anticiperend op deze ontwikkeling introduceerde de Nederlandse overheid deeltijdontslag voor gekwalificeerd personeel. Bovendien kwamen, in navolging van de financiële sector, uit vele branches verzoeken om overheidsingrijpen. In de door de overheid uiteindelijk gepresenteerde crisismaatregelen lijkt het erop dat zij zich primair heeft laten leiden door het werkgelegenheidsargument. Daarmee heeft zij vooral defensief geïnvesteerd in het enerzijds waarborgen van de overheidsinkomsten (inkomstenbelasting) en anderzijds het voorkomen van hogere lasten elders in de overheidsuitgaven (hogere sociale lasten).

Kenmerkend voor de kredietcrisis is dat veel van de financiële problemen werden doorgeschoven. Uiteindelijk werd in veel landen een groot beroep gedaan op de financiële weerbaarheid van de nationale overheden. Veel overheden waren met succes in staat om de zo wenselijke stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen en de nationale economie te behoeden voor een depressie. De prijs was echter hoog. Begrotingstekorten in vele westerse landen liepen op, evenals de staatsschuld van vele landen. Bovendien waren de financiële tegenslagen nog niet voorbij. Na de Amerikaanse woningeigenaren, de hypotheekbanken, het internationale financiële systeem en de mondiale economische groei, bleken ook bepaalde landen het slachtoffer te worden van de kredietcrisis. De financiële klap die de kredietcrisis eurozonelanden als Griekenland, Ierland en Portugal gaf, leek hen fataal te worden. Zij waren niet meer zelfstandig in staat om aan hun financiële verplichtingen te voldoen. Nationale overheden uit de eurozone die niet zonder financiële steun verder konden zijn opvangen en ontvangen (langlopende) leningen. Er is een Europees vangnet gecreëerd, dat bestaat uit een fonds waaruit Eurolanden met financiële problemen kunnen putten. Tegelijkertijd is er veel discussie over de toekomst van de eurozone. Het meest waarschijnlijke scenario is dat de eurozone in tact blijft en dat de sterkere Eurolanden de zwakkere Eurolanden en hun financiële sectoren opvangen. Een tweede veel minder geloofwaardig scenario is dat een of enkele zwakkere Eurolanden uit de euro stappen en een nieuwe eigen munt in het leven roepen en een derde scenario met de minste geloofwaardigheid is dat een of enkele sterkere Eurolanden uit de euro stappen en een eigen munt oprichten.

De woningmarkt

Na een economische crisis eind jaren zeventig en begin jaren tachtig van de vorige eeuw en een daarmee gepaard gaande crisis op de (koop)woningmarkt, is de prijs van koopwoningen vanaf medio jaren tachtig tot en met de eerste helft van 2008 nagenoeg onafgebroken gestegen. Vooral in de jaren negentig was er sprake van forse prijsstijgingen. Deze periode werd gekenmerkt door dalende rente, stijgende (reële) inkomens en een groot vertrouwen in de economie. De vraag naar koopwoningen steeg sterk en de productie van woningen bleef achter bij de toenemende vraag. De achterblijvende woningproductie zorgde voor een extra druk op de woningprijzen. Deze prijsstijging werd vervolgens gefaciliteerd door ruimere financieringsmogelijkheden, al dan niet in de vorm van nieuwe hypotheekproducten. Bovendien werden de verstrekingscriteria verruimd. Dit alles werd ingegeven door de liberalisering van de hypotheekmarkt begin jaren negentig van de vorige eeuw. Een belangrij-

ke consequentie was een toename van de hoogte van de hypotheekleningen, zowel in relatie tot de waarde van de woningen als in relatie tot het inkomen.

Het aandeel van huurwoningen in de woningproductie nam af in de loop van de jaren negentig van de vorige eeuw en in de koopsector werd in toenemende mate 'aan de bovenkant van de markt' gebouwd. Dit bevorderde de doorstroming en daarmee het aantal transacties op de woningmarkt. Het Nederlandse woonbeleid omarmde deze doorstroommarkt. Het beleid was gericht op kwaliteitsverbetering en bouwen aan de bovenkant van de markt voor de hogere inkomensgroepen. De midden en lagere inkomensgroepen werden bediend met woningen die vrijkomen door de doorstroming.

De lage rente zorgde, in combinatie met de sterke prijsstijgingen en de hypotheekrenteaf trek, voor een vorm van een 'hefboom' op de woningmarkt: investeren met geleend geld in een woning leverde een behoorlijk indirect rendement op. De lage rente en de forse kooprijstijging maakten deze hefboom zeer lucratief zowel voor kopers als voor investeerders in huurwoningen. Voor particuliere verhuurders zorgde de forse waardestijging van woningen voor een stijging van het indirecte rendement. Woningcorporaties zagen hun investeringscapaciteit stijgen. Bij verkoop van huurwoningen kon het (groter wordende) verschil tussen marktwaarde en bedrijfswaarde van woningen worden benut voor de financiering van investeringen.

Maar ook gemeenten profiteerden van de stijgende woningprijzen. Bij de uitgifte van grond voor de bouw van nieuwe woningen werd overgegaan van een op kosten gebaseerde planexploitatie naar een marktgeoriënteerde planexploitatie met een residuele waardebeoordeling van de grond. Dit leverde voor de gemeenten extra inkomsten op, waarmee maatschappelijke investeringen konden worden gefinancierd. Grondopbrengsten werden zo een belangrijke inkomstenbron voor gemeenten.

In de eerste jaren na de eeuwwisseling zorgde een economische dip voor een afkoeling op de markt voor koopwoningen. In de daarop volgende jaren trok de markt weer aan en ook de woningproductie steeg weer. Prijsstijgingen kwamen echter niet meer op het niveau van die uit de jaren negentig. Dit was het gevolg van beperkte inkomensgroei en de (vanaf 2005) toenemende rente, waardoor de betaalbaarheid (leencapaciteit) onder druk kwam. Dit leidde niet tot een neerwaartse prijscorrectie omdat woningeigenaren moeite hebben om een daling van de verkoopprijs te accepteren. Wel viel de groei van het aantal transacties weg, waardoor de doorstroming stagneerde.

Vervolgens brak de financiële crisis uit, die in het najaar van 2008 ook in Nederland zijn sporen na liet. Ondanks het feit dat het (reële) inkomen bleef stijgen (in 2008 en 2009) en de rente op een redelijk laag niveau bleef (lees: gehouden werd door overheidsingrijpen), reageerde de woningmarkt direct op de financiële crisis. Het vertrouwen in financiële instellingen en in de economie verdween en de woningmarkt kwam min of meer in een slaapstand. Veel huishoudens stelden een verhuizing uit; het aantal transacties liep zeer sterk terug en de gemiddelde verkoopprijs van bestaande koopwoningen daalde.

Door de prijsdaling van koopwoningen kwam een deel van de vooral recente kopers in een situatie dat de waarde van de woning daalde tot onder het niveau van de hypotheekschuld. Wanneer dan ook (een deel van) het inkomen wegvalt en er zich betalingsproblemen voordoen, kan er een situatie ontstaan waarin gedwongen verkoop plaats moet vinden en er daarbij een restschuld overblijft. Het aantal gedwongen verkopen is dan ook in de afgelopen jaren gestegen. In totaal verwacht de NHG in 2011 uit te komen op circa 2.000 gedwongen verkopen waarbij sprake is van een restschuld. Het gaat hiermee nog steeds om een relatief beperkt aantal gedwongen verkopen: het aantal uitstaande hypotheekleningen bij de NHG bedraagt circa 1 miljoen.

De prijsdaling op de markt van koopwoningen zorgde in beginsel voor een betere betaalbaarheid voor starters op de woningmarkt. Daar stond tegenover dat de financiering van woningen moeilijker werd; de verstrekkingcriteria werden door de banken aangescherpt, niet alleen voor (potentiële) eigenaar-

bewoners, maar ook voor marktpartijen als projectontwikkelaars en bouwbedrijven. Toch bleef er door starters op de koopwoningmarkt vooral in het goedkope segment nog sprake van enige beweging. Het is echter de vraag of dit ook in 2011 het geval zal zijn. Het WEW scherpte namelijk vanaf 2011 de normen voor verstrekking van NHG aan en de AFM beperkte de omvang van top-hypotheek. Hierdoor worden de mogelijkheden van starters op de woningmarkt, die over het algemeen (nagenoeg) geen eigen geld in hun eerste koopwoning kunnen stoppen, weer ingeperkt. Starters zullen in toenemende mate proberen een woning te huren of langer in de huursector of bij ouders te blijven. Zolang de starters op de koopwoningmarkt niet zorgen voor druk 'van onderaf', zal ook de rest van de markt voorlopig in de slaapstand blijven. Immers, potentiële doorstromers kunnen niet doorstromen als zij hun huidige woning niet kunnen verkopen.

Transmissiekanalen financiële markt - woningmarkt

Belangrijke 'transmissiekanalen' van de financiële markt naar de woningmarkt blijken de hypotheekrente en de hypotheekvoorwaarden, die door de overheid en financiële instellingen worden vastgesteld. De beschikbaarheid van hypotheek is bepalend voor de waarde van woningen: hoe meer hypotheek er beschikbaar is, hoe meer de huizenprijzen kunnen stijgen. Immers, de woningmarkt is geen perfecte markt en het aanbod reageert traag op een toegenomen vraag. Echter, de woningmarkt op zijn beurt is weer bepalend voor het gedrag van hypotheekverstrekkers. Woningen vormen immers een onderpand voor een lening. In goede tijden zijn hypotheekverstrekkers optimistisch over de waarde van woningen en daarmee soepel in de hypotheekverstrekking. In economisch minder goede tijden zijn hypotheekverstrekkers voorzichtig, zowel wat betreft de inschatting van de waarde van het onderpand als wat betreft de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer. In beide opzichten scherpen ze de voorwaarden voor leningen aan. Ofwel de hypotheek en de woningmarkt versterken elkaar en dit leidt tot volatiliteit.

Maar hoe vertalen ontwikkelingen op de hypotheekmarkt zich naar de woningmarkt? Voorgaande beschrijving laat zien dat hierbij de rente en de hypotheekvoorwaarden een cruciale rol spelen. Immers, de rente en de voorwaarden voor een lening voor een investeerder in de woningmarkt (dat kan zowel een koper, een verhuurder als een bouwer zijn) bepalen de prijs en de maximale omvang van de lening. De hypotheekvoorwaarden worden op hun beurt beïnvloed door het toezicht van de AFM en de onderling door banken overeengekomen Gedragscode Hypothecaire Financiering. Deze gedragscode bepaalt de maximale lening. Ook de hypotheekrenteaftrek, de Nationale hypotheekgarantie en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw spelen hierbij een rol. Deze instituties zorgen er enerzijds voor dat de leencapaciteit van investeerders wordt vergroot en de prijs van de lening verlaagd. Maar deze instituties fungeren ook als 'schokdempers' in de transmissie van de hypotheekmarkt naar de woningmarkt. Als de rente stijgt, vermindert de hypotheekrenteaftrek het effect voor de investeerder omdat een deel van de rentestijging bij de overheid terecht komt. Door strikte voorwaarden te stellen voor borging door het WSW en voor een Nationale hypotheekgarantie worden de meest risicovolle investeerders, zowel eigenaar bewoners als sociale verhuurders, uitgesloten van een lening. Dus investeerders met een heel hoog risicoprofiel zoals de huiseigenaren met een "subprime mortgage" worden in Nederland uitgesloten van een NHG-hypotheek, maar ook van een lening überhaupt. Dit omdat hypotheekverstrekkers via credit rationing risico's uitsluiten van een hypotheek. De meest risicovolle huishoudens zijn daarom in Nederland te vinden in de vrij omvangrijke huurmarkt. Ook de in Nederland gebruikelijke rentevaste periode voor hypotheek is op te vatten als een schokdemper. Immers, als de rente stijgt heeft dat slechts effect voor de koper bij afloop van de rentevaste periode. Tenslotte zorgen de sociale zekerheid en de sociale huursector ervoor dat huishoudens die pech hebben op de woningmarkt niet automatisch ook financieel aan de grond raken. Dit verklaart waarom de gevolgen van de wereldwijde financiële crisis in Nederland beperkter zijn dan in de Verenigde Staten.

Mogelijke ontwikkeling van voor de woningmarkt relevante (financiële) factoren

Op basis van de hiervoor besproken transmissiekanalen is een aantal voor de woningmarkt relevante factoren onderscheiden, waarbij onderscheid is gemaakt tussen conjuncturele en structurele factoren. Met name de structurele factoren zijn op de langere termijn relevant, omdat zij het kader bepalen waarbinnen de woningmarkt zich kan ontwikkelen.

Verwachte ontwikkeling van voor de woningmarkt belangrijke (financiële) factoren

Factor	Aard	Verwachting
Confidence	Conjunctureel	Op korte termijn onder druk
Inkomen	Conjunctureel	Op langere termijn beperkte groei
Rente	Conjunct/structureel	Op een hoger niveau dan vóór de crisis
Kredietverlening	Conjunct./structureel	Strikte toepassing financieringsvoorwaarden
Trust	Structureel	Op langere termijn onder druk
Beleid	Structureel	Beperking leencapaciteit
Demografie	Structureel	Vergrijzing leidt tot sterke toename van de uitgaven voor (gezondheids)zorg

Drie van de onderscheiden factoren konden we niet eenduidig indelen bij structurele of conjuncturele factoren: vertrouwen, rente en kredietverlening. Zo is rente een samengestelde vergoeding, met conjuncturele (inflatie) en structurele (tijdsvergoeding, transactiekosten) componenten. Financieringsvoorwaarden zijn over het algemeen structureel van aard, maar ze worden op twee manieren beïnvloed door de conjunctuur: via de *aanpassing* van de financieringsvoorwaarden en via de *toepassing* van financieringsvoorwaarden. Vertrouwen tenslotte kent twee betekenissen, waarvan er een (confidence) van conjuncturele aard is en de ander (trust) van structurele aard.

De onderscheiden zeven factoren kunnen in drie voor de woningmarkt belangrijke categorieën worden ondergebracht: het besteedbaar inkomen, de financieringsmogelijkheden en vertrouwen.

Verwacht wordt dat de besteedbare inkomens voor langere tijd onder druk zullen staan vanwege het terugdringen van het begrotingstekort, het terugbrengen van de overheidsschuld, de stijgende kosten voor de (gezondheids)zorg en (wellicht) de kosten voor het herstructureren van de schulden van (in eerste instantie) Griekenland. De financieringsmogelijkheden zullen naar verwachting afnemen ten opzichte van de periode vóór de financiële crisis. Naast de druk op de besteedbare inkomens spelen hierbij de beperking van de leencapaciteit, de strikte toepassing van de financieringsvoorwaarden en het hogere renteniveau een belangrijke rol. Tenslotte is het vertrouwen in de zin van confidence op korte termijn niet groot, maar ook op de langere termijn kan het vertrouwen (in de zin van trust) van financiële instellingen in elkaar en van consumenten in financiële instellingen onder druk staan.

De mate waarin dit leidt tot een verslechtering van de betaalbaarheid van wonen is voor een belangrijk deel afhankelijk van de economische groei die in de komende jaren kan worden gerealiseerd. In het volgende en laatste hoofdstuk zullen we op basis van deze verwachtingen ingaan op de toekomst van de woningmarkt.

De toekomst van de woningmarkt

In de afgelopen decennia heeft de woningmarkt voor een belangrijk deel gedraaid op de prijsstijging van woningen, ofwel een fors indirect rendement maakte deel uit van het verdienmodel op de woningmarkt. De verwachte hogere rente en de aangescherpte financieringsvoorwaarden hebben een negatief effect op de leencapaciteit. Naast de rente en de financieringsvoorwaarden is ook het inkomen van belang voor de leencapaciteit. Voor (potentiële) eigenaar-bewoners gaat het daarbij om de ontwikkeling van het besteedbaar inkomen. Die zal, zoals hiervoor aan de orde was, naar verwachting de komende jaren niet zodanig hoog zijn dat het rente-effect en de aangescherpte financieringsvoor-

waarden worden 'gecompenseerd'. Het gevolg is dat een verdere stijging van de waarde van woningen, waarop de woningmarkt in de afgelopen decennia steeds meer is gaan drijven, in de komende jaren niet kan worden verwacht, met voor zowel eigenaar bewoners als verhuurders negatieve effecten voor het indirecte rendement op woningen. Voor verhuurders geldt dat, mede door het gevoerde overheidsbeleid, ook het directe rendement onder druk zal staan. Dit tast de investeringscapaciteit in de huursector aan.

In onderstaand schema zijn voor de verschillende op de woningmarkt actieve partijen de verwachte gevolgen van de crisis en recent ingevoerde beleidsmaatregelen samengevat. De gevolgen van eventuele toekomstige beleidsmaatregelen en van de demografische ontwikkelingen zijn hierbij buiten beschouwing gelaten.

Mogelijke gevolgen voor de bij de woningmarkt betrokken partijen van de crisis en recent ingevoerde beleidsmaatregelen

Partijen	Gevolgen crisis/beleid	Gevolgen woningmarkt
Eigenaar bewoners	Financieringscapaciteit lager: - inkomensgroei beperkt - financieringsvoorwaarden aangescherpt - rente hoger	- woningprijzen onder druk - mobiliteit neemt af - kwaliteitsvraag neemt af
Huurders	- Toegankelijkheid voor midden inkomens neemt af - Huur voor midden inkomens neemt toe	- Kwaliteitsvraag neemt af - Mobiliteit neemt af
Verhuurders	Investeringscapaciteit neemt af: - Direct rendement onder druk - Indirect rendement neemt af	Investerings in de huursector (nieuwbouw en bestaande bouw) nemen af
Bouwers/ontwikkelaars	(kwaliteits)vraag neemt af	Woningproductie (aan de bovenkant van de markt) onder druk
Gemeenten	Grondopbrengsten nemen af	Kwaliteit nieuwbouwlocaties onder druk

* indirect rendement is ook afhankelijk van de kosten.

Met het einde van het op prijsstijgingen gebaseerde verdienmodel op de woningmarkt, zal naar verwachting het investeringsniveau in woningen afnemen. Tegelijkertijd ziet het er naar uit dat investeringen in de woningmarkt noodzakelijk blijven. Het aantal huishoudens blijft in de komende decennia nog toenemen en de woningvoorraad verouderd, dus woningbouw en -verbetering blijven noodzakelijk. De vraag is alleen wie gaat investeren en wie betaalt het gewenste rendement?

Een eerste optie die als vanzelfsprekend opdoemt is de overheid. De overheid zou koopstarters kunnen ondersteunen (in een poging het 'oude' verdienmodel -tijdelijk- weer nieuw leven in te blazen) of opnieuw objectsubsidies kunnen verstrekken om investeringen in de woningmarkt te ondersteunen. Echter, gezien de huidige financiële situatie en de plannen van de overheid om juist geld bij investeerders op de woningmarkt weg te halen via de heffing voor verhuurders, ligt dit niet direct in de lijn der verwachting. Het verminderen of niet toepassen van de heffing op zich zou wel bijdragen aan het versterken van de investeringscapaciteit.

We zien een aantal alternatieve opties om investeringscapaciteit voor de woningmarkt te mobiliseren:

- Een eerste optie is het aantrekkelijker maken om te investeren in de particuliere huursector, zowel voor institutionele als particuliere belegger. Echter, om de particuliere huursector een investering met een bevredigende rendement te maken is een aanpassing van het huurbeleid en het fiscale beleid noodzakelijk.
- Een volgende mogelijkheid is het uitbreiden van verkoopconstructies 'onder voorwaarden' als mogelijkheid om eigen woningbezit met een beperkt risico mogelijk te maken voor midden en lagere

inkomensgroepen. Dit is een manier om betaalbare woningen te realiseren en daarbij gebruik te maken van de investeringscapaciteit van de bewoners. Deze optie wordt al volop toegepast door woningcorporaties om hun investeringscapaciteit te vergroten.

- Een andere manier om beleggers risicovol te laten investeren in de woningmarkt is in de vorm van een "participatiehypothek", waarbij eigenaar-bewoners minimaal de helft van de eigen woning aanschaffen en het resterende deel wordt betaald door particuliere investeerders. De particuliere investeerders (zoals institutionele beleggers) hebben geen vruchtgebruik van de woning, maar participeren wel risicovol in de waardeontwikkeling van de woning (indirect rendement). Deze participatie kan rechtstreeks plaatsvinden, bijvoorbeeld door een financiële instelling die ook de hypotheek verstrekt. Meer indirect participeren via een woningfonds is ook mogelijk.
- Stimuleren van 'eigen-bouw', waarbij energie en tijd van de toekomstige bewoner extra kwaliteit mogelijk maakt. We kunnen hierbij denken aan particulieren die hun eigen woning bouwen of verbouwen.
- Een veelomvattende optie is de benutting van het in de woningmarkt opgeslagen vermogen voor welzijn en pensioenen. Via de financiële markt en zogenaamde equity releaseproducten of een adequaat aanbod in de huursector kan dit vermogen worden vrijgemaakt voor bijvoorbeeld pensioenen en zorg. De collectieve arrangementen voor pensioenen en zorg kunnen daardoor afnemen en dus kunnen belastingen en premies omlaag. Via een omweg worden daarmee de koopkracht en investeringscapaciteit van individuele huishoudens vergroot.

De hiervoor gepresenteerde opties om de investeringscapaciteit voor particuliere huishoudens in de woningmarkt te vergroten zijn deels al in gang gezet en deels nieuw. Ze verdienen een nadere analyse op haalbaarheid, mogelijke omvang en risico's.

Echter, bij het zoeken naar investeringscapaciteit is het niet alleen van belang producten en investeerders te vinden, maar vooral ook een investeringsklimaat. Voor dat investeringsklimaat zijn confidence en trust van groot belang. Confidence wordt bepaald door de conjunctuur en is een gegeven voor beleidsmakers. Trust daarentegen wordt in grote mate bepaald door beleidsmakers. Momenteel zijn cruciale instituties zoals de hypotheekrenteaf trek, de woningcorporatie, haar kerntaak en haar verdienmodel aan discussie onderhevig net als de leencapaciteit die door het Nibud acceptabel wordt geacht. Kortom, de onrust over de positie van formele instituties op de woningmarkt draagt in grote mate bij aan het gebrek aan trust en dus aan investeringen op de woningmarkt. Wat is de rol van deze instituties met name in een woningmarkt waar het indirecte rendement beperkt is, is de cruciale vraag. Het is van groot belang dat beleid voor de financiële markt en de woningmarkt zich richt op het herstellen van trust door een hervorming van instituties, dus helderheid over de hypotheekrenteaf trek, de sociale huursector en de voorwaarden voor hypotheekverstrekking (zowel betaalbaarheidsnormen als solvabiliteitsnormen), die een goede onderbouwing kent en daarmee op maatschappelijk draagvlak kan rekenen.

1 Inleiding

Ontwikkelingen op de woningmarkt en de woning(bouw)markt zijn in de loop van 2008 steeds meer beïnvloed door de gevolgen van de kredietcrisis. Aanvankelijk leek de crisis op de Amerikaanse woningmarkt en de consequenties daarvan voor financiële instellingen toch vooral een Amerikaanse zaak, hoewel de gevolgen van de securitisatie van 'slechte' (subprime) hypotheeklen in de eerste helft van 2008 ook al door begonnen te dringen tot de rest van de wereld. In de tweede helft van 2008 bleek de Amerikaanse kredietcrisis echter te leiden tot een wereldwijde crisis van het financiële bestel die ook doordrong tot de 'reële' economie. Het vertrouwen van consumenten in de economie daalde sterk en dit had consequenties voor de woningmarkt. Zo kwam er een einde aan de in de afgelopen decennia bijna 'natuurlijke' prijsstijging van koopwoningen, daalde het aantal transacties van bestaande koopwoningen en liep de verkoop van nieuwe koopwoningen ver terug.

Dankzij gecoördineerd ingrijpen van overheden kon een ineenstorting van het financiële en economische systeem worden voorkomen. Mede daardoor leken de beurzen zich sinds de tweede helft van 2009 weer enigszins te herstellen. Echter, begin 2010 zijn de financiële problemen in met name het Eurogebied weer toegenomen. Mede als gevolg van de economische crisis zijn de overheidstekorten van de Eurolanden fors opgelopen en zijn sommige landen in liquiditeitsproblemen geraakt. De kredietwaardigheid, en daarmee financieringsmogelijkheden voor verschillende landen zijn gekelderd. Het gevolg is een minder sterke euro en een patroon van grillige koersschommelingen op de effectenbeurzen. Ook op de woningmarkt is er nog geen sprake van een duidelijk herstel. Verkooprijzen staan nog steeds onder druk en transacties blijven op een laag niveau. Het vertrouwen in de woningmarkt is nog niet hersteld.

Het is duidelijk dat de financiële markten en de woningmarkt met elkaar verbonden zijn en elkaar beïnvloeden. Maar wat zijn de 'transmissiekanalen' tussen de financiële markt en de woningmarkt? Wat kan verwacht worden ten aanzien van de ontwikkeling van de financiële markten in de komende jaren en wat betekent dit voor de woningmarkt. Deze vragen staan centraal in dit essay, dat is geschreven op verzoek van de Directie Wonen Wijken en Integratie van het Ministerie van Binnenlandse Zaken. Daarbij zijn in overleg met WWI de volgende onderzoeksvragen geformuleerd:

1. Hoe kunnen de relaties tussen de verschillende fasen in de crisis, de toestand op de financiële markten en de toestand op de woningmarkt worden geduid?

- Wat zijn de transmissiekanalen tussen de kapitaal- en valutamarkten en de Nederlandse woningmarkt in relatie tot de verschillende fasen van de crisis?
- Wat kunnen de effecten op de woningmarkt zijn van de (huidige fase in de) crisis en de (in)stabiliteit op de financiële markten?

2. In hoeverre zijn ontwikkelingen in de huidige crisis conjunctureel dan wel structureel van aard? Welke toekomstige ontwikkelingen vallen er te verwachten in de crisis, de toestand op de financiële markten en de woningmarkt?

- Welke ontwikkelingen in de crisis zijn naar verwachting conjunctureel en welke zijn structureel van aard, zowel op de financiële markten als op de woningmarkt?
- Welke toekomstscenario's omtrent crisis, financiële markten en woningmarkt zijn denkbaar?
- Wat valt er te zeggen over de effecten voor de verschillende partijen in de woonkolom (van overheid, tot ontwikkelaar, verhuurder, consument, financier) van verschillende scenario's?

- Welke rol speelt het vertrouwen en het op dat vertrouwen gebaseerde gedrag van vragers, aanbieders en financiers bij de situatie op de financiële markten en de (doorwerking op de) woningmarkt? Waardoor wordt het vertrouwen van partijen bepaald?

In overleg met het DG Wonen, Wijken en Integratie is er voor gekozen om deze vragen te beantwoorden in de vorm van een essay, dat toegankelijk is voor niet ingewijden in de werking van financiële markten. Er worden in deze rapportage dus geen modelmatige analyses gepresenteerd, maar we proberen de recente en mogelijke toekomstige ontwikkelingen op de financiële markten te duiden en de consequenties daarvan voor de woningmarkt te beredeneren.

Belangrijke 'transmissiekanalen' van de financiële markt naar de woningmarkt blijken de hypotheekrente en het financieringskader, zoals dat door de overheid en financiële instellingen wordt vastgesteld. Bij zowel de (hoogte van de) hypotheekrente als het financieringskader speelt vertrouwen een cruciale rol. Dit geldt overigens ook voor ontwikkelingen op de woningmarkt. Het woord 'vertrouwen' zal dan ook veelvuldig worden gebruikt in de hierop volgende hoofdstukken. Omdat we in dit essay twee betekenissen gebruiken van het begrip 'vertrouwen', in het Engels aangeduid met 'confidence' en 'trust', willen we beide betekenissen graag kort introduceren. Vertrouwen in de zin van confidence is vertrouwen in een ontwikkeling en de toekomst. Het betreft hier de overtuiging dat een gunstige (economische) ontwikkeling zal ontstaan of zich zal voortzetten of versterken (Prast et. al., 2005). Het consumentenvertrouwen zoals het CBS dat vaststelt, is hiervan een voorbeeld. Vertrouwen in de zin van confidence heeft een conjunctureel karakter, waarop moeilijk kan worden 'gestuurd'.

Vertrouwen in de zin van trust heeft betrekking op relaties met andere personen, organisaties en met instituties. Het gaat daarbij om de vraag of de ander betrouwbaar is. Deze vorm van vertrouwen betreft de mate waarin je er van overtuigd bent, dat de andere persoon of instantie niet alleen uit eigen belang zal handelen en er ook niet op uit is om jouw belangen te schaden (Prast et. al., 2005). Tot deze categorie behoort ook het vertrouwen dat je als individu hebt, dat een instelling de taken die zij moet verrichten, ook daadwerkelijk en deskundig uitvoert. Betrouwbaarheid, consistentie en stabiliteit zijn belangrijke voorwaarden voor een groot vertrouwen in de zin van trust. Deze betekenis van vertrouwen heeft een meer structureel karakter, waarop sturing mogelijk is.

Het vervolg van deze rapportage is als volgt opgebouwd:

In hoofdstuk 2 beschrijven we de verschillende fasen in de financiële en economische crisis in een internationale context. Hierbij staat niet de geschiedschrijving centraal, maar het duiden van de mechanismen op de financiële markten. De werking van de woningmarkt en de ontwikkeling van de (koop)woningmarkt in Nederland in de afgelopen decennia worden in hoofdstuk 3 beknopt besproken. Vervolgens gaan we in hoofdstuk 4 in op de transmissiekanalen tussen de financiële markt en de woningmarkt, waarna we in hoofdstuk 5 de mogelijke ontwikkeling schetsen van voor de woningmarkt relevante financiële factoren. Daarbij maken we onderscheid tussen structurele en conjuncturele factoren. Tenslotte bespreken we in hoofdstuk 6 de mogelijke gevolgen voor de woningmarkt en voor de bij de woningmarkt betrokken partijen.

Dit project is vanuit het DG Wonen, Wijken en Integratie van het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties begeleid door Arend Bongers en Jeroen Maas. Een concept versie van deze rapportage is van commentaar voorzien door Wim van Assenbergh en Johan Conijn. Wij danken de begeleiders en de 'reviewers' voor hun opbouwende kritiek. De auteurs blijven uiteraard verantwoordelijk voor de uiteindelijke tekst van dit essay.

2 De financiële markt

2.1 Inleiding

De impact van de kredietcrisis op de Nederlandse woningmarkt is aanzienlijk. Het aantal transacties nam met circa een derde af en het prijsniveau is met circa 10% gedaald. Ook de nieuwbouw van woningen kwam onder druk te staan. In deze periode heeft menig projectontwikkelaar afscheid genomen van circa de helft van het personeel en gaan bouwondernemingen failliet door een gebrek aan opdrachten. Daarnaast bleef ook de hypotheekmarkt niet onberoerd. BKR-hypotheekverdwijnen van het schap, hypotheekvoorwaarden werden strikter gehanteerd en/of aangescherpt en enkele hypotheekaanbieders trokken zich zelfs terug van de Nederlandse markt.

In dit hoofdstuk kijken we vanuit retrospectie naar de kredietcrisis. De chronologie van de ontwikkelingen staat hierbij centraal, waarbij de focus van de analyse vooral gericht is vanuit het perspectief van de Nederlandse woningmarkt. Hierbij beschrijven we de invloed van de beschikbaarheid van geld en de hoogte van de rente op het economisch proces en de rol die verschillende actoren daarin spelen. We gaan nader in op rating agencies (Moody's, Fitch, Standard & Poor's) en monetaire toezichthouders (ECB en FED). Daarnaast bespreken we de financiële degelijkheid van banken en nationale overheden en hun (on)mogelijkheden wanneer financiële problemen zich voordoen.

Overigens is van belang dat deze analyse niet beoogt om een uitputtend overzicht te bieden van de ontwikkelingen in de financiële sector. Voor een meer diepgaande analyse van het gebrek aan financiële stabiliteit en het (dis)functioneren van de onderliggende systemen wordt verwezen naar publicaties op de websites van monetaire en financiële toezichthouders en andere economische onderzoeksinstituten, zoals IMF, OESO, Europese Commissie, ECB, FED, DNB en CPB.

Box 1: De prijs van geld: rente

Geld is niet gratis. Er is een prijskaartje aan verbonden in de vorm van rente. Deze kosten vormen een restrictie op het kwistig gebruik van vreemd vermogen bij het doen van investeringen. Immers, alleen investeringen die meer opleveren dan de productiekosten (inclusief financieringskosten) zijn interessant voor investeerders. Door dit mechanisme is de rentestand van groot belang voor het investeringsniveau van een economie. Het spreekt voor zich dat bij een hogere rentestand minder investeringen plaatsvinden dan bij een lagere rentestand. Daarmee is het lange termijn niveau van de rentestand van grote invloed op de dynamiek en het groeivermogen van de economie.

Bovendien maakt de werking van dit mechanisme inzichtelijk waarom feitelijke renteveranderingen en uitspraken van centrale bankiers (verwachte renteveranderingen) van groot belang zijn voor ontwikkelingen op de beurs. De aandeelhouders zijn namelijk gezamenlijk eigenaar van het eigen vermogen van een onderneming. Trekt deze onderneming vreemd vermogen aan om te investeren, dan betaalt de onderneming (en dus indirect de aandeelhouders) de dan geldende rentevoet voor deze lening.

Gratis geld bestaat dus niet, maar waar komen de kosten van geld vandaan? Er zijn verschillende manieren om rente te splitsen in componenten. Voor deze analyse kijken we naar de kosten en risico's die verbonden zijn aan een geldtransactie. Zonder hier uitputtend op in te gaan lopen we de bij dit onderscheid behorende componenten kort langs.

Inflatie: ook wel geldontwaarding genoemd. Dit begrip is gekoppeld aan de koopkracht van geld. Het gaat er van uit dat geld voor een bepaalde hoeveelheid goederen of diensten staat. Als deze goederen of diensten in de loop van de tijd duurder worden dient daarvoor gecompenseerd te worden.

Tijdsvergoeding: deze component is gekoppeld aan de consumptie van goederen en/of diensten door de geldverstrekker. Die waardeert huidige consumptie boven toekomstige consumptie. Onder andere de eindigheid van ons bestaan ligt hieraan ten grondslag. Immers, de geldverstrekker weet niet of hij in de toekomst in staat is om te consumeren, aangezien hij geen zekerheid heeft over zijn eigen bestaan.

Terugbetalingsrisico: dit is eigenlijk een dubbel risico. De geldverstrekker heeft immers ook geen zekerheid over de lengte van het bestaan van de ontvanger van de hoofdsom. Bovendien is het de vraag of er terugbetaald kan worden op het vooraf afgesproken moment. Meestal wordt geleend geld namelijk geïnvesteerd. Verwachtingen over toekomstige opbrengsten komen echter niet altijd uit. De geldverstrekker loopt dus het risico dat het uitgeleende geld niet kan worden terugbetaald.

Transactiekosten: dit spreekt voor zich. Er worden immers vaak gesprekken gevoerd en documenten opgesteld. Daarnaast kan ook onderzoek naar de betrouwbaarheid en de kredietwaardigheid hiervan onderdeel uitmaken.

Op basis van deze componenten is rente opgebouwd uit vergoedingen voor het nemen van risico (met uitzondering van de transactiekosten). Rente is daarmee een samengestelde vergoeding die de geldverstrekker ontvangt voor de risico's die hij neemt. Omdat er sprake is van risico's speelt vertrouwen een grote rol in het financiële verkeer. Is er minder vertrouwen, dan neemt de risicoperceptie toe en stijgt de rente. Ook kan er bij gebrek aan vertrouwen nader onderzoek worden gedaan naar bijvoorbeeld de kredietwaardigheid van een onderneming. Dergelijke onderzoeken verhogen de transactiekosten en kunnen het terugbetalingsrisico in potentie verlagen. Blijkt echter uit het onderzoek dat het terugbetalingsrisico (te) groot is, dan kan de geldverstrekker alsnog de verlangde rente aanpassen of in het minst gunstige geval afzien van de transactie.

Aanvullend is van belang dat rente niet statisch, maar dynamisch is. De rente verandert immers in de loop van de tijd. Wel kan de rente voor een bepaalde periode worden vastgezet, maar over het algemeen staat ook daar een vergoeding tegenover. Hier geldt meestal de regel: hoe langer de duur van de lening, des te hoger de tijdsvergoeding en het terugbetalingsrisico en daarmee het rentepercentage. Hieraan ligt onder andere ten grondslag dat korte termijn ontwikkelingen vaak makkelijker te voorzien zijn. Op de lange termijn neemt de onzekerheid over verwachtingen toe en daarmee ook de risico's. Geld lenen met een lange rentevaste periode is daarom over het algemeen duurder dan krediet met een variabele of korte looptijd.

Daarmee vormt het renteniveau zelf ook een risico. Immers een goed renderende investering kan omslaan in een verlieslatende activiteit als in de loop van de tijd de rente en daarmee de financieringskosten oplopen. Op het moment van afsluiten degelijke leningen kunnen dan na verloop van tijd minder degelijk blijken te zijn, omdat de consument of onderneming de opgelopen betalingsverplichtingen niet kan voldoen.

2.2 Aanloop naar en transformatie van de kredietcrisis

Aangezien de kredietcrisis in de Verenigde Staten is begonnen geeft dit hoofdstuk een korte impressie van Amerika voor de kredietcrisis. Vervolgens wordt stap voor stap ingegaan op de volgtijdelijke ontwikkelingen tijdens de kredietcrisis, voor zover deze van belang zijn voor de woningmarkt. Door de globalisering en internationale vervlechting van financiële instellingen maken we al vroeg in de crisis de sprong naar Europa. Daar zien we dat internationale macro-economische ontwikkelingen grote gevolgen kunnen hebben voor nationale processen. De rekening van instabiliteit wordt doorgeschoven naar handelspartners, spaarzame consumenten en overheden. Voor de kosten van deze laatste groep draaien uiteindelijk de belastingbetalers op.

2.2.1 Ontwikkelingen voor de kredietcrisis

Zoals reeds aangegeven begint dit hoofdstuk in de VS. Rond de laatste eeuwwisseling (het millennium) draaide de Amerikaanse economie op volle toeren. In het eerste decennium van de nieuwe eeuw kwam daar echter al snel verandering in. De positieve verwachtingen voor met name de ICT-sector bleken niet realistisch, waardoor de beurskoersen van ICT-bedrijven flink daalden. Ook de overige bedrijven werden geraakt door de ICT-bubbel, waardoor de reële economie een paar tandjes terug schakelde en beduidend minder hard groeide dan voorheen. In september 2001 kwamen daar de terroristische aanslagen op onder andere het World Trade Center in New York en het Pentagon in Washington bij. Het gevoel van veiligheid in de Verenigde Staten heeft hierdoor een flinke deuk opgelopen. In de media werd onder andere verwezen naar de Amerikaanse burgeroorlog (1861 – 1865). Sindsdien was er niet meer gevochten op Amerikaanse bodem. De risicoperceptie van (nagenoeg) alle Amerikanen nam hierdoor toe en dat is niet gunstig voor economische groei. Immers, wanneer de veiligheid van burgers onder druk staat zijn zij geneigd om minder uit te geven en meer te sparen. Hoewel dit gedrag voor de individuele financiële huishouding van een huishouden vaak een goede keuze is, leidt dergelijk gedrag op macro-economisch niveau tot vraaguitval. Een afname van het vertrouwen (confidence) heeft daarmee een negatieve uitwerking op de economische groei. In reactie op deze ontwikkelingen besloot de FED de Amerikaanse economie te stimuleren. Zij verlaagde haar beleidstarief in enkele stappen tot onder 2% en hield dit tarief circa 3 jaar onder dit niveau. Binnen deze periode heeft het beleidstarief bovendien een aaneengesloten periode van circa 1 jaar op het tot dan toe historisch lage niveau van 1% gestaan.

Box 2: Mandaat en beleid FED en ECB

In de financiële wereld wordt onderscheid gemaakt tussen kredieten met een looptijd tot één jaar (de geldmarkt) en financiële contracten met een looptijd langer dan één jaar (de kapitaalmarkt).

De monetaire toezichhouders, zoals ECB, Bank of England en FED sturen direct de ontwikkelingen op de geldmarkt. Veranderingen in de monetaire beleidsinstrumenten (waaronder het beleidstarief) beïnvloeden de geldmarkt namelijk direct. Hier gaan we meer specifiek in op de situatie binnen de Eurozone. In Europa zijn er twee belangrijke referentie-rentevoeten op de geldmarkt voor leningen zonder onderpand. Dit zijn EONIA (euro overnight index average), met een looptijd tot de volgende dag en EURIBOR (euro interbank offered rate), met een variërende looptijd van één dag tot één jaar. Op deze markt voorzien banken in hun korte termijn liquiditeitsbehoefte om aan de vraag naar chartaal geld en de opgelegde reserveverplichtingen te voldoen. De ECB is de enige verstrekker van centrale-bankgeld in de Eurozone en bepaalt daarmee de voorwaarden waaronder kredietinstellingen zich herfinancieren. Indirect beïnvloedt de ECB de voorwaarden die deze instellingen op de geldmarkt aan elkaar en aan hun klanten rekenen.

Daarnaast zijn er ook uitstralingseffecten van de geldmarkt naar de kapitaalmarkt. Verwacht men dat de rente op de geldmarkt zal stijgen (dalen), dan leidt dat tot hogere (lagere) tarieven op de kapitaalmarkt (vooral de korte kant). Kijkt men echter naar de langere termijn kredietverlening, dan

neemt de directe invloed van de geldmarkt (en daarmee ook van de ECB) met het stijgen van de looptijd af. Groei- en inflatieverwachtingen hebben meer invloed op de rentetarieven in dat deel van de kapitaalmarkt (ECB 2004).

Overigens is het monetaire transmissiemechanisme complex van aard. Op de website van de ECB is hier veel informatie over te vinden (www.ecb.eu). Voor deze analyse is van belang te weten dat veranderingen in de geldhoeveelheid het algemeen prijspeil beïnvloeden. Komt er meer geld in omloop dan kunnen financiële instellingen meer geld uitlenen en dat leidt op termijn tot inflatie. Daarnaast heeft de geldhoeveelheid (eveneens op lange termijn) geen invloed op de reële economie (ECB 2004). Economische groei, werkloosheid en het reëel inkomen worden op lange termijn bepaald door de aanbodzijde van de economie. Beïnvloedende factoren zijn bijvoorbeeld bevolkingsgroei, technologische ontwikkeling en het institutionele kader waarbinnen het economisch handelen plaatsvindt (wetgeving). Dit beginsel staat bekend als de "neutraliteit van geld op de lange termijn" (ECB: 2004).

Desalniettemin hebben geldmarktontwikkelingen op de korte termijn wel degelijk invloed op de reële economie. Anders dan in Europa heeft de FED in Amerika daarom een dual mandaat. Naast het handhaven van prijsstabiliteit wordt zij ook geacht de werkgelegenheid te stimuleren. Dit verschil in mandaat tussen FED en ECB leidt tot verschil in gedrag tussen deze monetaire toezichhouders. Daarnaast is van belang dat het monetaire rente-instrument van centrale banken ook beperkingen kent. Zo kan de FED de rente verlagen om de economie (en daarmee de werkgelegenheid) op korte termijn te stimuleren, maar (beperkt) lager dan nul kan de geldmarktrente niet worden. Immers, dan stellen consumenten en bedrijven hun investeringen uit (volgende maand is het goedkoper), waardoor de economische dynamiek afneemt. Nu het beleidstarief in de VS rond nul bedraagt is dit instrument nauwelijks nog bruikbaar om de economie verder te stimuleren. Zowel een verhoging als een verlaging van het beleidstarief remt de economie af en heeft daarmee een averechts effect.

We zien dat de FED in deze situatie naar een alternatief middel grijpt. Zij koopt schuld papier van de Amerikaanse overheid. Onder normale omstandigheden krijgen financiële instellingen hierdoor de mogelijkheid om meer geld uit te lenen. Door de kredietcrisis gebeurt dit echter niet of nauwelijks. Hierdoor komt er op de korte termijn geen extra geld in omloop, waardoor het korte termijn inflatiegevaar beperkt is. Op de langere termijn kan dit wel tot inflatie leiden. Op de korte termijn is dit instrument dus effectief, maar het is de vraag of de FED in staat is om deze maatregel op tijd terug te draaien, voordat het lange termijn inflatiegevaar zich manifesteert. Bovendien heeft de FED zich met dit beleid in een (potentiële) spagaat gemanoeuvreerd. Te laat terugdraaien leidt tot inflatie en te vroeg ingrijpen gaat ten koste van de kredietverlening aan bedrijven en daarmee de reële economie. Hieruit volgt dat ook dit dus slechts een tijdelijk instrument is. Loopt na verloop van tijd de inflatie op, dan zal de FED haar beleidstarief naar boven moeten bijstellen vanuit het oogpunt van prijsstabiliteit. Zo bezien kan de FED op de korte termijn de werkgelegenheid stimuleren. Op de lange termijn zal zij echter net als in de eurozone kiezen voor het handhaven van prijsstabiliteit.

Verder is van belang dat de hoogte van de beleidstarieven van verschillende centrale banken ook van invloed is op de wisselkoersen. Bij een hoog (laag) beleidstarief wordt de munt (minder) aantrekkelijk voor valutahandelaren en stijgt (daalt) de koers ten opzichte van andere munten. Op de website van het IMF is veel meer informatie over te vinden over de werking van internationale valutamarkten. Voor deze analyse is van belang dat ook op internationale valutamarkten groei- en inflatieverwachtingen een belangrijke rol spelen in koersbewegingen. Bovendien heeft de waarde van een munt belangrijke gevolgen voor de concurrentiepositie van het bedrijfsleven en de (internationale) koopkracht. Bij een stijgende waarde van de eigen munt neemt (i) de concurrentiepositie van het eigen bedrijfsleven en de daaraan gekoppelde werkgelegenheid af en (ii) de koopkracht van bedrijven en consumenten in het binnenland toe (buitenlandse producten worden goedkoper). We komen hierop terug bij de stabiliteit van landen.

De lage stand van het beleidstarief leidde direct tot lage rentetarieven op de geldmarkt. Indirect daalden ook de tarieven op de kapitaalmarkt door het beleid van de FED. Geld werd hierdoor goedkoop en dat miste de door de FED gewenste uitwerking niet. Er werd relatief veel (goedkoop) geld geleend om te investeren. Door de uitbundige kredietverlening kwam er veel geld in omloop, waardoor er ook veel werd geïnvesteerd. Omdat geld zo goedkoop was werden ook minder winstgevende projecten uitgevoerd. Op zich is dat geen probleem, zo lang het geld maar goedkoop blijft.

Deze economische ontwikkelingen en het in reactie daarop gevoerde beleid had grote gevolgen voor de woningmarkt. Geïnspireerd door een hogere risicoperceptie en dalende beurskoersen onttrokken investeerders vermogen aan de beurs om elders te investeren. Uit wetenschappelijk onderzoek weten we inmiddels dat dit een gevaarlijke ontwikkeling is (Reinhart & Rogoff 2008). Uit hun omvangrijke dataset, die acht eeuwen bestrijkt blijkt dat vanuit historisch perspectief gezien significante golven van toegenomen kapitaalmobiliteit vaak worden gevolgd door een bundel van binnenlandse bankencrises. Bovendien laten zij zien dat schokken in centrale landen, zoals de Verenigde Staten in de huidige tijd, kunnen uitstralen naar het buitenland en leiden tot een wereldwijde financiële crisis. Zij komen tot de conclusie dat de kredietcrisis in die zin nauwelijks uitzonderlijk is.

Omdat woningen (door een stabiele vraag en het onderpand) over het algemeen een degelijke investering zijn vloeide er ook veel kapitaal naar de Amerikaanse woningmarkt. De vraag naar woningen nam hierdoor toe, met op de korte termijn prijsstijgingen tot gevolg. Immers, het woningaanbod reageert slechts met een aanzienlijke vertraging op de vraag naar woningen. Dit komt door de duur van het bouwproces aangevuld met de tijd die de bouwprocedures in beslag nemen. In meer algemene zin geldt hiervoor dat de lengte van de bouwprocedures toeneemt bij een hogere bevolkingsdichtheid. Door deze vertraging in de reactie van het aanbod komen korte termijn vraagveranderingen tot uitdrukking in de prijs. Bovendien maakte de combinatie van een lage geldmarktrente en grote prijsstijgingen van Amerikaanse koopwoningen hoge rendementen mogelijk voor woningeigenaren. Dit trok extra investeerders aan, waarmee de opgaande prijs螺旋 werd ingezet.

De extra investeringen in koopwoningen werden deels ook mogelijk gemaakt door het gevoerde overheidsbeleid. Zo kent de Verenigde Staten ook hypotheekrenteaftrek en is deze niet beperkt tot de eerste woning, maar gemaximeerd op \$ 1.000.000. Zolang ook de tweede woning binnen dit bedrag blijft komt ook die in aanmerking voor hypotheekrenteaftrek. Wel is hier van belang dat Amerikanen minder belasting betalen dan Nederlanders, waardoor het financiële voordeel van deze fiscale regeling ook minder groot is dan in Nederland. Desalniettemin hebben veel Amerikaanse huishoudens fiscaal vriendelijk een tweede woning aangeschaft. Vaak werd deze woning gefinancierd met een hypotheek met een lage rente.

Daarnaast waren ook sub-prime hypotheekleningen in opkomst. Deze hypotheekleningen zijn verstrekt aan woningkopers, die onder de gebruikelijke hypotheekvoorwaarden niet in aanmerking kwamen voor (een prime-)financiering door een financiële instelling. In definitie zijn subprime hypotheekleningen daarmee vergelijkbaar met Nederlandse BKR-hypotheekleningen, maar dan wel met een gemiddeld veel hoger risicoprofiel. Op basis van risk-based-pricing konden deze huishoudens desondanks een hypotheek afsluiten (tegen minder gunstige voorwaarden). Bovendien werd deze vorm van kredietverlening gestimuleerd door de overheid. Hoofdzakelijk vanuit de overtuiging dat elke Amerikaan in een eigen woning zou moeten kunnen wonen. Hierdoor werden huishoudens opgezaaid met schulden die ze nooit terug zouden kunnen betalen. De flinke prijsstijgingen in de Amerikaanse woningmarkt maakten geldverstrekkers minder risico-avers. Het indirecte rendement (prijsstijging van de woning) was immers aanzienlijk. In het ergste geval mondde de hypotheek uit in een gedwongen verkoop, waarna de opbrengst ruim voldoende zou zijn om de dan uitstaande schuld te voldoen, was de toen gangbare gedachte bij geldverstrekkers. De risico's bij de hypotheekverstrekking namen toe, zonder dat er

alarmbellen gingen rinkelen. Deze ontwikkeling werd mede mogelijk gemaakt door de securitisatie van hypotheekleningen. Hierbij verkoopt de geldverstrekker het betalingsrisico op de hypotheek aan investeerders.

De druk op Amerikaanse hypotheekbanken om zo snel mogelijk veel nieuwe hypotheekleningen te verkopen was enorm. Snelheid van handelen was in deze periode van cruciaal belang (the winner takes it all). Immers, de extra vraag naar hypotheekleningen kwam in een beperkte periode van een paar jaar op de markt. Bovendien besloeg de looptijd van de hypotheekleningen vaak enkele decennia. In een dergelijke omgeving bleek de bereidheid tot een gedegen risicoanalyse van de klant beperkt. In plaats van een degelijke analyse van de kredietwaardigheid van de klant werd relatief vaak gebruik gemaakt van historische default statistieken. Met de toegenomen risico's bleken die (achteraf) sterk verouderd te zijn en bij lange na niet representatief. Vooral het risicoprofiel van nieuwe klanten week af van het gebruikelijke niveau. Dit werd mede veroorzaakt door het extreem lage renteniveau en de aanzienlijke rendementen op investeringen in koopwoningen. De misperceptie dat deze situatie voort zou duren heeft tot onverantwoorde kredietverlening geleid.

Box 3: Hoe komen financiële instellingen aan geld?

Consumenten en ondernemingen die geld willen lenen gaan daarvoor naar financiële instellingen. Een belangrijke vraag is echter hoe deze partijen aan dat geld komen. Daarvoor zijn verschillende bronnen aanwezig. Enkele veel voorkomende bronnen voor financiële instellingen om aan geld te komen stippen we hier kort aan.

Spaargelden: dit is het saldo van bij financiële instellingen gestalde deposito's, betaal- en spaarrekeningen. Strikt genomen is dit vreemd vermogen.

Eigen vermogen: Dit is het aandelenvermogen aangevuld met ingehouden winst. Daarnaast bestaan er vele hybride vermogensvormen en achtergesteld risicodragend vermogen. Hybride vermogensvormen kunnen bijvoorbeeld van gedaante veranderen in de loop van de tijd. Een financiële instelling heeft dan het recht om onder strikte voorwaarden vreemd vermogen om te zetten in eigen vermogen.

Vreemd vermogen: bij deze optie trekt de financiële instelling zelf kapitaal aan van de geld- en/of kapitaalmarkt. Korte termijn leningen tot één jaar komen van de geldmarkt en leningen met een langere duur van de kapitaalmarkt. Dergelijke leningen hebben bijvoorbeeld de vorm van een bedrijfsobligatie. Een belangrijk kenmerk van vreemd vermogen is dat het niet risicodragend vermogen is en evenmin meedeelt in de winst. Daarentegen ontvangen obligatiehouders en andere verstrekkers van vreemd vermogen een vooraf bepaalde vergoeding. Ook hier geldt dat de hybride tussenvormen niet aan al deze kenmerken voldoen.

Ook voor financiële instellingen geldt dat bij het aantrekken van kapitaal de eigen kredietwaardigheid van groot belang is. Wanneer elke individuele investeerder opnieuw de kredietwaardigheid van financiële instellingen zou onderzoeken leidt dat tot veel dubbel werk en daarmee tot inefficiëntie. Financiële instellingen vragen daarom tegen betaling een waardering (rating) aan bij één of meerdere rating agencies (Standard & Poor's, Fitch, Moody's). Dit systeem is erop gericht om investeerders op een efficiënte wijze inzicht te verschaffen in de kredietwaardigheid van financiële instellingen. Wel beschouwd zijn rating agencies trustverschaffers voor de markt. Binnen dit systeem leidt een gunstige waardering van rating agencies tot lagere financieringslasten op de kapitaalmarkt (de geldverstrekker loopt minder risico). De financiële instelling maakt echter ook kosten om een gunstige waardering te ontvangen. Bijvoorbeeld door relatief meer gebruik te maken van duur eigen vermogen.

Securitisatie: bij deze mogelijkheid trekken financiële instellingen geen vermogen aan, maar verkopen zij de aan leningen verstrekte rechten en plichten door aan investeerders. Zo worden illiquide activa omgevormd tot verhandelbare effecten of waardepapieren. Door securitisatie neemt de vermogensbehoefte van financiële instellingen af. Afhankelijk van de overeengekomen prijs kan het rendement op het eigen vermogen mogelijk worden verhoogd. Voor financiële instellingen met aandeelhouders kan dat de shareholders value gunstig beïnvloeden. Kort gezegd komt securitisatie er op neer dat de oorspronkelijke eigenaar zijn recht op toekomstige kasstromen verkoopt. In principe zijn alle in de toekomst verwachte inkomsten te securitiseren (naast hypotheekleningen bijvoorbeeld ook creditcard schulden, persoonlijke leningen, autoleningen en royalties op intellectuele eigendommen).

Ook bij securitisaties spelen rating agencies een belangrijke rol. Wederom tegen betaling waarderen zij de pakketjes doorverkochte rechten en plichten op bijvoorbeeld hypotheekleningen. Ook hier is het doel om investeerders op een efficiënte wijze inzicht te verschaffen in de kredietwaardigheid van de verkochte vorderingen. In theorie loopt de financiële instelling na securitisatie geen risico meer over deze vorderingen. De kredietcrisis heeft deze theorie echter achterhaald. Immers, zolang gesecuritiseerde hypotheekleningen tegen een bepaalde waardering op de balans van een financiële instelling staan, kunnen zij de kapitaalstructuur van deze instelling beïnvloeden.

Vaak vindt de verkoop van rechten en plichten plaats aan een speciaal voor dit doel opgerichte juridische entiteit: een special purpose vehicle (SPV). Deze financiert de aankoop van activa door uitgifte van openbaar verhandelbare effecten/obligaties (asset backed securities). Rente en aflossingen op de onderliggende activa worden door de SPV gebruikt voor rente en aflossingen op de verhandelbare obligaties.

Een zeer belangrijk element van securitisatie is tranchering. Dit is het differentiëren van risico over verschillende obligaties. Hiertoe worden de obligaties in klassen onderverdeeld (A, B en C), waarbij eerst aan de financiële verplichtingen (rente en aflossing) van de Klasse A-obligaties wordt voldaan, daarna van de Klasse B-obligaties en tot slot ook van de achtergestelde Klasse C-obligaties. Soms wordt een klasse onderverdeeld in subklassen, A1 en A2, die ook sequentieel wordt afgelost. Door tranchering kan de meest senior (eerst uitbetaalde) klasse een hoogste AAA kredietbeoordeling krijgen, zelfs als de onderliggende activa geen kredietbeoordeling hebben. Meer informatie over securitisatie en de gevolgen voor de Nederlandse woningmarkt is (onder andere) te vinden op de website van de Rabobank (Alink & de Jong-Tennekes 2008)

Lenen bij de Centrale Bank: deze optie is slechts tijdelijk van aard. Aangezien er dagelijks grote sommen geld veranderen van eigenaar vindt regelmatig verevening van verplichtingen plaats tussen banken. Deze verevening kunnen banken onderling regelen, maar verloopt efficiënter als alle financiële instellingen salderen met de Centrale Bank. Dit zijn echter geen structurele gelden en kunnen dan ook niet worden aangewend voor de funding van langlopende verplichtingen (zoals bijvoorbeeld hypotheekleningen).

2.2.2 Gevolgen van de verhoogde beleidsrente (FED) voor de woningmarkt

Vooraf was reeds duidelijk dat het lage beleidstarief slechts tijdelijk kon zijn. Vanaf medio 2004 verhoogt de FED haar beleidstarief in kleine gelijkmatige stappen van 25 basispunten (= 0,25%). Twee jaar later (medio 2006) stijgt het beleidstarief door de grens van 5%. Ondanks de kleine gelijkmatige verhogingen en het uitsmeren van de verhogingen over een aanzienlijke periode (meer dan 2 jaar) bleven de effecten ervan niet onopgemerkt voor de woningmarkt. Met de geldmarktrente werd indirect namelijk ook de (middellange termijn) kapitaalmarktrente omhoog geduwd. Deze ontwikkeling had grote gevolgen voor leningen met een langere duur, waaronder hypotheekleningen. De huishoudens met een sub-prime hypotheek kwamen het eerst in betalingsproblemen. De door de

oplopende rentetarieven toegenomen hypotheeklasten konden zij financieel niet dragen. Hierdoor konden zij hun betalingsverplichtingen niet nakomen. Achteraf gezien moeten we concluderen dat velen van hen nooit een woning hadden moeten kopen. De financiële lasten en risico's die verbonden zijn aan een hypotheek en een woning zijn voor veel van deze huishoudens te hoog. Dit geldt vooral voor huishoudens met een laag en/of onregelmatig inkomen.

Anders dan in Nederland kunnen Amerikaanse woningeigenaren wegllopen van hun schuld. Het zogenaamde regres van hypotheek is daar bij wet anders geregeld dan in Nederland. Amerikaanse huishoudens hebben de mogelijkheid om de sleutels van hun huis te ruilen tegen de resterende hypotheek. Zij kunnen vervolgens zonder huis en hypotheek het bankfiliaal verlaten. Overigens kunnen woningeigenaren niet al te lichtzinnig gebruik maken van deze mogelijkheid, aangezien financiële instellingen de terugbetalingsmoraal van huishoudens met een hypotheek monitoren. Maakt men eenmaal gebruik van deze mogelijkheid, dan is de kans klein dat een financiële instelling ooit nog krediet verstrekt. Lukt het desondanks toch om een lening te krijgen, dan zal het rentetarief waarschijnlijk relatief hoog zijn. De ratio hierachter is dat toekomstig gedrag mede afhankelijk is van gedrag uit het verleden. Het spreekt overigens voor zich dat een te hoge rente een extra impuls geeft om in de toekomst opnieuw van de schuld weg te lopen. Het is waarschijnlijk dat een gebrek aan vertrouwen (trust) deze voormalige woningbezitters zal blijven achtervolgen.

Als gevolg van het oplopende aantal betalingsachterstanden nam de gedwongen verkoop van woningen toe. Aangezien risk-based-pricing gemeengoed is op de Amerikaanse woningmarkt heeft deze verandering zeker op termijn gevolgen voor de kredietverstrekking van financiële instellingen. Bovendien droogde de vraag naar sub-prime hypotheek op door de oplopende rentetarieven. Een samenspel van deze ontwikkelingen heeft ertoe geleid dat de Amerikaanse huizenprijzen minder snel stegen dan voorheen (was meer dan 10% per jaar). Het is duidelijk dat de oplopende hypotheekkosten en de afnemende prijsstijgingen slecht nieuws waren voor de rendementen op de woningmarkt. De woningmarkt werd hierdoor minder aantrekkelijk voor investeerders. Op zoek naar de hoogste rendementen verschoven zij hun kapitaal naar andere markten met (tijdelijk) hoge rendementen (bijvoorbeeld olie en andere grondstoffen). De vanuit investeringsmotief aangeschafte woningen kwamen hierdoor versneld op de markt. Het aanbod van woningen nam toe en de vraag af. De prijsontwikkeling kwam onder druk te staan en sloeg snel om in een prijsdaling. Daarna gingen de woningprijzen snel bergafwaarts. Dit proces werd nog verstrekt doordat de massaal (fiscaal vriendelijk) aangeschafte tweede woningen even massaal werden gedumpt. Door het grote aanbod, de dalende huizenprijzen en de hogere rentetarieven kwamen bovendien ook meer degelijk gefinancierde huishoudens in financiële problemen.

De neerwaartse spiraal was ingezet en de structuur van de markt kende onvoldoende stabiliserende factoren om de neergaande beweging af te remmen. Verre van dat: investeerders die de vraag eerst sterk hadden opgedreven liepen weg en desperate huishoudens met betalingsproblemen stripten hun woning en verkochten alle waardevolle onderdelen, waarna ze de sleutels en hun hypotheek inleverden bij de bank. Het spreekt voor zich dat dit grote negatieve gevolgen had voor de leefbaarheid van wijken en de prijsontwikkeling van woningen in de omgeving. Door deze ontwikkelingen kon het probleem niet beperkt blijven tot sub-prime hypotheek. Recent heeft de OECD een onderzoek gepubliceerd waarin zij ingaat op de effecten van woonbeleid op de economie (OECD 2011).

2.2.3 Gevolgen voor financiële instellingen

De scherp dalende huizenprijzen gekoppeld aan de massale betalingsproblemen bij woningeigenaren hadden grote gevolgen voor (hypotheek-)banken. Weliswaar hadden zij hun hypotheek gesecuritiseerd, maar via een omweg kwamen de problemen toch bij deze instellingen terecht. Bijvoorbeeld omdat de omschrijving van de doorverkochte hypotheekpakketten niet overeen kwam

met de lading van deze pakketten. Bovendien verdwenen er in toenemende mate hypotheekbalansen en kwamen daar vaak onverkoopbare (beschadigde) woningen voor terug. Deze ontwikkelingen hadden desastreuze gevolgen voor de balansen van hypotheekbanken, waar in korte tijd grote gaten in werden geschoten. Vele tientallen hypotheekbanken gingen hierdoor failliet.

Maar niet alleen de hypotheekbanken kwamen in problemen. Ook investeerders in securitisatieproducten werden geconfronteerd met grote verliezen. Immers, van een kale kip (de huiseigenaar of de hypotheekbank) kun je niet plukken. Hypotheekpakketten met een degelijke waardering bleken achteraf toch minder degelijk te zijn. Deze onzekerheid werkte verlamdend. De vraag naar deze financiële producten stortte in, evenals de waarde van gesecuritiseerde hypotheekpakketten. Deze waardedaling zorgde voor gaten in de balansen van investeerders.

Daar komt bij dat vele gesecuritiseerde hypotheekpakketten door investeerders werden doorverkocht aan derden, waarbij niet zelden ook nieuwe producten (hypotheekmandjes) werden gecreëerd. Hierdoor werd onduidelijk waar de massale betalingsverliezen op de Amerikaanse hypotheekmarkt zouden neerslaan. Dit proces verergerde omdat financiële instellingen geen inzage gaven in de omvang van de risico's die zij liepen. Door de ondoorzichtige (gestapelde) structuur wisten de financiële instellingen zelf waarschijnlijk ook niet hoeveel risico ze liepen. Toen zij uiteindelijk met aanzienlijke verliezen naar buiten kwamen bleken deze gedurende het proces meerdere keren te gering geschat te zijn (zie verder Rabobank 2008 voor de gevolgen van securitisatie voor de woningmarkt).

Deze ontwikkelingen gaven investeerders geen vertrouwen. Verre van dat. Bovendien kwamen ook de rating agencies tot nieuwe inzichten. In relatief korte tijd schatten zij de risico's flink hoger in dan voorheen. Als gevolg daarvan werd de kredietwaardigheid van menig product (waaronder gesecuritiseerde hypotheekpakketten) en financiële instelling neerwaarts bijgesteld. Het vertrouwen (trust) van investeerders werd hierdoor verder op de proef gesteld. Blijkbaar waren de voor investeerders gratis waarderingsbureaus minder betrouwbaar en/of deskundig dan altijd verondersteld. Analoog aan de door financiële instellingen gerapporteerde financiële verliezen was bovendien onduidelijk of de nieuwere waarderingsbureaus wel correct waren.

Het onderling vertrouwen tussen financiële instellingen (trust) liep hierdoor aanzienlijke deuken op. Zij waren niet meer bereid om elkaar van liquiditeiten of kapitaal te voorzien. Hierdoor ontstond een tweedeling in de markt met enerzijds financiële instellingen die het water zogezegd aan de lippen stond. Deze ondernemingen waren op korte termijn op zoek naar kapitaal en liquiditeit. Uiteindelijk vonden ze die bij nationale overheden en monetaire toezichthouders. Anderzijds waren er ook financiële instellingen waar veel kapitaal en liquiditeit voorradig was. Deze instellingen durfden hun financiële middelen echter niet uit te lenen aan andere financiële instellingen. Het ontbrak hen aan vertrouwen, omdat de risico's niet transparant waren. Door een combinatie van een gebrek aan financiële mogelijkheden (verdrinking van kapitaal bij investeerders) en vertrouwen (garanties dat nieuw kapitaal niet verdampt) droogde de interbancaire geldmarkt tussen financiële instellingen op. Investeerders sluisden het resterende vermogen naar relatief veilige financiële producten, die nauwelijks een positief direct rendement opleverden (bijvoorbeeld Duitse en Nederlandse staatsobligaties).

Het vertrouwen van investeerders in financiële instellingen daalde tot een dieptepunt. De financiële problemen bleven immers niet beperkt tot doorverkochte subprime hypotheekpakketten uit de VS. Door de acute behoefte aan kapitaal werden degelijke financiële producten door het relatief grote aanbod tegen een historisch gezien lage waarde verhandeld. Bovendien sloeg deze lagere marktwaarde weer nieuwe gaten in de toch al verzwakte bankbalansen. De onzekerheid was hierdoor groot evenals de risico-opslagen voor financiële instellingen die wilden lenen op de kapitaalmarkt. Door de globalisering en de daarmee gepaard gaande internationale verwevenheid verspreidde dit gebrek aan vertrouwen in financiële instellingen zich razendsnel over de hele wereld. Hierdoor kon de Amerikaanse sub-prime crisis transformeren in een mondiale kredietcrisis.

Box 4: Stabiliteit van banken

Banken lenen meer uit dan zij in kas hebben. Per saldo is de cirkel van tegoeden en verplichtingen rond, maar de vorderingen zijn niet direct opvraagbaar. Hierdoor is geen enkele financiële instelling in staat om op korte termijn alle direct opvraagbare verplichtingen te voldoen. Dat geldt dus ook voor de financiële instellingen met de hoogste rating! Een zogenoemde “bankrun” dient dan ook ten allen tijden voorkomen te worden. Hierin speelt vertrouwen (trust) een cruciale rol. Toezicht en vertrouwen in de werkwijze van de verschillende toezichthouders leveren een belangrijke bijdrage aan het vertrouwen van investeerders, ondernemingen en consumenten.

Het toezicht op de financiële sector is dan ook enorm. Overigens lijkt deze omvang gerechtvaardigd gezien de grote impact van de sector op de economie en de mate waarin de sector afhankelijk is van vertrouwen (trust). Kijken we naar de impact op de economie, dan geldt enerzijds dat wanneer financiële instellingen minder krediet verstrekken er minder wordt geïnvesteerd. Dat heeft direct gevolgen voor de economische groei. Anderzijds is het te genereus verstrekken van krediet ook niet wenselijk. De kans bestaat dan dat ook meer risicovolle leningen worden verstrekt en dat is op de lange termijn niet wenselijk. Dit geldt vooral voor situaties waarin financiële instellingen zich niet bewust zijn van de hogere risico's (of een te lage vergoeding vragen voor de risico's die zij nemen), bijvoorbeeld bij een (te) beperkte selectie aan de poort.

Zoals reeds aangegeven is vertrouwen van groot belang voor de financiële sector. Om vertrouwen te winnen en te behouden dienen financiële instellingen deugdelijke producten te verkopen en wenselijk gedrag te vertonen. Dit deel van het toezicht (gedragstoezicht) wordt in Nederland uitgevoerd door de AFM. Zij is betrokken bij het opstellen van bijvoorbeeld gedragscodes voor financiële instellingen en financiële bijsluiters voor samengestelde financiële producten.

Daarnaast is er ook prudentieel toezicht. Dat is er op gericht om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen. In Nederland is DNB hiervoor verantwoordelijk. Hier gaat het onder andere om de vraag hoeveel liquiditeit een financiële instelling aan moet houden en welke verhouding tussen vreemd en eigen vermogen wenselijk/toelaatbaar is.

Mede ingegeven door de toegenomen internationale verwevenheid in de financiële sector zijn er ook internationale afspraken waar alle financiële instellingen aan moeten voldoen. Deze afspraken worden door verschillende nationale toezichthouders gemaakt in het Bazels Comité voor banktoezicht. Om de weerbaarheid van het bankensysteem te vergroten zijn de internationale toezichtsregels recent aangepast. Deze aanscherping wordt aangeduid als Bazel III.

Meer inhoudelijk brengt Bazel III de financiële sector strengere regels voor het kapitaal en de liquiditeit van banken (DNB kwartaalbericht dec 2010). Zo worden bestaande eisen aangescherpt en aangevuld met nieuwe criteria. In de toekomst gelden er strengere eisen voor het kernkapitaal. Uitsluitend de hoogste kwaliteit (aandelenkapitaal en ingehouden winsten) kwalificeert dan nog. Andere meer hybride kapitaalsvormen worden dan niet meer geaccepteerd als kernkapitaal. Bovendien worden de kapitaalseisen aangescherpt en krijgen banken additionele financiële prikkels om extra buffers op te bouwen. Ook wordt het opbouwen van een overmatige schulddispositie tegengegaan en worden wereldwijde liquiditeitstandaarden geïntroduceerd om de financiële weerbaarheid van banken te verhogen. Meer informatie over de gevolgen van Bazel III is te vinden op de website van DNB (www.dnb.nl).

Naast dit partiële toezicht op individuele banken komt er ook meer geïntegreerd toezicht op banken die vallen onder de noemer: too-important-to-fail. Dit houdt in dat een dergelijke bank niet failliet kan

gaan, maar vanuit trust-overwegingen zal worden opgevangen door de overheid. Momenteel wordt nader bekeken hoe deze systeemrelevante banken nu al financieel kunnen bijdragen aan de kosten van een mogelijk toekomstige reddingsactie. Dit proces kan leiden tot de invoering van een zogenaamde Tobin-tax, waarbij transacties van obligaties en aandelen worden belast.

2.2.4 Overheden en toezichthouders grijpen in

De FED verlaagde als een van de eerste haar beleidstarief. Het duale mandaat van de FED geeft haar de mogelijkheid om op deze wijze op te treden en de werkgelegenheid te stimuleren. De ECB richt zich primair op prijsstabiliteit en heeft daarmee beperktere mogelijkheden om stimulerend in te grijpen in het economische proces. Desalniettemin verlaagde ook de ECB in een gecoördineerde actie met andere centrale banken haar beleidstarief, later gevolgd door verdere verlagingen. Dit was echter pas nadat de inflatie in de Eurozone afnam. Bovendien was de daling van het ECB-beleidstarief in de Eurozone kleiner dan die van de FED en de laagste stand van het ECB-beleidstarief ook hoger dan in Amerika. Voor de ECB bleef de ontwikkeling van de inflatie de belangrijkste graadmeter voor het door haar vastgestelde beleidstarief. Ondanks de verschillen in mandaat is de bereidheid tot internationale samenwerking tussen centrale banken door de kredietcrisis toegenomen (Bernanke 2010).

Door het lagere beleidstarief konden Europese financiële instellingen goedkoper geld aantrekken bij de ECB. Ook werden de voorwaarden van deze ECB-leningen versoepeld. Dat was vooral gunstig voor financiële instellingen met een toenemende liquiditeitsbehoefte. Daarnaast waren veel financiële instellingen echter ook op zoek naar langlopend kapitaal. Het eigen vermogen van veel financiële instellingen had door de kredietcrisis namelijk flinke klappen opgelopen en dit moest vanuit stabiliteitsoverwegingen worden aangevuld. Dit kan bijvoorbeeld door de verkoop van bedrijfsonderdelen. Er waren echter geen of nauwelijks (potentiële) kopers in de markt. Het ontbrak hen aan vertrouwen, omdat de risico's niet transparant waren. Bovendien hadden ook zij te lijden van vermogensafname door de kredietcrisis. Daarnaast was ook het uitgeven van nieuwe aandelen nauwelijks een optie. Ook hier ontbrak het (nieuwe) investeerders aan vertrouwen. Aangezien de geldmarkt slechts vreemd vermogen met een korte looptijd verschaft was het van groot belang dat financiële instellingen ook toegang kregen tot extra risicodragend kapitaal in de vorm van eigen vermogen.

Gebeurde dat niet, dan zouden er financiële instellingen failliet gaan. Door de grote hoeveelheid transacties tussen financiële instellingen onderling betekent het omvallen van de ene financiële instelling verlies voor de andere financiële instelling. Door dit mechanisme kan een domino-effect ontstaan, waarbij eerst de zwakste instellingen omvallen, waarna ook andere op voorhand minder zwakke instellingen volgen. Een dergelijke ontwikkeling dient ten allen tijden voorkomen te worden.

Overheden en toezichthouders stonden voor een lastig dilemma: moesten zij ingrijpen, en zo ja, op welke wijze? Enerzijds werkt het ongelimiteerd opvangen van financiële instellingen risicozoekend gedrag bij hen in de hand. Uiteindelijk draaien zij namelijk niet zelf voor de kosten op, maar de belastingbetaler. Dat zou een verkeerd signaal afgeven naar de markt. Anderzijds brengt het faillissement van een financiële instelling grote gevolgen met zich voor spaarders met vermogen dat niet wordt gedekt door een depositogarantiestelsel. In deze spagaat hebben de Amerikaanse overheden en toezichthouders besloten om de investeringsbank Lehman Brothers failliet te laten gaan. Aangezien dit geen consumentenbank was werden de spaartegoeden van burgers hierdoor niet aangetast. Korte tijd na dit faillissement fuseerden de overgebleven investeringsbanken met een consumentenbank. Dit om meer faillissementen te voorkomen. Het signaal aan de markt was duidelijk. Ook banken kunnen failliet gaan. De risicopremies voor financiële instellingen stegen tot recordhoogten en vele consumentenbanken dreigden om te vallen.

Toezien hoe de financiële sector door gebrek aan kapitaal als dominostenen om zou vallen was geen

optie. Vooral de cruciale rol die de sector speelt in (i) de kredietverlening aan het bedrijfsleven en consumenten, (ii) het betalingsverkeer en vertrouwen (trust) in de daaraan gekoppelde munteenheid en (iii) de spaartegoeden van huishoudens waren belangrijke motieven voor nationale overheden om massaal in te grijpen. Mondiaal werden vallende banken genationaliseerd en andere wankelende financiële instellingen (tijdelijk) voorzien van vaak aanzienlijke kapitaalinjecties. De ontstane gaten op de balansen konden zo gedicht worden.

In Nederland (en de rest van de Eurozone) werd bovendien in allerijl het depositogarantiestelsel opgetrokken tot € 100.000. Met deze actie werd voorkomen dat ook financiële consumenten het vertrouwen in (enkele) financiële instellingen zouden verliezen en een zogenaamde “bankrun” zou ontstaan. Deze maatregel bleek effectief voor de systeembanken. Tevens kon het gebruikelijke betalingsverkeer van huishoudens hierdoor normaal doorgang vinden.

Aanvullend werden financiële instellingen aangespoord om de kredietverlening aan het bedrijfsleven niet te beperken, om zo een zogenaamde “credit crunch” te voorkomen. Kort gezegd worden investeringen dan niet uitgevoerd omdat er geen of onvoldoende krediet beschikbaar is. Dat zou immers de toch al zwakke economie extra schaden. Na de val van Lehman Brothers heeft deze situatie zich kortstondig voorgedaan. De periode was echter beperkt. Door de reeds ingezette groeivertraging en de daarop volgende recessie nam de investeringsbereidheid bij het bedrijfsleven namelijk af. Wel verstrekten banken vooral aan het begin van de kredietcrisis meer krediet dan daarvoor, maar dat was vooral een gevolg van substitutie-effecten. Zo gebruikten bedrijven bestaande kredietlijnen om hun liquiditeitsproblemen te ondervangen en/of gingen zij onderhandse leningen aan. Het uitgeven van aandelen en/of bedrijfsobligaties bleek voor de meeste ondernemingen namelijk geen reëel alternatief. Alleen al de signaalwerking ervan naar de markt (mogelijke liquiditeitsproblemen) zou het vertrouwen van huidige en potentiële investeerders schaden, met een (aanzienlijke) koersdaling tot gevolg. Bovendien was het zeer de vraag of het verlangde kapitaal in omvang ook daadwerkelijk opgehaald kon worden op de openbare markt. Deze onzekerheden leidden tot relatief weinig vertrouwen (confidence) in de primaire aandelenmarkt en de openbare kredietkanalen. Op termijn nam de investeringsbereidheid bij het bedrijfsleven verder af en was er nauwelijks nog financiële ruimte in de bestaande kredietlijnen, waardoor ook de kredietverlening van financiële instellingen aan het bedrijfsleven afnam. Deze ontwikkeling is echter nauwelijks te betitelen als een “credit crunch”, aangezien vooral ook de afname van de vraag naar krediet een aanzienlijke rol heeft gespeeld bij de afname van de kredietverlening.

2.2.5 De reële economie wordt geraakt

Door de financiële crisis kregen ook niet-financiële instellingen het moeilijk. De internationale handel nam af en dat blijft niet zonder gevolgen voor een open economie als de Nederlandse. De buitenlandse vraag naar Nederlandse producten daalde, de productie werd naar beneden bijgesteld en de bezettingsgraad van de productiecapaciteit nam af. Vele bedrijven ontsloegen personeel, waardoor de werkloosheid toenam en daarmee ook de kosten van ons sociale vangnet. Deze kosten kwamen deels weer bij de nationale overheid terecht. Anticiperend op deze ontwikkeling introduceerde de Nederlandse overheid deeltijdontslag voor gekwalificeerd personeel. Hiermee kregen bedrijven de mogelijkheid om tijdelijk een korte periode van tegenvallende vraag te overbruggen. Deze maatregel heeft er mede toe bijgedragen dat de Nederlandse werkloosheid minder snel is gestegen dan vooraf werd verwacht. Bovendien zijn zo belangrijke zoekkosten naar nieuw personeel wanneer de vraag weer aantrekt voorkomen.

Bovendien kwamen, in navolging van de financiële sector, uit vele branches verzoeken om overheidsingrijpen. Een breed scala aan lastenverlagingen en andere “wenselijke maatregelen” passeerden de revue. Ook vanuit de voor de woningmarkt belangrijke bouwsector werden voorstellen gedaan, evenals uit de woningmarkt zelf. In de door de overheid uiteindelijk gepresenteerde

crisismaatregelen lijkt het erop dat zij zich primair heeft laten leiden door het werkgelegenheidsargument. Daarmee heeft zij vooral defensief geïnvesteerd in het enerzijds waarborgen van de overheidsinkomsten (inkomstenbelasting) en anderzijds het voorkomen van hogere lasten elders in de overheidsuitgaven (hogere sociale lasten). Dit lijkt achteraf een slimme keuze. Veel oproepen tot ingrijpen werden hierdoor niet gehonoreerd, maar de werkgelegenheid bleef zo veel mogelijk op peil en de overheidsfinanciën, gezien de omstandigheden, relatief op orde. Zeker in vergelijking met andere landen.

Overigens is het van belang te onderkennen dat deze Nederlandse strategie niet zonder meer te kopiëren is naar andere landen. Aangezien Nederland een open economie heeft vindt relatief veel van de Nederlandse bedrijvigheid zijn oorsprong in het buitenland. De Nederlandse economie is daarmee relatief gevoelig voor de omvang van internationale handelsstromen. Trekt de Nederlandse economie aan, dan wordt dat vaak eerst veroorzaakt door een toename van de export, gevolgd door extra investeringen vanuit het bedrijfsleven en pas als derde in de rij neemt ook de consumptie van huishoudens toe. Het stimuleren van de binnenlandse vraag heeft daarom in Nederland relatief weinig effect. Door de open economie stromen de voordelen van beleid namelijk relatief eenvoudig naar het buitenland. Voor meer gesloten economieën en/of economieën met een grotere thuismarkt is het stimuleren van de binnenlandse vraag een effectiever middel om de eigen economie te stimuleren. Bovendien profiteert de open Nederlandse economie indirect ook van buitenlandse stimuleringsmaatregelen. Het is daarom van groot belang om de werking van de eigen economie te kennen en niet zonder meer hetzelfde (vaak stimulerende) beleid te voeren als in de grotere westerse landen.

De Amerikaanse overheid heeft bijvoorbeeld in verschillende investeringsronden de eigen economie met vele honderden miljarden dollars gestimuleerd. Vele Europese overheden volgden dit voorbeeld. Wel waren deze investeringspakketten beperkter in omvang. Deze investeringen dienden vooral om vraaguitval en de daarmee gepaard gaande opmaat naar een neerwaartse spiraal te voorkomen. Een hogere werkloosheid leidt immers weer tot minder vraag, aangezien werklozen over het algemeen minder (kunnen) besteden. Bovendien besteden werkenden ook minder in financieel onzekere tijden. Anticiperend op eventuele financiële problemen in de toekomst gaan zij meer sparen.

Al deze inspanningen door overheden hebben een wereldwijde recessie (twee aaneengesloten kwartalen negatieve groei) echter niet kunnen voorkomen. Wel bleef het productieniveau mede door de vele overheidsmaatregelen hoog. Desondanks nam de werkloosheid toe, vreesden velen ontslag, nam de vraag af en de spaarquote toe.

2.2.6 Gevolgen voor nationale overheden

Kenmerkend voor de kredietcrisis is dat veel van de financiële problemen werden doorgeschoven. Uiteindelijk werd in veel landen een groot beroep gedaan op de financiële weerbaarheid van de nationale overheden. Veel overheden waren met succes in staat om de zo wenselijke stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen en de nationale economie te behoeden voor een depressie. De prijs was echter hoog. Begrotingstekorten in vele westerse landen liepen op, evenals de staatsschuld van vele landen. Bovendien waren de financiële tegenslagen nog niet voorbij. Na de Amerikaanse woningeigenaren, de hypotheekbanken, het internationale financiële systeem en de mondiale economische groei, bleken ook bepaalde landen het slachtoffer te worden van de kredietcrisis. De financiële klap die de kredietcrisis eurozonelanden als Griekenland, Ierland en Portugal gaf, leek hen fataal te worden. Zij waren niet meer zelfstandig in staat om aan hun financiële verplichtingen te voldoen.

Box 5: Stabiliteit van landen

Naast financiële instellingen trekken ook landen kapitaal aan op de internationale kapitaalmarkt. Ook zij krijgen een waardering van rating agencies, die mede van invloed is op het niveau van het rente, waarvoor het betreffende land kan lenen. Over het algemeen is dit tarief relatief laag, omdat er vaak vanuit wordt gegaan dat landen niet failliet kunnen gaan. Dat zou immers impliceren dat alle inwoners failliet zouden zijn, aangezien de overheid het recht heeft om ongelimiteerd belasting te heffen. In de praktijk zal het niet snel zo ver komen, gezien de sociale onrust die dit veroorzaakt. Wanneer landen niet aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen worden oplossingen vaak gezocht in herstructurering van de uitstaande schuld. Mogelijke uitwegen zijn dan het verlengen van de looptijd van de schuld, het verlagen van de rentevergoeding en/of het (deels) kwijtschelden van schuld.

Solide overheidsfinanciën zijn dus van groot belang voor nationale overheden. Zo blijkt uit wetenschappelijk onderzoek dat de economische groei in landen met een schaatsschuld, groter dan 90% van het BBP, gemiddeld lager is (Reinhart & Rogoff 2010). Het gemiddelde verschil is meer dan 1%. Daarnaast is het voor landen met hoge overheidsschulden van belang om toegang te houden tot de internationale kapitaalmarkt. In het meest ongunstige geval loopt de verlangde staatsrente hoog op en daalt de waardering van de rating agencies naar junk-status. In een dergelijke situatie heeft een land feitelijk geen toegang meer tot de internationale kapitaalmarkt. Dit impliceert dat er in de overheidsfinanciën geen ruimte meer is voor een begrotingstekort.

In (aanloop naar) deze situatie kunnen beleidsmakers beslissen om de waarde van de munt te devalueren. Dit is gunstig voor de economische activiteit. Immers, de export van goederen en diensten naar het buitenland wordt hierdoor goedkoper en dat is gunstig voor de productie en de daaraan gekoppelde investeringen en werkgelegenheid. Een belangrijke voorwaarde voor de werking van dit mechanisme is wel dat er elders in de wereld vraag is naar de in het devaluerende land geproduceerde goederen. Is hier aan voldaan, dan kan op termijn ook de binnenlandse consumptie hiervan profiteren. Het spreekt voor zich dat een toename van de economische activiteit gunstig is voor de overheidsfinanciën. Een groot deel van de inkomsten van nationale overheden is namelijk gebaseerd op het heffen van belastingen over economische activiteiten. Voor een land met (dreigende) betalingsproblemen is het dus gunstig om de nationale munt te devalueren om zo de economische activiteit te stimuleren. Dit zal de kredietwaardigheid van het land ten goede komen. Voorwaarde is wel dat de uitstaande schulden niet uitstaan in vreemde valuta (bij devaluatie loopt de schuld anders op).

Alternatief voor devaluatie is ingrijpen in de inkomsten en/of uitgaven van de overheid. Dit is echter niet eenvoudig. Immers, extra inkomsten voor de overheid betekenen extra lasten voor bedrijven en consumenten. De toch al lagere economische activiteit wordt hierdoor verder onder druk gezet. Echter, ook bezuinigen op de overheidsuitgaven blijft niet zonder gevolgen. De invoering van forse bezuinigingen in korte tijd leiden waarschijnlijk tot een lager binnenlands investerings- en consumptieniveau. Aanzienlijke financiële ombuigingen hebben daarmee ook een negatief effect op de economische activiteit. Bovendien is het risico van sociale onrust niet denkbeeldig en is de kans groot dat huishoudens geneigd zijn meer te sparen (appeltje voor de dorst) dan te consumeren (stimuleren economie). In een dergelijke situatie doet een overheid er vanuit economisch perspectief goed aan activiteiten met relatief weinig uitstralingseffecten naar de reële economie (eventueel tijdelijk) minder te subsidiëren of zwaarder te belasten. Grotere fundamentele beleidsveranderingen lenen zich meer voor perioden van hoogconjunctuur. De praktijk leert echter dat juist een crisis dwingt tot veranderingen om onhoudbare onevenwichtigheden (bijvoorbeeld in de overheidsfinanciën) aan te pakken. De negatieve aanleiding en urgentie van de problemen creëert ook draagvlak voor veranderingen onder de bevolking. Desalniettemin heeft het duidelijk de voorkeur het dak te repareren als de zon schijnt.

Overigens verdient het aanbeveling om in tijden van economische voorspoed financiële buffers op te bouwen. Dat komt de stabiliteit van de overheidsfinanciën ten goede, waardoor in economisch mindere tijden niet overhaast financieel pijnlijke maatregelen genomen hoeven te worden. Dit biedt echter geen garantie dat de overheidsfinanciën niet in zwaar weer kunnen belanden. Immers, bij krimp neemt de economische activiteit af, waardoor de belastinginkomsten van de overheid dalen. Bovendien is de kans groot dat de werkloosheid oploopt en daarmee ook de overheidsuitgaven. Door deze systematiek in de overheidsfinanciën verslechtert het begrotingstekort automatisch ten tijde van economische krimp. Het aanhouden van financiële buffers voor economisch mindere tijden en het stimuleren van economische activiteit (werk, werk, werk) zijn belangrijke voorwaarden voor solide overheidsfinanciën.

Omdat bepaalde eurolanden hun financiële verplichtingen niet meer na kunnen komen is internationaal ingrijpen gewenst. Voor de introductie van de euro volstond de devaluatie van de munteenheid van het betreffende land. Landen uit de eurozone hebben echter afstand gedaan van deze optie. Door de financiële problemen lopen de renteversillen tussen Griekse en Duitse staatsobligaties op tot recordhoogte. De onderlinge afspraak dat elk Euroland verantwoordelijk zou blijven voor de eigen financiële verplichtingen blijkt hierdoor niet houdbaar. Nationale overheden uit de eurozone die niet zonder financiële steun verder kunnen worden opgevangen en ontvangen (langlopende) leningen. Er wordt een Europees vangnet gecreëerd, dat bestaat uit een fonds waaruit Eurolanden met financiële problemen kunnen putten. Dit fonds is financieel voordelig voor vele betrokkenen. Het land met financiële problemen kan voordeliger lenen dan op de geld- en kapitaalmarkt en financieel sterke landen ontvangen een hogere rente dan zij betalen op hun eigen staatsobligaties. Wel staat daar tegenover dat zij verhoogd risico lopen op het uitgeleende kapitaal. De kans op terugbetaling bij multilaterale overeenkomsten is echter groter dan bij financiering via de kapitaalmarkt, omdat de rentepercentages op de vrije markt hoger zijn. Bovendien kunnen en worden bij multilaterale reddingsacties afspraken gemaakt over de inrichting van de financiële huishouding van een land. Ex post kan een lagere rente dan de marktrente op deze wijze gerechtvaardigd worden. Achteraf worden de onderlinge afspraken tussen de Eurolanden aangepast om dit onder tijdsdruk gecreëerde tijdelijke vangnet een meer structureel karakter te geven.

Wel kleeft er een belangrijk risico aan dit Europese vangnet. Het gaat er immers van uit dat de financieel sterkere landen in staat zijn om de financieel minder sterke landen op te vangen. Echter, ook de sterkere landen hebben vaak al extra geïnvesteerd in hun eigen financiële sector en hun nationale economie gestimuleerd. Met dit systeem is het opvangen van één of enkele landen gewaarborgd, maar het aantal op te vangen landen is zeker gelimiteerd. Het spreekt voor zich dat niet alle landen financieel opgevangen kunnen worden. Beeldend is het systeem vergelijkbaar met een groep alpinisten, die onderling verbonden zijn met een touw. Zodra er één valt kan het systeem redding brengen. Vallen er meer dan neemt de kans toe dat de financieel sterkere landen ook in financiële problemen komen. De onderlinge solidariteit zal dan sterk op de proef worden gesteld. Meer politieke convergentie binnen de Eurozone lijkt daarom wenselijk. Een sterk nationaal georiënteerde visie op Europa is echter niet gunstig voor de zo wenselijke politieke convergentie.

Box 6: Introductie van de euro

Met de introductie van de euro hebben de deelnemende landen afstand gedaan van de mogelijkheid om in economisch mindere tijden de nationale munt te devalueren en zo de nationale economie te stimuleren. Sindsdien waakt de ECB over de prijsstabiliteit van de euro. Dat kan niet zonder invloed op de nationale begrotingen. De Eurolanden hebben daarom onderling afspraken gemaakt. Het zogenaamde "Pact voor Stabiliteit en Groei" geeft regels voor de begrotingsdiscipline van de eurolanden. Kort gezegd komt het er op neer dat (i) het begrotingstekort (= tekort op de

overheidsbegroting) niet meer dan 3% van het BBP mag bedragen en (ii) de staatsschuld (= totale overheidsschuld) niet groter mag zijn dan 60% van het BBP. Bij overtreding van deze regels kunnen sancties volgen. Dat gebeurt echter niet als de overschrijding tijdelijk is of als die wordt veroorzaakt door uitzonderlijke omstandigheden. De praktijk leert echter dat veel van de overschrijdingen hieronder vallen. De oplopende begrotingstekorten door de kredietcrisis zijn hiervan een goed voorbeeld.

Overigens is het effect van financiële sancties in de loop van de tijd niet eenduidig. Onomstreden is de positieve preventieve werking ervan. Krijgt een land echter met financiële problemen te maken, dan verergeren de sancties de financiële problemen van het betreffende land. Daarmee zijn financiële sancties niet constructief op het moment dat problemen zich voordoen. Worden ze dan echter niet opgelegd, dan zijn ze niet meer geloofwaardig en verdwijnt de positieve preventieve werking.

Met betrekking tot het Pact voor Stabiliteit en Groei is het van belang te benadrukken dat het gebaseerd is op relatieve indicatoren ten opzichte van het BBP. Wanneer ten tijde van economische tegenwind de nominale omvang van het BBP afneemt heeft dat direct gevolgen voor deze indicatoren en daarmee ook voor de overheidsfinanciën. In de huidige systematiek leidt dat zowel tot een beperking van de nominale begrotingsruimte als tot een verhoging van de relatieve staatsschuld, zonder dat deze in nominale zin verandert. Uiteraard geldt in tijden van economische voorspoed hetzelfde effect in omgekeerde richting. Deze effecten lijken tegengesteld aan het meer wenselijke stimuleringsbeleid van nationale overheden ten tijde van economische krimp. De werking van dit mechanisme ondersteunt de oproep elders in dit hoofdstuk tot het opbouwen van extra financiële buffers ten tijde van economische voorspoed/groei.

Daarnaast hebben de Eurolanden onderling afgesproken dat elk land verantwoordelijk blijft voor de eigen financiële situatie en dat geen onderlinge financiële steun wordt gegeven aan landen met financiële problemen (no-bail-out-clausule). Uitgaande van deze afspraak is het eigenlijk vreemd dat kort na de euro-introductie de rentetarieven op staatsleningen van de eurolanden convergeerden. Waarschijnlijk is deze ontwikkeling ingegeven door de vooraf aangekondigde begrotingsdiscipline. Door de zelf opgestelde begrotingsregels echter niet na te komen is het vertrouwen (trust) van investeerders geschaad. Achteraf blijkt dat de convergentie van de rentetarieven op staatsleningen van de eurolanden gebaseerd is geweest op misplaatst vertrouwen van investeerders. Inmiddels zijn de verschillen tussen de rentetarieven op staatsleningen van eurolanden flink toegenomen. Bovendien hebben de betalingsproblemen van Griekenland pijnlijk duidelijk gemaakt dat de no-bail-out-clausule niet houdbaar is. Sterker nog, onderlinge financiële solidariteit tussen de eurolanden bleek zeer wenselijk voor de stabiliteit van de euro. Kort na de financiële redding van Griekenland is daarom in allerijl een financieel vangnet opgericht om landen in financiële nood van voldoende financiële middelen te voorzien. Belangrijke voorwaarden voor kapitaalinjecties zijn structurele hervormingen van de overheidsfinanciën.

Overigens ligt het voor de hand dat investeerders in overheidspapier in de toekomst meer aandacht zullen besteden aan de financiële verschillen tussen de Eurolanden. Degelijk gefinancierde landen als Duitsland en Nederland zullen hierdoor naar verwachting structureel lagere rentes betalen dan andere minder kredietwaardige eurolanden. De rentetarieven op staatsleningen van eurolanden zullen daardoor na de kredietcrisis een grotere spreiding vertonen dan voor die tijd. Waarschijnlijk schuiven de staatsrentetarieven wat meer op in de richting van de situatie voor de euro-introductie. Wel is een groot verschil dat er toen geen financieel vangnet was in Europa.

De kredietcrisis maakt nogmaals pijnlijk duidelijk dat de naleving van het Pact voor Stabiliteit en Groei van groot belang is voor de geloofwaardigheid van de euro. De roep om sneller ingrijpen en strengere sancties neemt daarom toe. Temeer omdat nu tegen de afspraken in landen met financiële problemen opgevangen worden door de overige Eurolanden.

2.3 Scenario's

De financiële situatie van de meeste landen uit de eurozone is niet optimaal en slechter dan in het verleden. De kredietcrisis is dan ook de grootste crisis sinds de jaren'30 van de vorige eeuw. De wapenwedloop naar WOII gaf toen een belangrijke impuls aan de Europese economieën, al weten we ook dat deze tijdelijke economische impuls meer dan teniet is gedaan door de destructieve werking van de oorlog. Aanzienlijke investeringen in wapens of anderszins lijken nu geen reële optie, temeer omdat juist het hoge schuldniveau in combinatie met hoge begrotingstekorten van overheden de kern van het probleem vormen. Bovendien zijn de omstandigheden verre van ideaal. Denk daarbij vooral aan de vergrijzing en de relatief lage groeivoorzichten als gevolg van deleveraging.

Aan het eind van dit hoofdstuk schetsen we kort enkele scenario's van mogelijke toekomstige ontwikkelingen in de Eurozone. Het meest waarschijnlijke scenario is dat de eurozone in tact blijft en dat de sterkere Eurolanden de zwakkere Eurolanden en hun financiële sectoren opvangen. Een tweede veel minder geloofwaardig scenario is dat een of enkele zwakkere Eurolanden uit de euro stappen en een nieuwe eigen munt in het leven roepen en een derde scenario met de minste geloofwaardigheid is dat een of enkele sterkere Eurolanden uit de euro stappen en een eigen munt oprichten. We schetsen hieronder kort een beeld van de situatie die ontstaat binnen de geschetste scenario's.

2.3.1 Uittreden zwakkere Eurolanden

Uittredende landen komen voor grote problemen te staan. Er is geen munt en geen monetair beleid. Bovendien is het track record van het land negatief (te hoge schulden om binnen de euro te blijven). Hierdoor zal een nieuw te introduceren munt een aanzienlijke devaluatie ondergaan ten opzichte van de euro. Onder normale omstandigheden trekt dat investeerders aan, maar het negatieve track record belemmert deze positieve ontwikkeling. Uittredende zwakke landen zullen daarom naar alle waarschijnlijkheid voorlopig geen toegang hebben tot de openbare kapitaalmarkt. Het weer op orde brengen van de schuldpositie van de overheid zal ook dan prioriteit krijgen. Die weg zal verre van eenvoudig zijn. Temeer ook omdat het geldmarktrente-instrument niet veel stimuleringsmogelijkheden biedt. Ondanks de recente verhoging van de beleidsrente door de ECB, is deze vanuit historisch perspectief nog steeds bijzonder laag. Bovendien luidt de uitstaande schuld van deze landen in euro's. Bij een combinatie van uittreding en devaluatie van de nieuw te vormen munt is een forse herstructurering waarschijnlijk noodzakelijk. Hierdoor loopt de financiële sector opnieuw klappen op (extra gaten in balansen) en de vraag is wie dat probleem op gaat vangen. Kortom, ook zonder druk vanuit de andere Eurolanden zal een uittredend Euroland drastisch moeten bezuinigen. Deze optie is daarom verre van aantrekkelijk voor zwakkere Eurolanden.

Ook voor de sterkere Eurolanden is deze ontwikkeling verre van positief te noemen. Uittreden van een zwakker Euroland zou een zwarte dag betekenen voor de diepere beginselen die hebben geleid tot de introductie van de euro; de Europese integratie en creatie van een interne markt. Het spreekt voor zich dat dit geen gunstig scenario is voor de woningmarkt. Nieuwe gaten in bankbalansen brengen mogelijk/verschijnlijk nieuwe overheidsinterventies met zich mee. Daarmee volgt in feite een nieuwe ronde van de kredietcrisis. Dat is niet gunstig voor de overheidsfinanciën, de inkomens en de kredietverlening aan bedrijven en consumenten. Bovendien blijven ook trust en confidence in dit scenario onder druk staan.

2.3.2 Uittreden sterkere Eurolanden

Deze mogelijkheid is niet erg waarschijnlijk. De sterkere Eurolanden fungeren momenteel al als veilige haven voor het relatief veilig parkeren van vermogen. De rente op Duits en Nederlands staatspapier is ook nu al laag. Bovendien geldt ook voor deze landen dat er geen alternatieve munt is evenmin als een nationaal monetair beleid. Er is geen negatief track record, zoals bij de zwakkere Eurolanden. Wel worden de voordelen van de interne markt bij uittreding deels teniet gedaan. Dit is vooral nadelig voor relatief kleine Eurolanden met een open economie, zoals Nederland. Het is waarschijnlijk dat de economische groei nadelig wordt beïnvloed door een lagere export naar de achtergebleven landen uit de Eurozone. Een eventuele uittreding van Duitsland uit de Eurozone is ronduit ongeloofwaardig. Al is het alleen maar door de zetel van de ECB in Frankfurt. Bovendien geldt ook hier dat de Duitse economie beslist geen baat heeft bij een dergelijke ontwikkeling. Een dergelijke stap leidt tot diepe wonden in het onderlinge vertrouwen tussen landen. Ook hier geldt dat uiteindelijk niemand baat heeft bij een afname van het onderlinge vertrouwen (trust).

Ook dit scenario is niet gunstig voor de woningmarkt. Dat komt vooral door de verwachte afname van de export en de daarmee gepaard gaande lagere economische groei en mogelijk/waarschijnlijk zelfs krimp. De werkloosheid kan in dit scenario oplopen en de inkomensgroei komt zeker onder druk te staan door een gebrek aan vraag en de daarmee verbonden afname van de bezettingsgraad. Ook zullen de investeringen in dit scenario nog een keer afnemen. Bovendien is in dit scenario waarschijnlijk dat de waarde van de euro daalt (de sterke landen treden immers uit), waardoor de concurrentiepositie van de sterkere landen verslechtert. Dit effect versterkt de groeivertraging.

2.3.3 Zwakkere Eurolanden worden opgevangen door de sterkere Eurolanden

Zoals reeds aangegeven is dit scenario het meest waarschijnlijk. Geen van de Eurolanden heeft op de lange termijn baat bij het uittreden van Eurolanden. Bovendien is de kredietcrisis een prachtige mogelijkheid om te laten zien hoe diep de wens van de Eurolanden is om de euro tot een succes te maken. Wanneer de huidige problemen worden overwonnen, dan is de euro geslaagd voor een van de zwaarste examens uit de geschiedenis. De kredietcrisis zal schrammen en builen achterlaten, maar die kunnen zeker op termijn genezen. Het niet verliezen van ledematen lijkt daarmee de belangrijkste opgave van de euro tijdens deze crisis. De politieke wil om de euro door deze test te loodsen is van groot belang voor het vertrouwen van investeerders in deze munt. Slagen voor deze vertrouwenstest (trust) zal de Eurolanden zeker geen windeieren opleveren. Dit zal vooral een positieve uitwerking hebben op de rente op staatspapier. Het spreekt voor zich dat de sterkere landen daardoor een lagere staatsrente betalen dan de zwakkere landen. De sterkere Eurolanden hebben dan immers aangetoond over gezonde overheidsfinanciën te beschikken. Bovendien zijn deze landen dan in staat gebleken om onverwachte externe lasten van andere Eurolanden over te nemen. Als dat uiteindelijk succesvol lukt kan dat investeerders vertrouwen geven en kunnen deze sterkere Eurolanden waarschijnlijk profiteren van een lage staatsrente. Dat geldt niet alleen nu, maar ook voor de toekomst.

Er kleven echter wel degelijk ook risico's aan de EMU in zijn huidige vorm. Een van de belangrijkste is dat het vooral een politiek 'experiment' is. Economisch gezien is het namelijk geen optimaal economisch valuta-gebied. Daarvoor zijn de verschillen tussen kortweg Noord en Zuid-Europa te groot. Zolang de politieke wil om van de euro een succes te maken overheerst, blijft de EMU in stand. Deze basis is echter fragiel, omdat de politieke wil in de loop van de tijd geen constante factor hoeft te zijn. In de Europese democratieën is die namelijk afhankelijk van de wil van de bevolking.

De uitkomst van dit scenario voor de woningmarkt is niet eenvoudig te duiden. Vooral omdat onduidelijk is wat het opvangen van landen en banken met betalingsproblemen de overige eurolanden gaat kosten. Ook hier geldt dat overheden (fors) zullen snijden in uitgaven en/of belastingen zullen

verhogen. Zeker op de korte termijn zal het investeringsklimaat onder druk blijven staan evenals de inkomensgroei. Wel blijven bedrijven in dit scenario profiteren van de voordelen van de interne markt en dat is gunstig voor de economische groei. Dat geldt zeker ook voor de langere termijn.

3 De Woningmarkt

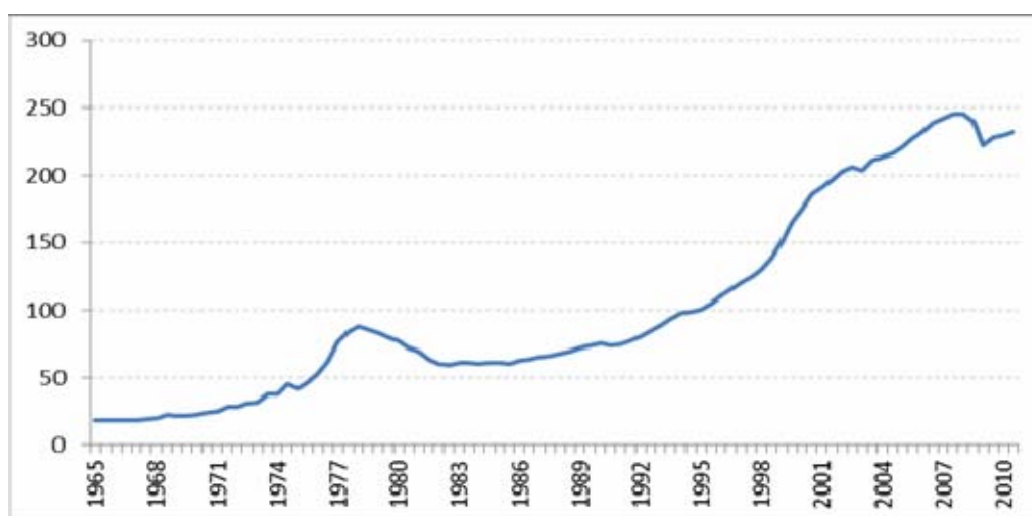
3.1 Inleiding

Om de relatie tussen economische ontwikkelingen, ontwikkelingen op de financiële markten en de woningmarkt duidelijk in beeld te kunnen krijgen, gaan we in dit hoofdstuk dieper in op de werking van de woningmarkt. Daarnaast bespreken we de ontwikkeling van de (koop)woningmarkt in Nederland in de afgelopen decennia.

3.2 Ontwikkelingen op de (koop)woningmarkt tot 2008

Na een economische crisis eind jaren zeventig en begin jaren tachtig van de vorige eeuw en een daarmee gepaard gaande crisis op de (koop)woningmarkt, is de prijs van koopwoningen vanaf medio jaren tachtig tot en met de eerste helft van 2008 nagenoeg onafgebroken gestegen (zie figuur 3.1 en 3.2).

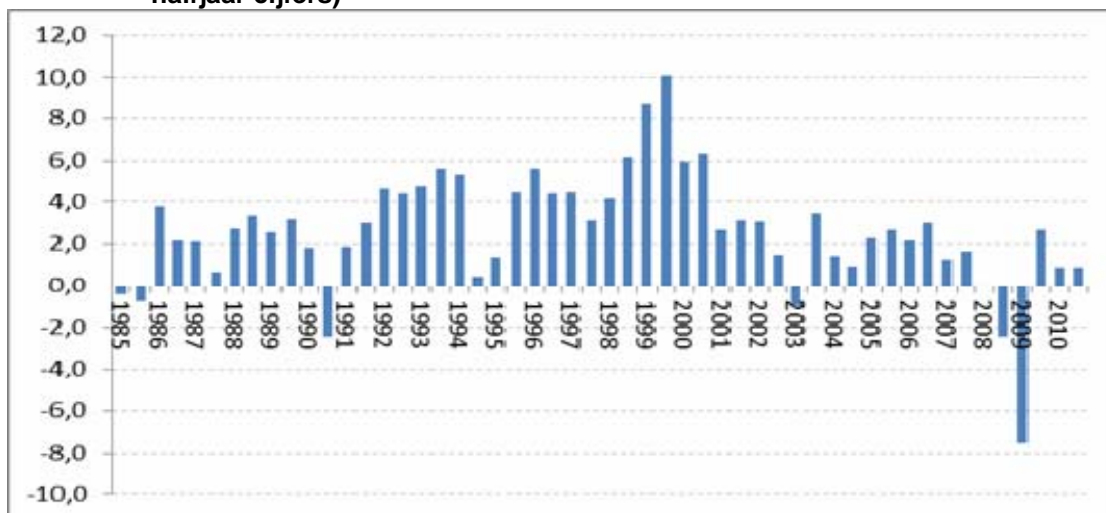
Figuur 3.1 Gemiddelde verkoopprijs (x €1.000) van bestaande koopwoningen, 1965-2010



Bron: NVM

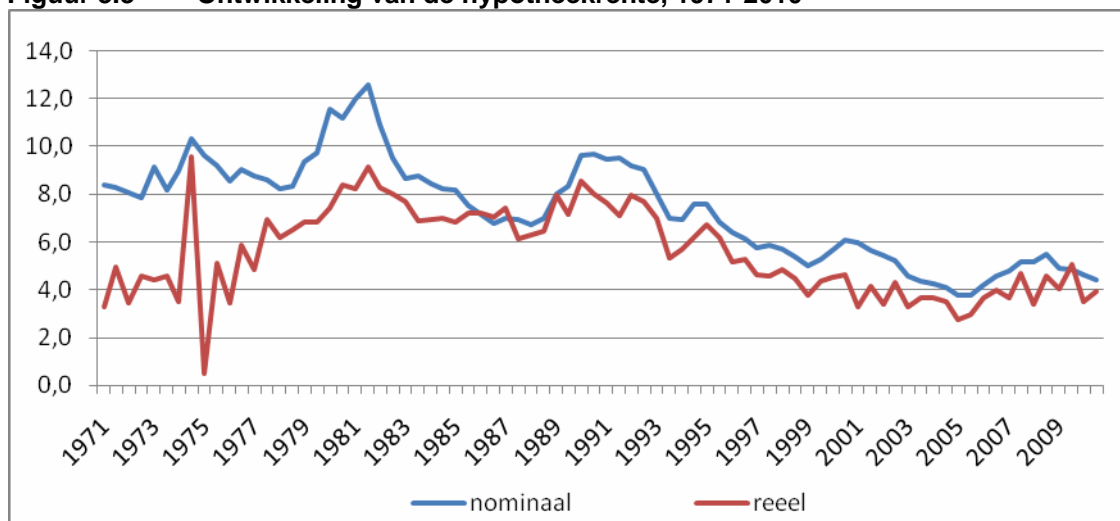
Aanvankelijk was de prijsstijging het gevolg van een herstel van de economie en de (koop)woningmarkt, met de daarbij behorende 'inhaalvraag'. Zo stegen vanaf 1985 de reële inkomens, de rente daalde, de bouw van gesubsidieerde huurwoningen werd teruggeschroefd en de huren werden verhoogd. Voor de bouw van nieuwe koopwoningen waren en bleven verschillende (eenmalige) subsidies beschikbaar. Bovendien werd medio jaren tachtig met de introductie van de spaarhypotheek een begin gemaakt met het 'optimaliseren' van het gebruik van de hypotheekrente aftrek.

Figuur 3.2 Mutatie van de gemiddelde verkoopprijs van bestaande koopwoningen (1986-2010, halfjaar cijfers)

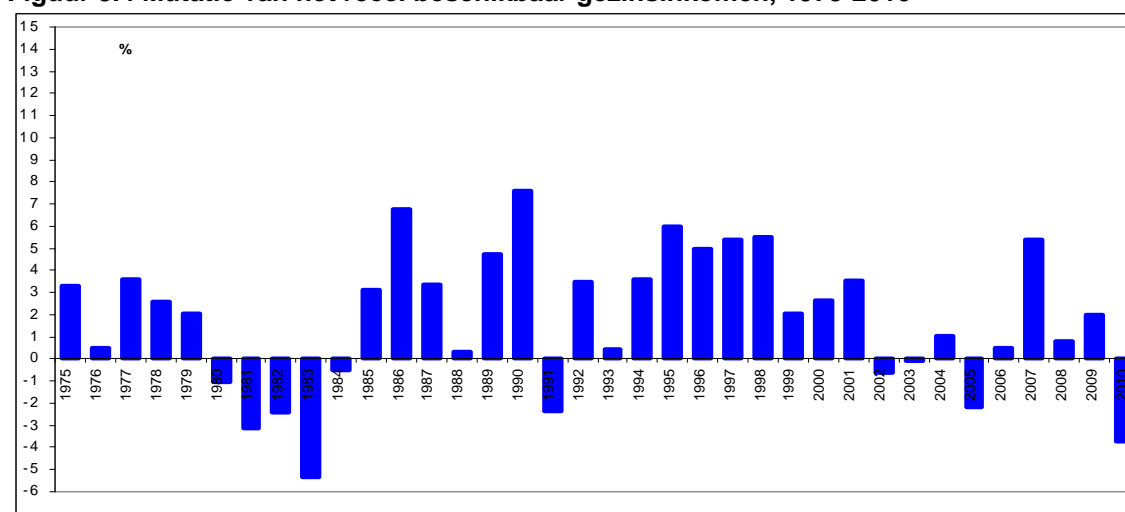


Bron: NVM

Figuur 3.3 Ontwikkeling van de hypotheekrente, 1971-2010



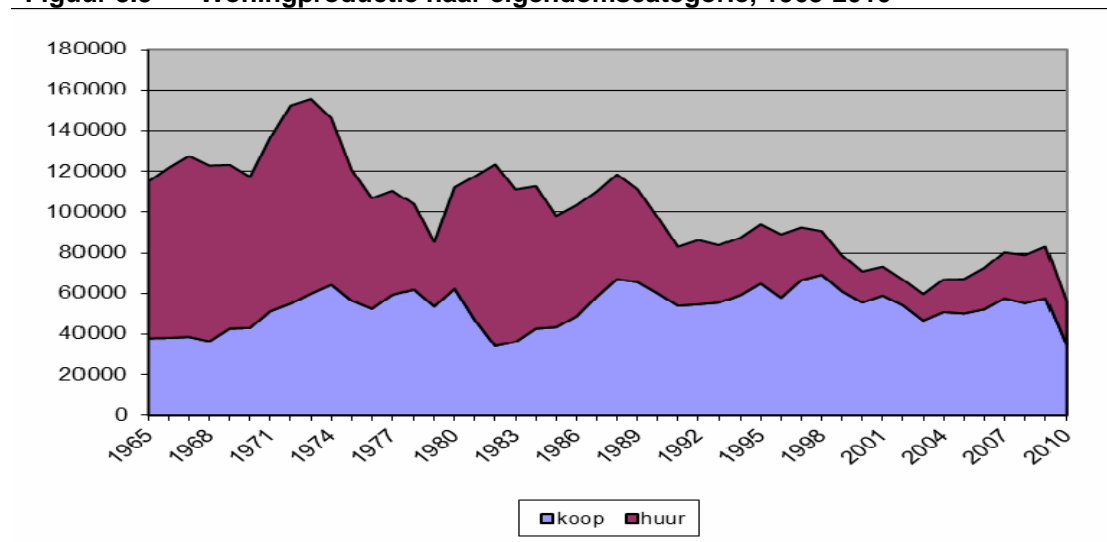
Figuur 3.4 Mutatie van het reëel beschikbaar gezinsinkomen, 1975-2010



Bron: CBS

Na een korte periode van zeer beperkte prijsstijgingen van koopwoningen aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw (zie figuur 3.2) als gevolg van door de Golfoorlog en de Duitse eenwording gestegen rente (zie figuur 3.3), was er in het vervolg van de jaren negentig sprake van forse prijsstijgingen. Deze periode werd gekenmerkt door dalende rente, stijgende (reële) inkomens (figuur 3.4) en een groot vertrouwen in de economie. De vraag naar koopwoningen steeg sterk en de productie van woningen bleef achter bij de toenemende vraag. Eind jaren negentig daalde de productie van zowel koop- als huurwoningen zelfs fors (zie figuur 3.5). Deze afname werd veroorzaakt door diverse aanbod beperkende factoren, zoals de keuze voor grootschalige en complexe (VINEX) uitbreidingslocaties, langdurige procedures en Europese regelgeving rond flora en fauna.

Figuur 3.5 Woningproductie naar eigendoms categorie, 1965-2010



Bron: CBS

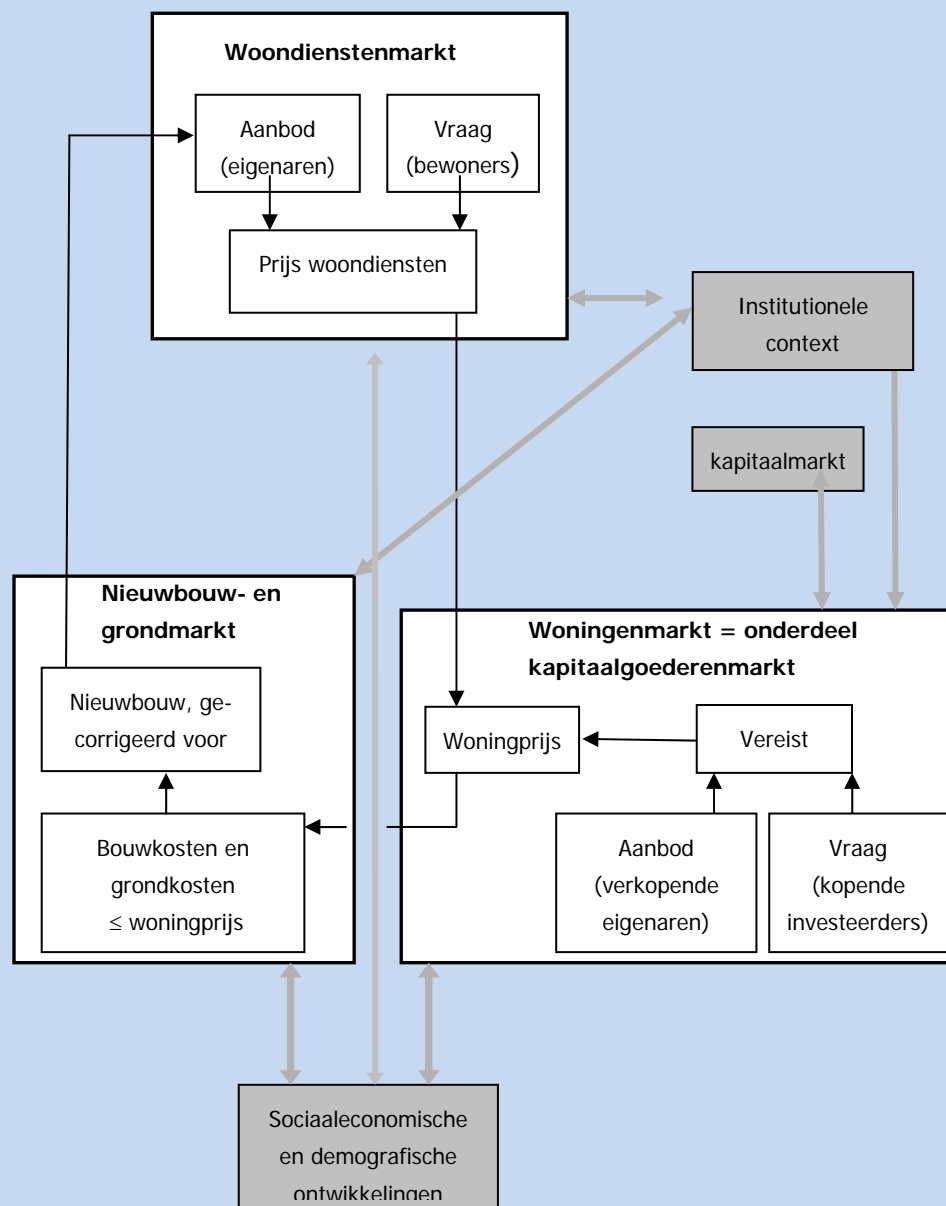
De achterblijvende woningproductie zorgde voor een extra druk op de woningprijzen. Naast de door de inkomensstijging en het groeiend aantal tweeverdieners toegenomen leencapaciteit werd deze prijsstijging gefaciliteerd door ruimere financieringsmogelijkheden, al dan niet in de vorm van nieuwe hypotheekproducten. Dit alles werd ingegeven door de liberalisering van de hypotheekmarkt begin jaren negentig van de vorige eeuw (Kleinman et al., 1998). Zo werd het begin jaren negentig mogelijk om een hypotheek af te sluiten op twee inkomens: de zogenaamde tweeverdienershypotheek. Later volgde de beleggingshypotheek en de (volledig) aflossingsvrije hypotheek. Bovendien werden de verstrekkingcriteria verruimd. De toegenomen concurrentie tussen hypotheekverstrekkers speelde hierbij een belangrijke rol. In combinatie met de lage rente zorgde dit ervoor dat hypotheekleningen steeds toegankelijker en goedkoper werden. Een belangrijke consequentie was een toename van de hoogte van de hypotheekleningen, zowel in relatie tot de waarde van de woningen (LTV) als in relatie tot het inkomen (LTI).

Box 7: De woningmarkt als markt van woningen en woondiensten

Een woning is zowel een investerings- als een consumptiegoed. Woningen hebben vanuit de eigenaar een investeringskarakter, terwijl er voor de bewoner sprake is van consumptie. Voor een eigenaar-bewoner geldt dat hij zowel investeerder als consument is. Op de woningmarkt zijn beide aspecten van een woning relevant. Daarbij kan een woning gezien worden als een investeringsgoed dat gedurende een groot aantal jaren woondiensten voortbrengt. Vanuit deze gedachte kan de woningmarkt worden beschouwd als twee met elkaar verbonden deelmarkten (zie figuur 3.6): een markt van woningen (als investeringsgoederen) en een markt van woondiensten (als consumptiegoederen). Op de ene markt staat de waarde van de woning centraal en het te behalen rendement op de investering, op de andere markt gaat het om de gebruikswaarde van de te consumeren woondienst (Haffner, 2011).

Het aanbod van woondiensten wordt bepaald door de aanwezige voorraad woningen. Op de korte termijn ligt deze voorraad vast, maar op de langere termijn kan de voorraad zich aanpassen via sloop en nieuwbouw (Dijk e.a. 2010). Hiermee kan een derde deelmarkt worden toegevoegd: de nieuwbouwwaardmarkt. Confrontatie van vraag en aanbod resulteert in een prijs voor woondiensten. Deze prijs voor woondiensten (de huurwaarde) leidt tot een prijs van een woning. Daarbij wordt de prijs van een woning bepaald door verwachte inkomsten (huurwaarde) minus de te maken kosten voor bijvoorbeeld onderhoud en afschrijving. Vanuit het investeringsperspectief maakt het zo niet uit of het om huur- dan wel koopdiensten gaat. Vanuit de investeerder gezien is het reële rendement in vergelijking met het rendement uit alternatieve investeringsmogelijkheden relevant. Dit bepaalt of er nieuw aanbod aan woningen en woondiensten wordt geproduceerd.

Figuur 3.6 Model van de woningmarkt geïnspireerd op Geltner en Miller (2001)



Bron: Haffner (2011)

Het aandeel van huurwoningen in de woningproductie nam af in de loop van de jaren negentig van de vorige eeuw en in de koopsector werd in toenemende mate 'aan de bovenkant van de markt' gebouwd. Dit bevorderde de doorstroming en daarmee het aantal transacties op de woningmarkt. Het Nederlandse woonbeleid omarmde deze doorstroommarkt. Het beleid was gericht op kwaliteitsverbetering en bouwen aan de bovenkant van de markt voor de hogere inkomensgroepen. De midden en lagere inkomensgroepen werden bediend met woningen die vrijkomen door de doorstroming.

De lage rente zorgde, in combinatie met de sterke prijsstijgingen en de hypotheekrenteaftrek, voor een vorm van een 'hefboom' op de woningmarkt: investeren met geleend geld in een woning leverde een behoorlijk indirect rendement op. De lage rente en de forse kooprijdsstijging maakten deze hefboom zeer lucratief zowel voor kopers als voor investeerders in huurwoningen. Voor particuliere verhuurders zorgde de forse waardeestijging van woningen voor een stijging van het indirecte rendement. Woningcorporaties zagen hun investeringscapaciteit stijgen. Bij verkoop van huurwoningen kon het (groter wordende) verschil tussen marktwaarde en bedrijfswaarde van woningen worden benut voor de financiering van investeringen.

Maar ook gemeenten profiteerden van de stijgende woningprijzen. Bij de uitgifte van grond voor de bouw van nieuwe woningen werd overgegaan van een op kosten gebaseerde planexploitatie naar een marktgeoriënteerde planexploitatie met een residuele waardebeoordeling van de grond. Omdat de waarde van woningen sterker steeg dan de bouwkosten, en de prijs van een nieuwe woning wordt vastgesteld op het niveau van de prijs van vergelijkbare bestaande woningen, konden de grondprijzen sterk stijgen. Dit leverde voor de gemeenten extra inkomsten op, waarmee maatschappelijke investeringen konden worden gefinancierd. Grondopbrengsten werden zo een belangrijke inkomstenbron voor gemeenten.

Tenslotte zorgde de waardeestijging van bestaande woningen ervoor dat het voor de overheid mogelijk werd om aanvullende eisen te stellen aan de bouw van nieuwe woningen, zoals levensloop bestendig bouwen (luie trappen), het verhogen van de plafonds en het aanscherpen van de EPC-norm. De hiermee samenhangende extra investeringen konden niet altijd zonder meer worden vertaald naar een hogere verkoopprijs, omdat veel consumenten niet bereid waren voor deze extra kwaliteit de bijbehorende meerprijs te betalen. Maar omdat de waardeestijging van bestaande woningen veel groter was dan de toename van de bouwkosten, en de prijs van bestaande woningen in een voorraadmarkt richtinggevend is voor de prijs van nieuwe woningen, werd het bouwen van nieuwe woningen winstgevend. Een deel van deze winst werd door gemeenten 'afgeroomd' via de grondprijzen, maar ook de hiervoor genoemde aanvullende eisen van de overheid konden uit dit residu worden gefinancierd.

Box 8: Een imperfect functionerende woningmarkt

Volgens de neoklassieke economische theorie wordt op een goed functionerende woningmarkt op de lange termijn de prijsontwikkeling van woningen door de bouwkostenontwikkeling bepaald (Boelhouwer 2005; Muth 1960; zie ook Shiller 2007). Wanneer de prijzen in de voorraad door schaarste (tijdelijk) stijgen tot boven het niveau van de bouwkostenontwikkeling, zal de bouwer op deze gunstige situatie reageren door nieuwbouwwoningen aan de voorraad toe te voegen. De bouw van deze woningen heeft een prijsdrukkend effect tot gevolg, waardoor het minder aantrekkelijk wordt om nieuwe woningen aan de voorraad toe te voegen. De nieuwbouw neemt af en er ontstaat een nieuw evenwicht op de woningmarkt. In de praktijk zullen er afstemmingsproblemen zijn en treden er op korte termijn prijsmutaties op doordat met de ontwikkeling van een locatie en de bouw van een woning enige jaren gemoeid is, maar op de langere termijn bepaalt de ontwikkeling van de bouwkosten de prijsontwikkeling van woningen.

De werkelijkheid is echter niet altijd in overeenstemming met de theorie. Zo is het aanbod van woningen op de langere termijn behoorlijk inelastisch (Vermeulen en Rouwendaal, 2007), waardoor de woningprijzen veel sterker fluctueren dan de bouwkosten. Aanbod beperkende factoren zoals langdurige procedures en ruimtelijke restricties aan het bouwen van woningen liggen hieraan ten grondslag. Met

name in het Verenigd Koninkrijk werd in de jaren zeventig en tachtig veel onderzoek verricht naar de relatie tussen de ontwikkeling van de woningprijzen en de bouwkostenontwikkeling (zie Meen 1998). Uit dit onderzoek komt als meest voor de hand liggende verklaring voor het gebrek aan samenhang tussen bouwkosten en woningprijs, dat door de ruimtelijke ordening het woningaanbod onvoldoende kan reageren op veranderingen in de vraag naar koopwoningen. In de Verenigde Staten werd er echter in econometrisch onderzoek wel degelijk een significant verband aangetoond tussen de ontwikkeling van de bouwkosten en de kooprijzen (Abraham & Hendershott 1996). Voor de Amerikaanse kustgebieden die met een tekort aan bouwgrond kampen, zijn deze relaties echter veel minder sterk of zelfs afwezig. Dit resultaat geeft voeding aan de veronderstelling dat naarmate de overheidsinvloed afneemt en bouwgrond zonder veel restricties beschikbaar is, de relatie tussen de kooprijzenontwikkeling en de bouwkostenontwikkeling sterker is (Haffner, 2011). Het gevolg van de inelasticiteit van het aanbod van woningen is dat de prijs van woningen wordt bepaald door de vraag naar woningen. Het gevolg hiervan is dat niet de ontwikkeling van de bouwkosten van nieuwe woningen bepalend is voor de prijsontwikkeling van bestaande woningen, maar dat de prijs van bestaande woningen maatgevend wordt voor de prijs van nieuwe woningen. We noemen dit een voorraadmarkt.

Ook kan, als gevolg van overheidsbeleid, de feitelijke prijs van woondiensten afwijken van de prijs die de eigenaar doorberekent aan de consument. Zo is het effect van een vraagsubsidie dat het bedrag dat de consument na ontvangst van de subsidie betaalt, lager is dan het bedrag inclusief subsidie dat de eigenaar ontvangt. Voorbeelden van dergelijke vraagsubsidies zijn de huurtoeslag en de hypotheekrente aftrek. Bij een aanbodsubsidie zal de subsidie een deel van de gebruikskosten afdekken. Bij huurregulering loopt de verhuurder een deel van de gebruikskosten mis, waardoor het rendement lager zal zijn dan zonder huurregulering. Tenminste, als de gereguleerde huren onder de markthuursprijs liggen. Het gevolg van vraaghuren die liggen onder het niveau van de markthuursprijs is dat vraag/aanbodverhoudingen niet via het prijsmechanisme worden gereguleerd en dat er in beginsel sprake zal zijn van een vraagoverschot. De omvang daarvan kan worden 'afgelezen' aan de lengte van de 'wachtrij'. Bovendien ontstaat er door het vaststellen van de huur onder het niveau van de markthuursprijs een verschil in waarde tussen verder vergelijkbare woningen in de koop- en in de huursector.

In de eerste jaren na de eeuwwisseling zorgde een economische dip voor een afkoeling op de markt voor koopwoningen. Het aantal transacties op zowel de markt voor bestaande als van nieuwe koopwoningen nam af en de gemiddelde prijs van verkochte woningen steeg minder sterk. In de daarop volgende jaren trok de markt weer aan en ook de woningproductie steeg weer. Prijsstijgingen kwamen echter niet meer op het niveau van die uit de jaren negentig. Dit was het gevolg van beperkte inkomensgroei en de (vanaf 2005) toenemende rente, waardoor de betaalbaarheid (leencapaciteit) onder druk kwam. Dit leidde niet tot een neerwaartse prijscorrectie omdat woningeigenaren moeite hebben om een daling van de verkoopprijs te accepteren (sticky prices, zie paragraaf 4.5). Wel viel de groei van het aantal transacties weg, waardoor de doorstroming stagneerde.

Het hoge prijsniveau in combinatie met de verslechtering van de betaalbaarheid van koopwoningen had een groter effect op starters dan op 'doorstromers'. Voor huishoudens die al een eigen woning hebben geldt dat de stap naar een betere en duurdere woning in beginsel mogelijk blijft bij een hoog prijsniveau, ook als er sprake is van een afname van de leencapaciteit. Zij kunnen het door de prijsstijging toegenomen eigen vermogen uit hun huidige woning immers meenemen en gebruiken daarbij veelal niet hun volledige leencapaciteit. Starters op de koopwoningmarkt kunnen dit niet waardoor de stap naar een eigen woning voor hen steeds moeilijker werd. Zij moeten immers de hoge koopprijs grotendeels of zelfs volledig financieren. De afname van de bereikbaarheid van koopwoningen voor starters op de koopwoningmarkt droeg bij aan de stagnatie van de doorstroming omdat een deel van de vraag 'aan de onderkant' wegviel.

Box 9: Prijsbepalende factoren***Betaalbaarheid***

Een belangrijke verklarende factor voor de ontwikkeling van de woningprijzen is de betaalbaarheid. Omdat veel woningen in Nederland (gedeeltelijk) gefinancierd worden met een langlopende hypotheek, speelt hierbij naast het *inkomen* ook de *rente* een belangrijke rol. In veel modelanalyses worden dan ook het inkomen van huishoudens en de hypotheekrente als verklarende variabelen voor de koopprijsontwikkeling opgenomen (zie onder andere Peng & Wheaton 1994; Verbruggen et al., 2005, De Vries, 2010).

Speculatieve of psychologische effecten

De ontwikkeling in huizenprijzen blijkt niet alleen bepaald te worden door objectieve fundamentele variabelen, maar ook door meer irrationele overwegingen, ook wel aangeduid als speculatieve of psychologische effecten. In zijn boek *Irrational Exuberance* geeft Shiller aan dat psychologische korte termijneffecten de ontwikkeling van de woningprijs infecteert. Denk daarbij aan het irrationele geloof dat de woningprijs altijd meer dan de inflatie toeneemt. Dat zijn we immers in Nederland gewend! Sinds 1990 is dat het geval. Juist het verzilveren van en het speculeren op overwaarde maakt het mogelijk dat prijzen steeds verder worden opgedreven. Daar tegenover staat de rationele verwachting dat de prijzen kunnen dalen. En als ze gaan dalen, dan blijven ze dalen. Shiller geeft dus argumenten dat de woningmarkt zelf de veroorzaker is van 'lucht in de woningprijs'. Hij noemt dat speculatieve bubbels (De Vries, 2009).

Institutionele factoren

Beleid en regelgeving van overheden en belangrijke instituties op de woningmarkt zijn ook van invloed op de ontwikkeling van de prijs van woningen (zie onder andere Muellbauer & Murphy 1997; Abraham & Hendershott 1996). Met name de beschikbaarheid van kapitaal en de voorwaarden waaronder huishoudens kapitaal kunnen aantrekken, spelen in dit kader een belangrijke rol. De overheid speelt verder een belangrijke rol bij het beschikbaar stellen van voldoende bouwgrond via de ruimtelijke ordening. Tenslotte wordt in verschillende studies ook de invloed van fiscale regelgeving (zoals de aftrekbaarheid van de hypotheekrente) als verklaring voor de koopprijsontwikkeling genoemd (Meen 1998; zie ook Poterba 1984).

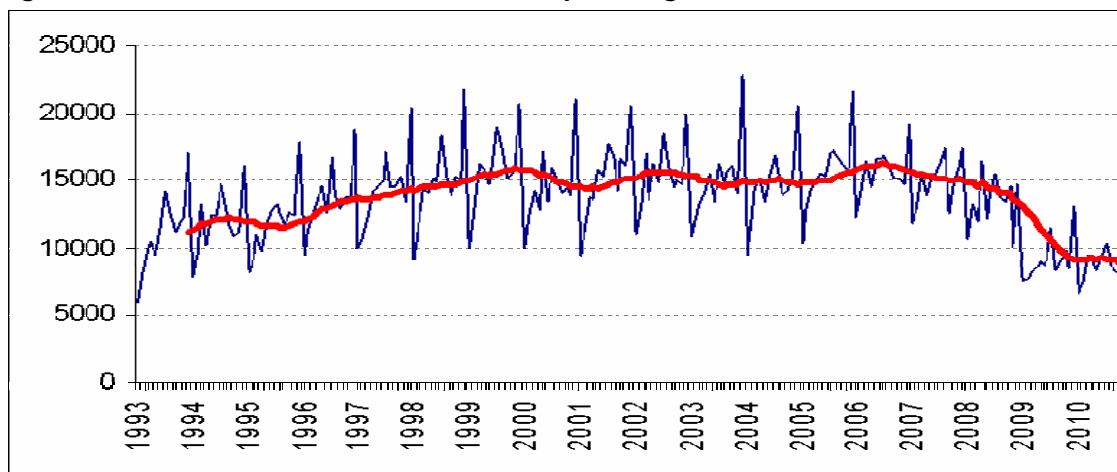
3.3 Crisis en de koopwoningmarkt

Vervolgens brak in 2007 in de VS de crisis op de koopwoningmarkt uit, die de aanleiding was voor een financiële en uiteindelijk een economische crisis (zie hoofdstuk 2). De woningmarkt reageerde direct en al in 2007 daalde het aantal transacties van zowel nieuwe als bestaande koopwoningen. In het najaar van 2008, nadat Lehman Brothers was omgevallen, werden de gevolgen van de crisis op de Nederlandse woningmarkt veel duidelijker merkbaar. Ondanks het feit dat het (reële) inkomen bleef stijgen (in 2008 en 2009) en de rente op een redelijk laag niveau bleef (lees: gehouden werd door overheidsingrijpen), verdween het vertrouwen in financiële instellingen en in de economie en de woningmarkt kwam min of meer tot stilstand. Veel huishoudens stelden een verhuizing uit; het aantal transacties daalde zeer sterk en de afzet van nieuwe koopwoningen liep nog meer terug.

De gemiddelde verkoopprijs van bestaande koopwoningen daalde in 2008 en 2009 (zie figuur 3.1 en 3.2). Aanvankelijk speelde een verandering van de 'pakketsamenstelling' een belangrijke rol: dure

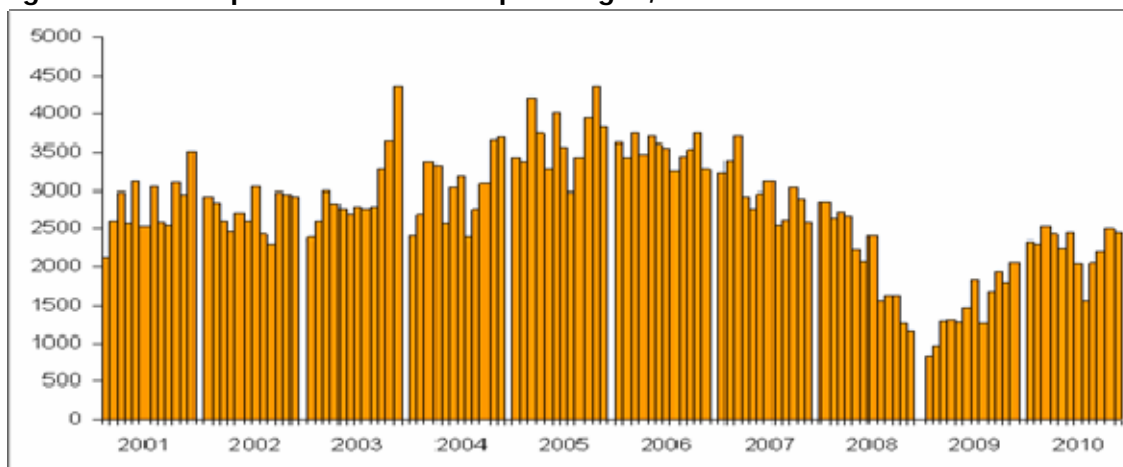
woningen werden nagenoeg niet meer verkocht en het toegenomen aandeel goedkopere woningen zorgde voor een lagere gemiddelde verkoopprijs. Vervolgens was er ook sprake van een zuivere prijsdaling, dus een prijsontwikkeling gecorrigeerd voor de paketsamenstelling. In 2010 was er weer sprake van een beperkte toename van de gemiddelde prijs van verkochte woningen, hoewel de prijs in reële termen nog steeds daalde. In het eerste kwartaal van 2011 is de gemiddelde verkoopprijs van bestaande koopwoningen echter weer gedaald met 1,0% (NVM).

Figuur 3.7: Transacties van bestaande koopwoningen, 1993-2010



Bron: NVM

Figuur 3.8: Verkopen van nieuwe koopwoningen, 2001-2010



Bron: Monitor Nieuwe Woningen

Box 10: Risico's

Als we kijken naar de financieel economische risico's op micro niveau, kunnen we in eerste instantie onderscheid maken tussen eigenaren van woningen en gebruikers van woningen. Voor de eigenaar geldt dat een woning een duurzaam investeringsgoed is waarop jaarlijks een rendement wordt gerealiseerd. Dit rendement komt toe aan de eigenaar in zijn rol als vermogensbezitter (Ewijk et.al, 2006). Het netto rendement op het in de woning geïnvesteerde vermogen komt tot stand door de opbrengst van de huur die de bewoner van de woning betaalt voor de door de woning geproduceerde woondiensten minus de kosten van de investering (afschrijving, onderhoud, financiering) voor de woningeigenaar. Dit wordt wel het directe rendement op de woning genoemd. Het indirecte rendement heeft betrekking op de waardeontwikkeling van de woning.

Het risico dat de eigenaar van een woning loopt ten aanzien van de realisatie van het verwachte directe of indirecte rendement kan liggen aan de inkomstenkant of aan de kostenkant. Bij de inkomsten gaat het dan om het niet kunnen realiseren van de verwachte huurinkomsten of een tegenvallende waardeontwikkeling. Aan de kostenkant kunnen de onderhouds- en/of financieringskosten hoger zijn dan verwacht.

Voor de bewoner van de woning geldt dat er een vergoeding moet worden betaald (huur) voor de door de woning geproduceerde woondiensten. Risico's die de bewoner loopt hebben betrekking op de huurontwikkeling en op de ontwikkeling van het inkomen waarvan de huur moet worden betaald. Een stijging van de huur en/of een inkomensdaling kunnen ertoe leiden dat de bewoner een veel groter deel van het inkomen moet uitgeven aan wonen.

Op de woningmarkt onderscheiden we in de praktijk twee eigendoms categorieën, met een afwijkende relatie tussen eigendom en bewoning: de koop- en de huursector. In de koopsector vallen de 'rollen' van eigenaar en bewoner samen. De kosten van de investering moeten dan worden gedekt uit het inkomen van de eigenaar. In de huursector geldt wel het hiervoor aangegeven onderscheid tussen eigenaar en bewoner. De twee belangrijkste risico's zijn het betalingsrisico en het vermogensrisico. Het vermogensrisico dat de eigenaar van een woning loopt is direct gekoppeld aan de waardeontwikkeling van woningen. Bij het betalingsrisico gaat het om de relatie tussen het inkomen en de aan de woning gerelateerde uitgaven. Voor een huurder zijn dat vooral de huuruitgaven (en in beperkte mate onderhouds- en verzekeringskosten) en voor een eigenaar-bewoner betreft het de financieringslasten en onderhouds- en verzekeringskosten.

Door de prijsdaling van koopwoningen kwam een deel van de vooral recente kopers in een situatie dat de waarde van de woning daalde tot onder het niveau van de hypotheekschuld. Wanneer dan ook (een deel van) het inkomen wegvalt en er zich betalingsproblemen voordoen, kan er een situatie ontstaan waarin gedwongen verkoop plaats moet vinden en er daarbij een restschuld overblijft (zie box 10). Het aantal gedwongen verkopen is dan ook in de afgelopen jaren gestegen. Zo is het aantal mensen met een NHG-hypothek dat hun huis gedwongen met verlies moest verkopen in het eerste kwartaal van 2011 gestegen met 62 procent ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Vergeleken met het voorgaande vierde kwartaal van 2010 bedraagt de toename 38 procent (NHG, 2011). In totaal verwacht de NHG in 2011 uit te komen op circa 2.000 gedwongen verkopen waarbij sprake is van een restschuld. Ondanks de sterke (verwachte) toename van het aantal gedwongen verkopen, gaat het dus nog steeds om een relatief beperkt aantal: het aantal uitstaande hypotheek bij de NHG bedraagt circa 1 miljoen.

De prijsdaling op de markt van koopwoningen zorgde in beginsel voor een betere betaalbaarheid voor starters op de woningmarkt. Daar stond tegenover dat de financiering van woningen moeilijker werd; de verstrekkingcriteria werden door de banken aangescherpt, niet alleen voor (potentiële) eigenaar-bewoners, maar ook voor marktpartijen als projectontwikkelaars en bouwbedrijven. Toch bleef er door starters op de koopwoningmarkt vooral in het goedkope segment nog sprake van enige beweging. Het is echter de vraag of dit ook in 2011 het geval zal zijn. Het WEW scherpte namelijk vanaf 2011 de normen voor verstrekking van NHG aan en de AFM beperkte de omvang van top-hypotheek. Hierdoor worden de mogelijkheden van starters op de woningmarkt, die over het algemeen (nagenoeg) geen eigen geld in hun eerste koopwoning kunnen stoppen, weer ingeperkt. Starters zullen in toenemende mate proberen een woning te huren of langer in de huursector of bij ouders te blijven.

Bovendien werkt het psychologisch effect ook in een dalende markt. Veel huishoudens, waaronder ook starters, stellen de koop van een huis uit in afwachting van een verdere daling van de prijs. Vooral bij een hoge loan to value leidt een waardedaling van de woning immers snel tot een (virtuele) restschuld. Als de starters op de koopwoningmarkt niet zorgen voor druk 'van onderaf', zal dit de doorstroming belemmeren. Immers, potentiële doorstromers kunnen niet doorstromen als zij hun huidige woning niet kunnen verkopen.

4 Transmissiekanalen financiële markt – woningmarkt

4.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken is ingegaan op de werking van de financiële markt en de woningmarkt en op recente ontwikkelingen op beide markten. Dit hoofdstuk staat stil bij de relatie tussen die twee en in het bijzonder op de wijze waarop de financiële markt en met name de hypotheekmarkt de woningmarkt beïnvloedt.

Ontwikkelingen op de (koop)woningmarkt blijken voor een belangrijk deel te kunnen worden verklaard door de ontwikkeling van de hypotheekrente, de ontwikkeling van het beleid van financiële instellingen, de overheid en vertrouwen van de verschillende op de woningmarkt actieve actoren. Tenslotte is voor de betaalcapaciteit van huishoudens de hoogte van het inkomen van cruciaal belang (zie Box 9).

4.2 Hypotheekrente, geldmarkt en kapitaalmarkt

De ontwikkeling van de hypotheekrente is gekoppeld aan ontwikkelingen op de financiële markten. Omdat er op de hypotheekmarkt wordt gewerkt met verschillende rentevaste perioden (van variabel tot lang vast), wordt de hypotheekmarkt beïnvloed door zowel de geldmarkt (korte termijn) als de kapitaalmarkt (lange termijn). Er zijn echter meer invloeden, waardoor de kostenopbouw van de hypotheekrente per bank kan verschillen. Deze is namelijk afhankelijk van het gekozen verdienmodel. In dit kader hebben we in hoofdstuk 2 onderscheid gemaakt tussen spaargelden, eigen vermogen, vreemd vermogen en securitisatie. Van oudsher worden leningen verstrekt uit toevertrouwde middelen van spaarders. Bij de grootste Nederlandse banken gebeurt dat nog steeds. Hierdoor is er een directe relatie tussen de door financiële instellingen verstrekte spaarrente en de gevraagde hypotheekrente. Een andere vorm, het eigen vermogen, kent opportunity kosten. Eigen vermogen dat als liquide middelen op de balans staat rendeert namelijk niet/nauwelijks, maar is wel gunstig voor de solvabiliteit van de financiële instelling. Bovendien levert een hoge solvabiliteitswaarde een gunstige waardering op van rating agencies en daarmee lagere kosten om te lenen op de kapitaalmarkt (vreemd vermogen). Anders gezegd levert het vertrouwen van rating agencies in een financiële instelling een lagere risicopremie op bij het aantrekken van vreemd vermogen. Er is dus een uitruil tussen enerzijds hoge/lage interne opportunity kosten en anderzijds de daaraan gekoppelde lagere/hogere rentetarieven op de geld- en vooral de kapitaalmarkt. Daarnaast speelt ook securitisatie een belangrijke rol. De kredietcrisis heeft de sector geleerd dat deze markt niet altijd toegankelijk is. Partijen die volledig afhankelijk waren van deze vorm van funding hebben het daarom bijzonder lastig gehad tijdens de kredietcrisis. Bovendien werd in Nederland, ten opzichte van de meeste andere Europese landen, relatief veel gebruik gemaakt van securitisatie. Dit heeft mogelijk ook invloed gehad op het verloop van de Nederlandse hypotheekrente tijdens de kredietcrisis ten opzichte van andere Europese landen. Daarnaast speelt ook de interne kostenstructuur van de financiële instelling een belangrijke rol in de bepaling van het uiteindelijke rentetarief voor hypotheekklanten. Kort door de bocht geformuleerd komt het erop neer dat deze opslag voor internetbanken relatief beperkt kan zijn. Aan het andere eind van het spectrum bevinden zich de financiële instellingen met een relatief groot bankennetwerk, waar de interne kostenopslag naar alle waarschijnlijkheid relatief hoog is.

Uit bovenstaande blijkt dat er geen een-op-een relatie bestaat tussen enerzijds de rentetarieven op de geld- en kapitaalmarkt en anderzijds de hypotheekrente. Deze relatie is per financiële instelling verschillend en onder meer afhankelijk van het gekozen fundingmodel, de kostenopbouw van het verkoopapparaat en uiteraard de hypotheekvoorwaarden. Ondanks al deze verschillen concurreren de financiële instellingen om klanten aan zich te binden. Het spreekt voor zich dat de onderlinge prijsverschillen tussen de aanbieders daarom niet te groot kunnen zijn. Om deze reden werden tijdens de kredietcrisis van verschillende hypotheekproducten de voorwaarden aangepast, andere producten helemaal uit het schap genomen en zijn zelfs enkele hypotheekverstrekkingen gestopt met het uitgeven van nieuwe hypotheeken.

Het spreekt voor zich dat de ontwikkeling van de hypotheekrente belangrijke gevolgen heeft voor de woningmarkt. Het beïnvloedt de betaalbaarheid van woningen voor zowel potentiële kopers van een woning als bezitters van een woning. De relatie met prijsontwikkelingen op de koopwoningenmarkt loopt primair via (potentiële) kopers; zij kunnen bij een gegeven inkomen minder betalen voor een woning als de hypotheekrente stijgt. Daarnaast hebben renteontwikkelingen ook gevolgen voor zittende eigenaar bewoners, maar veelal met vertraging omdat veel eigenaar-bewoners gebruik maken van een rentevaste periode. Tenslotte worden, zowel voor kopers als voor zittende eigenaar-bewoners, rente ontwikkelingen gedempt door de hypotheekrenteaf trek.

4.3 Overheid stelt kader

Het beleid van de overheid krijgt vorm via haar financiële toezichthouders. De AFM is een ZBO en houdt toezicht op financiële markten waaronder ook de hypotheekverstrekkers. De AFM streeft ernaar markten zo goed mogelijk te laten functioneren en dat iedereen vertrouwen kan hebben in financiële markten. Ook op de hypotheekmarkt streeft de AFM ernaar dat iedereen de markt kan blijven vertrouwen en is het beleid erop gericht te voorkomen dat hypotheeknemers te veel lenen. Vanuit die laatste rol bemoeit de AFM zich met de leningsvoorwaarden van financiële instellingen.

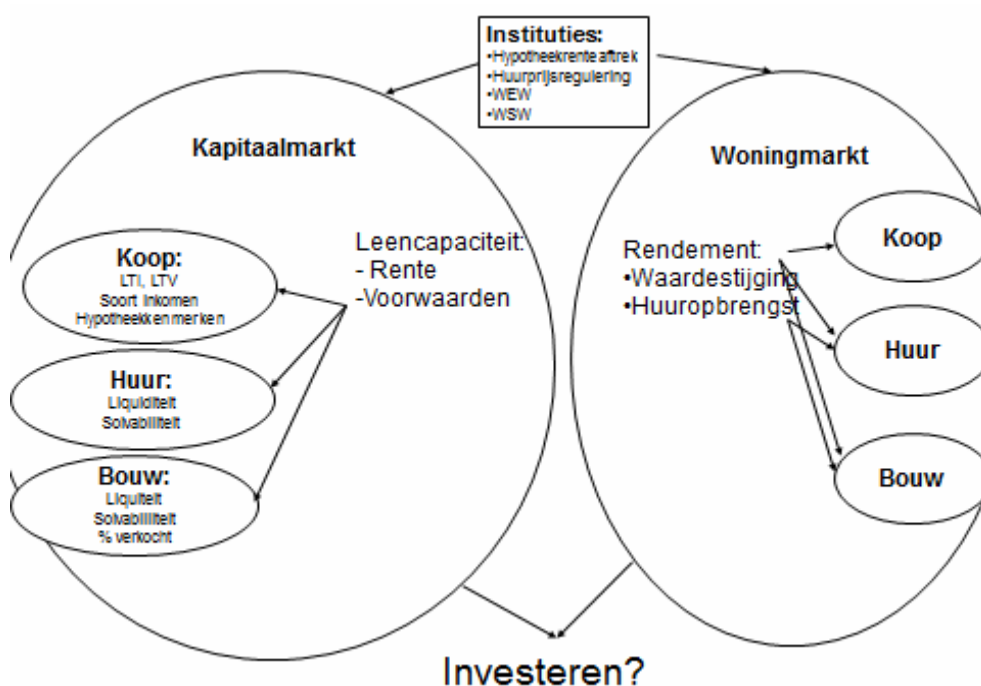
Daarnaast speelt de overheid een rol als achtervang voor het Waarborgfonds Eigen Woningen en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw. Beide waarborgfondsen zijn private stichtingen die garanties verstrekken op leningen voor de investering in een koop- c.q. een huurwoning. Een garantie op een lening leidt ertoe dat hypotheekverstrekkers meer vertrouwen hebben in deze leningen omdat ze er immers zeker van kunnen zijn dat zij hun geld terug krijgen. In geval van betalingsproblemen kunnen zij in eerste instantie rekenen op de waarborgfondsen en mochten die in financiële problemen komen dan zijn zij verzekerd van financiële steun van de overheid. Investeerders in de woningmarkt kunnen via de garantiefondsen gebruik maken van de triple A rating van de overheid en dus meer en of goedkoper lenen dan zonder garantie. Omdat zij een achtervangrol vervult, maakt de overheid deel uit van het bestuur van deze twee stichtingen en oefent zij invloed uit op de voorwaarden waaronder een garantie wordt verstrekt. Doel is te voorkomen dat onverantwoorde leningen worden geborgd. Hiermee hebben beide waarborgfondsen en de overheid invloed op de speelruimte van de hypotheekmarkt. Door het verstrekken van garanties wordt de speelruimte vergroot (er kan meer geleend worden en/of tegen een lagere rente), door het stellen van voorwaarden en door het toezicht van de AFM wordt de speelruimte juist verkleind, dit om onverantwoord lenen te voorkomen. Uiteraard kan de fiscale behandeling van de eigen woning niet onvermeld blijven als we het kader van de overheid voor hypotheekmarkten omschrijven. De wijze waarop de woning fiscaal wordt behandeld is van belang voor hoeveel mensen kunnen lenen. Zo leidt de hypotheekrenteaf trek tot een vergroting van de leencapaciteit. Daar staat het prijsverhogende effect van de overdrachtsbelasting tegenover. Veranderingen in dit kader hebben effect op de leencapaciteit en daarmee op de investeringscapaciteit in de woningmarkt.

4.4 Functioneren van de hypotheekmarkt

Als het gaat om het functioneren van de markt zien we dat Nederland duidelijk verschilt van de Amerikaanse hypotheekmarkt. Nederland kent een systeem van "credit rationing", dat houdt in dat huishoudens die als "te risicovol" worden beschouwd, worden uitgesloten van een hypotheek. In de Amerikaanse markt is sprake van "risk based pricing", indien een huishouden als te risicovol wordt beschouwd, krijgt het een renteopslag al naar gelang het geschatte risico. In Nederland is er geen sprake van een huishouden specifieke renteopslag. Voor iedereen, op een uitzondering als de BKR-hypotheek na, is de rente gelijk ongeacht zijn risicoprofiel, er vindt alleen variatie plaats op basis van de Loan-to-Value, zo geldt voor een tophypotheek doorgaans een renteopslag van 0,2%.

Overigens zijn het Contactorgaan Hypothecaire Financiers (CHF) en de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) een Gedragscode Hypothecaire Financieringen overeengekomen die in 2006 van kracht werd (zie meer over recente aanpassing in paragraaf 5.4). Belangrijke elementen in deze code zijn het voorkomen van overkreditering en het voorkomen van discriminatie. Voor alle hypotheekverstrekkers geldt het adagium "comply or explain". Dus iedere afwijking van de gedragscode moet met overtuigende motieven worden onderbouwd aan de AFM. Onlangs werd een aantal banken een boete opgelegd wegens te veel afwijkingen en het ontbreken van een overtuigende onderbouwing van deze afwijkingen.

Figuur 4.1 Investeringsbeslissing woningen



4.4.1 Koopmarkt

Figuur 4.1 geeft een overzicht van de wijze waarop de hypotheekmarkt van invloed is op de woningmarkt. Op de koopmarkt zien we dat naast de hypotheekrente, de leningsvoorwaarden bepalen wat de leencapaciteit van huishoudens is. Zo stellen hypotheekverstrekkers doorgaans eisen aan de waarde van de hypotheek in relatie tot het inkomen (Loan-To-Income) en de waarde van de hypotheek in relatie tot de waarde van de woning (Loan-To-Value). Ook het soort inkomen kan een rol spelen, zo

kan bijvoorbeeld een tweede inkomen voor 100% meetellen van het bepalen van de LTI. Ook de aard van het arbeidscontract speelt een rol; een tijdelijk contract kan onder bepaalde omstandigheden en in een bepaalde beroepsgroep worden gezien als basis voor een hypotheek en in andere omstandigheden juist niet. Tenslotte is de looptijd een belangrijke parameter, immers hoe korter de looptijd hoe hoger de maandelijkse lasten, tenminste in het geval er sprake is van aflossing. In Nederland is een looptijd van dertig jaar standaard, maar in veel andere landen is een looptijd van 20 of 25 jaar gangbaar.

Voor wat betreft financiële instellingen is er over het algemeen sprake van een pro cyclisch beleid. In tijden van hoogconjunctuur wordt de daarmee samenhangende toename van de vraag naar woon-diensten (en de daaruit voortvloeiende toename van de prijs) gefaciliteerd door versoepeling van de financieringsvoorwaarden. In tijden van laagconjunctuur gebeurt het tegenovergestelde: financiële instellingen scherpen hun voorwaarden om te lenen aan en belemmeren daarmee investeringen in de woningmarkt. Dit geldt overigens niet alleen voor hypotheekverstrekkers, maar ook voor toezichthoudende en garantie verlenende organisaties als de AFM en het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) dat de Nationale hypotheekgarantie (NHG) verstrekt (tabellen Nibud).

4.4.2 Huurmarkt

Ook de huurmarkt heeft een relatie met de hypotheekmarkt. De huurmarkt valt uiteen in twee delen: een commerciële huursector en de sociale huursector. De commerciële huursector bestaat uit institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars en uit particuliere personen. De institutionele beleggers investeren doorgaans om rendement te behalen op het vermogen dat ze beheren ofwel zij financieren doorgaans met eigen vermogen en sluiten geen lening af. Ook bij de private personen zijn vaak mensen die vermogen beleggen in de woning en dus geen hypotheek nodig hebben. Daarnaast zijn er ook investeerders die met geleend geld beleggen in de huurwoningenmarkt. Zij krijgen te maken met de hoogte van de hypotheekrente en de voorwaarden die de hypotheekverstrekkers stellen aan het verstrekken van een lening zoals een minimale solvabiliteit. De solvabiliteit is het eigen vermogen in relatie tot het totaal vermogen.

De sociale huursector trekt doorgaans leningen aan voor het bouwen en verbouwen van woningen. Om het lenen door woningcorporaties te versoepelen en goedkoper te maken is er in een sectorinstituut, het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), in het leven geroepen. Dit instituut waarborgt de leningen van corporaties waardoor corporaties goedkoper kunnen lenen. Immers, de hypotheekverstrekker heeft de garantie dat de lening wordt terug betaald. In ruil voor deze zekerheid brengt hij een lagere rente in rekening. Echter, het WSW verstrekt de borging niet zomaar, maar stelt eisen aan woningcorporaties om ervoor te zorgen dat geen onverantwoorde risico's worden genomen. Zo stelt het WSW, net als hypotheekverstrekkers, eisen aan de solvabiliteit en de liquiditeit van een corporatie. Voorwaarde voor borging van een lening is dat er sprake is van een positieve kasstroomprognose rekening houdend met een aflossing van 2% per jaar. Daarnaast dient de waarde van het onderpand voldoende te zijn. De borging door het WSW is sinds 1 januari 2011 voorbehouden aan zogenaamde diensten van algemeen economisch belang (DAEB). DAEB zijn sociale huurwoningen, woningen met een huur lager dan de liberaliseringsgrens van € 652,52 per maand en maatschappelijk vastgoed. Voor het bouwen van duurdere huurwoningen en koopwoningen kunnen corporaties dus geen beroep meer doen op een borging van het WSW.

Het voorgaande maakt duidelijk dat de eisen aan de solvabiliteit en de liquiditeit van cruciaal belang zijn voor de investeringscapaciteit van verhuurders. Door de situatie op de woningmarkt staat de waarde van de woningen onder druk en daarmee dus ook de solvabiliteit en de liquiditeit. Een lagere waarde van woningen leidt ertoe dat het voor verhuurders moeilijker wordt om in aanmerking te komen voor zowel een lening als voor een borging van het WSW.

Tenslotte speelt de huurregulering van de overheid een belangrijke rol. Zo limiteert het huidige kabinet dat in het regeerakkoord een inflatievolgend huurbeleid voorstel, het rendement van verhuurders. Anderzijds is het kabinet van plan meer ruimte voor huurverhoging te scheppen door het ophogen van

het aantal woningwaarderingpunten. Het inflatievolgend huurbeleid heeft op korte termijn een neerwaarts effect op de bedrijfswaarde van woningen en daarmee op de solvabiliteit van verhuurders en dus op hun leencapaciteit. Het voorstel op de woningwaarderingpunten op te hogen zal juist een rendementsverhogend effect hebben, maar dan wel op langere termijn. Immers, voor zittende huurders heeft de verhoging van het aantal woningwaarderingpunten nauwelijks effect.

4.5 Vertrouwen

Het beleid van financiële instellingen en de overheid laat al zien dat wanneer er sprake is van vertrouwen in de markt, de voorwaarden om te lenen worden versoepeld.

Dat geldt ook voor woonconsumenten. Het gaat daarbij zowel om trust (beleid financiële instellingen, overheidsbeleid) als om confidence (ontwikkeling economie, inkomen en rente). Daarnaast spelen (ook) op de woningmarkt twee nauw met vertrouwen samenhangende aspecten een rol: psychologische en speculatieve effecten. Met psychologische effecten bedoelen we het vertrouwen in een goede investering. Als mensen geen vertrouwen hebben, investeren ze niet in de woningmarkt, ze zijn bang voor een waardedaling of onvoldoende rendement. Met het speculatie-effect bedoelen we dat mensen een substantiële prijsstijging of -daling verwachten en hun investering hierop richten: zij willen winst maken met toekomstverwachtingen.

Deze effecten leiden ertoe dat prijsontwikkelingen op de woningmarkt worden versterkt. Daarbij is het psychologisch effect op de prijsontwikkeling groter en sneller in een stijgende markt dan in een dalende markt. Case en Quigley (2008) spreken in dit verband van sticky prices. Eigenaar-bewoners zijn in een dalende markt niet snel geneigd om een prijsdaling te accepteren. Veelal worden verhuiswensen uitgesteld en loopt het aantal transacties terug. In een stijgende markt zorgen prijsstijgingen voor extra vraag met als gevolg een verdere toename van de prijs en ook van het aantal transacties.

De mate waarin de prijzen kunnen stijgen is afhankelijk van aanbodreacties en van de betaalcapaciteit van huishoudens, en vooral van starters: zij hebben nog geen vermogen kunnen opbouwen in de eigen woning dat kan worden 'meegenomen' naar een volgende woning. Zoals in Hoofdstuk 3 al aan de orde kwam, bleek in de afgelopen decennia dat het aanbod onvoldoende reageerde op de toegenomen vraag. Dit leidde tot een stijging van de prijs. Deze prijsstijging werd gefaciliteerd door financiële instellingen door verruiming van de financieringsmogelijkheden, waarbij maximaal gebruik gemaakt werd van de fiscale behandeling van de eigen woning. De grenzen van de betaalbaarheid werden rond 2006/2007 bereikt waardoor de prijsontwikkeling afvlakte, de groei van het aantal transacties stagneerde en de afzet van nieuwe koopwoningen terugliep. In 2008 kwam daar de financiële crisis overheen. De afgenomen koopbereidheid zette in eerste instantie het aantal transacties sterk onder druk en vervolgens de koopprijzen. Door de stagnerende koopprijzen daalde het vertrouwen van de financiële instellingen en ook van de overheid met als resultaat dat de leningsvoorwaarden werden aangescherpt. Deze aanscherping betekende dat er minder geleend kon worden en dat de vraag naar woningen onder druk kwam te staan en daarmee ook de koopprijs.

Dit laat duidelijk zien dat er sprake is van een wisselwerking tussen de hypotheekmarkt en de woningmarkt. Beide versterken elkaar zowel in goede als in slechte tijden. In goede tijden zijn de verwachtingen over de waarde van woningen positief en zijn hypotheekverstrekkers eerder bereid leningen te verstrekken omdat zij zeker (denken te) zijn van een waardestijging van het onderpand: voorwaarden worden soepeler en de rente-opslag lager. In slechte tijden twifelen hypotheekverstrekkers aan de waarde van het onderpand en zullen zij voorzichtig zijn met het verstrekken van leningen: voorwaarden zullen strikter zijn en de rente-opslag hoger.

4.6 Inkomen en economie

De laatste component van betaalbaarheid, het inkomen, heeft een indirecte relatie met de financiële markt. Deze relatie loopt via de economische ontwikkeling. Zo leidde de financiële crisis tot een economische crisis, waardoor de werkloosheid opliep en de inkomensgroei stagneerde. Deze relatie tussen de financiële markt en de economie heeft alles te maken met vertrouwen. In eerste instantie vertrouwen (trust) van financiële instellingen in elkaar en in de ontwikkelingen op de financiële markten (confidence). Vervolgens vertrouwen van consumenten in financiële instellingen en in de economische ontwikkeling.

De poging van overheden om het geslonken vertrouwen in financiële instellingen en in de economie weer te herstellen door fors te investeren, heeft op termijn voor de inkomensontwikkeling ook nadelige effecten. De gestegen overheidsschuld moet worden afgelost. Dit leidt tot hogere belastingen of tot forse bezuinigingen. Beiden leiden tot een toename van de lasten voor huishoudens. In het eerste geval daalt het inkomen, in het tweede geval stijgen de uitgaven. In beide gevallen is er sprake van een afname van de voor wonen beschikbare financiële middelen. Dit zal een negatief effect hebben op de prijsontwikkeling van woningen. Dit effect zal groter zijn wanneer de belastingverhoging dan wel de bezuiniging direct effect heeft op aan wonen gelieerde uitgaven. Gedacht kan worden aan bezuinigen op hypotheekrenteaf trek, huurtoeslag of het invoeren/verhogen van belasting op huurwoningen.

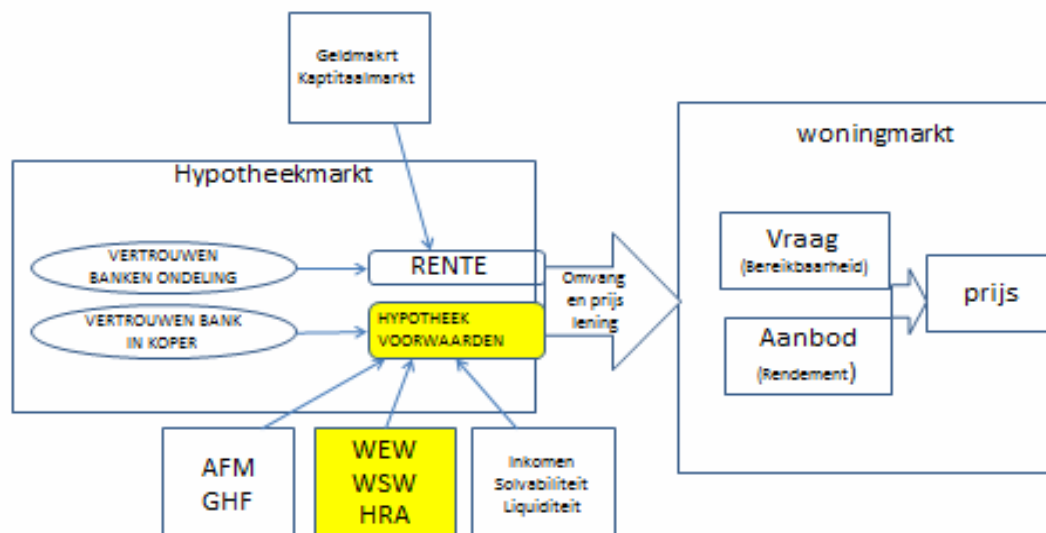
4.7 Conclusies

Het voorgaande maakt duidelijk dat er sprake is van een innige relatie tussen de hypotheekmarkt en de woningmarkt. De beschikbaarheid van hypotheekleningen is bepalend voor de waarde van woningen: hoe meer hypotheek er beschikbaar is, hoe meer de huizenprijzen kunnen stijgen. Immers, de woningmarkt is geen perfecte markt en het aanbod reageert traag op een toegenomen vraag. Echter, de woningmarkt op zijn beurt is weer bepalend voor het gedrag van hypotheekverstrekkers. Woningen vormen immers een onderpand voor een lening. In goede tijden zijn hypotheekverstrekkers optimistisch over de waarde van woningen en daarmee soepel in de hypotheekverstrekking. In economisch minder goede tijden zijn hypotheekverstrekkers voorzichtig, zowel wat betreft de inschatting van de ontwikkeling van de waarde van het onderpand (confidence) als wat betreft de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer (trust). In beide opzichten scherpen ze de voorwaarden voor leningen aan. Ofwel de hypotheek en de woningmarkt versterken elkaar en dit leidt tot volatiliteit.

Hoe vertalen ontwikkelingen op de hypotheekmarkt zich naar de woningmarkt is de vraag die hier centraal staat. Voorgaande beschrijving laat zien dat hierbij de rente en de hypotheekvoorwaarden een cruciale rol spelen. Immers, de rente en de voorwaarden voor een lening voor een investeerder in de woningmarkt (dat kan zowel een koper, een verhuurder als een bouwer zijn) bepalen de prijs en de maximale omvang van de lening. De hypotheekvoorwaarden worden op hun beurt beïnvloed door het toezicht van de AFM en de onderling door banken overeengekomen Gedragscode Hypothecaire Financiering. Deze gedragscode bepaalt de maximale lening. Ook de hypotheekrenteaf trek, de Nationale hypotheekgarantie en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw spelen hierbij een rol. Deze instituties zorgen er enerzijds voor dat de leencapaciteit van investeerders wordt vergroot en de prijs van de lening verlaagd. Maar deze instituties fungeren ook als 'schokdempers' in de transmissie van de hypotheekmarkt naar de woningmarkt. Als de rente stijgt, vermindert de hypotheekrenteaf trek het effect voor de investeerder omdat een deel van de rentestijging bij de overheid terecht komt. Door strikte voorwaarden te stellen voor borging door het WSW en voor een Nationale hypotheekgarantie worden de meest risicovolle investeerders, zowel eigenaar bewoners als sociale verhuurders, uitgesloten van een lening. Dus investeerders met een heel hoog risicoprofiel zoals de huiseigenaren met een "subprime mortgage" worden in Nederland uitgesloten van een NHG-hypotheek, maar ook van een lening überhaupt. Dit omdat hypotheekverstrekkers via credit rationing risico's uitsluiten van een hy-

potheek. De meest risicovolle huishoudens zijn daarom in Nederland te vinden in de vrij omvangrijke huurmarkt. Ook de in Nederland gebruikelijke rentevaste periode voor hypotheekleningen is op te vatten als een schokdemper. Immers, als de rente stijgt heeft dat slechts effect voor de koper bij afloop van de rentevaste periode. Tenslotte zorgen de sociale zekerheid en de sociale huursector ervoor dat huishoudens die pech hebben op de woningmarkt niet automatisch ook financieel aan de grond raken. Dit verklaart waarom de gevolgen van de wereldwijde financiële crisis in Nederland beperkter zijn dan in de Verenigde Staten.

Figuur 4.2 Transmissiekanalen hypotheekmarkt-woningmarkt en 'schokdempers'



5 Mogelijke ontwikkeling van voor de woningmarkt relevante financiële factoren

5.1 Inleiding

Hiervoor is aangegeven hoe ontwikkelingen op de financiële markt van invloed zijn op de woningmarkt. In dit hoofdstuk besteden we aandacht aan de mogelijke ontwikkeling van deze voor de woningmarkt relevante factoren in de komende jaren. Daarbij schetsen we een mogelijk toekomstperspectief dat is gebaseerd op de analyse uit hoofdstuk 2. Daarin stonden de drie fases van de kredietcrisis centraal waarin de nationale overheden actie hebben ondernomen en financieel hebben geparticipeerd om de gevolgen van de kredietcrisis te beperken. Eerst hebben zij de eigen financiële sector ondersteund, daarna de nationale economie gestimuleerd en tot slot eurolanden opgevangen die dreigden om te vallen en een financieel vangnet gecreëerd. Mogelijk is dit echter nog niet genoeg. De kans is verre van denkbeeldig dat landen met betalingsproblemen ook op termijn hun financiële verplichtingen niet na kunnen komen. Herstructurering van de schuldpositie is dan wenselijk. Recent heeft het CPB een studie gepubliceerd waarin wordt ingegaan op de wenselijkheid van schuld herstructurering door landen met aanzienlijke betalingsproblemen (Teulings et al., 2011). Dit heeft echter direct gevolgen voor de financiële sector van zo'n land. Financiële herstructurering betekent namelijk dat er nieuwe gaten vallen in de bankbalansen. Bovendien is de nationale overheid dan niet in de positie om deze instellingen op te vangen. Dit toekomstperspectief pleit voor de creatie van een tweede Europees vangnet voor financiële instellingen. Vanuit dit perspectief is Ierland een belangrijke testcase. Daar wordt mogelijk het spits afgebeten voor de introductie van een meer permanent Europees vangnet voor financiële instellingen.

Voor de landen met betalingsproblemen is het van groot belang dat de financiële sector niet omvalt. Dat heeft namelijk grote negatieve gevolgen voor de reële economie en dat is de bron van veel overheidsinkomsten (BTW, inkomsten- en vennootschapsbelasting, enz). Voor de gezondheid van de overheidsfinanciën is het daarom van groot belang de economische groei zoveel mogelijk te stimuleren. Zo bezien verergerd negatieve economische groei (krimp) de betalingsproblemen van overheden.

In hoofdstuk 2 werd duidelijk dat gratis geld ook niet voor nationale overheden bestaat. De rekeningen van de kredietcrisis zullen dus betaald moeten worden. Veel overheden snijden daarom in hun uitgaven en/of proberen hun inkomsten te vergroten. Vooral de zuidelijke eurolanden plukken hier de wrange vruchten van. Tot de introductie van de euro kenden veel van deze landen een devaluatiecultuur (zie ook box 5). Met de introductie van de euro is deze optie echter verdwenen, waardoor financieel ingrijpen onontkoombaar is. Begrotingsdiscipline van de overheid is van groot belang om het vertrouwen van investeerders in deze landen te herstellen. Bovendien is het in evenwicht brengen van de begroting voor landen met een aanzienlijke schuldenlast op korte termijn niet voldoende. Voor deze landen geldt dat het terugbrengen van de staatsschuld tot een meer acceptabel niveau een belangrijke voorwaarde is voor herstel van het vertrouwen van investeerders in staatspapier. Het terugbetalen van schulden is overigens de belangrijkste reden waarom een schulden crisis langer duurt dan andere niet-schuld-gerelateerde perioden van economische krimp. Ook voor landen geldt dat de eerste opbrengsten van goed gedrag dan niet leiden tot extra consumptie en/of tot het stimuleren van de eigen economie, maar tot afbetaling van nog openstaande rekeningen. Overigens zijn economen van ABN AMRO van mening dat de schuld afbouw al grotendeels heeft plaatsgevonden, waardoor het volgens hen onwaarschijnlijk is dat de resterende reductie het economisch herstel teniet zal doen (Cabezas en Beaumont, 2011).

De vooruitzichten voor landen met financiële problemen zijn daarmee zeker op de korte termijn verre van rooskleurig. Privatisering van staatsbedrijven, verhoging van de pensioenleeftijd en beperking van het sociale vangnet zijn enkele van de opties voor deze overheden. Pijnlijke maatregelen zijn echter onafwendbaar om de overheidsfinanciën weer op orde te brengen. Bovendien kan een afname van de koopkracht en/of een beperking van verworven rechten in de samenleving tot sociale onrust leiden.

Deze ontwikkelingen gelden overigens niet alleen voor landen met betalingsproblemen. Ook de overige (potentiële) eurolanden dienen de overheidsfinanciën in lijn te brengen met de regels van het Pact voor Stabiliteit en Groei. Bovendien zijn aan de Europese vangnetten kosten verbonden die een extra beroep doen op de toch al onder druk staande overheidsfinanciën. De problemen van de kredietcrisis zijn dan ook nog niet voorbij. Nadat de rekening verschillende keren is doorgeschoven zijn belastingbetalers het finale station. Zij betalen uiteindelijk de rekening van het gebrek aan vertrouwen en de daarmee gepaard gaande kosten van de kredietcrisis (die haar oorsprong vond in overkreditering, waaraan een te veel aan vertrouwen heeft bijgedragen). Een eventuele bankenbelasting verandert daar niets aan. Ook die rekening wordt waarschijnlijk doorberekend in financiële producten en komt daarmee uiteindelijk bij de consument terecht.

In het vervolg van dit hoofdstuk werken we deze lijn verder uit voor wat betreft de voor de woningmarkt relevante factoren, waarbij we onderscheid maken tussen conjuncturele en structurele factoren.

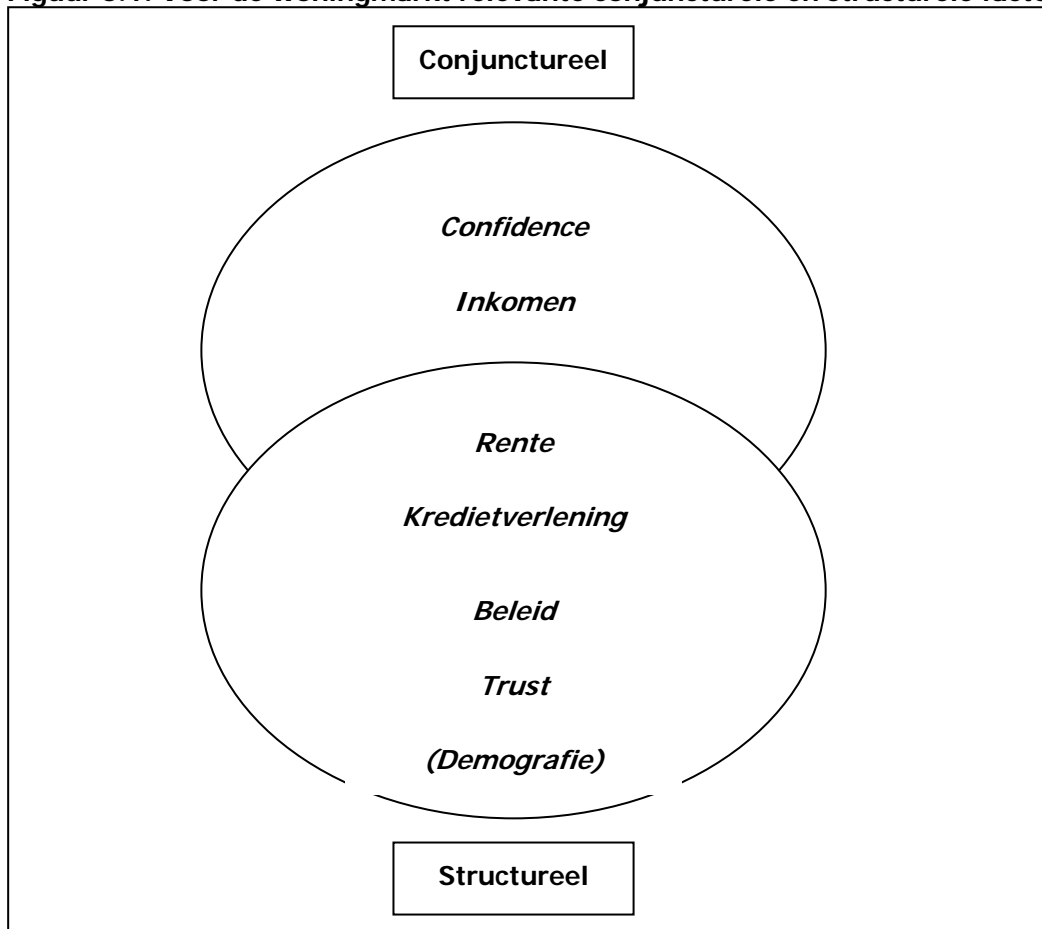
5.2 Conjunctuur en structuur

Bij het in kaart brengen van de gevolgen van de financiële en daaropvolgende economische crisis voor de woningmarkt is het van belang om onderscheid te maken tussen conjuncturele en structurele factoren. In beginsel heeft de conjunctuur betrekking op korte termijn ontwikkelingen van de effectieve vraag. De ontwikkeling van de bestedingen speelt hierbij een belangrijke rol. Factoren die daarop direct van invloed zijn, zijn het vertrouwen van consumenten in de economie en het besteedbaar inkomen. De structuur heeft betrekking op de langere termijn ontwikkelingen die samenhangen met de productiecapaciteit vanuit de aanbodzijde. Het gaat daarbij onder meer om beschikbaarheid van kapitaal en arbeid. In het vervolg van dit hoofdstuk hanteren we een wat ruimere definitie van structurele factoren door er ook ontwikkelingen in de institutionele context toe te rekenen, zoals het overheidsbeleid en spelregels rond kredietverlening.

Figuur 5.1 geeft een overzicht van de factoren die we hier op basis van de in het vorige hoofdstuk onderscheiden transmissiekanalen van de financiële markt naar de woningmarkt hebben onderscheiden, waarbij we een onderverdeling hebben gemaakt naar conjuncturele en structurele factoren.

Bij zowel de conjunctuur als de structuur hebben we 'vertrouwen' opgenomen als relevante factor. Daarbij hanteren we twee verschillende betekenissen van vertrouwen, in het Engels aangeduid met 'confidence' en 'trust' (zie hoofdstuk 1). Vertrouwen in de zin van confidence hangt direct samen met bestedingen en beschouwen we daarom als een conjuncturele factor. Vertrouwen in de zin van trust heeft betrekking op relaties met andere personen, organisaties en met instituties. Hoewel niet direct gerelateerd aan de productiecapaciteit bespreken we deze tweede betekenis van vertrouwen bij de structurele factoren, vooral vanwege het feit dat het (weer) verkrijgen van vertrouwen een zaak van langere termijn is.

Naast vertrouwen (confidence), beschouwen we inkomen, rente en kredietverlening als conjuncturele factoren. Daarbij hebben rente en kredietverlening naast een conjuncturele ook een structurele component. Naast de structurele ontwikkelingen rond rente en kredietverlening rekenen we het beleid van de overheid, vertrouwen (trust) en demografische ontwikkelingen tot de structurele factoren.

Figuur 5.1: Voor de woningmarkt relevante conjuncturele en structurele factoren

5.3 Conjunctuur

Een van de belangrijkste factoren die de ontwikkeling van de bestedingen verklaren, is het besteedbaar inkomen. Voor de komende jaren verwacht het CPB (CEP 2011) een beperkte toename van de inkomens en een afname van de koopkracht. Ook in 2010 was de koopkrachtontwikkeling negatief, zodat de koopkracht naar verwachting drie jaar op rij daalt.

Mogelijk staat de ontwikkeling van inkomens ook op langere termijn onder druk als gevolg van het terugbrengen van het begrotingstekort van de overheid en van het verminderen van de sterk gegroeide staatsschuld. Beiden zijn het gevolg van de overheidsinterventies van de afgelopen jaren met als doel het overeind houden van het financiële stelsel en het voorkomen van een verdere verdieping van de economische crisis.

In het CEP 2011 gaat het CPB er van uit dat het begrotingstekort in 2012 teruggebracht is naar 2,2%. Dit is weliswaar onder de binnen de EU afgesproken grens van 3% maar er blijft sprake van een toename van de staatsschuld. De schuldquote stijgt in 2012 dan ook licht van 65,5% naar 65,9%. Voor een nominale afname van de staatsschuld is een begrotingsoverschot nodig. Om dit te bereiken is een forse economische groei wenselijk, waardoor via belastingen ook de inkomsten van de overheid stijgen. Alternatieven zijn verdergaande bezuinigingen van de overheid of een toename van de belastingdruk. Beide alternatieven kunnen ertoe leiden dat de ontwikkeling van de besteedbare inkomens in Nederland over een langere periode onder druk komen te staan. Daar komt nog bij dat de ruimte voor een toename van de besteedbare inkomens in de komende decennia eveneens beperkt zal worden door de met de vergrijzing gepaard gaande sterke stijging van de uitgaven aan (gezond-

heids)zorg (Dertiende Studiegroep Begrotingsruimte, 2010). In paragraaf 5.5 gaan we verder in op de verwachte uitgavenstijging ten gevolge van de vergrijzing.

Naast het inkomen speelt ook het vertrouwen van huishoudens in de economie een grote rol. De mate van vertrouwen in de economie geeft een beeld van de verwachtingen die consumenten en producenten hebben over de toekomstige economische ontwikkeling en de risico's die men daarbij zelf loopt. Een laag vertrouwen in de zin van confidence kan via het proces van 'self-fulfilling prophecy' leiden tot een recessie in de economie. Een verminderd vertrouwen maakt de consument namelijk wat spaarzamer, waardoor minder wordt uitgegeven aan consumptieve bestedingen. De bijgevolg stagnerende economische groei blijkt dan het verminderde vertrouwen te rechtvaardigen. Hetzelfde proces kan zich ook voltrekken waar het het vertrouwen betreft van producenten of beleggers. Daarnaast is een tegengestelde ontwikkeling eveneens mogelijk: een excessief optimisme kan leiden tot een overdadig consumptief gedrag (een hype), dat overigens vrijwel onvermijdelijk weer gevolgd zal worden door tegengestelde paniekreacties.

Consumentenvertrouwen en consumptieve bestedingen worden beiden beïnvloed door dezelfde 'objectieve' economische factoren zoals inkomen, vermogen en rente. Vertrouwen kan echter niet zonder meer worden 'afgelezen' uit deze economische factoren. (On)Voorspelbaarheid en (on)zekerheid over toekomstige ontwikkelingen en risico's en (in)stabiliteit spelen ook een belangrijke rol. In dit verband wordt ook wel eens gesproken over 'consumententwijfel'. Niet-economische gebeurtenissen (individuele tegenslagen, rampen, aanslagen) en het maatschappelijk klimaat (bijvoorbeeld de toon van de berichtgevingen in de media) hoeven niet direct de economische conjunctuur te beïnvloeden, maar kunnen wel het vertrouwen in de zin van confidence van de consument onder druk zetten.

5.4 Conjunctuur en structuur

Rente

Zoals reeds aangegeven in hoofdstuk 2 (Box 1) is rente een samengestelde vergoeding. Dat geldt ook als de rente op een andere wijze zou worden uitgesplitst, bijvoorbeeld in groei (afhankelijk van bevolkingsgroei en arbeidsproductiviteit) en inflatie. Aangezien niet alle componenten conjunctureel of structureel zijn is rente niet eenduidig te classificeren en daarmee een hybride tussenvorm. Van de in hoofdstuk 2 onderscheiden componenten is de ontwikkeling van de inflatie duidelijk conjunctureel van aard en zijn de tijdsvergoeding en de transactiekosten structurele elementen. Het terugbetalingsrisico heeft betrekking op de kredietwaardigheid van de klant en is niet op voorhand eenduidig als conjunctureel of structureel te classificeren. Dit is mede afhankelijk van de activiteiten die de klant ontplooit. Afhankelijk van meer/minder invloed van de conjunctuur op de inkomsten kan per klant worden bepaald of het terugbetalingsrisico conjunctureel/structureel van aard is.

Hoewel rente dus niet eenduidig conjunctureel of structureel van aard is bestaat rente deels uit conjuncturele elementen. Hierdoor verandert de rente wel degelijk met de beweging van de conjunctuur. Om deze reden wordt rente vaak als conjunctureel beschouwd.

Kijken we vooruit dan is het aannemelijk dat de huidige rentestand zal veranderen. De kredietcrisis beïnvloedt namelijk nog steeds de huidige rentestand. Om deze invloed te begrijpen is het van belang om een onderscheid te maken tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt. Het renteniveau op de geldmarkt is momenteel extreem laag, doordat financiële toezichthouders wereldwijd hun beleidsrentes naar beneden hebben gebracht.

Dit lage renteniveau is op termijn echter niet houdbaar en evenmin wenselijk. Dit kan namelijk leiden tot investeringen die na verloop van tijd bij het dan hogere renteniveau niet meer rendabel blijken te zijn. Illustratief is in dit kader dat de ECB haar beleidsrente recent heeft verhoogd met 25 basispunten (=0,25%). Belangrijkste reden voor deze renteverhoging is de opgelopen inflatie. Overigens is het

niet aannemelijk dat de inflatie in de Eurozone structureel af gaat wijken van de streefwaarde van circa 2%. De primaire en enige taak van de ECB is immers het handhaven van prijsstabiliteit in de Eurozone. Bij een te hoge inflatie in de Eurozone zal de ECB de in omloop zijnde geldhoeveelheid beperken. Kijken we verder vooruit naar de ontwikkeling van de rente dan is het aannemelijk dat de geldmarktrente per saldo verder zal toenemen.

Het spreekt voor zich dat er een relatie bestaat tussen de geld- en de kapitaalmarkt. Dat volgt bijvoorbeeld uit het feit dat vele korte termijnen samen een lange termijn vormen. Verwachte ontwikkelingen voor de geldmarkt beïnvloeden daarmee de renteontwikkeling op de kapitaalmarkt. Uitspraken van centrale bankiers worden daarom gewikt en gewogen om eventuele toekomstige aanpassingen in de beleidsrente tijdig te voorzien. Centrale bankiers zijn zich daarvan bewust en zijn zeer zorgvuldig in hun woordkeuze, waarbij zij vaak gebruik maken van "signaalwoorden". Deze transparantie leidt ertoe dat de invloed van de centrale bankiers zich uitstrekt tot de korte kant van de kapitaalmarkt. Aan het lange eind van de kapitaalmarkt neemt de invloed van centrale bankiers echter steeds verder af. Daar zijn de onzekerheden groot en spelen structurele ontwikkelingen een belangrijke rol. Ondanks de existentiële relatie tussen enerzijds de geldmarkt en anderzijds het lange eind van de kapitaalmarkt hoeven de renteontwikkelingen op beide markten daarom niet parallel te lopen.

Ook nu verwachten we voor de kapitaalmarkt een tegenovergestelde beweging. Door de kredietcrisis is het onderlinge vertrouwen (trust) tussen instellingen afgenomen. Tussen financiële instellingen onderling, maar ook tussen financiële instellingen en niet financiële instellingen. Het omvallen van Lehman Brothers heeft een grote structurele impact op de financiële wereld. Tot kort voor de kredietcrisis werd het omvallen van deze financiële instelling voor nagenoeg onmogelijk gehouden. De bewustwording dat het wel uitmaakt met wie er in de financiële wereld zaken wordt gedaan trekt diepe sporen in de financiële wereld van structurele aard. De tegenpartij bij een financiële transactie is niet zonder risico. Een bekende naam en professionele uitstraling is blijkbaar niet voldoende garantie voor een goede afronding van een transactie. De afname van de vertrouwensbasis (trust) gaat dan hand in hand met een toename van de risicoperceptie. De keerzijde van het afgenomen vertrouwen was het oplopen van de risicopremies. Vooral op het lange eind van de rentecurve (meer dan tien jaar rentevast) namen de risico-opslagen flink toe. Bovendien bleef deze ontwikkeling niet beperkt tot financiële instellingen onderling. Ook de reële economie werd geraakt door de kredietcrisis, waardoor bijvoorbeeld ook verschillende bouwbedrijven het hoofd niet boven water hielden en failliet gingen. En ook dat was nog niet het einde. Ook landen kwamen in betalingsproblemen en hadden steun nodig om niet failliet te gaan.

Inmiddels zijn er vaak nationale oplossingen bedacht voor (bijna) omvallende banken en ontvangen verschillende Eurolanden steun uit een noodfonds dat in aller haast is opgericht om noodlijdende landen van kapitaal te voorzien. Ook wordt gewerkt aan een internationaal vangnet voor financiële instellingen als de eigen overheid daar niet meer toe in staat is. In de Eurozone bijten de Ierse banken het spits af. Mogelijk volgen banken uit andere landen met betalingsproblemen.

Al deze ingrepen dienen ertoe om investeerders te overtuigen dat individuele landen en hun bankstelsels in de Eurozone niet failliet zullen gaan. Dat moet uiteindelijk leiden tot herstel van vertrouwen (trust), waardoor de risicoperceptie op termijn af kan nemen. Wanneer deze opzet slaagt kunnen de soms aanzienlijke risico-opslagen naar beneden worden bijgesteld. Deze ontwikkeling is deels al in gang gezet, waardoor de swapspread al enige tijd niet meer bijzonder hoog is. Zet deze ontwikkeling verder door, dan kan de rente op de kapitaalmarkt in beperkte mate verder afnemen. Het is echter niet aannemelijk dat het renteniveau van voor de kredietcrisis weer terug zal keren, zo blijkt ook uit recente rapportages van de OECD en het IMF. Daarvoor zijn de gevolgen van de kredietcrisis te groot. De risicoperceptie is structureel verhoogd met zeker in de nabije toekomst blijvende gevolgen voor

het rentegebouw. Een rotsvast vertrouwen dat een bank als Lehman Brothers 'toch nooit omvalt' behoort tot het verleden. Bovendien zorgt een aanscherping van het toezicht voor hogere financieringslasten bij financiële instellingen. Zo impliceren de hogere kapitaaleisen van Basel III (blijvend) hogere renteopslagen door financiële instellingen. Het verder normaliseren van de kapitaalmarkt doet daar niets aan af.

Toepassing financieringsvoorwaarden

Hoewel financieringsvoorwaarden in de loop van de tijd aan verandering onderhevig kunnen zijn (bijvoorbeeld de tweeverdienersregeling, de bijleenregeling, de beperking van de hypotheekrenteaftrek tot maximaal 30 jaar en meer recent maximaal 50% aflossingsvrij en reductie van tophypotheek), worden zij over het algemeen getypeerd als structureel van aard. Dat geldt zeker voor gestandaardiseerde producten zoals hypotheek. Daarnaast kent de Nederlandse markt een non-discriminatiebeginsel dat is opgenomen in de Gedragscode voor Hypothecaire Financieringen. Hierdoor wordt op basis van objectieve criteria bepaald of een klant wel of geen hypotheek ontvangt van een geldverstrekker. Het structurele karakter van de financieringsvoorwaarden is hiermee gewaarborgd.

Wel kunnen de objectieve structurele criteria op een conjuncturele wijze worden toegepast. Meer concreet betekent dit dat een geldverstrekker ten tijde van economische voorspoed en stijgende huizenprijzen relatief weinig risico loopt bij de verstrekking van een hypotheek. Immers, in de loop van de tijd wordt het onderpand meer waard en zal de LTV van de hypotheek afnemen. Voor de kredietcrisis hebben dergelijke omstandigheden in de Verenigde Staten geleid tot een minder stringente toepassing van de financieringsvoorwaarden. Bovendien zijn ook in Nederland hypotheekverstrekking met hoge LTI-ratio's, die de door het Nibud gehanteerde verstrekkingnormen ver overschreden. Kopers van woningen krijgen dan relatief eenvoudig een hypotheek.

Inherent aan een conjunctuur is dat er ook minder gunstige economische tijden zijn. In deze tijden kunnen huizenprijzen zelfs afnemen. Het spreekt voor zich dat de risico's voor geldverstrekkers in deze tijden groter zijn. Bij dalende huizenprijzen loopt de LTV in de loop van de tijd namelijk op, tenzij er wordt afgelost. Onder dergelijke omstandigheden is het zeer waarschijnlijk dat geldverstrekkers de financieringsvoorwaarden zeer stringent zullen toepassen en mogelijk zelfs zullen aanscherpen. Hierdoor kan een conjuncturele cyclus ontstaan in de toepassing van de financieringsregels door geldverstrekkers. De LTV van de hypotheek en daarmee de prijsontwikkeling van de woningen is een belangrijke graadmeter voor deze cyclus.

Bovendien lijkt het erop dat ook financiële toezichthouders onderdeel uitmaken van een dergelijke cyclus. Blijkbaar geldt hier de volkswijsheid "de wal keert het schip". De ontwikkeling van de Baselverdragen, die de kapitaaleisen voor financiële instellingen bevatten, illustreert dit. Zo introduceerde Basel II een differentiatie van de kapitaaleisen gewogen naar het risico van de uitstaande gelden, hetgeen een verruiming van de kredietverlening mogelijk maakte voor defensief georiënteerde financiële instellingen. Achteraf bleek deze verruiming van de kredietverlening een onbedoelde bijwerking te zijn. Slechts enkele jaren later en een kredietcrisis rijker kwam Basel III daarom met veel strengere kapitaaleisen. De onbedoelde bijwerkingen werden hierdoor meer dan teruggedraaid. Sindsdien moeten financiële instellingen meer vermogen aanhouden van een hogere kwaliteit. Investeren in projecten met relatief veel risico wordt hierdoor minder aantrekkelijk voor financiële instellingen. Daar staan namelijk hogere kosten tegenover dan voor de kredietcrisis. Maar daar blijft het niet bij. Ook voor wel degelijke financieringen, zoals bijvoorbeeld NHG-hypotheek, zijn de krediet-eisen aangescherpt. De hefboom voor financiële instellingen neemt hierdoor af, met als direct gevolg dat zij met hetzelfde kapitaal minder leningen kunnen verstrekken. Anders geformuleerd dienen financiële instellingen onder Basel III meer kapitaal aan te houden om het huidige kredietverleningsniveau te handhaven dan

onder Basel II. Dit leidt tot hogere kosten voor financiële instellingen en het is aannemelijk dat zij die kosten zullen doorberekenen aan de klanten.

In het Nederlandse gedragtoezicht is een vergelijkbare ontwikkeling waarneembaar. Vanuit de AFM is de afgelopen jaren met enige regelmaat opgeroepen tot inperking van de leenvoorwaarden van financiële instellingen. Ook hier lijkt sprake van voortschrijdend inzicht. Hoewel de beweging naar een minder risicovolle hypotheekverstrekking goed is, komt dat inzicht rijkelijk laat en is de timing op z'n minst slecht. Aanscherping van de financieringsvoorwaarden leidt er immers toe dat de leencapaciteit van woningkopers afneemt. Dit werkt direct door in de betaalbaarheid van woningen, waardoor een dergelijke ingreep negatief doorwerkt in de prijsontwikkeling van koopwoningen. Paradoxaal genoeg initieert de AFM de beperking van de leencapaciteit om nieuwe kopers geen te hoge schulden aan te laten gaan. Het effect van de maatregel is echter dat kopers uit het (recente) verleden al te hoge schulden zijn aangegaan. Het gevaar van ingrijpen in de structuur van de markt is dat er betalingsproblemen of restschulden worden gecreëerd voor de ene groep huishoudens (recente starters), terwijl het doel is om ze voor een andere groep huishoudens (toekomstige starters) te voorkomen. Bovendien is dergelijk ingrijpen op de korte termijn niet gunstig voor de doorstroming op de woningmarkt.

De in beginsel structurele aard van de financieringsvoorwaarden wordt dus op twee manieren beïnvloed door de conjunctuur: via de *aanpassing* van de financieringsvoorwaarden en via de *toepassing* van financieringsvoorwaarden.

Op de langere termijn hebben woningkopers en de financiële sector wel degelijk baat bij een beperking van de leenvoorwaarden, gecombineerd met een grotere nadruk op aflossen. Hierdoor komen huishoudens met een hypotheek namelijk minder makkelijk in betalingsproblemen en dat is zowel gunstig voor die huishoudens als voor de financiële sector. Wel blijft staan dat het aantal gedwongen verkopen in Nederland weliswaar is gestegen sinds 2008, maar met circa 2000 per jaar op meer dan 3 miljoen hypotheekleningen nog steeds beperkt is. Hoewel dus vooral de lange termijn effecten van deze maatregelen positief zijn en zonder meer bijdragen aan het herstel van het vertrouwen op de lange termijn, zijn de korte termijn effecten tegengesteld. Een beperking van de leencapaciteit draagt op de korte termijn zeker niet bij aan herstel van het vertrouwen in de Nederlandse woningmarkt, terwijl juist een versterking van het vertrouwen op de korte termijn zo hard nodig is.

Kijken we vooruit dan is het aannemelijk dat de financieringsvoorwaarden op de korte termijn strikt zullen worden toegepast. Dit beleid van financiële instellingen wordt mede ingegeven door toezichthouders. Het is aannemelijk dat huishoudens door een combinatie van maatregelen vanuit prudentieel en gedragtoezicht in de nabije toekomst minder kunnen lenen tegen een hogere prijs. Een snel herstel van de huizenprijzen tot het niveau van voor de kredietcrisis lijkt (mede) daardoor niet aannemelijk. Een eventuele beperking van de hypotheekrenteaftrek van overheidswege werkt op een vergelijkbare wijze door op de hypotheek- en woningmarkt. Ook dan kunnen huishoudens minder lenen tegen hogere kosten.

5.5 Structuur

Zoals in de voorgaande paragraaf is aangegeven, zijn financieringsvoorwaarden en het toezicht op financiële instellingen in beginsel structureel van aard. Aanpassingen aan de bestaande structuur en toepassing ervan blijken in de praktijk echter wel degelijk ook een conjuncturele component te hebben. Zo staat het beleid ten aanzien van hypotheekverstrekking op dit moment volop ter discussie. Dit heeft onlangs geleid tot een aanpassing van de Gedragscode Hypotheken: maximaal 50% van de hypotheek mag aflossingsvrij zijn en de lening mag maximaal 110% van de waarde van de woning bedragen. Dit heeft uiteraard consequenties voor de woningmarkt: de financiële drempel voor kopers wordt hiermee immers verhoogd. Ook Basel III zal tot effect hebben dat er minder en onder striktere

voorwaarden wordt uitgeleend (zie paragraaf 5.4). Er is echter geen aanleiding om te verwachten dat het toezicht op financiële markten en de gedragscode op afzienbare termijn verdergaande structurele veranderingen zullen ondergaan.

Een tweede structurele factor is vertrouwen in de zin van trust. Het gaat hierbij zowel om het vertrouwen van financiële instellingen in elkaar als om het vertrouwen van consumenten in de financiële instellingen. Op beide fronten is sprake van een probleem. Het ontbreken van vertrouwen van financiële instellingen in elkaar lag aan de basis van de financiële crisis en om verschillende redenen is het vertrouwen van consumenten in de financiële instellingen in de afgelopen jaren ondermijnd. Daarbij kan gedacht worden aan de discussie rond financiële producten als de woekerpolissen en de winstverdriedubbelers, het faillissement van DSB en Icesave en de rol van DNB daarbij, en de recente aanscherping van kredietvoorwaarden. En zoals het spreekwoord zegt: vertrouwen komt te voet en gaat te paard. Het is dus niet ondenkbaar dat er vanuit de consument nog geruime tijd sprake zal zijn van een gebrek aan vertrouwen in financiële instellingen.

Tenslotte zal op de langere termijn ook de demografische ontwikkeling naar verwachting een drukkend effect hebben op de besteedbare inkomens. Hoewel het hier niet gaat om een structurele financiële factor, is er wel sprake van een lange termijn effect op de besteedbare inkomens.

De vergrijzing en de daarmee gepaard gaande toename van de kosten voor (gezondheids)zorg zal leiden tot een toename van de overheidsuitgaven en/of een afname van de besteedbare inkomens. Mede door de nog steeds toenemende levensverwachting zal in 2040 het aandeel 65-plussers zijn gegroeid van 13,7% (2002) tot 25,5% (OECD Health Data, 2004, op citaat Van Rijn, 2010). Bij ongewijzigd beleid zullen de aan ouderdom gerelateerde uitgaven (pensioenen en (gezondheids)zorg) van de overheid naar verwachting stijgen van 12,4% tot 20,3% (OECD, 2005, op citaat Van Rijn, 2010). Het PGGM heeft berekend dat voor een huishouden met een modaal inkomen, wederom bij ongewijzigd beleid, in de komende 20 jaar het aandeel van het bruto inkomen dat wordt besteed aan AOW, pensioen, AWBZ en zorgpremie zal stijgen van 44% tot 64% (Van Rijn, 2010). Het is aannemelijk dat het zover niet zal komen en dat er op deze terreinen wel degelijk beleidsveranderingen zullen komen. Dit neemt niet weg dat de kosten voor gezondheids(zorg) zullen stijgen. En dat zal uiteraard consequenties hebben voor de uitgaven aan (onder andere) wonen die huishoudens zich kunnen veroorloven.

5.6 Scenario's

Verwachtingen voor de langere termijn ten aanzien van de voor de woningmarkt relevante financiële factoren kunnen worden samengevat met een relatief beperkte groei van de besteedbare inkomens, een in verhouding tot de periode vóór de financiële en economische crisis hogere (hypotheek)rente en een aanscherping van de financieringsvoorwaarden. De mate waarin dit zich zal voordoen en dus zal leiden tot een beperking van de financieringscapaciteit en betaalbaarheid van wonen, is voor een belangrijk deel afhankelijk van de economische groei die in de komende jaren kan worden gerealiseerd.

Bij een sterke economische groei zal het inlopen van het begrotingstekort en het aflossen van de door de financiële crisis ontstane grote overheidsschuld leiden tot een minder grote aanslag op de besteedbare inkomens dan wanneer er sprake is van een beperkte economische groei. Huishoudens zullen dan wel niet 'ten volle' kunnen meeprofiteren van de economische groei, maar de kans is groter dat de besteedbare inkomens (beperkt) zullen groeien en bovendien zal de werkgelegenheid waarschijnlijk toenemen.

Een sterke economische groei gaat veelal samen met meer vertrouwen in de economie. Dit kan enerzijds een verlagend effect hebben op de hoogte van de risicopremies op de kapitaalmarkt, en anderzijds tot een verhoging van de geldmarktrente leiden, die met uitstralingseffecten ook doorwerkt in de

kapitaalmarkt. De beperking van de leencapaciteit door het aanscherpen van de financieringsvoorwaarden zal naar verwachting van kracht blijven, ongeacht de mate waarin in de komende periode de economie zal groeien. De toepassing van financieringsvoorwaarden heeft echter ook een conjuncturele component. Bij een sterke economische groei is de kans groter dat de (scherpere) financieringsvoorwaarden minder strikt zullen worden toegepast.

Bij verwachtingen over de toekomstige economische ontwikkeling speelt de huidige schuldencrisis een belangrijke, maar niet eenvoudig te duiden rol. Enerzijds zou het (voort)bestaan van de schuldencrisis kunnen leiden tot een beperking van het vertrouwen in de euro. Ondanks de huidige betalingsproblemen van enkele Eurolanden heeft dat de afgelopen maanden echter niet tot een lagere koers van de euro geleid. Dit komt mede doordat ook andere niet-Eurolanden hoge schulden zijn aangegaan, zoals bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Mocht de waarde van de euro echter dalen, dan geeft dit voordelen voor de exportpositie van de eurozone en biedt het mogelijkheden voor het realiseren van economische groei. Vooral de sterkere economieën (waaronder Nederland) binnen de eurozone zullen van deze ontwikkeling kunnen profiteren.

Anderzijds kan de schuldencrisis in landen als Griekenland, Portugal, Spanje en Ierland leiden tot hoge (extra) uitgaven voor de sterkere eurolanden en mogelijk (bij een herstructurering van de schulden in de vorm van 'afstempelen; het kwijtschelden van een deel van de schulden) ook voor banken en institutionele beleggers in deze landen. Als Griekenland gaat afstempelen is de kans op een nieuwe financiële crisis groot, omdat er dan nieuwe gaten in de balansen van financiële instellingen worden geschoten. Door de grote onderlinge verwevenheid kan dat tot een sneeuwbal effect leiden. Onder andere Citigroup heeft recent een analyse gepubliceerd die ingaat op een mogelijke uittreding van Griekenland uit de Eurozone (Buiten et al., 2011). In overeenstemming met hetgeen in Hoofdstuk 2 werd aangegeven ligt het ook volgens deze studie vooralsnog niet voor de hand dat sterkere of juist zwakkere eurolanden de eurozone zullen verlaten. Veel zal dus afhangen van de wijze waarop en het tempo waarin de Europese landen er in slagen om samen de schuldencrisis te overwinnen.

5.7 Conclusie

Om de gevolgen voor de woningmarkt van de financiële en de daarop volgende economische crisis in kaart te kunnen brengen, hebben we in Hoofdstuk 4 een aantal transmissiekanalen tussen de financiële markt en de woningmarkt besproken. In dit hoofdstuk hebben we op basis van deze transmissiekanalen een aantal factoren onderscheiden en vervolgens gekeken naar de mogelijke toekomstige ontwikkeling van deze factoren. Daarbij hebben we onderscheid gemaakt tussen conjuncturele en structurele factoren. Met name de structurele factoren zijn op de wat langere termijn relevant, omdat zij het kader bepalen waarbinnen de woningmarkt zich kan ontwikkelen.

Drie van de onderscheiden factoren konden we niet eenduidig indelen bij structurele of conjuncturele factoren: vertrouwen, rente en kredietverlening. Zo is rente een samengestelde vergoeding, met conjuncturele (inflatie) en structurele (tijdsvergoeding, transactiekosten) componenten. Financieringsvoorwaarden zijn over het algemeen structureel van aard, maar ze worden op twee manieren beïnvloed door de conjunctuur: via de *aanpassing* van de financieringsvoorwaarden en via de *toepassing* van financieringsvoorwaarden. Vertrouwen tenslotte kent twee betekenissen, waarvan er een (confidence) van conjuncturele aard is en de ander (trust) van structurele aard.

De verwachtingen ten aanzien van de ontwikkeling van de voor de woningmarkt relevante (financiële) factoren zijn samengevat in tabel 5.1. De onderscheiden zeven factoren kunnen in drie voor de woningmarkt belangrijke categorieën worden ondergebracht: het besteedbaar inkomen, de financieringsmogelijkheden en vertrouwen.

Tabel 5.1 Verwachte ontwikkeling van voor de woningmarkt belangrijke (financiële) factoren

Factor	Aard	Verwachting
Confidence	Conjunctureel	Op korte termijn onder druk
Inkomen	Conjunctureel	Op langere termijn beperkte groei
Rente	Conjunct/structureel	Op een hoger niveau dan vóór de crisis
Kredietverlening	Conjunct./structureel	Strikte toepassing financieringsvoorwaarden
Trust	Structureel	Op langere termijn onder druk
Beleid	Structureel	Beperking leencapaciteit
Demografie	Structureel	Vergrijzing leidt tot sterke toename van de uitgaven voor (gezondheids)zorg

We verwachten dat de besteedbare inkomens voor langere tijd onder druk zullen staan vanwege het terugdringen van het begrotingstekort, het terugbrengen van de overheidsschuld, de stijgende kosten voor de (gezondheids)zorg en (wellicht) de kosten voor het herstructureren van de schulden van (in eerste instantie) Griekenland. De financieringsmogelijkheden zullen naar verwachting afnemen ten opzichte van de periode vóór de financiële crisis. Naast de druk op de besteedbare inkomens spelen hierbij de beperking van de leencapaciteit, de strikte toepassing van de financieringsvoorwaarden en het hogere renteniveau een belangrijke rol. Tenslotte is het vertrouwen in de zin van confidence op korte termijn niet groot, maar ook op de langere termijn kan het vertrouwen (in de zin van trust) van financiële instellingen in elkaar en van consumenten in financiële instellingen onder druk staan.

De mate waarin dit leidt tot een verslechtering van de betaalbaarheid van wonen is voor een belangrijk deel afhankelijk van de economische groei die in de komende jaren kan worden gerealiseerd. In het volgende en laatste hoofdstuk zullen we op basis van deze verwachtingen ingaan op de toekomst van de woningmarkt.

6 De toekomst van de woningmarkt

6.1 Uitgangspunten

De verwachte ontwikkeling van voor de woningmarkt financiële factoren die zijn besproken in het voorgaande hoofdstuk vormen het uitgangspunt voor dit laatste hoofdstuk, waarin de toekomst van de woningmarkt centraal staat.

Voor wat betreft de korte termijn staan veel voor de woningmarkt belangrijke signalen op rood: het vertrouwen (confidence) in de economie en in de woningmarkt is laag, de voor de komende jaren verwachte inkomensontwikkeling is zeer beperkt, de korte hypotheekrente zal stijgen en de financieringsvoorwaarden worden strikt toegepast. Ook op de wat langere termijn is geen terugkeer naar de situatie van voor de crisis te verwachten. De inkomensgroei zal als gevolg van het verlagen van de overheidsschuld mogelijk op langere termijn beperkt zijn, de hypotheekrente zal niet snel terugkeren naar het lage niveau van vóór de crisis en als gevolg van de aanscherping van de financieringsvoorwaarden zullen huishoudens in de toekomst minder kunnen lenen. Maar momenteel ontbeert de woningmarkt niet alleen confidence, er is ook sprake van een gebrek aan trust en dan met name trust in de cruciale instituties op de woningmarkt.

De verschillende scenario's die aan het eind van de hoofdstukken 2 en 5 zijn geschetst over de mogelijke ontwikkeling van de schuldencrisis en de economische groei, variëren in de mate waarin het hiervoor geschetste beeld zich zal voordoen. In alle gevallen heeft de financiële crisis gezorgd voor een forse rekening die moet worden betaald. Voor wat betreft het 'oplossen' van de schuldencrisis lijkt het uiteenvallen van de eurozone het minst aantrekkelijke scenario (zie paragraaf 2.3) maar ook wanneer de sterkere eurolanden de zwakkere landen (blijven) opvangen, is de uiteindelijke hoogte van de rekening onduidelijk. Veel zal afhangen van de economische groei die in de komende jaren gerealiseerd kan worden. Bij een forse economische groei zal het oplossen van de schuldencrisis en het verkleinen van de overheidsschuld leiden tot een minder grote aanslag op de besteedbare inkomens. Bovendien gaat een sterke economische groei veelal samen met meer vertrouwen in de economie. Dit kan er toe leiden dat de (scherpere) financieringsvoorwaarden minder strikt zullen worden toegepast.

Maar ook bij een gunstig scenario met een behoorlijke economische groei in de komende jaren, zullen de hoge prijsstijgingen op de woningmarkt van de laatste decennia tot het verleden behoren. Dit betekent dat ook het hoge indirecte rendement tot het verleden behoort en dat er dus gezocht moet worden naar 'alternatieve' mogelijkheden om de benodigde investeringen te kunnen doen en naar trust. Ofwel, investeringen in de woningmarkt moeten een gewenst rendement opleveren en er moet sprake zijn van trust in cruciale instituties, anders wordt er helemaal niet geïnvesteerd. Dat laatste is gezien de demografische ontwikkeling in de komende decennia ongewenst.

In dit laatste hoofdstuk laten we zien hoe ontwikkelingen op de financiële markt zich door vertalen naar de verschillende eigendomssectoren op de woningmarkt. Het gaat daarbij in eerste instantie om rente, inkomen, kredietverlening en vertrouwen. Omdat daarnaast ook overheidsbeleid en demografische ontwikkelingen van groot belang zijn als kader waarbinnen ontwikkelingen op de financiële markt doorwerken op de woningmarkt, zullen deze twee factoren ook aan de orde komen. We reflecteren tenslotte op de vraag wat te doen aan het gebrek aan investeringscapaciteit en trust.

6.2 Gevolgen voor de woningmarkt

In de afgelopen decennia heeft de woningmarkt voor een belangrijk deel gedraaid op de prijsstijging van woningen, ofwel een fors indirect rendement maakt deel uit van het verdienmodel op de woning-

markt. Zowel eigenaar-bewoners als beleggers en corporaties betrokken dit rendement bij hun investeringsbeslissingen. Deze prijsstijging was het gevolg van een dalende rente en stijgende inkomens, wat leidde tot een toename van de leencapaciteit. Dit werd versterkt door een verruiming van de kredietfaciliteiten, optimalisering van het gebruik van de hypotheekrente aftrek en een beperkte reactie van het aanbod van nieuwe koopwoningen op een stijgende vraag. De waardestijging zorgde via psychologische effecten voor een verdere stijging van de prijs van woningen. Op de woningmarkt ontstond hierdoor een hefboom die het investeren in woningen (ook met geleend geld) aantrekkelijk maakte. Dit mechanisme zorgde voor een toenemende vraag naar kwaliteit, waaraan voor een belangrijk deel via bouwen aan de bovenkant van de markt en doorstroming werd voldaan.

6.2.1 Koopsector

De verwachte hogere rente en de aangescherpte financieringsvoorwaarden hebben een negatief effect op de leencapaciteit. Naast de rente en de financieringsvoorwaarden is ook het inkomen van belang voor de leencapaciteit. Voor (potentiële) eigenaar-bewoners gaat het daarbij om de ontwikkeling van het besteedbaar inkomen. Die zal, zoals hiervoor aan de orde was, naar verwachting de komende jaren niet zodanig hoog zijn dat het rente-effect en de aangescherpte financieringsvoorwaarden worden 'gecompenseerd'. Het gevolg is dat een sterke stijging van de waarde van koopwoningen, waarop de woningmarkt in de afgelopen decennia steeds meer is gaan drijven, in de komende jaren niet kan worden verwacht. Dit heeft niet alleen consequenties voor (potentiële) eigenaar-bewoners, maar ook voor gemeenten en ontwikkelaars. Als de prijsstijging van woningen, een belangrijke motor voor de doorstroming, wegvalt, zal het aantal transacties op een structureel lager niveau liggen. Bovendien wordt wonen relatief duurder met als gevolg een afname van de vraag naar kwaliteit. Bij een gegeven kwaliteitsniveau van de woningvoorraad kan dit een (verdere) daling van de prijs betekenen. Dit heeft consequenties voor de haalbaarheid van nieuwbouw en ook voor de grondprijzen. Opgemerkt dient te worden dat achter de hier geschetste 'gemiddelde' ontwikkeling waarschijnlijk grote regionale verschillen schuil zullen gaan. We komen hier in paragraaf 6.2.4 op terug.

6.2.2 Huursector

Voor verhuurders is de inkomensontwikkeling afhankelijk van het directe en indirecte rendement op de door hen geëxploiteerde woningen. Het indirecte rendement op huurwoningen is afhankelijk van prijsontwikkelingen op de koopwoningenmarkt. En zoals hiervoor al aan de orde kwam, mag voor koopwoningen in de komende jaren geen grote prijsstijging worden verwacht. Het indirecte rendement op huurwoningen staat daarmee onder druk.

Het directe rendement op huurwoningen wordt voor een belangrijk deel bepaald door de huurinkomsten en de uitgaven, waarvan de financieringskosten deel uitmaken. Voor wat betreft de financieringskosten zal ook de huursector te maken krijgen met de, in verhouding tot de periode vóór de kredietcrisis, hogere rente. Bij de huurinkomsten spelen de ontwikkeling van het overheidsbeleid (verdien capaciteit) en de ontwikkeling van de besteedbare inkomens (betaalcapaciteit) een belangrijke rol. Het overheidsbeleid voor de huursector is gericht op een scherpere toewijzing van sociale huurwoningen (met ingang van 2011) en volgens plannen van de regering krijgen verhuurders vanaf 2012 de mogelijkheid om de huren voor huishoudens met een inkomen hoger dan 43.000 met 5% boven inflatie te verhogen. De huren van overige gereguleerde woningen mogen met maximaal inflatie worden verhoogd, gedurende deze kabinetsperiode. Daar staat tegenover dat verhuurders bij nieuwe huurcontracten 25 extra huurpunten mogen toekennen aan hun woningen. Dit biedt verhuurders in met name regio's met woningtekorten op de langere termijn de mogelijkheid tot extra huurinkomsten.

Tegelijkertijd wordt de huursector verplicht om 760 miljoen per jaar bij te dragen aan de huurtoeslag. De bijdrage van verhuurders aan de huurtoeslag in combinatie met een voor veel woningen te voeren inflatievolgend huurbeleid, zorgt voor een beperking van het directe rendement; het inkomen van

verhuurders. Hierdoor wordt het niet alleen moeilijker om te lenen, maar het beperkte directe rendement maakt investeren in de huursector ook minder aantrekkelijk.

Ofwel op de korte termijn beperken de hogere rente, het inflatievolgend huurbeleid en de bijdrage van verhuurders aan de huurtoeslag het directe rendement. Voorgenomen verruiming van het huurbeleid stellen een hoger rendement in het vooruitzicht. Echter, door de lage mutatiegraad in de huursector is er pas op de langere termijn sprake van een hoger direct rendement. Immers, pas bij mutatie kan de huur en dus het rendement worden verhoogd.

De verwachte beperkte groei van de besteedbare inkomens zal bovendien grenzen stellen aan de mate waarin huren kunnen worden verhoogd. Specifiek voor de corporatiesector is hierbij ook de betaalbaarheid en de rol van de woningcorporaties daarin aan de orde. Immers, als corporaties iedere mogelijkheid om hun direct rendement te verbeteren benutten, heeft dit consequenties voor de voorraad betaalbare woningen en wellicht voor hun prestatieafspraken met gemeenten. Dit laat zien dat het streven naar een hoger direct rendement op gespannen voet kan komen te staan met de kerntaak van woningcorporaties zoals omschreven in hun statuten. Verder mogen de consequenties voor de huurtoeslag niet worden onderschat. Als de huren omhoog gaan en de normen van wat onder betaalbaar wordt geacht blijven bestaan, heeft dit een opwaarts effect op het benodigde budget voor de huurtoeslag.

Het beperkte (in)directe rendement op huurwoningen zal een negatief effect hebben op investeringen, zowel in de nieuwbouw als in de bestaande bouw. Op langere termijn kan het ingezette huurbeleid bovendien leiden tot een toename van de woonuitgaven voor midden inkomensgroepen in de huursector. De mogelijkheden in de koopsector zijn voor hen echter zeer beperkt (zie hiervoor).

Box 11: Vergelijking huidige prijsvooruitzichten met ontwikkelingen medio jaren tachtig van de vorige eeuw

Er zijn grote verschillen tussen de huidige negatieve prijsontwikkeling van Nederlandse koopwoningen en het prijsverloop begin jaren'80. Meest in het oog springt de omvang van de prijsdaling, die nu veel kleiner is dan 30 jaar geleden. Dit verschil kan voor een belangrijk deel worden verklaard door de causaliteit van de ontwikkelingen. In de jaren'70 zijn onverantwoorde risico's genomen met de verstrekking van hypotheek in Nederland (klimhypotheek). De problemen van toen werden dus veroorzaakt op de Nederlandse hypotheekmarkt. De overeenkomst tussen toen en nu is dat ook de kredietcrisis zijn oorsprong vindt in een onverantwoorde verstrekking van hypotheek. Echter niet in Nederland, maar in de VS. De recente prijsdalingen op de Nederlandse woningmarkt vinden daarmee hun oorsprong buiten Nederland en worden dus niet primair veroorzaakt door binnenlandse ontwikkelingen. Hierdoor is het aantal huishoudens met betalingsproblemen op de Nederlandse markt tijdens de kredietcrisis (zeer) beperkt gebleven.

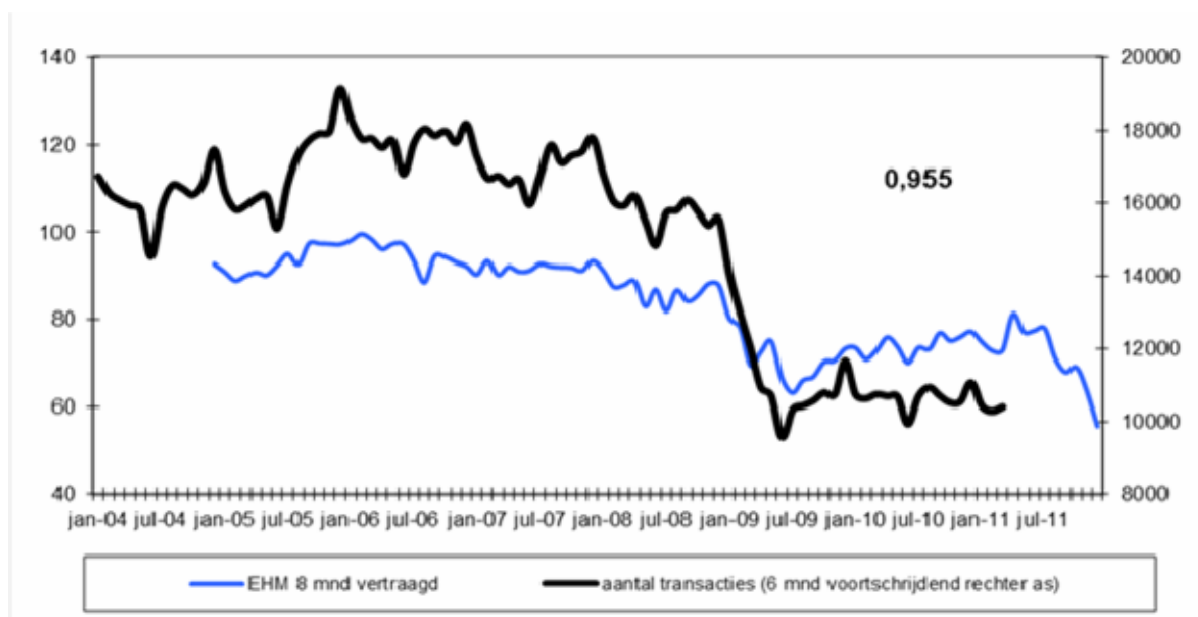
Aangezien we hier vooruitkijken naar de toekomst van de Nederlandse woningmarkt kunnen we mogelijk lessen trekken uit het prijsverloop van Nederlandse koopwoningen na de aanzienlijk prijsdalingen begin jaren'80. Belangrijke overeenkomsten zijn dat ook toen de financieringsvoorwaarden werden beperkt (exit klimhypotheek) en dat de loonstijging werd beperkt (besluit tot loonmatiging in "akkoord van Wassenaar"). Er is echter ook een belangrijk verschil en dat is het renteniveau. Vanaf de jaren'80 tot circa 2005 is het renteniveau (voorzien van de nodige schokbewegingen) fors afgenomen (zie figuur 3.4). Deze ontwikkeling heeft een aanzienlijke positieve impuls gegeven aan de leencapaciteit van Nederlandse huishoudens. Een tweede belangrijk verschil is de rol van de overheid. Op de crisis in het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw reageerde de rijksoverheid door het sterk verhogen van de subsidies, waardoor de productie van vooral huurwoningen fors kon toenemen. Een dergelijke beleidsreactie kan nu niet worden verwacht.

De voor de komende periode verwachte rentestijging zal vermoedelijk niet leiden tot een met het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw vergelijkbaar hoog niveau. Een daarop volgende vergelijkbare sterke rentedaling is dus in de komende jaren niet meer mogelijk. In de loop van de tijd beschouwd is het huidige lange renteniveau relatief laag. Bovendien vormt het lage lange renteniveau van voor de kredietcrisis een soort van bodem in de markt. Immers de risico's worden nu hoger ingeschat dan vóór de crisis, waardoor een lager renteniveau zeker op de korte termijn niet aannemelijk is.

6.2.3 Vertrouwen: Confidence en trust

De financiële crisis en de daaropvolgende economische recessie hebben het vertrouwen van financiers en (potentiële) investeerders in woningen doen dalen. Zoals uit figuur 6.1 blijkt, is met de afname van het aantal transacties op de markt voor bestaande koopwoningen ook het vertrouwen (confidence) van huishoudens in de koopwoningmarkt sinds de tweede helft van 2008 sterk gedaald. Voor het eerst sinds het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw wordt de Nederlandse woningmarkt geconfronteerd met een prijsdaling. Dit op zich zorgt al voor een psychologisch (schrik)effect dat in de komende jaren naar verwachting zal doorwerken. Daarbij dient wel te worden opgemerkt dat de (effecten van de) prijsdaling relatief beperkt zijn gebleven dankzij de 'schokdempers' op de Nederlandse woningmarkt (zie paragraaf 4.7).

Figuur 6.1: Vertrouwen van huishoudens in de koopwoningmarkt en aantal transacties van bestaande koopwoningen ($r=0,955$)



Bron: VEH, NVM

Maar ook het vertrouwen in de zin van trust heeft enkele deuken opgelopen. Zo is het vertrouwen van consumenten in financiële instellingen en financiële producten gedaald. Tegelijkertijd zijn financiële instellingen voorzichtiger geworden met het verstrekken van hypotheekleningen. Niet alleen in verband met de inschatting van de ontwikkeling van de waarde van het onderpand (confidence), maar ook vanwege de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer (trust).

Op de markt van koopwoningen speelt daarnaast het vertrouwen (trust) in de fiscale behandeling van de eigen woning. Voor de huidige regeerperiode valt hierin geen verandering te verwachten, echter de

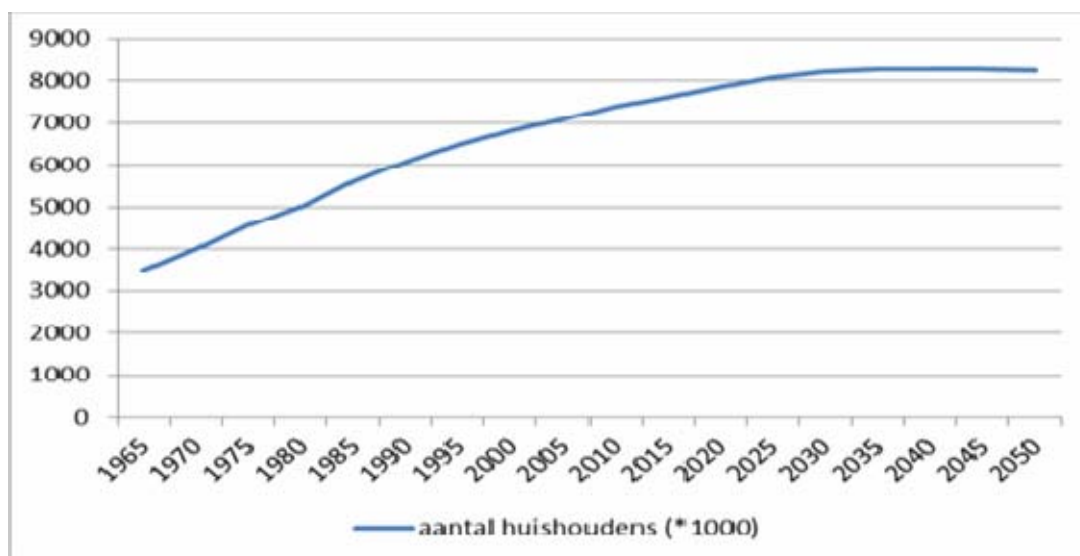
discussie over de hypotheekrenteaftrek speelt op de achtergrond nog steeds een rol. Aangezien vele woningmarktexperts in Nederland, maar ook internationale organisaties als de OECD en het IMF, het er over eens zijn dat de hypotheekrente aftrek moet worden aangepakt, is de kans groot dat er op enig moment toch iets gaat veranderen. En dit leidt, ook al ligt er een regeerakkoord dat belooft niet aan de hypotheekrenteaftrek te komen, tot een gebrek aan trust in het instituut hypotheekrenteaftrek voor de lange termijn.

Specifiek voor de corporatiesector geldt dat het feit dat deze sector steeds meer wordt bestemd voor lagere inkomens, effect zal hebben op het imago en daarmee op de kredietwaardigheid van woningcorporaties. Het vertrouwen in een financieel gezonde sociale huursector, met een goed imago voor brede doelgroepen is aan erosie onderhevig.

6.2.4 Demografische ontwikkeling

Tenslotte zal de toekomstige demografische ontwikkeling een belangrijk stempel drukken op vraag/aanbodverhoudingen op de woningmarkt. In vergelijking met veel andere Europese landen is de Nederlandse bevolking relatief sterk gegroeid sinds de Tweede Wereldoorlog (Dol et al., 2010). Zowel het aantal personen als het aantal huishoudens nam toe wat zorgde voor een continue druk op de woningmarkt. De verwachting van het CBS is dat ook de komende decennia het aantal personen en het aantal huishoudens nog zal toenemen. Echter, de begrippen krimp en vergrijzing zijn redelijk ingeburgerd geraakt. Krimp is aan de orde in de provincies, Zeeland, Limburg en Groningen. Hier neemt de bevolking af en dat heeft zo zijn consequenties voor de woningmarkt. De prijzen van woningen staan in deze regio's onder druk en er is/dreigt een overschot aan woningen.

Figuur 6.2 Ontwikkeling van het aantal huishoudens (1965-2050)



Bron: CBS

Vergrijzing is een fenomeen met verschillende gevolgen. Over het algemeen is bekend dat ouderen minder vaak verhuizen dan jongeren. Vooral huishoudens boven 75 jaar verhuizen nauwelijks meer, tenzij het zelfstandig wonen wordt opgegeven. Naast de invloed van vergrijzing op de kwalitatieve vraag naar woningen (gelijkvloers, geen drempels en zorg op afroep) is het dus ook waarschijnlijk dat de doorstroming negatief beïnvloed zal worden. Kijken we naar de langere termijn dan zal na 2035 het aantal huishoudens op de Nederlandse woningmarkt in beperkte mate afnemen (zie figuur 6.2). De effecten van vergrijzing en krimp zullen niet in gelijke mate over het land verspreid zijn. Tegenover

een overschot aan woningen in krimpgebieden staat een blijvende druk op de woningmarkt in economische kerngebieden zoals de Randstad. Hierdoor nemen verschillen in regionale prijsontwikkelingen en daarmee regionale prijsverschillen toe.

6.3 Gevolgen voor bij de woningmarkt betrokken partijen

In tabel 6.1 hebben we voor de verschillende op de woningmarkt actieve partijen de verwachte gevolgen van de crisis en recent ingevoerde beleidsmaatregelen samengevat. De gevolgen van eventuele toekomstige beleidsmaatregelen en van de demografische ontwikkelingen hebben we hierbij buiten beschouwing gelaten.

Tabel 6.1: Mogelijke gevolgen voor de bij de woningmarkt betrokken partijen van de crisis en recent ingevoerde beleidsmaatregelen

Partijen	Gevolgen crisis/beleid	Gevolgen woningmarkt
Eigenaar bewoners	Financieringscapaciteit lager: - inkomensgroei beperkt - financieringsvoorwaarden aangescherpt - rente hoger	- woningprijzen stijgen niet/beperkt - mobiliteit neemt af - kwaliteitsvraag neemt af
Huurders	- Toegankelijkheid voor midden inkomens neemt af - Huur voor midden inkomens neemt toe	- Kwaliteitsvraag neemt af - Mobiliteit neemt af
Verhuurders	Investeringscapaciteit neemt af: - Direct rendement onder druk - Indirect rendement neemt af	Investerings in de huursector (nieuwbouw en bestaande bouw) nemen af
Bouwers/ontwikkelaars	(kwaliteits)vraag neemt af	Woningproductie (aan de bovenkant van de markt) onder druk
Gemeenten	Grondopbrengsten nemen af	Kwaliteit nieuwbouwlocaties onder druk

* indirect rendement is ook afhankelijk van de kosten.

6.4 Op zoek naar investeringscapaciteit

Met het naar alle waarschijnlijkheid achterwege blijven van verdere reële prijsstijgingen op de woningmarkt komt een eind aan het aan het begin van de vorige paragraaf geschetste 'verdienmodel' dat in de afgelopen decennia de woningmarkt in beweging hield.

Lange tijd heeft de overheid de woningmarkt zwaar ondersteund met subsidies. In de jaren '90 zijn alle objectsubsidies afgebouwd en liet de overheid de woningmarkt haar werk doen. Dit viel samen met een periode waarin de woningmarkt zelfs als bron van inkomsten fungeerde zoals in het voorgaande omschreven. Dankzij stijgende inkomens, een lage rente en verruimde kredietvoorwaarden konden de prijzen stijgen. Deze prijsstijging vergrootte de investeringscapaciteit, er was sprake van een hoog rendement en ruime kredietverstrekking. De woningmarkt compenseerde de teruggetrokken overheid. Echter, de woningmarkt als 'geldautomaat' stagneert en het ziet er niet naar uit dat de overheid zal terugkeren in haar oude rol.

Er zijn in beginsel twee reacties mogelijk op het einde van het in vooral de jaren negentig van de vorige eeuw succesvolle verdienmodel op de woningmarkt. We kunnen genoeg nemen met een forse afname van de investeringscapaciteit of we kunnen op zoek gaan naar nieuwe investeringscapaciteit.

Genoegen nemen met een forse afname van de investeringscapaciteit betekent een ware omslag in het denken over de woningmarkt. Immers, in de afgelopen decennia is het woon- en bouwbeleid nadrukkelijk gericht geweest op kwaliteitsverbetering: de kwaliteitsslag. Dit zit inmiddels in de genen van gemeenten, projectontwikkelaars en woningcorporaties.

De tweede mogelijkheid is op zoek te gaan naar mogelijkheden om de investeringscapaciteit voor de woningmarkt enigszins op peil te houden. Een eerste optie die als vanzelfsprekend opdoemt is de overheid. De overheid zou koopstarters kunnen ondersteunen (in een poging het 'oude' verdienmodel weer nieuw leven in te blazen) of opnieuw objectsubsidies kunnen verstrekken om investeringen in de woningmarkt te ondersteunen. Echter, gezien de huidige financiële situatie en de plannen van de overheid om juist geld bij investeerders op de woningmarkt weg te halen via de heffing voor verhuurders, ligt dit niet direct in de lijn der verwachting. Het verminderen of niet toepassen van de heffing op zich zou wel bijdragen aan het versterken van de investeringscapaciteit.

We willen dit essay afsluiten met een aantal mogelijke (nieuwe) wegen om de investeringscapaciteit op de woningmarkt op het gewenste peil te houden, nu het indirecte rendement op een structureel lager niveau zal komen te liggen en het niet waarschijnlijk is dat overheidssubsidies zullen worden verstrekt om investeerders op de woningmarkt aan het gewenste rendement te helpen. Het lijkt erop dat we momenteel boven onze stand leven en dat het streven naar kwaliteitsverbetering onbetaalbaar is geworden. We zijn toe aan een nieuwe definitie van gewenste woonkwaliteit. Daarnaast ziet het er naar uit dat investeringen in de woningmarkt noodzakelijk blijven. Het aantal huishoudens blijft voorlopig toenemen en de woningvoorraad veroudert dus woningbouw en -verbetering blijven noodzakelijk. De vraag is alleen wie gaat investeren en wie betaalt het gewenste rendement?

We verkennen een aantal opties om investeringscapaciteit voor de woningmarkt te mobiliseren:

- Een eerste optie is het aantrekkelijker maken om te investeren in de particuliere huursector, zowel voor institutionele als particuliere belegger. Immers, steeds meer mensen zijn op zoek naar beleggingsmogelijkheden omdat zij niet bij een pensioenfonds zijn aangesloten of omdat zij een minder risicovol alternatief zoeken voor aandelen en meer rendement dan een spaarrekening. Echter, om de particuliere huursector een investering met een bevredigende rendement te maken is een aanpassing van het beleid noodzakelijk. In het huidige kader is er sprake van een laag direct rendement en door de stagnatie in de prijsontwikkeling van woningen is ook het indirecte rendement laag. Een verhoging van het directe rendement kan worden gefaciliteerd door de huurregulering te versoepelen en door het (geleidelijk) beperken van de fiscale bevoordeling van eigen woningbezit, waardoor de prijs van kopen hoger wordt en huren dus relatief aantrekkelijker. Een andere optie is om het investeren in de particuliere huursector fiscaal te faciliteren zoals bijvoorbeeld in Duitsland het geval is (Haffner et al., 2009).
- Een volgende mogelijkheid is het uitbreiden van verkoopconstructies 'onder voorwaarden' als mogelijkheid om eigen woningbezit met een beperkt risico mogelijk te maken voor midden en lagere inkomensgroepen. Dit is een manier om betaalbare woningen te realiseren en daarbij gebruik te maken van de investeringscapaciteit van de bewoners. Deze optie wordt al volop toegepast door woningcorporaties om hun investeringscapaciteit te vergroten. Zij geven een korting op de koopprijs in ruil voor deling van het indirecte rendement bij verkoop. Inmiddels is een derde van de woningcorporaties lid van de stichting Koopgarant het meest gangbare voorbeeld van verkoop onder voorwaarden. Koopgarant betekent dat corporatie en koper beide investeren en rekenen op een bepaald deel van het indirecte rendement. Bij verkoop in Koopgarant is er in principe sprake van Fair Value, de korting op de koopprijs is op de lange termijn in balans met de deling van het vermogen. Kopen naar Wens is een vergelijkbaar product, maar wijkt toch op twee cruciale onderdelen af van Koopgarant. Bij Koopgarant is er sprake van een terugkoopgarantie voor de koper en dus een terugkoopplicht voor de corporatie en dus moet een corporatie een reservering voor de terugkoop op haar balans aan houden. Bij kopen naar wens is geen sprake van een terug-

koopgarantie en dus ook niet van een terugkoopplicht en dus hoeft de corporatie hiervoor ook niet te reserveren. Bij Kopen naar wens is er bovendien geen sprake van Fair Value. Dit product laat de koper kiezen welk aandeel hij wil kopen. Het niet gekochte deel van de woning krijgt de koper wel in eigendom en de corporatie verstrekt daarvoor een rentevrije lening. In ruil daarvoor deelt de corporatie in de verkoopprijs, echter de kans dat er sprake is van Fair Value is uitermate klein, zeker in de huidige markt. De vraag is hoe groot het marktaandeel van dergelijke producten kan zijn, hoe de nieuwe rol van corporaties er dan uit ziet en welke risico's hiermee gemoeid zijn.

- Een andere manier om beleggers risicovol te laten investeren in de woningmarkt is in de vorm van een "participatiehypotheek", waarbij eigenaar-bewoners minimaal de helft van de eigen woning aanschaffen en het resterende deel wordt betaald door particuliere investeerders. De particuliere investeerders (zoals institutionele beleggers) hebben geen vruchtgebruik van de woning, maar participeren wel risicovol in de waardeontwikkeling van de woning (indirect rendement). Deze participatie kan rechtstreeks plaatsvinden, bijvoorbeeld door een financiële instelling die ook de hypotheek verstrekt. Meer indirect participeren via een woningfonds is ook mogelijk. Uit onderzoek blijkt dat veel mensen vastgoed zien als een degelijke investering en een manier om pensioen op te bouwen. Door te participeren in een woningfonds worden de risico's van investeerders gespreid over verschillende objecten. Het is van belang vooraf goed in kaart te brengen welke gevolgen de komst van een dergelijk product heeft voor de risico's van alle betrokkenen bij de woningmarkt.
- Stimuleren van 'eigen-bouw', waarbij energie en tijd van de toekomstige bewoner extra kwaliteit mogelijk maakt. We kunnen hierbij denken aan particulieren die hun eigen woning bouwen of verbouwen. De kluswoningen in stadsvernieuwingswijken in Rotterdam en Arnhem zijn voorbeelden van het laatste. Kortom, "sweat" equity als middel om de investeringscapaciteit voor het wonen te vergroten. Ook hier is de vraag in hoeverre deze kleinschalige voorbeelden op grotere schaal kunnen worden toegepast en welke randvoorwaarden hiervoor nodig zijn.

Een laatste en veelomvattende optie is de benutting van het in de woningmarkt opgeslagen vermogen voor welzijn en pensioenen. Via de financiële markt en zogenaamde equity releaseproducten of een adequaat aanbod in de huursector kan dit vermogen worden vrijgemaakt voor bijvoorbeeld pensioenen en zorg. De collectieve arrangementen voor pensioenen en zorg kunnen daardoor afnemen en dus kunnen belastingen en premies omlaag. Via een omweg worden daarmee de koopkracht en investeringscapaciteit van individuele huishoudens vergroot. In het Verenigd Koninkrijk vindt een dergelijke ontwikkeling plaats onder de noemen "asset based welfare". Het moge duidelijk zijn dat er de nodige haken en ogen kleven aan een dergelijke grondige verandering. Belangrijke vragen hierbij zijn hoe het vermogen uit de woning kan worden ingezet, welke producten hiervoor nodig zijn, welke risico's hiermee zijn gemoeid en hoe een adequate zorg en oudedagsvoorziening voor een ieder kan worden gegarandeerd.

De hiervoor gepresenteerde opties om de investeringscapaciteit voor particuliere huishoudens in de woningmarkt te vergroten zijn deels al in gang gezet en deels nieuw. Ze verdienen een nadere analyse op haalbaarheid, mogelijke omvang en risico's.

Echter, bij het zoeken naar investeringscapaciteit is het niet alleen van belang producten en investeerders te vinden, maar vooral ook een investeringsklimaat. Voor dat investeringsklimaat zijn confidence en trust van groot belang. Confidence wordt bepaald door de conjunctuur en is een gegeven voor beleidsmakers. Trust daarentegen wordt in grote mate bepaald door beleidsmakers. Momenteel zijn cruciale instituties zoals de hypotheekrenteaftrek, de woningcorporatie, haar kerntaak en haar verdienmodel aan discussie onderhevig net als de leencapaciteit die door het Nibud acceptabel wordt geacht. Kortom, de onrust over de positie van formele instituties op de woningmarkt draagt in grote mate bij aan het gebrek aan trust en dus aan investeringen op de woningmarkt. Wat is de rol van deze instituties met name in een woningmarkt waar het indirecte rendement beperkt is, is de cruciale

vraag. Het is van groot belang dat beleid voor de financiële markt en de woningmarkt zich richt op het herstellen van trust door een hervorming van instituties, dus helderheid over de hypotheekrenteaf trek, de sociale huursector en de voorwaarden voor hypotheekverstrekking (zowel betaalbaarheidsnormen als solvabiliteitsnormen), die een goede onderbouwing kent en daarmee op maatschappelijk draagvlak kan rekenen.

Literatuur

Abraham, J. & P.H. Hendershott (1996) Bubbles in Metropolitan Housing Markets, *Journal of Housing Research* 7(2), pp. 191-207.

Alink, Bjorn & D. Martijn de Jong-Tennekes (2008) Tweedehands hypotheke: Securitatie, Rabobank Themabericht 2008/12.

Bernanke, Ben S. (2010) Emerging from the Crisis: Where Do We Stand?, Speech at the Sixth European Central Bank Central Banking Conference, Frankfurt, Germany.

Boelhouwer, P.J. (2005) The incomplete privatization of the Dutch housing market: Exploding house prices versus falling house-building output, *Journal of Housing and the Built Environment* 20(4), pp. 363-378.

Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari, Jürgen Michels en Giada Giani (2011) The Debt of Nations, *Global Economics View* 2011, Citigroup Global Markets.

Cabezas, M. & J. Beaumont (2011) De dynamiek van schuldreductie, *ESB* 96(4608), pp.234-236.

Case, Karl E. & John M. Quigley (2008) How Housing Booms Unwind: Income Effects, Wealth Effects and Feedbacks through Financial Markets, *European Journal of Housing Policy* 8(2), pp. 161-180.

De Nederlandsche Bank (2010) Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland, Amsterdam.

De Nederlandsche Bank (2010) Kwartaalbericht december 2010, pp. 43-52, Amsterdam.

Dertiende Studiegroep Begrotingsruimte (2010) Risico's en zekerheden, Dertiende rapport Studiegroep Begrotingsruimte.

Dol, Kees en Marietta Haffner (Eds) (2010) Housing Statistics in the European Union 2010, Den Haag, Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties

Dijk, Machiel van, Jan Donders en Gerben Romijn (2010) Het woningmarktmodel van het CPB, *Real Estate Research Quarterly*, december, pp. 19-24.

Ewijk, C. van, M. Koning, M. Lever, R. de Mooij (2006) Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning, CPB document 62, Den Haag, CPB.

Europese Centrale Bank (2004) Het monetaire beleid van de ECB, Frankfurt am Main.

Geltner, David, & Norman G. Miller (2001) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, Mason, Ohio, South-Western Publishing, division of Thomson Learning.

Greenspan, Alan (2010) *The Crisis*, Greenspan associates LLC.

Haffner, Marietta, Joris Hoekstra, Michael Oxley & Harry van der Heijden (2009) Bridging the gap between market and social rented housing in six European countries, Amsterdam, IOS Press BV.

Haffner, M.E.A. (2011, nog te verschijnen) Langetermijneffecten van de kredietcrisis voor de (regionale) woning(bouw)markt, Den Haag, PBL.

International Monetary Fund (2010) Global financial stability report, Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, World Economic and Financial Surveys, Washington, DC.

Kleinman, Mark, Walter Matznetter en Mark Stephens (1998) European Integration and Housing Policy, London and New York, Routledge.

Meen, G. (1998) 25 Years of house price modelling in the UK. What have we learnt and where do we go from here?, Paper presented at the ENHR Conference in Cardiff, September 7.

Muellbauer, J. & A. Murphy (1997) Booms and busts in the UK housing market, Economic Journal 107(445), pp. 1701-1727.

Muth, R.F. (1960) The Demand for Nonfarm Housing, in: Harberger, A.C. (ed.) The Demand for Durable Goods, Chicago, University of Chicago Press, chapter 2.

NHG (2011) NHG toont meerwaarde aan: Meer huishoudens doen beroep op nationale hypotheek garantie, persbericht, 14 april (www.nhg.nl/organisatie/nieuws).

OECD (2011) Housing and the Economy: Policies for Renovation, Economic Policy Reforms 2011, Going for Growth, Part II, chapter 4.

Peng, R., & W.C. Wheaton (1994) Effects of restrictive land supply on housing in Hong Kong: An econometric analysis, Journal of Housing Research 5(2) pp. 263-91.

Poterba, James M. (1984) Tax subsidies to owner-occupied housing: An asset-market approach, Quarterly Journal of Economics 99(Nov.), pp. 729-752.

Prast, H., R. Mosch en W.F. van Raaij (2005) Vertrouwen, cement van de samenleving en aanjager van de economie, Den Haag, De Nederlandse Bank/Universiteit van Tilburg.

Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff (2008) This time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis, JEL E6, F3 and N0.

Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff (2010) Growth in a time of Debt, paper prepared for the American Economic Review Papers and Proceedings, JEL No. E44, E62, F30, N20.

Rijn, M. van (2010) Pensioen, zorg, wonen, European Pension Debate, 4 juni (<http://www.tilburguniversity.edu/nl/onderzoek/instituten-en-researchgroepen/ccp/epd/rijn.pdf>).

Shiller, Robert J. (2005) Irrational Exuberance, New Jersey, Princeton University Press.

Shiller, Robert J. (2007) Understanding recent trends in house prices and home ownership, Cambridge, NBER, Working Paper 13553.

Teulings, Coen, Michiel Bijlsma en Jasper Lukkezen (2011), Nederland en de Europese schuldencrisis, Positie Griekenland slecht, Te strenge aanpak werkt niet, CPB Policy Brief, 2011/03.

Verbruggen, Johan, Henk Kranandonk, Michiel van Leuvensteijn en Michel Toet (2005) Welke factoren bepalen de ontwikkeling van de huizenprijs in Nederland?, CPB document, no 81, Den Haag, CPB.

Vermeulen, Wouter en Jan Rouwendaal (2007) Housing Supply in the Netherlands, CPB Discussion Paper, no 87, Den Haag, CPB.

Vries, P. de (2009) Is de woningprijs van lucht? Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, 15(6), 6-11.

Vries, P. de (2010) Measuring and explaining house price developments, Amsterdam, IOS Press BV.

Onderzoeksinstituut OTB

Delft University of Technology

Jaffalaan 9, 2628 BX Delft, The Netherlands

Postbus 5030, 2600 GA Delft, The Netherlands

Telefoon +31 (0)15 278 30 05

Fax +31 (0)15 278 44 22

E-mail mailbox@otb.tudelft.nl

www.otb.tudelft.nl