



Planbureau voor de Leefomgeving

LANGETERMIJNEFFECTEN VAN DE KREDIETCRISIS OP DE REGIONALE WONINGMARKT

Achtergrondstudies

Langetermijneffecten van de kredietcrisis op de regionale woningmarkt

Marietta Haffner en Frank van Dam

Langetermijneffecten van de kredietcrisis op de regionale woningmarkt

© Planbureau voor de Leefomgeving (PBL)
Den Haag, 2011

ISBN: 978-90-78645-67-2
PBL-publicatienummer: 500211001

Eindverantwoordelijkheid

Planbureau voor de Leefomgeving

Het project is uitgevoerd in samenwerking met het Onderzoeksinstituut OTB van de TU Delft.

Contact

frank.vandam@pbl.nl

Auteurs

Marietta Haffner (OTB)
Frank van Dam (PBL, projectleider)

Supervisie

Dorien Manting

Met dank aan

Marnix Koopman en Martijn Eskinasi (PBL), Harry van der Heijden (OTB), Geert de Joode (Ministerie van BZK-WWI)

Redactie figuren

Marian Abels, Filip de Blois en Jan de Ruiter

Eindredactie en productie

Uitgeverij PBL

Opmaak

Martin Middelburg, Uitgeverij RIVM

U kunt de publicatie downloaden via de website www.pbl.nl.

Delen uit deze publicatie mogen worden overgenomen op voorwaarde van bronvermelding: Haffner, M. & F. van Dam (2011), *Langetermijneffecten van de kredietcrisis op de regionale woningmarkt*, Den Haag, Planbureau voor de Leefomgeving.

Het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) is het nationale instituut voor strategische beleidsanalyses op het gebied van milieu, natuur en ruimte. Het PBL draagt bij aan de kwaliteit van de politiek-bestuurlijke afweging door het verrichten van verkenningen, analyses en evaluaties waarbij een integrale benadering vooropstaat. Het PBL is vóór alles beleidsgericht. Het verricht zijn onderzoek gevraagd en ongevraagd, onafhankelijk en altijd wetenschappelijk gefundeerd.

BEVINDINGEN

BEVINDINGEN

Langetermijneffecten van de kredietcrisis op de regionale woningmarkt

Samenvatting

- De mondiale kredietcrisis die halverwege 2007 begon, heeft niet alleen op korte termijn, maar ook op lange termijn effecten op de regionale woning- en woningbouwmarkt. De gevolgen van de kredietcrisis zullen per regio bovendien sterk uiteenlopen.
- De kredietcrisis heeft geresulteerd in een daling van de woningprijzen, een daling van de nieuwbouwproductie en in een afname van de verhuismobiliteit (doorstroming). Deze effecten hangen bovendien nauw samen. Het geringe vertrouwen van woonconsumenten en institutionele actoren op de woningmarkt, waaronder woningcorporaties, projectontwikkelaars, banken en gemeenten, heeft geleid tot een afwachtende houding van alle betrokken actoren, en daarmee de negatieve spiraal op de woningmarkt bekrachtigd. Er mag bovendien niet meer worden verwacht dat de koopwoningmarkt terugkeert naar de uitbundige prijsstijgingen in de periode vóór het uitbreken van de kredietcrisis.
- Als op de kortere termijn de werkloosheid toeneemt, de koopkracht daalt, het aantal woningeigenaren stijgt dat de hypotheek niet meer kan aflossen, banken strengere regels voor kredietverlening stellen, de rentevoet stijgt en kopers en bouwers hun aspiraties bijstellen naar minder kwaliteit, zullen deze effecten in combinatie op de langere termijn een dempend effect hebben op de woningprijzen. En daarmee op het gedrag van alle actoren op de woningmarkt (zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde). De verwachte prijsstijgingen die tot zeer recent als katalysator voor dit gedrag hebben gewerkt, behoren namelijk naar alle waarschijnlijkheid tot het verleden. Zo hebben bij de woningbouw betrokken partijen aan de aanbodzijde (projectontwikkelaars, gemeenten, woningcorporaties) steeds vaker te maken met een onrendabele grondexploitatie, waardoor nieuwbouw moeilijk realiseerbaar wordt.
- De langetermijneffecten van de kredietcrisis zullen in navolging van de regionale variatie in economische en demografische ontwikkelingen regionaal sterk uiteenlopen. Regionale ontwikkelingen in de werkgelegenheid, de inkomens en het aantal huishoudens bepalen immers mede de vraag en het aanbod op de regionale woningmarkt, en daarmee de prijs en financiële bereikbaarheid van koop- en huurwoningen in de verschillende regio's. In groeiregio's zullen de effecten van de mondiale kredietcrisis geringer en minder persistent zijn dan in krimpregio's.

Inleiding

De mondiale kredietcrisis vond halverwege 2007 haar aanvang in de stijging van de rente in de Verenigde Staten. In de jaren daarvoor had de combinatie van grote mondiale onevenwichtigheden in de betalingsbalansen, een te lage rente en een verkeerde inschatting van de risico's die zijn verbonden aan kredietverstrekking in de Verenigde Staten een nieuwe hypotheekvorm leven ingeblazen. Deze 'subprime-hypotheek' of 'rommelhypotheek' was gericht op huishoudens met een twijfelachtige kredietwaardigheid, meestal huishoudens met een laag inkomen. Door het aanbod van vooral Aziatische spaaroverschotten op de mondiale kapitaalmarkt en een ruim Amerikaans monetair beleid, nam de kredietverstrekking toe, waardoor ook de woningprijzen en aandelenkoersen stegen. De subprime-hypotheeken pasten in dit mechanisme zolang de woningprijzen bleven stijgen.

Toen de rente echter begon te stijgen, kwam de stijging in de woningprijzen tot stilstand, waardoor het deel van de hypotheekmarkt met de grootste risico's van kredietverlening, de subprime-hypotheekmarkt, instortte. Een groot aantal huishoudens kon als gevolg van de rentestijgingen de hypotheeklasten niet meer betalen, en moest de koopwoning verlaten. Hierdoor daalden de woningprijzen nog verder. De subprime-hypotheeken waren bovendien gebundeld en als verhandelbare effecten, waardepapieren of hypotheekobligaties, doorverkocht aan investeerders, waaronder vele financiële instellingen. Achteraf gezien ontbrak daar de juiste risicobeoordeling; onbekend was waar de risico's van de subprime-leningen zaten verborgen. Het onderlinge vertrouwen van banken zakte weg, en de interbancaire geldmarkt kwam stil te liggen. Banken in de hele wereld kwamen in de problemen. Overheden grepen in om banken te redden, om te voorkomen dat zij failliet zouden gaan en het financiële systeem zou instorten. De crisis stopte niet bij de hypotheekmarkt en de bankensector, maar beïnvloedde ook de kredietverstrekking aan het bedrijfsleven en veroorzaakte daarmee een mondiale economische crisis. Ook Nederland belandde in een recessie.

Vraagstelling

In dit rapport bespreken we de effecten van de kredietcrisis op de (regionale) bouw- en woningmarkt in Nederland. Het doel is om inzicht te krijgen in de langetermijneffecten van de huidige economische crisis, met andere woorden om de verbanden vast te stellen tussen macro-economische en financiële ontwikkelingen die van invloed zijn op de uitkomsten van de crisis voor de woningmarkt. Daarbij gaat het zowel om structurele en langetermijnontwikkelingen in de financiële sector als

gevolg van de crisis, alsook om structurele en langetermijnontwikkelingen in het gedrag van andere actoren op de woningmarkt, van particuliere woningeigenaren tot projectontwikkelaars. Deze ontwikkelingen interfereren met andere maatschappelijke ontwikkelingen, zoals de selectieve regionale (economische en demografische) groei en krimp in Nederland.

We analyseren de langetermijneffecten van de kredietcrisis in deze studie aan de hand van de volgende onderzoeksvragen:

1. Wat zijn de te onderkennen effecten van de huidige economische crisis op de Nederlandse woningmarkt tot nu toe?
2. Wat is er in het algemeen bekend over de effecten van kredietcrises en andere crises op de bouw- en woningmarkt?
3. Hoe worden de vraag naar en het aanbod van koop- en huurwoningen bepaald, en in hoeverre zijn er hierin regionale verschillen te onderkennen?
4. Welke structurele of langetermijneffecten van de huidige economische crisis op de Nederlandse bouw- en woningmarkt zijn er te onderkennen dan wel te beredeneren?
Daarbij gaat het om:
 - a. effecten op de waardeontwikkeling van woningen, zowel in de koop- als de huursector;
 - b. effecten op het gedrag van consumenten op de woningmarkt;
 - c. effecten op het gedrag van institutionele actoren op de woningmarkt, zoals woningcorporaties, projectontwikkelaars, financiers (banken) en lagere overheden (gemeenten);
 - d. regionale verschillen in deze effecten;
 - e. de gecombineerde effecten.

De vierde onderzoeksvraag is de centrale vraag van deze studie.

Aanpak en leeswijzer

In dit rapport brengen we de economische verbanden op de woningmarkt in beeld en gebruiken we deze inzichten om de effecten van de kredietcrisis op de woningmarkt te analyseren en te beredeneren. De eerste drie onderzoeksvragen beantwoorden we aan de hand van literatuurstudie. Vervolgens beredeneren we met deze kennis het antwoord op de vierde onderzoeksvraag. In hoofdstuk 1 van de Verdieping brengen we de effecten in kaart die de kredietcrisis reeds heeft gehad op de Nederlandse woningmarkt. We gaan daarbij onder andere in op de woningprijzen, de omvang van het aantal transacties in de bestaande bouw en de investeringen in de woningbouw. We vergelijken de huidige situatie op relevante onderwerpen ook met de effecten van de

tweede oliecrisis aan het eind van de jaren zeventig van de vorige eeuw.

In hoofdstuk 2 onderzoeken we in hoeverre kredietcrises zich in het algemeen onderscheiden van andere crises, welke effecten crises over de hele linie genomen hebben, en hoe deze effecten via woningprijzen en investeringen in woningen mogelijk doorwerken op de bouw- en woningmarkt.

In hoofdstuk 3 gaan we na hoe de vraag naar en het aanbod van woningen in het algemeen worden beïnvloed. We maken daarbij onderscheid in de koop- en de huursector en in het gedrag van starters en doorstromers op de woningmarkt. In dit hoofdstuk staan we ook stil bij de regionale variatie in effecten van de kredietcrisis, in combinatie met te verwachten regionale economische en demografische ontwikkelingen.

In hoofdstuk 4 ten slotte, beantwoorden we op basis van de redeneerlijnen in de eerste drie hoofdstukken de vraag wat de structurele en langetermijneffecten zullen zijn van de kredietcrisis op de lokale en regionale woning(bouw)markt.

We presenteren in dit deel van het rapport de belangrijkste conclusies; voor een onderbouwing ervan verwijzen we naar de desbetreffende hoofdstukken in de Verdieping.

Effecten van de kredietcrisis op de Nederlandse woningmarkt tot nu toe

Toen Nederland in 2009 in een recessie belandde, kromp de nationale economie met 4 procent. De overheidsschuld was tussen 2008 en 2009 met bijna een derde opgelopen, terwijl ook de werkloosheid met 1 procentpunt was gestegen naar 4,9 procent. Het begrotingsoverschot van 0,3 procent sloeg om in een begrotingstekort van 4,9 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Het ministerie van Financiën verwacht dat het begrotingstekort aan het einde van 2011 zal zijn teruggebracht tot 3,6 procent.

In vergelijking met de gevolgen van de tweede oliecrisis eind jaren zeventig, begin jaren tachtig van de vorige eeuw, zijn de economische effecten als mild aan te duiden en (nog) niet zo ernstig als toen, op de krimp van de economie na. Deze krimp trad in 2009, in één jaar tijd snel en hard op; ter vergelijking: ten tijde van de oliecrisis kromp de economie in twee jaar tijd (1981-1982) in totaal slechts met 3 procent. Vier jaar na de start van de oliecrisis bereikte de werkloosheid een hoogtepunt van ruim 10 procent, terwijl volgens de voorspelling van 2009 de werkloosheid in 2011 op 6,5 procent zou blijven steken. Aan het eind van 2010 had Nederland evenwel slechts een werkloosheid van 4,3 procent.³ Verder ging de tweede oliecrisis in tegenstelling tot de huidige mondiale

financiële crisis gepaard met een langdurige hoge rentestand en een hoge inflatie. Hoewel het begrotingstekort lager werd gehouden, maakte de overheidsschuld als percentage van het bbp een vergelijkbare ontwikkeling door tot vier jaar na de start van de crisis.

De woningmarkt reageert ambivalent. Zo zijn er nauwelijks zichtbare veranderingen in de koopprijzen, de rentevoet, de omvang van de hypothecaire kredietverlening voor woningen, de oplevering en realisatie van nieuwbouwwoningen en de investeringen in woningen. Tegelijkertijd evenwel zijn het aantal woningtransacties, het aantal bouwvergunningen en het aantal verkopen van nieuwboukoopwoningen afgenomen en is het consumentenvertrouwen in de koopwoningenmarkt, afgaande op de Eigen Huis Marktindicator, gedaald. evenals het consumentenvertrouwen in de economie in het algemeen.

Per saldo heeft de kredietcrisis niet tot een ineenstorting van de woningprijzen geleid. Het feit dat de woningprijzen en de transacties in de bestaande bouw en de nieuwbouw sinds de tweede helft van 2009 alweer een stijgende lijn vertonen, zou kunnen betekenen dat de woningmarkt het dieptepunt is gepasseerd. Niettemin komen de cijfers voor 2009 lager uit dan voor 2008, waardoor voorzichtigheid is geboden bij het trekken van conclusies. Bovendien hebben verschillende maatregelen van het Rijk, zoals hogere grenzen bij garanties voor leningen en stimulering van woningbouwprojecten, de woningmarkt vanaf 2009 ondersteund. Daarnaast heeft de overheid de banken ondersteund, en leveren ook gemeenten een bijdrage. In de meeste gevallen gaat het om tijdelijke ingrepen van overheden, zodat de vraag opkomt of de woningmarkt ook weer op eigen benen kan staan als de maatregelen aflopen. In elke crisis, en dus ook in de huidige, wordt in een bepaalde context gereageerd, en als de omstandigheden veranderen, is niet gezegd dat de crisis zich niet alsnog verder zal verslechteren.

Effecten van crises

Uit een analyse van bankencrisis die zich sinds de Tweede Wereldoorlog hebben voorgedaan, komt naar voren dat ernstige financiële crises vaak gepaard gaan met een daling van de woningprijzen en aandelenkoersen, een daling van het bbp in combinatie met een stijging van de werkloosheid en een stijging van de overheidsschulden. Van deze drie ontwikkelingen blijken de reële woningprijzen gemiddeld het langst te doen over het traject van top tot dal, terwijl de overheidsschuld gemiddeld het meest verandert na drie jaar na de start van de crisis. Verder bedraagt de groei van het bbp tijdens

een ernstige kredietcrisis de helft van de groei tijdens een minder ernstige crisis. Per saldo duren bankencrisis gemiddeld twee keer zo lang als normale recessies. Deze langere perioden van economische tegenspoed worden toegeschreven aan ingrijpende herstructureringen van het financiële systeem, waaronder wijzigingen in de aandelenkoersen en de kredietverstrekking. Verder blijkt dat een 'meervoudige recessie', dat wil zeggen een recessie die gepaard gaat met dalende woningprijzen en aandelenkoersen en een afname van het kredietvolume, ernstiger en langduriger is dan een 'enkelvoudige recessie'. Zo duurt een enkelvoudige recessie gemiddeld bijna een jaar van hoogtepunt naar dieptepunt, terwijl een meervoudige recessie gemiddeld bijna een kwartaal langer aanhoudt. Ook is bij een meervoudige recessie het cumulatieve verlies in bbp ten opzichte van de ontwikkeling zonder recessie flink hoger dan bij een enkelvoudige recessie. In de OESO-landen blijken recessies in de loop van de tijd milder en korter te zijn geworden. Daar staat tegenover dat ze grotendeels tegelijkertijd in meerdere landen en samen met een mondiale crisis plaatsvinden, zoals ten tijde van de twee oliecrisis, de Golfoorlog in Koeweit en de *dotcom*-crisis. Dit geldt ook voor de huidige kredietcrisis.

De in eerder onderzoek gesignaleerde effecten van kredietcrisis en andere economische crises op de bouw- en woningmarkt zijn niet eenduidig. Crises treden in veel vormen en maten op. Dezelfde economische variabelen worden beïnvloed, maar niet per definitie op dezelfde manier of met dezelfde invloed en duur. Veel hangt af van de economische en institutionele context van een land of regio.

Wat de woningmarkt betreft, leidt een crisis in het algemeen tot een uitval van de vraag naar koopwoningen, waardoor de prijzen na verloop van tijd gaan dalen, en bijgevolg ook de investeringen in woningen.

Een eerste effect van dalende woningprijzen zijn de zogenoemde vermogenseffecten die zich mogelijk voordoen; 'mogelijk', omdat over de aard van deze effecten discussie is, vooral als het gaat om de consumptieve uitgaven (zie ook paragraaf 2.3). Een vermogenseffect kan optreden als een toename van de waarde van de bezittingen van huishoudens zich uit in een toename van de consumptieve bestedingen. Maar ook omgekeerd: als een afname van de waarde van het bezit zich uit in een afname van de consumptieve bestedingen en huishoudens meer gaan sparen. Als de waarde van het bezit afneemt, oftewel de woningprijs daalt, neemt de kredietwaardigheid van huishoudens af en zijn banken vanwege de zich vervluchtigende vermogens gedwongen om de kredietverstrekking te

beperken. En minder consumptie betekent per saldo een neerwaartse druk op het bbp.

Een tweede effect van dalende woningprijzen is een daling van de zogenoemde residentiële investeringen, de investeringen in woningen door zowel particulieren als bedrijven. Als de prijzen te veel omlaag gaan, zal het niet meer rendabel zijn om nieuwe woningen te bouwen. Dat genereert ook een inkomenseffect, omdat er dan veel werkgelegenheid verloren gaat, zowel in de bouwsector als in aanverwante bedrijfstakken. Via het zogeheten multipliereffect zal als gevolg van een daling in de residentiële investeringen het nationale inkomen relatief meer dalen.

De huidige kredietcrisis is te beschouwen als een heftige crisis, omdat deze gepaard gaat met een afnemend kredietvolume en een daling van de aandelenkoersen en de woningprijzen. Verdere gevolgen voor de woningmarkt en woningbouwmarkt kunnen dan ook niet uitblijven.

Vraag en aanbod op de regionale woningmarkt

De Nederlandse woningmarkt voldoet weliswaar niet aan alle standaardvoorwaarden die gelden bij een markt van volledig vrije mededinging, maar het theoretische kader dat bij een dergelijke markt hoort, biedt in beginsel wel voldoende houvast voor de analyses van de woningmarkt ten behoeve van dit rapport. Een woningmarkt wordt immers in beginsel, en net als andere markten, gestuurd door prijzen.

Vanuit deze gedachte kan de woningmarkt worden beschouwd als twee met elkaar verbonden deelmarkten: een markt van woningen als investeringsgoederen, en een markt van woondiensten als consumptiegoederen. De vraag naar woondiensten bepaalt volgens deze benadering op de tweede deelmarkt de vraag naar woningen. En de prijs van de woondiensten, die met de term 'gebruikskosten' wordt aangeduid, bepaalt de waarde van de woning. Volgens het *stock-flow* model van DiPasquale en Wheaton (1992) wordt via een vereenvoudigde berekening van de gebruikskosten (de verhouding tussen huur en rendement) de prijs van de woning bepaald. De vergelijking van de prijs met de vervangingswaarde van de woning levert al dan niet nieuwbouw op, die gecorrigeerd voor de aan de woningmarkt onttrokken woondiensten het aanbod van woondiensten aan de consument oplevert. Vanuit het 'investeringsperspectief', de woning als investeringsgoed, maakt het zo niet uit of het om huur- dan wel koopdiensten gaat. Wat de vraag naar woondiensten bepaalt, bepaalt dan ook de prijs van de

woning, afhankelijk van het aanwezige woningaanbod. 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.

De vraag naar woningen wordt volgens de algemene prijstheorie bepaald door het inkomen van een huishouden en de relatieve prijs van de woondienst in vergelijking met andere consumptiegoederen en -diensten. Dit impliceert dat de prijs van woningen op de lange termijn stijgt met de inflatie van de bouwkosten. Uit de literatuur blijkt echter dat deze relatie niet altijd evident is en dat een samenspel van factoren de vraag bepaalt. Daarbij kunnen ook psychologische factoren zoals 'irrationele verwachtingen' een rol spelen. Zo kunnen de woningprijzen toenemen, en uiteindelijk op de kortere termijn een zeepbel veroorzaken, als mensen een woning kopen die zij normaal gesproken te duur achten, maar die ze toch kopen omdat ze verwachten dat toekomstige prijsstijgingen dit 'te duur' zullen compenseren. Die zeepbel kan overigens lokaal en regionaal sterk in omvang verschillen.

Op de langere termijn spelen ook demografische ontwikkelingen een belangrijke rol. Zo zijn veranderingen in het aantal huishoudens en in de huishoudenssamenstelling van belang voor de omvang en aard van de vraag naar woningen. Verder zijn economische ontwikkelingen, zoals de ontwikkeling van inkomens, rente en inflatie, zowel op de korte als de middellange termijn relevant. Bovendien bieden het beleid en de regelgeving van overheden en instituties een deelverklaring voor de koopprijsontwikkeling: is er bijvoorbeeld voldoende grond beschikbaar om aan de vraag naar woningen te voldoen, zijn er subsidies die de relatieve prijzen verstoren?

Ten slotte kan een marktstructuur die is gebaseerd op doorstroming een verklaring bieden voor de stijging van woningprijzen. De doorstroming creëert extra vraag die de prijzen blijft opstuwten. Als de overige verklaringen van vraag en aanbod in beschouwing worden genomen, lijkt het onwaarschijnlijk dat prijzen eeuwig blijven stijgen en lijkt de doorstroomverklaring niet waterdicht. Mogelijk bieden de hiervoor genoemde vermogenseffecten gericht op extra woonconsumptie – het gebruiken van de toenemende vermogens voor extra woonconsumptie – een verklaring voor doorstroming. Hier is dus sprake van een kip-en-eirelatie: de doorstroming heeft effect op de woningprijzen, en de woningprijsontwikkeling heeft effect op de doorstroming.

De geopperde verklaringen voor de ontwikkeling van woningprijzen zijn in het algemeen empirisch onderbouwd of onderzocht op de koopwoningmarkt en niet op de totale woningmarkt. Een mogelijke reden

hiervoor is dat de eigenaar van een investeringsgoed en de bewoner als consument van woondiensten meestal een en dezelfde persoon zijn. Een andere verklaring kan worden gevonden in de regulering op de huurwoningmarkt. Als de huurprijzen worden gereguleerd, geldt ook voor de huursector de investeringsgoedbenadering, omdat de contant gemaakte huur-opbrengsten de prijs van de woning in verhuurde staat weergeven. En aangezien de gereguleerde huurprijzen in het algemeen lager zijn dan de markthuurgprijzen, vooral in woningmarktgebieden die onder druk staan, ontstaat er bij gelijke woningkwaliteit een kloof tussen de waarde van een koopwoning en de waarde van een huurwoning. Daarmee wordt er voor consumenten van de woondiensten op financiële gronden ook geen eigendomsneutrale beslissing mogelijk. Door huurregulering wordt de huurder in principe beschermd in voor- en tegenspoed, terwijl de investeerder wordt geconfronteerd met de grillen op de markt en met het overheidsbeleid, in dit geval de huurmarktregulering. Wat de betaalbaarheid betreft, zijn er legio variabelen aan het werk die de uitkomsten voor zittende bewoners (insiders) en starters (outsiders) vaak tegengesteld maken. Als de koopprijzen stijgen, dalen de gebruikskosten en wordt kopen voor woningeigenaren beter betaalbaar, omdat zij de vermogenswinsten opstrijken. Maar de financiële toegang tot de koopwoningmarkt (financieringscapaciteit) voor starters wordt hiermee bemoeilijkt. Zij zullen meer moeten lenen, meer moeten hebben gespaard of de keuze moeten maken geen woning te kopen. In situaties van krimp of dalende woningprijzen, zoals ten tijde van crises, geldt het omgekeerde.

Als het gaat over de financiële risico's die zijn verbonden aan het wonen, dan worden in de literatuur echter juist niet de risico's van de investeerder-verhuurders in beeld gebracht, maar vooral die van de eigenaren-bewoners en soms die van huurders. In het algemeen zijn de risico's van investeerders echter vergelijkbaar met die van eigenaren-bewoners. Een eigenaar loopt het risico van waardevermindering van de woning (vermogensrisico) en daarnaast het risico niet te kunnen voldoen aan de financiële verplichtingen (betalingsrisico). Deze risico's kunnen realiteit worden bij het tegenvallen van de inkomsten (dan wel de huur) of de uitgaven (dan wel bij een rentestijging). Bij huurders gaat het alleen om een betalingsrisico: of de huur stijgt, of het inkomen daalt. De risico's van eigenaren-bewoners en huurders variëren regionaal, omdat de woningmarkt een regionale markt is waarop vraag en aanbod elkaar treffen. Vraag en aanbod worden niet alleen beïnvloed door internationale ontwikkelingen, bijvoorbeeld mondiale veranderingen in de rentevoet en de inflatie, en nationaal beleid, bijvoorbeeld huurregulering en fiscaal beleid, maar ook door lokaal en regionaal beleid, zoals de regulering van

de gronduitgifte, de onroerendezaakbelasting of het erfpacht. Bovendien spelen op de lokale en regionale woningmarkt allerlei zaken die de ontwikkeling van de woningprijzen en de betaalbaarheid van het wonen op dit lagere schaalniveau beïnvloeden. Het gaat dan om de druk op de woningmarkt (is die gespannen, ontspannen, of is er sprake van krimp?), de werkgelegenheidsontwikkeling, de inkomensontwikkeling en de geplande en gerealiseerde toevoeging van nieuwbouw aan de bestaande lokale of regionale woningvoorraad. Verschillende uitgangssituaties in verschillende regio's leiden tot uiteenlopend gedrag van huishoudens (starters en doorstromers) op de woningmarkt.

Langetermijneffecten van de kredietcrisis

De daling van de woningprijzen is in Nederland na de start van de kredietcrisis in 2007 beperkt gebleven. De gematigde ontwikkeling van de woningprijzen en het beperkte aantal nieuwbouwwoningen dat is opgeleverd, hebben Nederland behoed voor een ineenstorting van de woningmarkt. De vraag is evenwel hoe de woningprijzen zich in de nabije toekomst gaan ontwikkelen. Als op de kortere termijn de werkloosheid toeneemt, de koopkracht daalt, het aantal eigenaren-bewoners stijgt dat de hypotheek niet meer kan aflossen, de banken voor de kredietverlening strengere regels gaan stellen, de verhuismobiliteit (doorstroming) van huishoudens binnen de koopsector stagneert, de overheid een groter beslag gaat leggen op krediet en kopers en bouwers hun aspiraties gaan bijstellen naar minder kwaliteit, dan zullen deze effecten in combinatie op de langere termijn een neerwaarts effect hebben op de woningprijzen. De verwachting is in elk geval dat de koopwoningmarkt niet meer terugkeert naar de uitbundige prijsstijgingen van vóór de kredietcrisis.

Voor het gedrag van verschillende groepen van woonconsumenten zijn er verschillende langetermijneffecten te onderkennen van de kredietcrisis. De huurders vormen de groep woonconsumenten die door de huurregulering wordt beschermd in voor- en tegenspoed. Bij grote leegstand zouden verhuurders de huren veel lager kunnen vaststellen als zij de voorkeur geven aan opbrengst boven leegstand. Op korte termijn wordt huren dan zeer betaalbaar.

Voor starters en doorstromers op de koopwoningmarkt lopen de effecten van de kredietcrisis op de betaalbaarheid van het wonen uiteen. Voor beide groepen kopers is de individuele inkomenssituatie en –ontwikkeling relevant. Zittende bewoners zullen bij een achteruitgang van het inkomen, bijvoorbeeld door

werkloosheid of een met betaalbaarheidsproblemen worden geconfronteerd, en bij verkoop mogelijk met een negatief eigen vermogen (restschuld). De verminderde prijsstijging of zelfs prijsdaling zal de vaart uit de doorstroming halen, terwijl de lagere woningprijzen voor starters die er in inkomen niet op achteruitgaan, een koopwoning financieel beter bereikbaar maken. Starters op de koopwoningmarkt verkeren daarmee weliswaar in een gunstiger positie vanwege de lagere kooprijzen, maar de druk op de inkomens, de dreiging van een rentestijging en striktere hypotheekvoorwaarden zijn tegenwerkende krachten. Dit leidt mogelijk tot een bijstelling van de aspiraties van woonconsumenten in de richting van goedkopere woningen.

Naast woonconsumenten kunnen ook andere actoren op de woningmarkt worden geraakt door de langetermijneffecten van de kredietcrisis. In de rol van aanbieder van woningen lijkt het risico voor corporaties beperkt te zijn, omdat de huurprijs is gereguleerd en gemiddeld lager zal zijn dan de markthuur. Tevens zal in crisistijden – met een toenemend aantal huishoudens met een laag inkomen – de vraag naar sociale huurwoningen toenemen. En dat gebeurt niet alleen omdat gesubsidieerde producten en diensten hun eigen vraag creëren.

Als het gaat om de nieuwbouw, ziet het beeld er voor beleggers en bouwers, maar ook voor corporaties minder rooskleurig uit. Omdat de beleggershuursector al jaren een ongunstige concurrentiepositie inneemt tussen de gesubsidieerde sociale huursector en de fiscaal gefaciliteerde koopsector, werd er al voor de start van de kredietcrisis weinig nieuw gebouwd. Institutionele beleggers trekken zich ook terug uit de huursector vanwege onvoldoende te behalen rendement. Bij het afstoten van bestaande woningen wachten zij mogelijk betere tijden af, tot het moment waarop de verkoop een hogere vermogenswinst oplevert.

Voor corporaties als woningbouwers, maar vooral voor projectontwikkelaars en gemeenten zal de nieuwbouw worden bemoeilijkt door onrendabele grondexploitaties. Mogelijk gaan corporaties door het wegvallen van de middelen meer (goedkopere) huurwoningen verkopen om zo zelf de benodigde middelen te vergaren. Voor alle actoren wordt een keuze voor minder kwaliteit (minder woondiensten) in de nieuwbouw een realistische, zeker als ook consumenten hun ambities in die richting bijstellen. Een toegenomen aanbod leidt tot een neerwaartse druk op de prijzen. Een keuze voor minder kwaliteit kan tot goedkoper bouwen leiden, maar ook tot vraagtuitval, wat de prijzen verder naar beneden zal drukken.

Als tegenhanger van dit negatieve scenario geldt dat de investeringen in de bestaande bouw naar verwachting blijvend zijn, en zullen toenemen als huishoudens hun

huidige woning (laten) aanpassen aan hun woonwensen. Als huishoudens meer in de huidige woning gaan investeren in plaats van te verhuizen, zullen deze activiteiten (deels) de wegvallende investeringen in nieuwbouw compenseren.

Bovendien geldt dat er in Nederland nog steeds een woningtekort is, ook met het oog op het toenemende het aantal huishoudens, al varieert dit tekort op regionaal niveau aanzienlijk. Daarnaast zijn er regionale verschillen in economische en demografische ontwikkelingen en daarmee in het ontstaan van woningoverschotten dan wel -tekorten. Deze ontwikkelingen bepalen mede de omvang van de regionale vraag, woningprijzen en de financiële bereikbaarheid van huur- en koopwoningen.

De hiervoor geschetste effecten zijn in dit onderzoek min of meer abstract uiteengezet naar effecten op woningprijzen, op groepen actoren die actief zijn op de woningmarkt en naar effecten in verschillende regio's. In de praktijk echter, zullen deze effecten tegelijkertijd optreden en zelfs sterk met elkaar zijn verbonden. Zo zijn er effecten die in combinatie de vraag naar koopwoningen zullen temperen, zoals de druk op de inkomens en de vraaguitval vanwege andere redenen. Daarnaast zullen de woningprijzen ook worden gedrukt door de verkoop van woningen als gevolg van betalingsproblemen van huishoudens of de financieringswensen van corporaties. In krimpregio's zal dat nog sneller gebeuren dan in ontspannen regio's. Ook het mogelijke herstel van de woningprijzen zal in krimpregio's uitblijven. Als de prijzen eenmaal dalen, zal ook de nieuwbouwproductie worden beïnvloed en zal de kwaliteit van de woningen naar verwachting naar beneden worden bijgesteld.

Waardedalingen worden verondersteld via de vermogens-effecten en de consumptie de ontwikkeling van het bbp te beïnvloeden. Een verminderde woningproductie doet dat ook. Bovendien gaat dan werkgelegenheid verloren. De woningmarkt en de economie komen zo, zij het geleidelijk, in een neerwaartse spiraal terecht, en het is de vraag hoe en wanneer die wordt doorbroken. Voorlopig staan de signalen voor de woningmarkt echter al geruime tijd op rood, in het bijzonder als het gaat om de kooprijzen, de mobiliteit van huishoudens en de nieuwbouwproductie.

Beleidsdiscussie

De woningmarkt is in essentie een markt die wordt bepaald door vraag en aanbod, door woonvoorkeuren, betaalbaarheid en rendementen. Overheidsingrijpen leidt tot verstoringen op de markt, zoals de afname van de nieuwbouwproductie aantoonde, terwijl de woningprijzen in de afgelopen jaren bleven stijgen. Nu de kredietcrisis

vat heeft gekregen op de woningmarkt, loopt de woningbouwproductie verder terug, hetgeen kan worden beschouwd als een normale en voorspelbare reactie. Ook de kloof tussen de huur- en de koopsector als gevolg van huurregulering en de fiscale behandeling van de eigen woning, leidt tot verstoringen in het gedrag op de woningmarkt. De doorstroming van huren naar kopen is moeilijker naarmate de kooprijzen meer afwijken van de woningwaarden op basis van een exploitatie in de gereguleerde huursector.

De kredietcrisis lijkt een duidelijk stempel op de woningmarkt achter te laten. Een spoedig herstel van de nieuwbouwproductie en de woningprijzen lijkt nog niet in zicht, hoewel hierin regionale verschillen zijn te onderkennen. In groeiregio's zal het pad van vóór de kredietcrisis sneller worden benaderd dan in krimpregio's, hoewel de verwachting is dat de woningmarkt alleen weer op gang zal komen via een kwaliteitsniveau dat zowel in de vraag als in het aanbod lager is dan voor de start van de crisis. De vervangende investeringen in de bestaande bouw kunnen hieraan een bijdrage leveren.

Hoewel in het recente verleden de roep om een betere marktwerking op de woningmarkt en een evenwichtige aanpak van de fiscaliteit in de koopsector en van de huurregulering en huursubsidie in de huursector sterker is geworden, heeft het huidige kabinet-Rutte daar in het regeerakkoord vooralsnog nauwelijks gehoor aan gegeven (VVD-CDA, 2010). Het merendeel van de maatregelen is gericht op het verkleinen van de sociale huursector en het beperken van de huurregulering. Een aanpassing van de fiscale behandeling van de eigen woning wordt in het regeerakkoord niet genoemd. Een minder toegankelijke en betaalbare huursector zal voor mensen die niet tot de doelgroep van de sociale sector behoren de overstap naar de koopsector stimuleren, zo is de gedachte. Al lijkt de tijd dat de bomen tot in de hemel groeiden definitief voorbij.

Noten

- 1 De informatie betreft overwegend de stand van zaken van april 2011; op sommige punten is deze informatie geactualiseerd.
- 2 Daarmee had Nederland de laagste werkloosheid van alle landen in de Eurozone.

VERDIEPING

VERBIEPING

De kredietcrisis en de Nederlandse bouw- en woningmarkt: effecten tot nu toe

In dit hoofdstuk beantwoorden we de eerste vraag van dit onderzoek: wat zijn de te onderkennen effecten van de huidige economische crisis op de Nederlandse bouw- en woningmarkt tot nu toe? In paragraaf 1.1 komt de directe aanleiding van de crisis aan bod: hoe ging de mondiale kredietcrisis in de Verenigde Staten van start? In paragraaf 1.2 bespreken we de oorzaken van de crisis, en in paragraaf 1.3 staan de gevolgen van de kredietcrisis voor de Nederlandse economie centraal. Daarna volgen twee paragrafen met ontwikkelingen op de woningmarkt in Nederland. We maken onderscheid in twee perioden, de aanloop naar de kredietcrisis (2000-2007, paragraaf 1.4) en de periode sinds 2007 (paragraaf 1.5), toen de kredietcrisis zich in de Verenigde Staten openbaarde. In paragraaf 1.3 en 1.5 vergelijken we de situatie met de tweede helft van de jaren zeventig en brengen we voor Nederland de gevolgen in beeld van de oliecrisis. Ten slotte beschrijven we in paragraaf 1.6 de crisismaatregelen die de Nederlandse overheid voor de woningmarkt heeft genomen.

1.1 De start van de kredietcrisis

De huidige kredietcrisis begon halverwege 2007 in de Verenigde Staten als gevolg van de sinds 2006 langzaam stijgende rentevoet (zie Bijlsma & Suyker 2008; zie ook Chomisengphet & Pennington-Cross 2006; Van Ewijk & Teulings 2009; Haffner 2008; Lockhart III 2007; Zelman et al. 2007). In twee jaar tijd verhoogde de Amerikaanse centrale bank de rentevoet met het vijfvoudige, van 1

procent naar meer dan 5 procent (Priemus 2010). Woningprijzen reageerden op de stijgende rente. Beide ontwikkelingen hadden tot gevolg dat veel eigenaren-bewoners vastzaten aan leningen met een relatief hoog risico, de zogenoemde *subprime* en *Alt-A* hypothecaire leningen, die werden verstrekt aan huizenbezitters van twijfelachtige kredietwaardigheid. Aan de ene kant zaten zij vast aan de hypotheek, omdat de financieringslasten toenamen met de stijging van de rentevoet. Dit werd veroorzaakt doordat dergelijke leningen vaak gepaard gingen met zowel een lage instaprente die binnen twee jaar steeg naar een relatief hoog niveau – meer passend bij het feitelijke risico van de lening – als een variabele rentevoet. Aan de andere kant zaten huizenbezitters vast aan de *subprime*- of ‘rommelhypotheek’ zoals Van Ewijk en Teulings (2009) deze noemen², omdat het beoogde mechanisme gebaseerd op de prijsstijging van de woning door de stabilisering van de woningprijzen buiten werking werd gesteld. Bij *subprime*-hypotheeken werden bijvoorbeeld relatief hoge aandelen toegestaan van de uitstaande hypotheekschuld ten opzichte van de waarde van de woning (hoge *loan-to-value*; *LTV*). Als de woningprijs voldoende steeg, kon de *subprime*-hypotheek vrij snel worden ingeruild tegen een normale (*prime*-) hypotheek met een lagere rentevoet, vanwege het ten opzichte van een *subprime*-hypotheek kleinere risico dat aan de *prime*-hypotheek is verbonden. Door de stabiele en later dalende woningprijzen bleven *LTV*'s hoog en konden de *subprime*-leningen niet meer worden ingeruild tegen *prime*-leningen.

Toen de woningprijzen eenmaal begonnen te dalen, kwamen eigenaren-bewoners met een *subprime*-hypothek zo in de problemen. Deze leningen konden niet meer worden ingeruild tegen een goedkopere *prime*-hypothek, en aangezien de rente ook begon te stijgen, werd de lening onbetaalbaar. De banken begonnen daarnaast de leningsvoorwaarden aan te scherpen. En omdat de tot pakketten gebundelde hypothecaire *subprime*-leningen in de vorm van verhandelbare effecten, waardepapieren (*securities*) of hypothekobligaties waren doorverkocht aan investeerders, waren de risico's van wanbetaling weliswaar in beginsel doorgeschoven naar de investeerders, maar niet definitief. Banken namen uiteindelijk toch de verliezen voor hun rekening, mede omdat ook zij hadden geïnvesteerd in de hypothekobligaties, maar ook omdat zij deels de risico's zelf verzekerden toen dat niet (meer) mogelijk was bij verzekeraars.

Het was echter onbekend waar de risico's van de *subprime*-leningen verborgen zaten. Enerzijds kwam dat omdat kredietbeoordelaars achteraf gezien een te hoge kredietbeoordeling (*rating*) hadden gegeven aan de pakketten leningen. Daardoor kregen ze een minder hoog risico toegewezen en een hogere kredietwaardigheid dan feitelijk het geval was. Anderzijds waren de gebundelde leningen geografisch verspreid in de wereld, omdat deze niet alleen door Amerikaanse banken waren opgekocht. Het onderlinge vertrouwen van banken zakte weg, waardoor de interbancaire geldmarkt stil kwam te liggen. Deze fase van de mondiale kredietcrisis, die duurde van juli 2007 tot en met december 2008, duidt De Nederlandsche Bank (2010) aan met liquiditeitscrisis. De ontbrekende transparantie ten aanzien van wie de risico's in handen hadden, leidde vervolgens tot het welbekende domino-effect waardoor banken in de hele wereld in de problemen kwamen en overheden ingrepen om te voorkomen dat deze banken failliet zouden gaan. De crisis stopte niet bij de bankensector, maar beïnvloedde ook de kredietverstrekking aan het bedrijfsleven en veroorzaakte daarmee een mondiale economische crisis.

1.2 De oorzaken van de kredietcrisis

Hoewel de huidige mondiale economische crisis de ergste is sinds de Grote Depressie van de jaren dertig van de twintigste eeuw en zich met een enorme snelheid heeft verspreid (Van Ewijk & Teulings 2009), volgt de crisis volgens Bijlsma en Suyker (2008) het patroon dat een financiële crisis kenmerkt. De start van een explosieve toename in de kredietverstrekking ligt ook bij deze kredietcrisis in financiële innovaties (zie ook Claessens et al. 2008a; De Nederlandsche Bank 2010; Haffner 2008). Hierbij gaat het onder andere om securitisatie³, het bundelen van uitstaande (hypothecaire) leningen om

deze als pakketten door te verkopen aan investeerders. Daardoor wordt het specifieke risico dat een bank op de leningen loopt gespreid en gemiddeld kleiner. Het risico werd verder verminderd door het te verzekeren met kredietverzekeringen (*credit default swaps*). In beide gevallen worden risico's die de banken zelf kunnen beïnvloeden, doorgeschoven naar de belegger dan wel de verzekeraar. Dit gebeurde ook met *subprime*- en *Alt-A*-hypotheken, het segment van de hypotheekmarkt waar in deze eeuw de grootste groei zat. Twee van de vijf nieuwe hypotheekleningen in 2006 waren van deze typen (Van Ewijk & Teulings 2009). In 2007 maakten *subprime*-hypotheken meer dan 10 procent uit van de totale Amerikaanse uitstaande hypotheekschuld.

Een andere verklaring voor het ontstaan van de crisis bieden volgens Bijlsma en Suyker (2008) de chronische betalingsbalansonevenwichtigheden tussen mondiale machtsblokken. Sommige Aziatische landen, waaronder China, en olieproducerende landen hadden grote balansoverschotten die in landen werden geplaatst met een goed ontwikkelde financiële sector, zoals de Verenigde Staten. Dit aanbod van kapitaal drukte de rente, die bovendien na de recessie van 2001 al laag was gehouden om de economie te stimuleren. De lage rente zorgde ervoor dat er veel geld in omloop kwam en stimuleerde het aangaan van leningen op de woningmarkt.

Door het aanbod van spaaroverschotten in combinatie met een ruim monetair beleid nam, ook volgens het patroon dat een financiële crisis vaak volgt, de kredietverstrekking toe. Hierdoor stegen de woningprijzen en aandelenkoersen extreem en ontstonden er tekorten op de betalingsbalans. De prijsstijgingen cumuleerden samen met het lage niveau van de lange rente, de verschillen in de nationale betalingsbalansen en het gebruik van complexe financiële producten in de start van de financiële crisis.

Aangezien huizen- en aandelenprijzen niet eeuwig kunnen stijgen, raken banken in de problemen op verleende kredieten als de woningprijzen beginnen te dalen. De solvabiliteitscrisis duurde volgens De Nederlandsche Bank (2010) van januari 2008 tot en met september 2008. Het marktrisico van een algehele huisprijsdaling, dat niet kan worden weggenomen bij het bundelen van leningen, bracht banken in de problemen. Met het failliet van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, op maandag 15 september 2008, ontstond er een wereldwijde vertrouwenscrisis op de interbancaire geldmarkten. Omdat de Amerikaanse overheid niet ingreep, kwamen de schuldeisers in de problemen. De interbancaire rente ging met een factor 10 omhoog, waardoor grote financiële instellingen in de problemen kwamen. Voor de buitenwereld was verder niet inzichtelijk of het om liquiditeits- of solvabiliteits-

problemen ging. Om geen 'verkeerde signalen' af te geven, leenden de banken vervolgens geen geld meer op de interbancaire markt.

Banken probeerden daarop de hoeveelheid uitstaande leningen te verlagen, zodat de hefboom, de verhouding tussen bezittingen en eigen kapitaal, zou worden teruggebracht. Het grote aanbod aan leningen werkte prijsdrukkend. Dit maakte noodverkoop tegen lage prijzen noodzakelijk, noodverkoop van andere financiële producten. Daardoor kwamen ook andere banken in de problemen. Een sneeuwbaaleffect kon niet uitblijven. Banken hielden vervolgens de hand op de knip op de markten voor de gewone (*prime*-) hypotheke en bedrijfsleningen. Door de verminderde kredietverlening werd minder geïnvesteerd, en gingen ook bedrijven failliet als de herfinanciering van kredieten mislukte. De economische vooruitzichten verslechterden, waardoor investeringen en consumptie afnamen. Na de val van Lehman Brothers kromp de wereldhandel in drie maanden tijd met 17 procent. Op deze wijze verwerd de financiële crisis in de Verenigde Staten tot een wereldwijde systeemcrisis (De Nederlandsche Bank 2010). De wereldeconomie belandde in een recessie. Voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog krimpt de internationale handel.

Op 9 maart 2009 waren de financiële markten op hun dieptepunt. Daarna worden tekenen van stabilisatie of zelfs voorzichtig herstel zichtbaar. Beurskoersen stijgen weer. Grote Amerikaanse banken kondigen meevallende resultaten aan voor het eerste kwartaal van 2009. Geldmarkten verruimen enigszins en risicopremies dalen.

1.3 De gevolgen van de kredietcrisis voor de Nederlandse economie

Ook in Nederland werden de gevolgen van de mondiale kredietcrisis voelbaar. Volgens Van Ewijk en Teulings (2009) volgt de kredietcrisis vrij aardig de typische ontwikkeling die Reinhart en Rogoff (2009) schetsen in hun analyses van de kredietcrises in 160 landen (zie het volgende hoofdstuk, paragraaf 2.1; vergelijk tabel 1.1). De aandelenkoersen zijn met meer dan 50 procent gedaald. De ervaring vanuit de tweede oliecrisis leert (zie tabel 1.2) dat de werkloosheid naar alle waarschijnlijkheid nog zal oplopen na de 'meevallende' cijfers van 2009 (tabel 1.1) en mogelijk niet snel zal terugkeren naar het oude niveau. In plaats van een groei van het bruto binnenlands product (bbp) van 4 procent in 2009 en 2010 samen, is het verlies geraamd op 9 procent in vergelijking met de situatie zonder crisis. Nederland belandde in 2009 in een recessie, het bruto nationaal product (bnp) kromp met 4 procent. Dat impliceert een daling per hoofd van de bevolking van

2.200 euro, van 33.900 in 2008 naar 31.700 euro in 2009 (Eurostat).

De verwachting is dat het bbp vrij lang (tot een jaar of tien) 5 tot 10 procent lager zal blijven dan zonder de kredietcrisis het geval zou zijn geweest. Nu in 2011 het bbp weer begint te groeien, is het niveau gelijk aan dat van 2006. Per saldo zou dan vier jaar groei verloren zijn gegaan (Van Ewijk & Teulings 2009).

Net als in de rest van de wereld waar overheden en centrale banken ingrepen om het financiële systeem overeind te houden door geldmarkten te verruimen en banken met kapitaalinjecties, overnames en garanties te redden, gebeurde dat ook in Nederland. De overheid greep in door 30 miljard euro kapitaal te verschaffen aan banken en nog eens 200 miljard euro aan kredietgaranties. 'Meer dan de helft van de Nederlandse bank- en verzekeringsmarkt leunt inmiddels op de Staat als kapitaalverschaffer', zo stellen Bijlsma en Suyker (2008: 6).

De overheidsfinanciën zijn flink aangetast door het op de been houden van de financiële instellingen (Van Ewijk & Teulings 2009). De staatsschuld was in 2009 met 88 miljard euro opgelopen naar 62 procent van het bbp (zie tabel 1.1). Deels is dat niet de uiteindelijke hoogte van de staatsschuld, aangezien de middelen weer terugkomen als banken worden verkocht dan wel de bezittingen die ermee zijn gekocht om banken op de been te houden. Verdere effecten op de overheidsfinanciën lopen via een lager bbp als gevolg van een gestegen werkloosheid: de belastinginkomsten zullen dalen en de uitgaven aan werkloosheid zullen stijgen. Vermogens zijn verdampt waardoor ook daardoor de belastinginkomsten zullen dalen. Het begrotingstekort is in 2010 dan ook verder toegenomen. Om de groei niet te belemmeren, zullen langzaam bezuinigingen worden opgestart, zodat het begrotingstekort nog verder zal oplopen. Daarmee neemt de overheidsschuld ook toe.⁴

1.3.1 Consumentenvertrouwen en kredietverstrekking

De Eurostat-indicator van consumentenvertrouwen die voor Nederland in tabel 1.3 is weergegeven, was nog herstellende van de *dotcom*-crisis van begin deze eeuw toen in 2007 de kredietcrisis startte. Sinds de tweede helft van 2008 daalt deze indicator dan ook weer. In 2009 werd hij flink negatief (-20,3 procent); momenteel (mei 2011) staat hij op -9,8, terwijl hij in het begin van 2010 zelfs even positief was (0,9 procent).

De toename in de omvang van de woning hypotheke van financiële instellingen aan huishoudens blijkt als gevolg van de kredietcrisis licht af te nemen, maar de omvang is nog niet gekrompen (figuur 1.1).

Tabel 1.1
Economische kerngegevens Nederland, 2000-2011

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bbp, % economische groei	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,6	2,0	-4,0	1,5	2,0
Werkloze beroepsbevolking (niveau in %)	3,8	3,5	4,1	5,4	6,5	6,5	5,5	4,5	3,9	4,9	6,5	6,5
EMU-saldo (% bbp)	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,3	-4,9	-6,3	-4,9
EMU-schuld (% bbp)	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,5	58,2	61,8	66,5	68,9
Lange rente (niveau in %)	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,3	3,7	3,8	4,3
Consumentenprijsindex (CPI)	2,6	4,5	3,4	2,1	1,2	1,7	1,1	1,6	2,5	1,2	1,3	1,5

Bron: CPB, CEP 2010, bijlage 2

Tabel 1.2
Economische kerngegevens Nederland, 1978-1988

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Bbp, % economische groei	2,7	2,0	1,3	-0,8	-1,2	2,1	3,1	2,6	2,8	1,9	3,4
Werkloze beroepsbevolking (niveau in %)	3,2	3,3	3,8	6,0	8,4	10,2	10,2	9,1	8,6	8,5	8,4
EMU-saldo (% bbp)	-2,1	-2,5	-3,9	-4,9	-6,2	-5,5	-5,2	-3,6	-4,6	-5,4	-4,2
EMU-schuld (% bbp)	41,1	42,3	44,6	48,0	53,7	59,8	63,4	68,7	70,6	73,0	75,5
Lange rente (niveau in %)	7,7	8,8	10,1	11,5	9,9	8,2	8,1	7,3	6,4	6,4	6,4
Consumentenprijsindex (CPI)	4,1	4,2	6,5	6,7	6,0	2,8	3,3	2,3	0,2	-0,5	0,7

Bron: CPB, CEP 2010, bijlage 2

Tabel 1.3
Ontwikkeling van consumentenvertrouwen voor Nederland*, 2000-2010

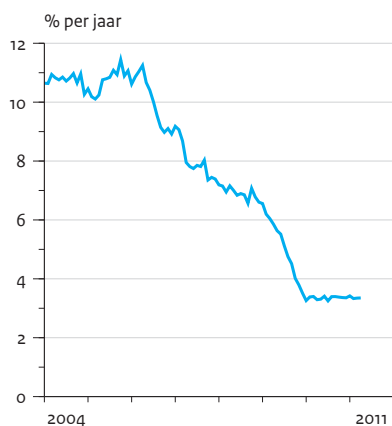
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Januari	28,7	14,2	4,9	-14,8	-11,6	-3,7	3,9	19,7	6,9	-20,3	0,9
	2007			2008			2009				
	Juni	Okt.	Dec.	Mrt	Juni	Okt.	Dec.	Mrt	Juni	Okt.	Dec.
Maart, juni, oktober, december	20,3	10,2	8,6	4,8	-1,1	-0,8	-19,3	-27,5	-17,6	-6,4	-1,2

Bron: Eurostat (consumer confidence indicator; <http://nui.epp.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=teibso2o&lang=en>)

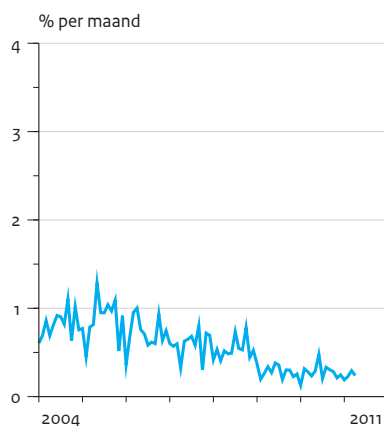
* Percentage verandering per maand.

Figuur 1.1
Hypothecaire kredieten in Nederland

Jaargroei



Maandgroei



Bron: DNB (<http://www.statistics.dnb.nl>)

Het gaat in deze figuur om hypothecaire kredietverlening van Nederlandse Monetaire Financiële Instellingen (MFI's) en door MFI's naar Special Purpose Vehicles (SPV's) overgeheveldde hypothecaire kredieten in het kader van securisatie aan huishoudens.

Een jaargroei cijfer is de groei ten opzichte van de overeenkomstige periode in het voorgaande jaar, uitgedrukt in procenten. Een maandgroei cijfer is de groei ten opzichte van de vorige maand, uitgedrukt in procenten.

1.3.2 1978 en 2007 vergeleken

Vergeleken met de huidige kredietcrisis, leidde de tweede oliecrisis (1979) tot een langere, maar lagere krimp van de economie in 1981 en 1982 (vergelijk tabel 1.1 en tabel 1.2). In beide gevallen zet de krimp twee jaar na de start van de crisis in. De kredietcrisis lijkt wat het bbp aangaat op een korte, maar heftige reactie.

De krimp van de economie in de jaren tachtig ging gepaard met een sterk oplopende werkloosheid: 6 procent na het tweede jaar van de krimp en het duurde meer dan tien jaar voordat het lage niveau van vóór de oliecrisis weer werd bereikt. Als het door het Centraal Planbureau voorspelde werkloosheidspercentage voor 2011 op 6,5 procent blijft steken, dan blijken de gevolgen voor de werkgelegenheid van de huidige kredietcrisis minder sterk te zijn dan die van de tweede oliecrisis. Verder ging de tweede oliecrisis in tegenstelling tot de huidige mondiale financiële crisis gepaard met een langdurige hoge rentestand en een hoge inflatie. Hoewel het begrotingstekort beperkt kon worden gehouden, maakte de overheidsschuld als percentage van het bbp een vergelijkbare ontwikkeling door tot vier jaar na de start van de crisis.

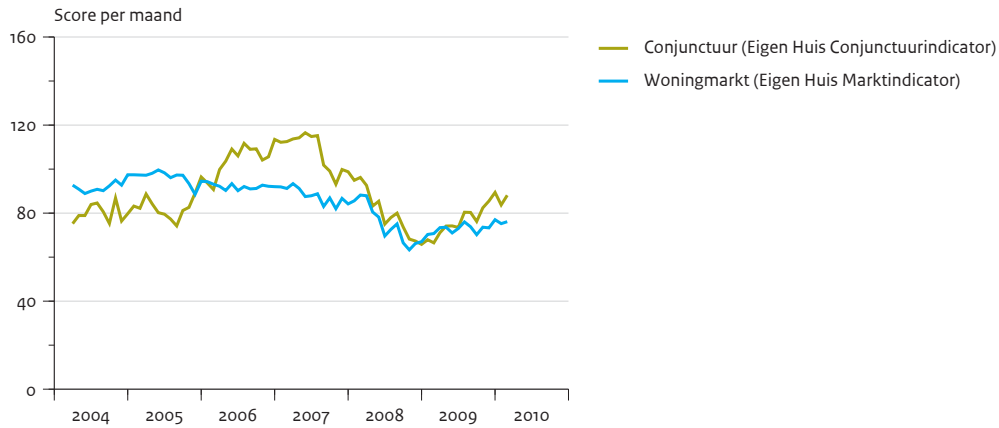
1.4 De ontwikkelingen op de bouw- en woningmarkt, 2000-2007

In de periode 2000-2007 zijn de prijzen van bestaande koopwoningen⁵ onverminderd gestegen, zoals tabel 1.4 weergeeft. De stijging tijdens de *dotcom*-crisis van 2003-2004 was minder groot dan die ervoor en erna. Iets soortgelijks geldt voor de prijzen van nieuwbouw, die ook tot 2007 onverminderd bleven stijgen.

Het aantal transacties van bestaande woningen reageerde sterker op de ongunstiger economische tijden dan de prijzen. Zo is er tijdens de dip van 2003-2004 een lichte teruggang van het aantal transacties waar te nemen. Vervolgens steeg het aantal transacties weer tot en met 2006, terwijl er in 2007 een afname was. De oorzaak van de daling in 2007 kan worden geweten aan de stijgende rente.

Het aantal verkopen van nieuwbouwwoningen (door projectontwikkelaars) nam af in de periode 2000-2003; ook het aantal opleveringen daalde in de jaren 2002 en 2003. Hier had niet alleen de dip van 2003-2004 invloed op: in de voorgaande periode was de vraag naar koopwoningen groot, maar kampten ontwikkelaars met capaciteitstekorten, vooral in personeel (Hoekstra & Van der Heijden 2002). Ook in 2007 laat het aantal verkopen van nieuwbouwwoningen een forse daling zien. Mogelijk heeft dit te maken met een geringer vertrouwen in de woningmarkt van de consument.

Figuur 1.2
Consumentenvertrouwen



Bron: Boumeester & Lamain (2010)

Eigen Huis Marktindicator: indicator op basis van meningen van consumenten over de koopwoningmarkt. Eigen Huis Conjunctionindicator: indicator op basis van meningen van consumenten over de economische situatie.

Bij corporaties nam het aantal opgeleverde huurwoningen tussen 2004 en 2008 toe. De stijgende lijn bij de koopwoningen in de periode 2004-2008 was echter minder sterk dan bij de woongelegenheden voor huur. De gemiddelde hypotheekrente lag in 2007, na een lichte daling, weer bijna op het niveau van 2003. Historisch gezien is dat een relatief laag niveau (vergelijk de lange rente in tabel 1.2). De Eigen Huis Marktindicator van de Vereniging Eigen Huis voor consumentvertrouwen in de woningmarkt daalde licht in het laatste jaar vóór het uitbreken van de kredietcrisis (van 2005 op 2006) op de Amerikaanse hypotheekmarkt (zie tabel 1.4).

1.5 De bouw- en woningmarkt na de kredietcrisis

De peiling van de Eigen Huis Marktindicator voor het tweede kwartaal van 2007 laat zien dat het consumentenvertrouwen in de koopwoningmarkt begint af te nemen, na een periode van stabiliteit van ruim één jaar (figuur 1.2 en tabel 1.5). Het lijkt erop dat de eerste berichten over de kredietcrisis in de Verenigde Staten de stemming op de Nederlandse koopwoningmarkt hebben beïnvloed. Eén jaar later begon de Marktindicator flink te dalen, om in het vierde kwartaal van 2008 het dieptepunt te bereiken (gemiddelde score van 66). In 2010 leek het vertrouwen licht te zijn hersteld, maar in de afgelopen maanden van 2011 is het vertrouwen opnieuw weggezakt.

Hoewel de kredietcrisis in de tweede helft van 2008 haar volle omvang bereikte, is daar in de jaarcijfers over woningprijzen (tabel 1.4) weinig van terug te zien. Tot het derde kwartaal van 2008 stegen de prijzen van bestaande koopwoningen nog steeds (zie tabel 1.5), ondanks de stijging van de hypotheekrente sinds het eerste kwartaal van 2007. Vanaf het vierde kwartaal van 2008 neemt de gemiddelde verkoopprijs af. Hetzelfde patroon is te zien bij de verkoopprijzen van nieuwbouwwoningen: een stijging tot en met het derde kwartaal van 2008 en vervolgens een afname. In alle gevallen duurde de daling tot en met het derde kwartaal van 2009. In het vierde kwartaal stegen de verkoopprijzen in min of meerdere mate voor verschillende woningtypen.

In 2008 had de kredietcrisis een groot effect op het aantal transacties van bestaande woningen. Deze namen tussen 2006 en 2009 af met bijna 40 procent: van bijna 210.000 in 2006 naar iets meer dan 180.000 in 2008 en minder dan 130.000 in 2009 (tabel 1.4). Ook in 2010 zette deze daling door. De daling, die tussen 2008 en 2009 bijzonder groot is, is ook terug te zien in het aantal transacties per 1.000 woningeigenaren. Dat aantal zakte van 53 in 2006 naar 46 in 2008 en naar 30 in 2009. Vooral in het eerste kwartaal van 2009 was het aantal transacties van bestaande woningen laag (tabel 1.5). In het tweede kwartaal was er een lichte stijging, maar bleef het aantal transacties nog ver onder het 'normale' niveau. In het derde en vierde kwartaal van 2009 nam het aantal transacties verder toe, maar bleef het ook nog ver onder het niveau van vóór 2009. Per saldo werden er flink minder woningen (-55.000) verkocht dan in 2008.

Tabel 1.4

Overzicht ontwikkelingen op de woningmarkt en woningproductie, Nederland, 2000-2009

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Algemene indicatoren										
Hypotheekrentevoet (5-10 jaar vast)	--	--	--	4,92	4,80	4,11	4,44	4,91	5,27	5,37
Eigen Huis Marktindicator van consumentenvertrouwen (januari; van o tot minder dan 100 is negatief)	--	--	--	--	--	97	95	92	84	67
Bestaande bouw, prijsontwikkeling gemiddelde koopwoning (2000=100)										
Index bestaande woningen	100,0	109,5	116,1	119,1	123,6	129,4	137,1	144,3	148,2	138,5
Index eengezinswoningen koop	100,0	109,3	115,8	118,9	123,9	129,5	136,7	144,2	147,6	137,9
Index koopappartementen	100,0	111,6	119,9	123,7	128,0	132,8	140,1	149,6	157,1	150,1
Aantal transacties	189.358	195.737	198.386	193.406	191.941	206.629	209.767	202.401	182.392	127.532
Transacties bestaande koopwoningen per 1.000 woningeigenaren	51,8	53,1	53,5	49,1	48,5	52,0	52,7	50,8	45,7	30,4
Nieuwbouw*, prijsontwikkeling gemiddelde koopwoning (2000=100)										
Index nieuwbouw koop	100,0	110,6	120,5	124,7	127,1	131,4	134,9	143,5	143,2	130,8
Index nieuwe eengezinswoningen koop	100,0	110,0	120,1	124,9	128,1	133,5	138,4	146,4	147,3	134,2
Index nieuwe koopappartementen	100,0	112,4	121,5	124,0	125,4	129,4	132,0	141,4	137,9	125,8
Vergunningen	78.563	62.326	67.183	72.454	76.180	83.273	96.447	87.918	87.198	72.646
Verkopen van nieuwe koopwoningen*	40.962	33.655	32.747	35.856	36.173	44.202	42.425	35.719	24.779	17.625
Opleveringen	70.650	72.958	66.704	59.629	65.314	67.016	72.382	80.193	78.882	82.932
Opleveringen nieuwbouw per 1.000 huishoudens	10,2	10,5	9,5	8,5	9,2	9,5	10,2	11,3	11,1	11,6
Investerings in woningen (lopende prijzen; mld. euro)	24,7	27,2	27,0	27,0	28,9	31,2	34,2	36,5**	37,9**	
Opleveringen corporaties (huur)					18.800	21.800	24.700	25.200	28.000	
Opleveringen corporaties (koop)					6.300				8.500	

Bron: Tot en met 2008 Dol et al. (2010), behalve hypotheekrentevoet, Eigen Huis Marktindicator, realisaties door woningcorporaties en investeringen in woningen; gebaseerd op CBS, DNB, Kadaster, Monitor

*) Door beroepsmatige opdrachthevers gerealiseerde woningen; meest recente cijfers.

**) Voorlopige cijfers.

Tabel 1.5
Recente ontwikkelingen van enkele relevante indicatoren, 2007-2010

	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Algemene indicatoren												
Hypotheekrentevoet (5-10 jaar vast)	4,66	4,81	5,05	5,12	5,10	5,07	5,41	5,51	5,44	5,35	5,41	5,28
Eigen Huis Marktindicator van consumentenvertrouwen (kwartaalaande; van 0 tot minder dan 100 is neg.)	91	88	83	87	88	78	75	66	71	71	74	73
Woningmarkt en nieuwbouw												
<i>Bestaande bouw, prijsontwikkeling gemiddelde koopsom (2000=100)</i>												
Index bestaande bouw	100,0	101,4	104,6	103,2	104,5	104,5	107,0	104,3	102,1	97,1	96,3	98,0
Index eengezinswoningen	100,0	100,5	103,4	101,6	103,4	103,0	105,8	102,9	101,9	96,1	94,8	96,0
Index appartementen	100,0	104,8	111,7	112,4	113,7	113,3	114,5	112,5	108,6	106,0	107,6	110,9
<i>Aantal transacties</i>												
Nieuwbouw*, prijsontwikkeling gemiddelde koopsom (2000=100)	45.255	50.423	52.161	54.562	40.971	48.014	48.440	44.967	27.218	30.269	33.234	36.811
Index nieuwbouw koop	100,0	102,3	105,2	107,7	102,4	103,9	106,2	98,8	95,0	91,2	93,4	96,8
Index nieuwe eengezinswoningen koop	100,0	100,2	101,0	107,3	102,2	102,9	105,9	98,3	95,4	89,9	94,0	94,7
Index nieuwe koopappartementen	100,0	105,0	112,6	108,2	102,3	103,9	104,3	99,3	93,9	90,7	90,0	99,2
Verkopen van nieuwe koopwoningen*	10.335	8.635	8.262	8.487	8.202	6.964	5.585	4.028	3.157	4.108	4.841	5.519

Bron: Tot en met 2009 II Dol et al. (2010), behalve Eigen Huis Marktindicator; gebaseerd op CBS, DNB (Tabel 1.2.2), Kadaster, Monitor Nieuwe Woningen, Bouwmeester & Lamain (2009); met dank aan Harry Bouwmeester en Kees Dol voor het updaten van de cijfers

*) Door beroepsmatige opdrachtgevers geraafde woningen; meest recente cijfers.

Het aantal transacties van nieuwbouwwoningen laat vergeleken met dat van bestaande woningen al eerder een afname zien: in het tweede kwartaal van 2008 kan al worden gesproken van een instortende markt, die tot en met het eerste kwartaal van 2009 doorzet (tabel 1.5). Vanaf het tweede kwartaal van 2009 stijgt het aantal verkopen van nieuwbouwwoningen weer, maar blijft, vergeleken met 2007, op een laag niveau. Hoewel de markt zich in 2010 leek te herstellen, is het aantal verkochte nieuwbouwwoningen in het eerste kwartaal van 2011 weer flink gedaald, namelijk met 15 procent.

In tegenstelling tot het aantal overdrachten van bestaande woningen, is het aantal opleveringen van nieuwbouwwoningen niet direct na de start van de crisis ingezakt. De corporatiesector heeft de stijgende lijn in de nieuwbouwwoningproductie tot 2008 weten te handhaven (tabel 1.4). Dit geldt ook voor het aantal opleveringen in het algemeen, dat in 2009 nog piekte na een geringe terugval in 2008 ten opzichte van 2007. Deze ontwikkeling is te beschouwen als het resultaat van de praktijk op de markt van nieuw te bouwen koopwoningen. De woningen die in 2008 werden opgeleverd, werden in de voorgaande – economisch gunstige – periode verkocht. Het aantal opleveringen per 1.000 huishoudens is dan ook niet gedaald in 2008 en 2009, maar nog toegenomen. Ook bij de investeringen in woningen (in lopende prijzen; voorlopige cijfers) is geen effect van de kredietcrisis te bespeuren (tabel 1.4). Vanwege het langdurige bouwproces is het effect, zoals aangegeven, op de opleveringen en de investeringen in de woningbouw tot nu toe (nog) niet groot. Echter, bij het aantal vergunningen en het aantal verkochte nieuwbouwwoningen door beroepsmatige opdrachtgevers is een duidelijke daling zichtbaar (tabel 1.4). Bij het aantal vergunningen zette de afname in 2007 in ten opzichte van 2006, dat met bijna 100.000 vergunningen een topjaar was. In 2007 nam het aantal vergunningen met bijna 9.000 af; in 2008 volgde een kleine afname van ruim 700 vergunningen. In 2009 nam het aantal vergunningen met een daling van 15.000 een flinke duik en kwam het uit op bijna 73.000 vergunningen, een niveau dat in 2003 voor het laatst werd behaald. Bij het aantal verkopen van nieuwbouwwoningen is een vergelijkbare ontwikkeling te onderkennen, zij het dat de daling al in 2006 inzette, een jaar eerder dan bij het aantal vergunningen. Aangezien de daling in 2006 niet aan de kredietcrisis kan worden toegeschreven – die startte immers pas in 2007 –, maar mogelijk wel volgt op de lichte afname van het consumentenvertrouwen volgens de Eigen Huis Marktindicator, zou hier een verklaring kunnen zijn dat 2005 een topjaar is geweest in het aantal verkopen. De crisis zal in de afgelopen jaren wel haar uitwerking hebben gehad, omdat het aantal verkopen in 2009 ten opzichte van 2006 meer dan gehalveerd is. Het

(voorlopige) dieptepunt werd echter bereikt in het eerste kwartaal van 2009, waarna het aantal verkochte nieuwe koopwoningen weer begint op te lopen (tabel 1.5).

1.5.1 1978 en 2007 vergeleken

De kans op een in één klap uitbarstende zeepbel van Nederlandse woningprijzen als effect van de huidige mondiale kredietcrisis is relatief gering, omdat de omstandigheden fundamenteel anders zijn dan in bij de start van de tweede oliecrisis (Van Ewijk & Teulings 2009; Francke 2010a). De ineensstorting van de koopwoningmarkt als gevolg van de tweede oliecrisis werd ingeluid door een daling van het aantal huishoudens dat binnen twee jaar wilde verhuizen; dat aantal liep terug van 18,5 procent in 1976 naar 12,5 procent in 1980 (Blijie et al. 2010). De afname zette vooral in op de markt van eengezinswoningen. Daar daalde het aantal huishoudens dat actief op zoek was naar een woning tussen 1976 (320.000) en 1981 (180.000) met 140.000 huishoudens. Als gevolg van de tweede oliecrisis daalden de prijzen van koopwoningen enorm, met meer dan 40 procent in vier jaar tijd.

In de jaren zeventig werd de vraag naar hypothecaire leningen opgestuwd door een zeer lage reële hypotheekrente. De nominale rente lag nauwelijks boven de inflatie, waardoor lenen aantrekkelijk was. De hypotheekrenteaf trek zorgde er vervolgens voor dat de reële hypotheekrente negatief werd. Daardoor werd een bepaald type hypotheek, de groeihypotheek, aantrekkelijk. Deze hypotheekvorm anticipeerde op de stijging van het inkomen van de lener. De hypotheeksom werd telkens opgehoogd en ‘groeide’ met het bedrag aan verlaagde aanvangslasten. Toen de hypotheekrente eind jaren zeventig begon op te lopen, kwamen huishoudens in betalingsmoeilijkheden. Het feit dat 10 procent van de beroepsbevolking op een gegeven moment (1983 en 1984) zonder werk zat (tabel 1.2), hielp ook niet om de vraag naar koopwoningen te stimuleren.

Voor 2009 gelden andere omstandigheden en daarom ook andere cijfers. De kooprijzen waren in 2009 nog niet veel gedaald (tabel 1.5), terwijl 26 procent van de huishoudens wilde doorstromen en er 320.000 actieve woningzoekenden waren (Blijie et al. 2010). Tot op heden reageren ook de economische indicatoren vergeleken met de periode na de tweede oliecrisis minder sterk, zoals hiervoor reeds is geschetst. De werkloosheid is lager dan in de jaren tachtig en zal ook volgens de voorspelling niet het niveau van de jaren tachtig bereiken. Het speculatief lenen van geld als gevolg van een lage reële hypotheekrente heeft ook niet plaatsgevonden en de groeihypotheek is inmiddels verboden (Van Ewijk & Teulings 2009). Op deze gronden is het lenen van geld niet buitengewoon sterk gestimuleerd in de aanloop naar de huidige mondiale crisis. De gevolgen van de crisis voor de vraagkant van de koopwoningmarkt zijn dan ook

vooral nog niet zo groot, zij het dat het aantal verkochte nieuwe koopwoningen in drie jaar tijd is gehalveerd en er nog steeds vraagtekens zijn te zetten bij het voorspoedige herstel van de woningmarkt (zie hoofdstuk 2 en 4).

1.6 Crisismaatregelen voor de woningmarkt

De Nederlandse overheid heeft diverse maatregelen geïntroduceerd om de woningmarkt onder de armen te grijpen.⁶ Per saldo gaat het zowel om maatregelen voor de huursector als voor de koopsector. Deze komen boven op de kapitaalinjecties en garanties en de overname van twee banken (ABN/AMRO en Fortis) om de kredietverlening in het algemeen uit de impasse te helpen (zie hiervoor).

1 Maatregelen om de nieuwbouw te bevorderen en onverkochte nieuwbouwwoningen van de markt te halen

- De *garantiegrens van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW)* is verhoogd per 1 juli 2009, waardoor het voor corporaties mogelijk wordt om onverkochte nieuwe koopwoningen over te nemen en (tijdelijk) te verhuren.
- De *Tijdelijke stimuleringsregeling woningbouwprojecten 2009* beoogt de woningbouw (koopwoningen en huurwoningen boven de liberalisatiegrens) te stimuleren (met 395 miljoen euro) in 2009 en 2010. Het gaat om een subsidie (maximaal 10.000 euro per woning) voor het lostrekken van woningbouwprojecten die door de crisis niet van de grond komen. Daarbij moeten andere partijen ook een bijdrage of tegenprestatie leveren (bijvoorbeeld het verlagen van de grondkosten door gemeenten). Gemeenten kunnen projecten indienen in drie tranches.⁷ Op 18 november 2009 is de Tweede Kamer in het kader van de Crisis en Herstelwet akkoord gegaan met de uitbreiding van de regeling naar projecten tussen de twaalf en twintig woningen, omdat projecten van twintig woningen in de praktijk al te groot bleken om voldoende kopers te vinden. Voor de derde en laatste tranche geldt een minimum projectomvang van vijf woningen (persbericht ministerie van VROM, 19 maart 2010). De ministerraad is akkoord gegaan om de laatste 100 miljoen euro van het budget beschikbaar te stellen, zodra de Tweede Kamer akkoord is gegaan.
- Op 18 november 2009 is de Tweede Kamer in het kader van de Crisis en Herstelwet akkoord gegaan met maatregelen om *juridische procedures rond de bouw te versnellen*.

2 Maatregelen om vraag naar koopwoningen en doorstroming te bevorderen

- Per 1 juli 2009 (tot 1 januari 2011) is de *Nationale Hypotheek Garantie verhoogd van 265.000 euro naar 350.000 euro*. Hiermee hoopt de overheid de vraag te stimuleren naar woningen binnen dit marktsegment.
- Per 1 januari 2010 tot 2012 blijft de *fiscale aftrek van de hypotheekrente* voor nieuwe en oude (nog niet verkochte) woning gelden, ook als een woning tijdelijk verhuurd is geweest.

3 Maatregelen om huishoudens met betalingsproblemen bij te staan

- Voor gedupeerde eigenaren-bewoners is de *woonlastenfaciliteit NHG per 1 juli 2009 aangepast* (tot 31 december 2010). Bij betalingsachterstanden hoeft de eigenaar-bewoner geen aanvullende lening af te sluiten.
- De minister van Wonen, Wijken en Integratie (WWI) was ook van plan om geldverstrekkers te wijzen op mogelijkheden voor *tijdelijke verhuur* in het kader van de *Leegstandswet*, om zo tegemoet te komen aan eigenaren van onverkoopbare woningen (banken moeten toestemming geven voor verhuur).

Niet alleen de nationale overheid is de crisis gaan bestrijden, ook lokale overheden nemen maatregelen. Grootenboer en Mulder (2010) van het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (EIB) hebben daarover in november 2009 een internetvragenlijst uitgezet bij alle gemeenten. Bijna 70 gemeenten hebben de lijst ingevuld. Daaruit blijkt dat drie kwart van de gemeenten die van plan waren om maatregelen te nemen om de woningbouw te bevorderen, deze inderdaad hebben genomen. Veelal gaat het om het verlenen van subsidies en het herprogrammeren van bouwprojecten van dure naar goedkope (huur)woningen. Ook wordt gewerkt met versnelde procedures en verlaagde grondprijzen. Het afgeven van garanties of het direct ingrijpen door gemeenten zijn instrumenten die minder worden toegepast. Als er subsidie is verkregen van het Rijk om de woningbouw te stimuleren in crisistijd, wordt deze in het merendeel van de gemeenten doorgesluisd naar marktpartijen in de vorm van een lagere grondprijs of een extra bijdrage in plaats van een inzet om gemeentelijke kosten te dekken. Alles bij elkaar hebben de maatregelen betrekking op 15.000 woningen en 107 miljoen euro in 2009 en 2010 en 9 miljoen euro voor de jaren erna. Dat impliceert niet dat het gaat om extra initiatieven die anders niet zouden hebben plaatsgehad, waarschuwen de onderzoekers.

1.7 Synthese

Wat zijn de te onderkennen effecten van de huidige economische crisis op de Nederlandse bouw- en woningmarkt tot nu toe? De huidige mondiale crisis is ontstaan vanuit een instortende hypotheekmarkt in de Verenigde Staten, als gevolg van een geleidelijke rentestijging in 2006 en 2007. Deze rentestijging heeft het mechanisme van 'doorstromen van kopers' op de hypotheekmarkt van riskante naar minder riskante leningen tot stilstand gebracht. De doorstroming had betrekking op het aflossen van dure leningen met een hoge rente, die het hoge risico van deze leningen tot uiting bracht. Deze dure leningen werden ingeruild voor goedkopere leningen met een 'normaal' risico op het moment dat het aandeel van de lening in de waarde van een woning een acceptabel niveau bereikte door de prijsstijging van de woning. Omdat de dure en hogerisicoleningen als effecten waren doorverkocht aan beleggers, veelal ook financiële instellingen gevestigd in andere landen, waren deze beleggers de dupe als de woningeigenaren failliet gingen. Aangezien onbekend was wie welke risico's in huis had genomen, begon wantrouwen de kredietmarkten te beheersen, waardoor de kredietverstrekking flink afnam en de mondiale krediet- en economische crisis werd ingeluid. Ook Nederland belandde in een recessie. In 2009 kromp de nationale economie met 4 procent. De overheidsschuld was tussen 2008 en 2009 met bijna een derde opgelopen, terwijl ook de werkloosheid met 1 procentpunt was gestegen naar 4,9 procent. Het begrotingsoverschot van 0,3 procent sloeg om in een begrotingstekort van 4,9 procent van het bbp. In vergelijking met de gevolgen van de tweede oliecrisis aan het einde van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig in de twintigste eeuw, zijn de economische effecten 'milder', op de krimp van de economie na. In de huidige crisis is de economie in één jaar tijd 4 procent gekrompen, tegenover een krimp in de eerdere crisis van in totaal slechts 3 procent in twee jaar tijd (1981 en 1982). Vier jaar na de start van de oliecrisis bereikte de werkloosheid een hoogtepunt van ruim 10 procent, terwijl volgens de voorspelling van nu de werkloosheid in 2011 op 6,5 procent zal blijven steken. Verder ging de tweede oliecrisis in tegenstelling tot de huidige mondiale financiële crisis gepaard met een hoge lange rentevoet en een hoge inflatie. Hoewel het begrotingstekort lager werd gehouden, maakte de overheidsschuld als percentage van het bbp een vergelijkbare ontwikkeling door tot vier jaar na de start van de crisis.

De woningmarkt reageert met een curieuze mix aan effecten. Enerzijds lijkt de woningmarkt nauwelijks te reageren als de koopprijzen, de rentevoet, de omvang van hypothecaire kredietverlening voor woningen, de opleveringen en realisaties van nieuwbouwwoningen en

de investeringen in woningen in ogenschouw worden genomen. Anderzijds zijn er sterke reacties te onderkennen, zoals in het aantal transacties, het aantal vergunningen, het aantal verkopen van nieuwbouwoopwoningen en in de Eigen Huis Marktindicator. Evenals de laatste maat, de maat voor consumentenvertrouwen in de koopwoningmarkt, reageerden de meer algemene indicatoren van consumentenvertrouwen in de economie ook vrij sterk. Per saldo zijn de woningprijzen niet ingestort als gevolg van de kredietcrisis, en zit een aantal indicatoren (woningprijzen, transacties in bestaande en nieuwbouw) sinds de tweede helft van 2009 weer in de lift. Dit zou kunnen betekenen dat het dal van de woningmarkt is gepasseerd. Per saldo komen deze cijfers voor 2009 echter lager uit dan voor 2008, waardoor voorzichtigheid bij een dergelijke uitspraak is geboden. Bovendien hebben verschillende maatregelen van het Rijk, zoals hogere grenzen bij garanties voor leningen en stimulering van woningbouwprojecten, de woningmarkt vanaf 2009 ondersteund. Daarnaast zijn de banken ondersteund. En ook gemeenten leveren een bijdrage. In de meeste gevallen gaat het om een tijdelijk ingrijpen van de overheid, zodat de vraag opkomt of de woningmarkt inderdaad op eigen voeten kan staan zodra de maatregelen aflopen. Het gevaar is dat een crisis een complexe reactie is op bepaalde stimuli, en zich uiteindelijk ook nog verder kan verslechteren alvorens de signalen definitief weer op groen springen.

Noten

- 1 Dit betreft de stand van zaken van april 2010.
- 2 Een aanduiding als *No Income, No Job or Assets*-hypotheken (NINJA) zegt veel over de condities waaronder onder andere *subprime* en *Alt-A* hypothecaire leningen beschikbaar kwamen voor kopers van woningen (Van Ewijk & Teulings 2009: 12).
- 3 Securitatisatie met de daaraan verbonden asymmetrische informatieverdeling bestond al veel langer. Het fenomeen *subprime* bestond nog niet zo lang. En ook het fenomeen van het opnieuw opknippen en bundelen van de uitgegeven hypotheekobligaties kan gezien worden als een meer recente innovatie.
- 4 Een lager bbp leidt daarnaast hoe dan ook al tot een procentueel hogere overheidsschuld.
- 5 Het gaat hier om de ontwikkeling van de gemiddelde koopsom en niet om de woningprijsindex die corrigeert voor de veranderingen in de samenstelling van de verkochte woningen (De Vries & Van der Wal 2009).
- 6 Deze paragraaf is ontleend aan Dol et al. (2010), tenzij anders gemeld.
- 7 Holt et al. (2009) monitorde de eerste tranche van de stimuleringsregeling woningbouw in opdracht van de minister voor WWI. De bedoeling was om deze ervaringen in de derde tranche van de stimuleringsregeling in te zetten.

Economische crises en de bouw- en woningmarkt

In dit hoofdstuk bespreken we wat er al bekend is over de effecten van kredietcrises en andere economische crises, vooral als het gaat om de bouw- en woningmarkt (onderzoeksvraag 2). In paragraaf 2.1 gaan we in op de uitkomsten van analyses van Reinhart en Rogoff (2008, 2009), die de effecten van bankencrisis in verschillende landen in beeld hebben gebracht. In paragraaf 2.2 komen de uitkomsten van analyses over de effecten van zogenoemde enkelvoudige en meervoudige crisis van het Internationale Monetaire Fonds (IMF) aan de orde. In paragraaf 2.3 zoomen we vervolgens in op de effecten van economische crises op de woning(bouw)markt. In de twee laatste paragrafen stellen we ter discussie of de gevolgen van een crisis tijdelijk of langdurig zijn (paragraaf 2.4) en of overheidsmaatregelen het verloop en de duur van een crisis kunnen beïnvloeden (paragraaf 2.5).

2.1 Bankencrisis sinds de Tweede Wereldoorlog

Reinhart en Rogoff (2009) hebben ongeveer twintig ernstige bankencrisis geanalyseerd, die zich overwegend sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog in afzonderlijke landen hebben voorgedaan. De Grote Depressie van de jaren dertig in de Verenigde Staten is eveneens onderzocht, ondanks dat deze crisis dateert van vóór de Tweede Wereldoorlog en niet alleen in de Verenigde Staten plaatsvond. Daarnaast is ook de crisis

van 1899 in Noorwegen in de analyse opgenomen, omdat ook daarvoor de relevante data beschikbaar waren. Reinhart en Rogoff (2008a) definiëren twee soorten bankencrisis: een 'systeemcrisis' of 'ernstige crisis' en een 'financiële crisis', die milder verloopt. Bij een systeemcrisis gaat het om een run op een of meerdere banken die resulteert in de sluiting van de bank of banken in kwestie, een fusie of een overname door de overheid. In de mildere variant van de bankencrisis is er geen run op de bank of banken in kwestie, maar moet de bank wel worden gesloten, of moet deze fuseren, worden overgenomen of financieel worden ondersteund: '(...) if there are no runs, the closure, merging, takeover or large-scale government assistance of an important financial institution (or group of institutions), ... marks the start of a string of similar outcomes for other institutions' (Reinhart & Rogoff 2008a: 81). De methode om bankencrisis in te delen is geen waterdichte methode om het begin of het einde van een crisis vast te stellen, melden de auteurs. De 'echte' problemen in een crisis kunnen zich al eerder of later uiten dan de omschreven gebeurtenissen die voor de classificatie worden gebruikt. Reinhart en Rogoff (2008a; zie ook Priemus 2010) stellen – enigszins tautologisch – vast dat ernstige financiële crisis vaak langer duren dan mildere crisis en dat de dynamiek van de crisis in opkomende en moderne of geavanceerde economieën vergelijkbaar is. In alle gevallen constateren zij drie overeenkomstige patronen of trends in macro-economische variabelen: een daling van de reële woningprijzen en aandelenkoersen, een stijging van de overheidsschulden, en een daling van het

Tabel 2.1

Kengetallen van de 15 ernstigste financiële crises in de wereld vanaf 1977¹

	Totale verandering van top tot dal	Tijd verstreken tussen top en dal
	In %	In jaren
Reële woningprijs	-35,5	6,0
Reële aandelenkoers	-55,9	3,4
Reële overheidsschuld na drie jaar ²	86,3	3,0
Reëel inkomen per hoofd van de bevolking	-9,3	1,9
Werkloosheid (procentpunt van top tot dal)	7,0	4,8

Bron: Reinhart & Rogoff (2009); zie ook Van Ewijk & Teulings (2009)

1 De ernstige crises van 1899 in Noorwegen en van 1929 in de Verenigde Staten zijn ook in de berekeningen opgenomen.

2 Drie jaar na de start van de bankencrisis.

bbp in combinatie met een stijging van de werkloosheid. We bespreken deze ontwikkelingen hierna beknopt.

Een eerste reactie op een bankencrisis is een daling van de reële woningprijzen en aandelenkoersen. De reële woningprijzen daalden met gemiddeld 36 procent in een periode van neergang van zes jaar (zie tabel 2.1). Deze periode betreft het traject van hoogte- tot dieptepunt van de bankencrisis. De bandbreedte in de duur van de neergang ligt tussen 17 jaar (de Japanse crisis van 1992) en net korter dan vijf jaar, bijvoorbeeld in de Zweedse crisis van 1991 en de Spaanse crisis van 1977. De sterkste prijsdalingen, van 50 tot 60 procent, komen onder andere voor in de Finse crisis van 1991, en de minst sterke, met circa 5 procent, in de huidige crisis in Oostenrijk en Hongarije. Nederland behoort hier overigens niet tot de onderzoekslanden. Voor de Verenigde Staten blijkt de daling van de woningprijzen als gevolg van de huidige kredietcrisis reeds het dubbele te bedragen van de daling die plaatsvond in de Grote Depressie van de jaren dertig. De reële aandelenprijzen daalden met gemiddeld 56 procent over een periode van neergang van drieënhalve jaar. De reële aandelenprijzen vertonen daarmee gemiddeld minder inertie dan de woningprijzen, maar de perioden van neergang zijn gemiddeld korter. De koersdalingen lopen uiteen van 90 procent (IJslandse crisis van 2007) tot ongeveer 30 procent in bijvoorbeeld de Noorse crisis van 1987. In de crisis van 1977 in Spanje duurde de neergang vijf jaar, de maximum gevonden periode, terwijl de minimum gevonden periode iets meer dan twee jaar bedraagt, bijvoorbeeld in de crisis die in 1987 in Noorwegen startte.

Een tweede vergelijkbare trend die is te onderkennen in landen die een ernstige bankencrisis meemaken, is een explosie van de reële waarde van de overheidsschulden met gemiddeld 86 procent na drie jaar na de start van de crisis. De bandbreedte loopt van 50 procent in de crisis die in 1987 in Noorwegen startte, tot 150 procent voor buurland Finland in de crisis die in 1991 begon. In het

algemeen ligt de oorzaak van de forse schuldenstijging in de terugval in belastinginkomsten in combinatie met ambitieuze stimuleringsmaatregelen. Dit is volgens Reinhart en Rogoff (2008b, 2009) in tegenstelling tot de gebruikelijke aanname dat het om de kosten gaat van het overeind houden van het bankensysteem door het verschaffen van kapitaal.

Een derde reactie op een bankencrisis is in veel landen een stijgende werkloosheid, gecombineerd met een daling van het bbp. De werkloosheid – als vertraagde indicator – steeg met gemiddeld 7 procentpunten over een gemiddelde periode van vijf jaar. Het reële bbp per hoofd van de bevolking daalde met gemiddeld ruim 9 procent¹ in gemiddeld krap twee jaar tijd van top tot dal. Deze periode van neergang bedraagt gemiddeld de helft van de periode die is gemeten voor werkloosheid (bijna vijf jaar). Een deel van de verklaring hier is de veronderstelling dat de groei in bbp potentieel positief (Reinhart & Rogoff 2009).

Onder verwijzing naar de *IMF World Economic Outlook, April 2002*, concluderen Reinhart en Rogoff (2009) dat bankencrisis in het algemeen twee keer zo lang duren als ‘normale’ recessies, die gemiddeld minder dan een jaar duren. De langere perioden van economische tegenspoed worden toegeschreven aan ingrijpende herstructureringen van het systeem.

2.2 Wat gebeurt er tijdens recessies?

2.2.1 ‘Enkelvoudige’ crises

Claessens et al. (2008a², zie ook 2008b) hebben voor 21 landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) de relaties tussen macro-economische en financiële sleutelvariabelen rondom de conjunctuur³ en financiële cycli onderzocht voor de periode 1960-2007. Zij definiëren een recessie als ‘a significant decline in activity spread across the

Tabel 2.2

Kengetallen van 112 crises in 25 OESO-landen, 1960-2007

	Mediaan ¹		Gemiddelde	
	Alle afnamen	Ernstige	Alle afnamen	Ernstige
Recessies				
Duur (kwartalen)	3,0	4,0	3,6	4,7
Amplitude ²	-1,9	-4,9	-2,6	-6,3
Daling van woningprijs				
Duur (kwartalen)	6,0	16,5	8,5	18,4
Amplitude ²	-6,0	-28,5	-10,8	-28,5
Daling van aandelenkoersen				
Duur (kwartalen)	5,0	10,0	6,9	11,8
Amplitude ²	-26,6	-50,3	-28,4	-53,2
Daling van krediet				
Duur (kwartalen)	4,0	8,0	5,7	10,3
Amplitude ²	-4,2	-17,0	-7,2	-17,8

Bron: Claessens et al. (2008a)

¹ De mediaan is meestal lager dan het gemiddelde, omdat uitschieters naar boven het gemiddelde beïnvloeden.² Percentage verandering in productie, woningprijzen, aandelenkoersen, respectievelijk kredietvolume van top tot dal.

economy, lasting more than a few months, visible in industrial production, employment, real economy, and wholesale-retail trade. A recession begins just after the economy reaches a peak of activity and ends as the economy reaches its trough' (Claessens et al. 2008a: 11). Met een gemiddelde van bijna zes perioden van recessies per land gaat het om in totaal 122 bestudeerde recessies, waarvan er 30 als ernstig zijn geclassificeerd (de 25 procent ernstigste crises). Daarnaast hebben Claessens et al. (2008a,b) in de analyse de volgende perioden geïdentificeerd, waarbij de getallen tussen haakjes de 25 procent ernstigste crises weergeven per betreffend crisistype:

- 112 (28) perioden van kredietcrises waarin het kredietvolume krimpt;
- 114 (28) perioden van neerwaartse woningprijsaanpassingen; en
- 234 (58) perioden van koersdalingen.

In de studie wordt het effect van deze verschillende soorten recessies in verband gebracht met de ontwikkeling van macro-economische en financiële variabelen. Als macro-economische variabelen bevat de database de ontwikkelingen van productie, consumptie, investeringen, residentiële en niet-residentiële investeringen (zijnde de investeringen in woningen en de overige investeringen), industriële productie, (netto) exporten, importen, saldo op de lopende rekening, inflatie en werkloosheidspercentage. De financiële

variabelen zijn de woningprijzen, de aandelenkoersen en het krediet. De financiële variabelen en recessies overlappen elkaar.

De mediane duur van een recessie is precies drie kwartalen van hoogtepunt naar dieptepunt (tabel 2.2). De mediane duur van een ernstige recessie bedraagt vier kwartalen, dus één kwartaal langer dan de mediane duur van alle recessies.

De mediane productieafname (de amplitude) van een recessie bedraagt bijna 2 procent van hoogtepunt tot dieptepunt. Een ernstige recessie daarentegen leidt tot een mediane krimp in de productie van bijna 5 procent. Terwijl alle recessies gezamenlijk een mediaan (gemiddeld) cumulatief verlies⁴ van 3 (6,4) procent van het bbp tot gevolg hebben, is dat (bijna) drie keer zo hoog voor een ernstige recessie.⁵ Het cumulatieve verlies van alle recessies is het resultaat van forse dalingen in (residentiële) investeringen, industriële productie, importen, woningprijzen en aandelenkoersen. Daarnaast zijn er bescheiden afnamen van consumptie⁶, export en arbeidsdeelname te onderkennen. Deze variabelen vertonen procyclische bewegingen tijdens recessies.

Perioden van afname van krediet (zie de volgende paragraaf), woningprijzen en aandelenkoersen duren in het algemeen langer dan perioden van recessies (tabel 2.2). Zo is de mediane duur van een ernstige daling van woningprijzen 16,5 kwartalen tegenover 6 kwartalen bij alle dalingen van woningprijzen. Een ernstige daling van

Tabel 2.3
Kengetallen van 112 crises door kredietafname, 1960-2007

	Aantal	Duur	Aandeel van de tijd in afname	Amplitude
		In kwartalen van top tot dal	Als ratio van het aantal kwartalen in afname in de hele periode	Percentage verandering in krediet van top tot dal
OESO				
Mediaan	5,5	4,0	0,16	-4,2
Gemiddeld	5,5	5,7	0,15	-7,2
G7				
Mediaan	5,0	4,0	0,12	-4,1
Gemiddeld	5,3	5,5	0,15	-6,2
Niet-G7				
Mediaan	6,0	4,0	0,16	-4,5
Gemiddeld	5,6	5,7	0,15	-7,8
Nederland, gemiddeld	2,0	4,5	0,05	-10,5

Bron: Claessens et al. (2008a)

Tabel 2.4
Kengetallen van 28 ernstige crises door kredietafname, 1960-2007

	Aantal	Duur	Amplitude
		In kwartalen van top tot dal	Percentage verandering in krediet van top tot dal
OESO			
Mediaan	1,0	8,0	-17,0
Gemiddeld	1,6	10,3	-17,8
G7			
Mediaan	2,0	10,0	-11,9
Gemiddeld	1,6	10,5	-14,6
Niet-G7			
Mediaan	1,0	8,0	-17,1
Gemiddeld	1,6	10,2	-19,2
Nederland, gemiddeld	1,0	7,0	-20,8

Bron: Claessens et al. (2008a)

de woningprijzen gaat gepaard met een mediane daling van de reële woningprijzen van bijna 30 procent, tegenover een mediane daling van 6 procent bij alle perioden van woningprijzdalingen. Bij een ernstige daling van de aandelenkoersen gaat de helft van de waarde verloren, terwijl de neergang een mediane duur van 10 kwartalen kent. Wat betreft de mediane duur ligt deze bij alle dalingen van aandelenkosten op iets meer dan de helft van die bij ernstige dalingen van aandelenkoersen. Per saldo gaat dan iets meer dan een kwart van de waarde verloren. Perioden van krediet-, woningprijzen- en koersdalingen luiden niet per definitie een recessie in. Daardoor zal het bbp niet per definitie afnemen. Vaak neemt echter de groei af aan het begin van de periode, terwijl de groei

toeneemt aan het einde van de periode. Per saldo is de groei daarmee lager in een periode van afname van krediet, woningprijzen of aandelenkoersen in vergelijking met rustiger perioden op de woningmarkt en financiële markten.

2.2.2 'Enkelvoudige' crises als gevolg van kredietafname

Claessens et al. (2008a) constateren dat er in hun OESO-databestand 112 crisis door kredietafname (*credit contraction*) zijn te vinden; 28 daarvan beschouwen zij als ernstige crises (*credit crunch*). Gemiddeld onderging een OESO-land zes kwartalen van kredietafname. Maar zoals voor al deze kengetallen geldt, geldt ook hier dat hierin een grote variatie bestaat (tabel 2.3).

Tabel 2.5

Kengetallen van 112 crises door kredietafname (% verandering), 1960-2007

	Mediane waarden			Gemiddelden		
	Alle afnamen	Ernstige	Andere	Alle afnamen	Ernstige	Andere
<i>Krediet</i>						
Duur (kwartalen)	4,0	8,0***	3,0	5,7	10,3***	4,1
Amplitude ¹	4,2	-17,0***	3,4	-7,2	-17,8***	-3,8
<i>Macro-economische variabelen</i>						
Productie	1,8	2,6**	1,6	2,2	3,6*	1,7
Consumptie	1,2	1,5	1,2	1,3	1,8	1,2
Residentiële investeringen	-1,4	-5,9**	-0,1	-4,7	-13,2**	-2,0
Niet-residentiële investeringen	0,0	-2,5*	0,2	-0,7	-3,2	0,0
Werkloosheid (verandering in niveau)	0,4	1,7*	0,2	0,9	2,0**	0,6
Inflatie (verandering in niveau)	0,1	-0,4	0,2	0,8	-0,1	1,1
<i>Andere financiële variabelen</i>						
Reële woningprijzen	-2,0	-10,3**	-0,9	-3,5	-9,1**	-1,6
Reële aandelenkoersen	-2,7	6,3**	-5,9	-1,1	15,0*	-6,3

Bron: Claessens et al. (2008a)

*, **, *** De mediaan (gemiddelde) verschilt significant tussen ernstige en overige kredietcrises bij een betrouwbaarheidsinterval van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

¹ Percentage verandering in krediet van top tot dal.

De mediane duur van de periode van kredietafname is vier kwartalen, terwijl voor de ernstige perioden van kredietafname de duur op het dubbele uitkomt: acht kwartalen (vergelijk tabel 2.3 met tabel 2.4). Het verschil in mediane duur tussen perioden van ernstige kredietafname en perioden van minder ernstige kredietafname is statistisch significant (tabel 2.5).

Het verschil in de lengte van de periode is terug te zien in de mate van kredietafname, gemiddeld bijna 4 procent van top tot dal bij een minder ernstige crisis, en significant meer bij een ernstige crisis (*crunch*), ruim vier keer zoveel (bijna 18 procent, tabel 2.5). De medianen liggen hier iets lager dan gemiddeld.

Perioden van kredietafname vallen niet altijd samen met of worden niet altijd gevolgd door een recessie, en duren ook langer dan recessies. Dat betekent dat de productie niet per definitie afneemt, zoals te zien is in tabel 2.5. Deze neemt meer toe bij ernstige (gemiddelde van +3,6) dan bij minder ernstige kredietcrises (+1,7). Dit verschil wordt veroorzaakt door de duur van de crisis. In het begin van de kredietcrisis neemt de productiegroei af, terwijl deze aan het einde weer toeneemt, zo stellen Claessens et al. (2008b).

Kredietcrises beïnvloeden investeringen negatief en in het bijzonder de investeringen in woningen (de residentiële investeringen); significant meer in ernstige dan overige crises. De woningprijzen dalen significant meer tijdens ernstige dan niet-ernstige kredietcrises, terwijl de aandelenkoersen toenemen, vermoedelijk

vanwege de langere duur van ernstige kredietcrises. De werkloosheid verloopt typisch vlak gedurende een periode van kredietafname, maar neemt significant toe gedurende een ernstige kredietcrisis, voornamelijk vanwege het verlies van banen bij de start van een crisis, als het economische klimaat verslechtert.

2.2.3 'Meervoudige' crises

Eén type crisis treedt zelden alleen op (Claessens et al. 2008a: 13-14). Een van de vier recessies gaat gepaard met een daling van de woningprijzen, terwijl een van de zes recessies samengaat met een kredietcrisis. In een op de drie gevallen overlappen koersdalingen met een recessie. Na de start van een periode van afname van de woningprijzen en aandelenkoersen, kan een recessie tot vijf kwartalen later volgen. Daarmee is de samenhang (maar niet noodzakelijkerwijs een causaal verband) tussen een prijsdaling en een recessie bepaald, als de laatste tegelijkertijd begon of nadat de prijsdalingen inzetten.

In de gevallen waarin verschillende typen crises samen optreden, concluderen Claessens et al. (2008a,b) dat recessies die zijn geassocieerd met kredietcrises en woningprijscrisis ernstiger en langduriger zijn dan andere recessies. In deze gevallen zal de reductie in de productie typisch 1 procentpunt hoger zijn dan in andere recessies, terwijl de duur oploopt met een kwartaal in het geval van een woningprijscrisis. In een recessie die gepaard gaat met een daling van de woningprijzen, zal de afname in consumptieve bestedingen gemiddeld het dubbele

bedragen van de afname in een recessie zonder daling van de woningprijzen. Residentiële investeringen zullen sterker dalen in de gevallen van een 'recessie-plus', terwijl de werkloosheidscijfers meer oplopen in een recessie die samengaat met een woningprijscrisis dan in een recessie zonder een daling van de woningprijzen. Een afname van de woningprijzen blijkt daarbij een sterker en significant effect op de reële economie te hebben dan een daling van de aandelenkoersen.

Een regressieanalyse over de ernst/diepte van de recessie als gevolg van financiële variabelen levert een verband voor woningprijzen. Verder is de mate waarin de productie afneemt afhankelijk van de staat van de economie aan het begin van de recessie. Deze stelling geldt ook meer in het algemeen. Hoe een recessie zich ontwikkelt, hangt af van de context in de individuele landen. Daarmee gaat het niet alleen om de staat van de economie aan het begin van de recessie, maar ook om de financiële gezondheid van huishoudens, bedrijven en banken op het moment dat de economische neergang inzet.⁷ Ook de tegenmaatregelen die worden genomen zijn belangrijk voor het verloop van een recessie. Ondanks verschillen tussen landen, lijkt een algemene trend te zijn dat recessies 'globaliseren'. Claessens et al. (2008a,b) constateren dat de recessies in de OESO-landen weliswaar milder en korter⁸ zijn geworden in de loop van de tijd, maar dat ze grotendeels tegelijkertijd in meerdere landen en samen met een mondiale crisis plaatsvinden. Het gaat om vier perioden tussen 1960 en 2007:

- in het midden van de jaren zeventig (eerste oliecrisis);
- het begin van de jaren tachtig (tweede oliecrisis);
- het begin van de jaren negentig (Golffoorlog in Koeweit); en
- het begin van deze eeuw (*dotcom*-crisis).

Dalingen van aandelenkoersen en woningprijzen gaan vaak samen. En de daling van aandelenkoersen in verschillende landen blijkt het meest gesynchroniseerd te zijn, mogelijk vanwege de voortgeschreden integratie van aandelenmarkten.

Reinhart en Rogoff (2008a) bevestigen de observatie dat crises, dan wel schulden crises⁹, vaak starten in financieel belangrijke knooppunten en vandaar, via renteschokken en de val van goederenprijzen, doorwerken naar andere delen van de wereld.

De combinatie van recessies die synchroon plaatsvinden in diverse landen samen met de daling van krediet, aandelenkoersen en woningprijzen duurt langer en kost meer (Claessens et al. 2008a,b). Het IMF (2009: 110) bevestigt dat de terugkeer naar een 'normale' situatie na een recessie die wordt geassocieerd met een financiële crisis¹⁰ een langere periode beslaat. Dit komt omdat de private vraag/consumptie, de kredietgroei en de prijzen van woningen en aandelen zwak herstellen. Private

investeringen dalen zelfs verder nadat het dieptepunt van de recessie is bereikt. Dit geldt in het bijzonder voor residentiële investeringen, die normaal gesproken twee jaar nodig hebben om te stabiliseren. Het vertraagde herstel van het niveau van investeringen in vastgoed en kapitaal lijkt sterk samen te hangen met het kwakkelende herstel van de kredietgroei.

Het IMF (2009) geeft ook aan dat de periode wordt verlengd naarmate de crisis simultaan in meer landen optreedt, aangezien een toegenomen handel in 'andere' delen van de wereld geen bijdrage kan leveren aan een terugkeer naar de normale situatie als die andere landen ook in een crisis verkeren.

2.3 Crises en woning(bouw)markt

Het voorgaande laat zien dat crises in veel vormen en maten optreden. Veel van dezelfde economische variabelen worden beïnvloed, maar niet noodzakelijkerwijs op dezelfde wijze, met dezelfde impact of dezelfde duur. Veel hangt af van de context, zoals de institutionele kaders in een land, die ook de richting van de causaliteit tussen variabelen beïnvloedt. De causaliteit bij een crisis op de woningmarkt loopt in het algemeen via een uitval van de vraag naar woningen wegens afnemende koopkracht, naar dalende woningprijzen, naar dalende investeringen in woningen en naar een verdere daling van het bbp. Uit de studies naar recessies die al dan niet samengaan met een financiële crisis, blijkt dat de kans groot is dat koopprijzen zullen dalen. Bij een ernstige kredietcrisis dalen woningprijzen in het eerste jaar van de kredietcrisis (Claessens et al. 2008a) en nemen ze af over een periode van minstens drie jaar na het begin van de kredietcrisis.¹¹ Volgens het IMF (2009: 110) daalt de ratio van prijzen en huren sterker bij een financiële crisis dan bij andere recessies. Case en Quigley (2008) stellen dat bijna elke daling van woningprijzen en elk overschot aan beschikbare woningen wordt voorafgegaan door een afname in de vraag naar woningen. De vraag kan om diverse redenen zijn gedaald: een gestegen rentevoet, een verandering in demografische ontwikkelingen of een economische neergang die leidt tot een daling van inkomen en werkgelegenheid. Een afname van het consumentenvertrouwen kan ook een vraafname bewerkstelligen, evenals een neergang in de regionale economie of simpel een te hoge productie van woningen in relatie tot de vraagontwikkeling. Soms kunnen deze redenen elkaar versterken. Bij een te hoge productie zal de bouwsector een verkeerde inschatting hebben gemaakt, waardoor er veel woningen zullen worden aangeboden. Dat kan er dan weer leiden toe leiden dat consumenten menen dat het op de woningmarkt niet

goed gaat. Deze reactie zal de neergang dan versterken of daadwerkelijk inluiden.

Volgens Case en Quigley (2008: 165) is een woningmarkt bij dit soort effecten niet per definitie vergelijkbaar met andere markten, omdat een woning een heterogeen product is waarvan de prijs niet duidelijk vaststaat. Vaak oriënteert de verkoper zich aan de hand van prijzen van recentelijke, liefst vergelijkbare woningen. In een neergaande markt is het dan niet eenvoudig te bepalen wat de prijs dan zou moeten zijn, waardoor de prijs niet snel zal dalen. De prijs wordt als stroperig (*sticky price*) aangeduid.¹²

Uit Amerikaans onderzoek blijkt dat verkopers van woningen er de voorkeur aan geven om de woning niet te verkopen als de vraagprijs niet wordt geboden. Huizenverkopers wachten dan, desnoods voor een lange periode, totdat de gewenste prijs wordt geboden. Zij kunnen ook beetje bij beetje de prijs verlagen of de woning uit de verkoop halen en deze proberen te verhuren. De neerwaartse stroperigheid in woningprijzen zal zich uiten in een afname van het aantal transacties (Case & Quigley 2008).

Bij een afname van de vraag naar woningen als gevolg van een rentestijging is de neerwaartse stroperigheid volgens Case en Quigley (2008) bijzonder goed zichtbaar, omdat huizenbezitters dan bij verkoop van de woning ook de lage rente van hun lening kwijt zijn. Daarmee 'helpen' ook rentevaste perioden van meer dan een jaar bij een hypotheek om prijsdalingen stroperig te laten verlopen, dan wel niet te laten plaatsvinden. Tsatsaronis en Zhu (2004) tonen aan dat woningprijzen sneller reageren op veranderingen in de kortetermijnrente in landen waar een variabele hypotheekrente gebruikelijk is. De mate waarin de stroperigheid van woningprijzen optreedt, bepaalt ook de mate waarin vermogens- en inkomenseffecten optreden.

2.3.1 Vermogenseffect: consumenten

Dalende woningprijzen kunnen ook andere effecten hebben, bijvoorbeeld een daling van de consumptieve bestedingen van huishoudens waardoor het bbp ook gaat dalen. Zo is uit de literatuur bekend dat een zogenaamd vermogenseffect (*wealth effect*) kan optreden. Een toename van de waarde van bezittingen van huishoudens uit zich dan in een toename van consumptieve bestedingen van huishoudens (Ferguson 2005: 1-2). Volgens Case en Quigley (2008) is het vermogenseffect veelvuldig aangetoond bij aandelenkoersveranderingen. Er zou geen reden zijn om aan te nemen dat het voor veranderingen in woningprijzen anders zou zijn.¹³ Aan de woning kan ook geld worden onttrokken of er kan via andere spaarvormen minder worden gespaard. Volgens Ferguson (2005) suggereert Amerikaanse literatuur dat de consumptieve bestedingen met tussen de 2 en 5 dollarcent stijgen per dollar toename van het vermogen.

Case en Quigley (2008) rapporteren een geschatte stijging van de consumptie met 0,6 tot 1,1 procent na een stijging van de woningwaarden met 10 procent. Het IMF (2009: 68) gaat uit van een toename van de consumptieve bestedingen met tussen de 0 en 9 dollarcent per dollar toename van het vermogen. Het vermogenseffect werkt in beginsel ook in de andere richting als prijzen dalen en afnemende consumptieve bestedingen volgen. Wat betreft de consumptie en besparingen van huishoudens levert de literatuur verschillende uitkomsten. Hamnett et al. (1991) laten zien dat er in Groot-Brittannië in de jaren tachtig als gevolg van de flinke toename in de woningprijzen ook een toename in het aantal afgesloten leningen was. Stijgende woningprijzen hebben hier dus geleid tot het onttrekken van vermogen aan de eigen woning.

De resultaten van Amerikaanse studies waarvan Alessie en Kapteyn (2002) verslag doen, zijn gemengd. Soms leiden vermogenswinsten inderdaad tot minder actieve besparingen, maar ook het tegengestelde effect komt voor. Ook blijkt uit onderzoek dat huiseigenaren niet reageren op vermogenswinsten, maar wel op vermogensverliezen met een toename van de actieve besparingen. Een ander onderzoek toont juist het omgekeerde aan: waardestijgingen (overwaarde) leiden tot extra consumptie.

Case en Quigley (2008: 164) rapporteren ook over onderzoek waarin een asymmetrisch effect wordt vastgesteld: '... the analysis based upon US states also provides clear evidence of an asymmetric response of consumption to changes in housing wealth.' De uitkomsten suggereren een stijging van de consumptie bij een stijging van de woningprijzen, terwijl bij een daling van de woningprijzen de consumptie grotendeels immuun blijkt te zijn.

Volgens Van den End et al. (2002) blijkt uit onderzoek dat prijsveranderingen van woningen meer invloed hebben op de bestedingen van huishoudens dan de prijsveranderingen van aandelen. Beide effecten gezamenlijk hebben ertoe geleid dat Nederlanders aan het einde van de jaren negentig minder zijn gaan sparen. Tevens zijn huishoudens meer gaan lenen, omdat zij als gevolg van de woningprijsstijgingen een deel van de overwaarde hebben verzilverd.

2.3.2 Vermogenseffect: bedrijven

Bij bedrijven die activa bezitten die in waarde stijgen, doet zich een vergelijkbaar vermogenseffect voor als bij consumenten (Ferguson 2005). De kredietwaardigheid stijgt, mogelijk ten onrechte als de prijsstijgingen niet in overeenstemming zijn met de fundamentele marktverhoudingen (dan is er sprake van een zeepbel of *boom*) of als het verwachte productiepotentieel van de onderliggende activa niet wordt gerealiseerd (dan is er geen sprake van een *boom*). In beide gevallen zullen de

prijzen op termijn dalen; in het eerste geval komt de zeepbel in de prijzen tot barsten, in het tweede niet. Beide situaties zullen lastig zijn te onderscheiden. Het vermogenseffect werkt in beginsel ook in de andere richting, als prijzen dalen en investeringen in bedrijven volgen. Als de waarde van de activa afneemt, neemt de kredietwaardigheid van bedrijven af. De kredietcapaciteit van financiële instellingen zal dan verminderen. Vanwege de zich vervluchtigende vermogens zullen zij gedwongen zijn om de geldverstrekking te beperken. Deze redenering verklaart waarom kredietverstrekkers procyclisch opereren.

2.3.3 Inkomenseffect als gevolg van daling residentiële investeringen

Als de woningprijzen dalen, neemt het aantal transacties af, zoals hiervoor besproken. Verder zal het op termijn niet meer rendabel zijn om nieuwe woningen aan te bieden, waardoor ook het volume van de residentiële investeringen (de investeringen in woningen) zal teruglopen. Ernstige kredietcrises worden veelal gesignaleerd doordat de residentiële investeringen in woningen een kwartaal eerder afnemen dan de start van de kredietcrisis (Claessens et al. 2008a: 21).

Groeipercentages blijven gemiddeld tot en met zeven kwartalen negatief na de start van een ernstige kredietcrisis.

Als gevolg van de afname van bouwactiviteiten (en ook het aantal transacties in de bestaande voorraad), zal de werkloosheid stijgen, en zullen de inkomens van huishoudens dalen. De combinatie van deze effecten duiden Case en Quigley (2008) aan als inkomenseffect. In het kader van bestaande transacties gaat het om de werkgelegenheid bij makelaars, notarissen, financiële intermediairs en banken. Of denk aan een uitval bij bestedingen aan woninginrichting en dergelijke. De invloed van de terugval in woningproductie op de werkgelegenheid is vooral terug te vinden bij bouwers en ontwikkelaars.

Een ander aspect van het inkomenseffect komt tot uiting via het zogenaamde multipliereffect. Als gevolg van een daling in residentiële investeringen, zal het nationale inkomen relatief meer dalen. De multiplier bepaalt de omvang van het inkomensverlies, dat ook afhankelijk is van het gedrag in andere sectoren van de economie.

2.4 Tijdelijke of permanente terugslag na een crisis

Per saldo zal een financiële crisis die ook de woningmarkt raakt – doordat woningprijzen gaan dalen – ook leiden tot een langzamere groei dan wel een daling van het bbp. De trajecten zijn evenwel divers, zoals hiervoor bleek. Een

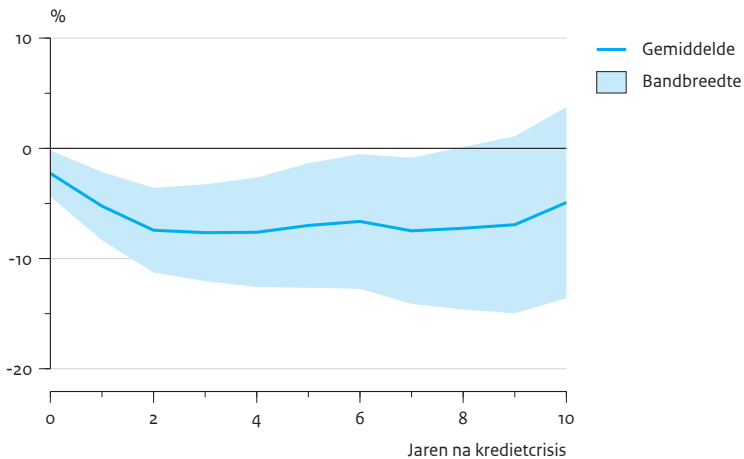
geringere vraag naar woningen zal leiden tot lagere woningprijzen, evenals minder bouwproductie. Een ander traject verloopt via de kapitaalmarkt en de strengere condities voor kapitaalverstrekking. Ook dit leidt tot vraaguitval en heeft per saldo een drukkend effect op het bbp.

Als een economie in een minder tempo groeit dan wel in een recessie raakt, wordt de vraag relevant of de economie zonder slag of stoot weer teruggaat naar het oude groeitraject wanneer de oorzaken van die situatie weer wegvallen. Volgens Van Ewijk en Teulings (2009) woedt er onder economen een heftige discussie over de vraag of de effecten van een crisis tijdelijk zijn. De gedachte was lange tijd dat als de oorzaken van een recessie zijn weggenomen, de gevolgen ook zouden verdwijnen; iedereen staat immers klaar om de draad weer op te pakken als dat mogelijk wordt. Als het vertrouwen toeneemt, zal het geld weer gaan rollen. Leegstaande productiecapaciteit zal dan geleidelijk weer worden gevuld, werklozen kunnen weer aan de slag. Echter, de gevolgen kunnen wel degelijk lang duren. Op basis van berekeningen met het databestand van Reinhart en Rogoff voor kredietcrises in 160 landen (zie hiervoor), blijkt namelijk dat het bbp in de eerste tien jaar na de start van de crisis niet snel weer zal terugkeren naar het oude niveau. Figuur 2.1 toont dat het bbp gemiddeld genomen in de eerste twee jaar ongeveer 8 procent lager uitkomt dan als er geen crisis was geweest. Vervolgens duurt het vrij lang (negen jaar) voordat het effect kleiner wordt. Tegelijkertijd wordt het betrouwbaarheidsinterval – dat wordt weergegeven door de buitenste lijnen in de figuur – ook groter, dus de onzekerheid neemt toe naarmate verder in de toekomst wordt gekeken. De middelste lijn in figuur 2.1 geeft het meest waarschijnlijke scenario weer bij een betrouwbaarheidsinterval van 95 procent. Na tien jaar is het bbp lager dan het zou zijn geweest zonder de crisis.

Als de gevolgen van een kredietcrisis zo lang duren, kan de economie wel degelijk op een lager niveau blijven, dus schade hebben opgelopen. De werkloosheid kan hierbij een rol spelen. Deze heeft na vijf jaar gemiddeld haar top bereikt, maar nog eens vijf jaar later blijkt het werkloosheidsniveau in de landen van de studie van Reinhart en Rogoff gemiddeld nog niet te zijn hersteld. Ten eerste blijken minder mensen te werken, en bovendien minder uren te maken. Ten tweede blijkt de productiviteit lager te zijn dan in situaties zonder kredietcrisis. Banenvernietiging, duurder krediet en minder investeringen dragen bij aan de lagere productiviteit, waardoor ook de lonen van werknemers onder druk komen te staan.

Wat het verband betreft tussen de hoogte van de overheidsschuld en het tempo van de economische groei, hebben Reinhart en Rogoff (2010) ook een langdurig

Figuur 2.1
Verandering bruto binnenlands product na kredietcrisis



Bron: Van Ewijk & Teulings (2009)

effect vastgesteld. Op basis van naoorlogse cijfers voor twintig economisch hoogontwikkelde landen komen zij tot de conclusie dat er weliswaar slechts een zwak verband bestaat tussen de groei in reëel bbp en de ratio tussen overheidsschuld en bbp tot een ratio van 90 procent van het bbp, maar dat de economische groei fors inzakt als de ratio hoger wordt dan 90 procent. Boven die drempel daalt de mediane groei met 1 procent naar 2,2 procent ten opzichte van de categorie met de laagste groei (een ratio van schulden tot bbp van 30 tot 60 procent) en wordt de gemiddelde groei negatief. Als de analyseperiode wordt verlengd naar het jaar 1790 voor dezelfde twintig landen, houdt de conclusie stand. De mediane (*gemiddelde*) groei bij een ratio van meer dan 90 procent is 1,9 (1,7) procent, terwijl die groei bij een staatsschuld van 30 procent van het reële bbp 3,9 (3,7) procent bedraagt. Voor een schuld van tussen de 30 en 60 procent van het reële bbp komt de groei uit op 3,1 (3,0) procent, en voor een schuld van tussen de 60 en 90 procent van het reële bbp bedraagt de groei 2,8 (3,4) procent.

2.5 Effecten van overheidsmaatregelen op een crisis

Het IMF (2009: 98, 119) stelt dat monetaire ingrepen, zoals het verlagen van de reële rentevoet, typisch worden geassocieerd met een kortere duur van een recessie. Zo leidt een verlaging van de reële rente met 1 procent meer dan geïmpliceerd door een zogenoemde Taylor-regel, tot een verhoging met 6 procent van de kans op het einde

van een recessie in een gegeven kwartaal. Na een financiële crisis blijkt echter dat monetaire ingrepen minder (niet significant) effectief zijn. De kans op een verkorting van een financiële crisis neemt dus niet toe. Het tegengestelde geldt voor budgettaire maatregelen (*fiscal stimuli*), zoals veranderingen in de overheidsconsumptie. Deze blijken niet significant samen te hangen met het einde van recessies, maar naar verhouding wel zeer effectief te zijn bij het bestrijden van recessies die tegelijkertijd optreden met financiële crises. Een toename van de overheidsconsumptie leidt hier tot een toename van de kans op het einde van de recessie met 16 procent. Deze uitkomst is volgens het IMF (2009: 119) consistent met eerdere onderzoeksbevindingen dat budgettair beleid effectiever is dan monetair beleid als economische actoren worden geconfronteerd met krapte in liquiditeit.

Bij beide typen maatregelen is het herstel sterker dan zonder deze maatregelen. Bij het inzetten van budgettair beleid is dit effect echter geringer naarmate een land grotere overheidsschulden heeft. Het inzetten van budgettaire instrumenten om op de kortere termijn een terugval in de geaggregeerde vraag te voorkomen en de financiële sector te ondersteunen, moet volgens het IMF dan ook gepaard gaan met een middellangetermijnvisie over gezonde overheidsfinanciering: 'These findings point to the need for a commitment to medium-term fiscal sustainability to accompany any short-term fiscal stimulus. Doubts about debt sustainability can slow the recovery process through lower consumer spending and higher long-term real interest rates. It is crucial that the implementation of temporary stimulus measures occur in a framework that guarantees fiscal sustainability in order

to ensure policy effectiveness' (IMF 2009: 122). Helder is dat de schuldenopbouw van overheden niet ongestraft kan blijven doorgaan. Een recent voorbeeld hier is Griekenland.

Het IMF geeft verder aan dat monetair en fiscaal beleid in het verleden succesvoller waren als ze werden gecombineerd met financieel beleid: '...previous experiences of recession associated with financial crises strongly suggest that the effectiveness of monetary and fiscal policies is substantially reduced without the implementation of prompt and well-targeted "financial policies"' (IMF 2009: 122). Als voorbeeld noemt het IMF het Zweedse beleid van het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw. Toen werden er onafhankelijke financiële organisaties (*asset management companies*) opgericht die de 'giftige' activa van de financiële sector overnamen. Daardoor werden de balansen van de financiële instellingen opgeschoond. Hoewel zulke ingrepen niet zonder kosten zijn, zal een deel van die kosten op de middellange termijn zijn omgezet in opbrengsten door de verkoop van de activa, zo stelt het IMF (2009).¹⁴

2.6 Synthese

Wat is er al bekend over de effecten van kredietcrises en andere economische crises, vooral in relatie tot de bouw- en woningmarkt? Uit een analyse van bankencrisis sinds de Tweede Wereldoorlog blijkt dat ernstige financiële crises vaak langer duren dan mildere crises. Zij gaan ook vaker gepaard met vergelijkbare ontwikkelingen in drie macro-economische variabelen: een daling van de woningprijzen en de aandelenkoersen, een daling van het bbp in combinatie met een stijging van de werkloosheid, en een stijging van de overheidsschulden. Van deze variabelen blijken de reële woningprijzen gemiddeld het langst te doen over het traject van top tot dal, terwijl de overheidsschuld gemiddeld het meest verandert na drie jaar na de start van de crisis, te weten toeneemt met 86 procent. Per saldo wordt geconcludeerd dat bankencrisis gemiddeld twee keer zo lang duren als normale recessies. De langere perioden van economische tegenspoed worden toegeschreven aan ingrijpende herstructureringen van het systeem.

Verder blijkt dat een meervoudige recessie – een recessie die gepaard gaat met een afname van kredietvolume, woningprijzen en aandelenkoersen – ernstiger en langduriger is dan een enkelvoudige recessie. De laatste duurt bijvoorbeeld gemiddeld bijna één jaar van hoogtepunt naar dieptepunt; de eerste duurt gemiddeld bijna een kwartaal langer dan een enkelvoudige recessie. Ook is bij een meervoudige recessie het cumulatieve verlies in bbp ten opzichte van de ontwikkeling zonder recessie flink hoger dan in een enkelvoudige recessie.

Perioden van dalingen in krediet, woningprijzen en aandelenkoersen duren in het algemeen langer dan perioden van recessies. Verder is geconstateerd dat de groei van het bbp tijdens een ernstige kredietcrisis de helft bedraagt van de groei tijdens een minder ernstige kredietcrisis.

In OESO-landen blijken recessies in de loop van de tijd milder en korter te zijn geworden. Daar staat tegenover dat ze grotendeels tegelijkertijd in meerdere landen en samen met een mondiale crisis plaatsvinden, zoals ten tijde van de twee oliecrises, de Golfoorlog in Koeweit en de *dotcom*-crisis. Dit geldt ook voor de huidige kredietcrisis.

Per saldo treden crises in veel vormen en maten op. Dezelfde economische variabelen worden beïnvloed, maar niet noodzakelijkerwijs op dezelfde wijze, met dezelfde impact en duur. Veel hangt af van de context, zoals de nationale institutionele kaders.

Wat de woningmarkt betreft, zijn de kooprijzen van woningen en de investeringen in woningen twee van de variabelen die worden beïnvloed door recessies, al dan niet gecombineerd met een financiële crisis. Een crisis zal leiden tot een uitval van de vraag naar koopwoningen, waardoor prijzen zullen dalen als de neerwaartse stroperigheid van prijzen wordt overwonnen. Daardoor zullen op termijn ook de investeringen in woningen dalen. Het gevaar van dalende woningprijzen zijn de vermogens effecten die mogelijk optreden; over de aard en omvang van deze effecten bestaat overigens discussie, vooral waar het de consumptie betreft. Het algemene idee is dat een toename van de waarde van de bezittingen van huishoudens zich uit in een toename van de consumptieve bestedingen. En omgekeerd: als de prijzen dalen, zullen huishoudens minder gaan consumeren en meer gaan sparen. Dit komt mede doordat banken vanwege de zich vervluchtigende vermogens gedwongen zijn om de geldverstrekking te beperken. Deze redenering verklaart waarom kredietverstrekkers procyclisch opereren. Minder consumptie betekent per saldo een neerwaartse druk op het bbp.

Naast het feit dat huishoudens hun consumptie beperken, is een tweede gevaar van dalende woningprijzen de daling van de residentiële investeringen, de investeringen in woningen zowel door particulieren als bedrijven. Als de prijzen te veel dalen, zal het niet meer rendabel zijn om nieuwbouw te realiseren. Daarmee wordt het inkomenseffect in werking gesteld. Veel werkgelegenheid zal verloren gaan, zowel in de bouwsector als in aanpalende bedrijfstakken. Via het multipliereffect zal het nationale inkomen dan verder afnemen.

Noten

- 1 Bij het bbp speelt een verschil tussen opkomende en gevestigde economieën. De eerste hebben in het algemeen meer last van volatiliteit, vooral vanwege een gebrek aan buitenlands krediet in tijden van economische neergang.
- 2 Dit paper is in 2009 min of meer in dezelfde vorm gepubliceerd (zie Claessens et al. 2009).
- 3 Een *business cycle* (hier vertaald als conjunctuur) wordt gedefinieerd als: 'Expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similar general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle; this sequence of changes is recurrent but not periodic; in duration, business cycles vary from more than one year to ten or twelve years.' Claessens et al. (2008a: 11) gebruiken voor de definities van conjunctuur en recessie de definities van het National Bureau of Economic Research (NBER).
- 4 Een cumulatief verlies is het totale bedrag aan bbp dat verloren gaat tussen het hoogtepunt en het dieptepunt van een recessie, uitgedrukt als percentage (Claessens et al. 2008a,b). Om dat bedrag te berekenen, wordt uitgegaan van een normaal geachte ontwikkeling van het bbp, als de crisis niet was opgetreden.
- 5 Een mediaan cumulatief verlies van meer dan 10 procent wordt een depressie genoemd. De twee Europese voorbeelden in het databestand zijn de recessies die 1973 en 1990 startten, respectievelijk in Griekenland en Finland (Claessens et al. 2008a,b).
- 6 De inflatie neemt een beetje af in 60 procent van de recessies. Dat is niet onlogisch als de vraag afneemt.
- 7 Contextuele verschillen veroorzaken bijvoorbeeld dat recessies in Nederland in de beschouwde periode langer duurden dan gemiddeld voor de OESO-landen, het bbp iets minder daalde dan gemiddeld tussen hoogtepunt en dieptepunt van de recessie en dat het cumulatieve verlies in bbp op ongeveer een zevende uitkwam van het OESO-gemiddelde (Claessens et al. 2008a: 56).
- 8 Ook duurt de neergang in het algemeen korter (ongeveer een jaar) dan het herstel (ongeveer vijf jaar) op weg naar het hoogtepunt. Tevens is de neergang milder (gemiddeld 2,75 procent) dan de groeifase (+20 procent stijging van het bbp; IMF 2009: 104). Als bij de neergang 10 procent van het bbp verloren gaat, spreekt het IMF van een depressie.
- 9 Crises als gevolg van wanbetaling door overheden, het in gebreke blijven bij het nakomen van verplichtingen (aflossingen en rentebetalingen) aan binnenlandse of buitenlandse crediteuren.
- 10 Het IMF (2009: 106) definieert een financiële crisis als een periode waarin een wijdverbreide verstoring het functioneren van financiële instellingen en financiële markten ontwricht. Het IMF past de methode van Reinhart en Rogoff (2008b, 2009) toe. Het IMF (2009: 104) associeert een recessie met een financiële crisis als deze tegelijkertijd begint of als deze begint nadat de financiële crisis van start is gegaan. Een recessie is gedefinieerd als de fase van economische teruggang in de conjunctuur van top tot dal.
- 11 Bij aandelen is het patroon iets anders: de koersen dalen vaak al voordat de ernstige kredietcrisis van start gaat en dalen verder in het eerste jaar van de crisis. Ze herstellen zich ook al vaak voordat het kredietvolume weer toeneemt.
- 12 De neerwaartse stroperigheid is ook te vinden in andere sectoren dan op de woningmarkt. Peltzman (2000) bestudeerde het fenomeen bij stroperige outputprijzen in reactie op een daling van inputprijzen.
- 13 Het IMF (2009: 67) stelt dat het vermogens effect bij woningen enigszins controversieel is, aangezien het in beginsel gaat om een verandering in de relatieve prijs van de woonconsumptie die terechtkomt bij de al lang zittende bewoners. Die worden daardoor armer, omdat een prijsdaling leidt tot hogere kosten, dus wonen wordt relatief duurder. De redenering wordt anders als de woning bijvoorbeeld als onderpand kan worden gebruikt.
- 14 Dit lijkt op de aanpak die de Nederlandse regering volgt bij de overname van banken, met één verschil: de regering zelf neemt de risico's in plaats van nieuw opgerichte en onafhankelijke instellingen.

Vraag en aanbod op de regionale woning(bouw)markt

In dit hoofdstuk bespreken we aan de hand van literatuur welke factoren het aanbod en de vraag op de woningmarkt bepalen en in hoeverre er hierin regionale verschillen zijn te bespeuren. Daarmee beantwoorden we de derde onderzoeksvraag van deze studie. We maken daarbij onderscheid in de koop- en huursector.

We starten dit hoofdstuk met een beschrijving van perfect competitieve markten. In paragraaf 3.2 bespreken we vervolgens in hoeverre de woningmarkt als zo'n markt van volledig vrije mededinging functioneert. In paragraaf 3.3 gaan we in op de woningmarkt als een markt van woningen als investeringsgoed, en leggen we uit hoe de prijs van een woning op een dergelijke markt tot stand komt. Daarna beschrijven we in paragraaf 3.4 de relatie tussen woningmarkt en bouwmarkt. In paragraaf 3.5 staan de aanbod- en vraagfactoren centraal die de prijzen van koopwoningen bepalen, in paragraaf 3.6 komt de huurwoningmarkt aan bod. In paragraaf 3.7 wordt stilgestaan bij de risico's die kleven aan woningbezit. In paragraaf 3.8 besteden we aandacht aan regionale verschillen in de markt voor koop- en huurwoningen.

3.1 De markt van volledig vrije mededinging

In de micro-economische theorie wordt de competitie op een markt aangeduid als 'perfect' (volledig vrije mededinging) als aan een aantal voorwaarden is voldaan.

In navolging van Koutsoyiannis (1979) gaat het om zeven voorwaarden:

1. er is een groot aantal aanbieders en vragers, zodat geen enkele individuele actor invloed heeft op de prijs;
2. er is een perfecte homogeniteit van producten en diensten, zodat consumenten geen verschil tussen de aanbieders zien en producenten oneindig aanbod kunnen leveren bij de geldende marktprijs;
3. er is vrije toe- en uittreding op de markt, hetgeen het ontbreken van transactiekosten impliceert;
4. nutsmaximalisatie is het doel van elke onderneming;
5. de overheid grijpt niet in, bijvoorbeeld niet met subsidies, belastingen of regulering;
6. er is een perfecte mobiliteit van productiefactoren;
7. er is perfecte informatie in het heden en in de toekomst; informatie kost niets en er is geen onzekerheid over toekomstige ontwikkelingen.

Bij perfecte competitie leidt het marktmechanisme op de lange termijn tot een optimale verdeling van middelen. Dat betekent dat de productie wordt gerealiseerd tegen de laagst mogelijke kosten en dat de consumenten de laagst mogelijke prijs betalen; deze prijs is gelijk aan de marginale kosten van het product. Bedrijven opereren op volle capaciteit en verdienen normale winsten. Dit gebeurt op elke markt, maar ook binnen een economisch systeem dat bestaat uit van elkaar afhankelijke markten. Als op alle markten evenwicht wordt bereikt, is er een algemeen evenwicht in het economische systeem en worden zogenoemde Pareto-efficiënte condities vervuld. Pareto-efficiëntie of algemeen evenwicht wordt bereikt

als, gegeven de inkomensverdeling, alle verdelingen in input en output van productie optimaal zijn: een optimale verdeling van goederen en diensten over consumenten (consumptie), een optimale verdeling van inputfactoren over bedrijven (productie) en een optimaal samenstel van de output (productiemix) in het systeem, met als gevolg een optimale verdeling van middelen. In alle gevallen geldt dat, gegeven de geldende beperkingen, de maximale opbrengst wordt behaald. Zo wordt het productieoptimum bereikt als, gegeven de smaak van de consumenten, het meest efficiënte gebruik wordt gemaakt van de beperkte middelen. In Pareto-efficiëntie wordt de totale welvaart van een samenleving gemaximeerd, omdat er in het evenwicht niemand meer op vooruit kan gaan zonder dat iemand anders erop achteruit gaat, gegeven de inkomensverdeling.

3.2 De woningmarkt als markt van volledig vrije mededinging?

Voordat we voortborduren op de economische redeneerlijn en het functioneren van de woningmarkt, moeten we vaststellen dat de woningmarkt niet voldoet aan de hiervoor besproken criteria van perfecte competitie. Voor de woningmarkt geldt dat het aantal vragers het aantal aanbieders zal overtreffen naarmate de huursector groter is dan de koopsector en ook organisaties als verhuurders optreden. Op de lokale woningmarkten kan de verhuurder zo eenvoudiger invloed uitoefenen op de huurprijs dan de huurder. Daarnaast kan de verhuurder marktmacht uitoefenen, waardoor op de huurmarkt meestal niet aan de eis van perfecte informatie wordt voldaan.

De woningen zijn heterogeen. Verhuurders hebben bijgevolg een informatievoorsprong op de huurders als het gaat om de kwaliteit van de woning (in relatie tot de huurprijs). Hierdoor zal de huurder er iets voor over hebben om op de kwaliteit van de woning (in relatie tot de gevraagde prijs) te kunnen vertrouwen.

Asymmetrische informatie kan ook van de huurder/koper naar de verhuurder/verkoper lopen. Huurders hebben een informatievoorsprong op verhuurders als het gaat om hun eigen betrouwbaarheid, zoals het op tijd betalen van de huur of het goed verzorgen van de woning. Bij kopers kan dat ook spelen, bijvoorbeeld wat betreft het betalen van de koopsom.

Bovendien is het de vraag in hoeverre er drempels zijn bij het toetreden tot of het verlaten van de woningmarkt. Zo is er een uittredingsdrempel als investeringen in woningen niet kosteloos kunnen worden teruggedraaid. Ook voor de bewoner geldt een drempel, in de zin dat woningen niet oneindig deelbaar zijn. Als er

uittredingskosten moeten worden gemaakt, vormt dat ook een drempel.

Bij het toetreden zijn er veelal ook transactiekosten, bijvoorbeeld bij de overdracht van een woning. Transactiekosten ontstaan ook bij huurregulering, als de huurprijs van de nieuwe woning niet is gesubsidieerd. Deze laatste twee voorbeelden staan bekend onder de noemer van verhuisbelasting (Besseling et al. 2008). Als transactiekosten gelden ook de activiteiten (tijd en kosten) die huurders of kopers moeten ondernemen om de informatiebehoefte te vervullen, bijvoorbeeld over de kwaliteit van een woning. Tevens ontstaan er zoekkosten (bijvoorbeeld door het inhuren van een makelaar) als de markt niet transparant is. Verder kan het ruimtelijkeordeningsbeleid als toetredingsdrempel fungeren, als niet overal woningen kunnen worden gebouwd. Bovendien zal de eigenaar financiering moeten regelen; in een imperfecte wereld komt niet iedereen daarvoor in aanmerking. Het aanbod aan woningen zal mogelijk om dit soort redenen niet elastisch reageren, zoals dat zonder de toetredingsdrempels wel het geval zou zijn (zie hiervoor).

Verder zijn er organisaties, zoals woningcorporaties, die niet noodzakelijk nutsmaximalisatie als ondernemingsdoel hebben en is er een overheid die regels stelt en heffingen oplegt, evenals subsidies verstrekt. Als bijvoorbeeld een minimale woningkwaliteit wordt vastgelegd, zal het gedrag van aanbieders van en vragers naar onderdak daardoor worden beïnvloed. Per saldo zal de betaalbaarheid van de woning aan de onderkant van de woningmarkt afnemen (Elsinga et al. 2008a). Eveneens is perfecte informatie in de toekomst een eis die niet zal opgaan, getuige de crises die regelmatig optreden, niet alleen op de woningmarkt.

Ten slotte geldt dat een woning geen 'mobiel goed' is. Op een lokale woningmarkt zullen vraag en aanbod dan ook niet altijd in kwalitatieve of kwantitatieve zin op elkaar aansluiten. Een slechte aansluiting kan leiden tot leegstand, dan wel flinke competitie om de schaarse woningen die er zijn.¹

De woningmarkt blijkt al met al op vele fronten weinig efficiënt, hoewel de meningen van onderzoekers zijn verdeeld over wanneer het een of ander 'te' verstoring wordt (Besseling et al. 2008; Elsinga et al. 2008a; Priemus 2000). Als het aanbod langzaam reageert op de vraag, verkondigt de liberale econoom Barr (1998) bijvoorbeeld dat aan de eis van perfecte competitie wel wordt voldaan, ook al is het kortetermijnaanbod van woningen relatief inelastisch, waardoor prijschommelingen kunnen ontstaan. Een dergelijke volatiliteit van de (huur)prijzen moet mogelijk zijn in een efficiënte en competitieve woningmarkt. Maar ook het nemen van kortetermijnmaatregelen valt te overwegen.

Aanhangers van de welvaartseconomie zijn in het algemeen van mening dat overheidsingrijpen is toegestaan als de markt niet efficiënt werkt, mits de baten de kosten overtreffen (Barr 1998; Besseling et al 2008; Boelhouwer & Haffner 2002; Doms et al. 2001; Elsinga et al. 2008a; Hof et al. 2006; Vandenbroucke et al. 2007). Zo kan worden gedacht aan regulering van de woningkwaliteit als de verhuurder een informatievoorsprong heeft op de huurder, of aan regulering van de huren voor zittende huurders bij marktmacht van verhuurders die de huur buitensporig verhogen en erop speculeren dat de huurder niet zal verhuizen vanwege de verhuiskosten. Ook bij zogenoemde externe effecten is er marktfalen of inefficiëntie, omdat niet het totale nut dat met een beslissing is gemoeid wordt meegenomen in de prijs van die beslissing. Het gaat om effecten op het nut van anderen. Milieueffecten vormen het klassieke voorbeeld van externe effecten. Overheidsingrijpen is volgens de welvaartseconomie ook mogelijk om inkomen her te verdelen of om andere sociale doelen te bewerkstelligen, zoals het verbeteren van de levensstandaard van de burgers of het bewerkstelligen van sociale integratie.

Over het ingrijpen van de overheid op de woningmarkt verschillen de meningen. Zo argumenteren Besseling et al. (2008) dat alleen complexe externe effecten, inkomensherverdeling en sociale externe effecten (paternalistisch motief) eventueel een grond kunnen vormen voor overheidsingrijpen. Deze auteurs komen echter tot de conclusie dat de meeste externe effecten daartoe geen aanleiding vormen. In grote lijnen lijkt de conclusie dat de woningmarkt ‘voldoende’ goed werkt, zodat overheidsingrijpen meestal overbodig is. Wat betreft de veronderstelling van volledig vrije mededinging, zijn er weliswaar allerlei bezwaren tegen als het gaat om de woningmarkt, maar deze nemen niet weg dat het model als analyse-instrument zijn bruikbaarheid behoudt. Het biedt een hanteerbaar referentiekader en er zijn geen alternatieven (gebaseerd op Haffner 1999).²

3.3 De woningmarkt als markt van investeringsgoederen

Vanuit de neoklassieke economie wordt een woning beschouwd als een investeringsgoed (*capital asset*) dat een stroom van diensten voortbrengt (Hall & Jorgenson 1967), in dit geval ‘woondiensten’. Daarmee kan de markt van de investering in woningen worden onderscheiden van de markt van de consumptie van woondiensten (gebaseerd op Haffner 1999). Op de ene markt staat de *ruilwaarde* 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. Wat als woningmarkt wordt aangeduid, bestaat uit twee markten die met elkaar zijn verknoopt, te weten de markt van de woningen en de markt van de woondiensten. Vanuit consumptief oogpunt bepaalt de vraag naar woondiensten de vraag naar woningen, aangeduid als de *directe vraag*. Vanuit een investeringsoogpunt vergelijkt de investeerder in het kader van het beheer van de investeringsportefeuille het rendement (en risico) van de investering in de woning met het rendement (en risico) van alternatieve investeringen. Ook hier hangt de vraag naar woningen af van de vraag naar woondiensten, aangezien de woondiensten de inkomensstroom en daarmee de hoogte van het directe rendement bepalen dat met een woning kan worden behaald.

Woondiensten kennen een gebruikswaarde die in het geval van een huurwoning als huur wordt aangeduid, en in het geval van een koopwoning als toegerekende huur. Het gaat om het inkomen dat een investeringsgoed produceert in geld dan wel in natura. De huur of toegerekende huur contant gemaakt levert de prijs van de woning in een markt van volledig vrije mededinging. De markt van de woningen en de markt van de woondiensten vinden elkaar zo in de prijs van de woondienst, zijnde de verwachte kosten van het gebruik van de woondienst.

De prijs van de woondienst wordt aangeduid als *user cost of capital*, een concept dat zich als gebruikskosten in het Nederlands heeft ingeburgerd (Conijn 1995; Elsinga 1995; Elsinga & Conijn 2001; Haffner 1999). Het gaat om de verwachte kosten van het gebruik van het investeringsgoed.³ De eigenaar berekent de verwachte gebruikskosten als prijs van de woondienst door aan de gebruiker van de woondienst. De gebruikskosten voor een huurwoning kennen zo in beginsel dezelfde kostencomponenten als die voor een koopwoning. Het gaat om de kosten die de investeerder in rekening brengt voor de consumptie van de woondienst. In de huursector gaat het om de (bruto)huur en in de koopsector gaat het om de toegerekende (bruto)huur. Het verschil tussen beide situaties is het aantal personen dat betrokken is: in de huursector zijn de investeerder en de consument twee verschillende personen, terwijl het in de koopsector gaat om één persoon: de eigenaar(-bewoner) stelt de woning ter beschikking aan de consument, ofwel de bewoner(-eigenaar).

De gebruikskosten bestaan uit het rendement dat de investeerder wil behalen over het geïnvesteerde vermogen na rekening te hebben gehouden met de inkomstenbelasting plus overige kosten, zoals kosten van onderhoud, afschrijvingen, verzekeringen, belastingen (bij transactie en bezit van onroerend goed) en risico. De kosten van het vermogen bestaan uit de kosten van het vreemde vermogen, zijnde de rente over de lening, als die

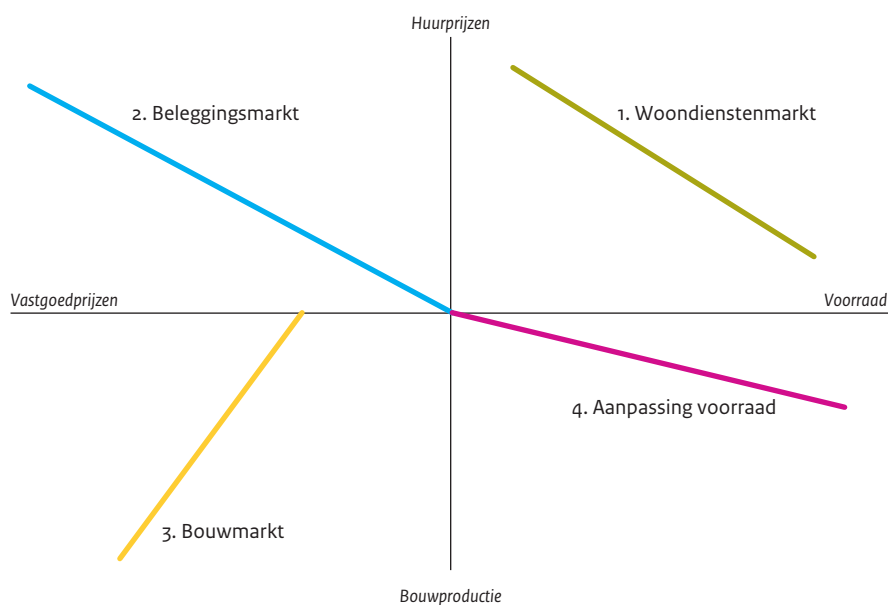
nodig is om de woning te financieren, en de *opportunity costs* van het eigen vermogen. In het laatste geval gaat het om het rendement dat met het in de eigen woning geïnvesteerde vermogen in alternatieve investeringen/beleggingen zou kunnen worden behaald. Beide rentes samen zijn in feite het directe rendement op het vermogen – zonder rekening te houden met andere kosten en belastingen – dat de investeerder uit de exploitatie van de woning verdient.

Daarnaast maakt het indirecte rendement op de investering deel uit van de gebruikskosten in de vorm van verwachte waardeinstijgingen of –dalingen (ook wel aangeduid met vermogenswinsten en -verliezen) van de woning. Gegeven een bepaald gewenst rendement uit een investering, kan het directe rendement (uit [toegerekende] verhuur) lager zijn naarmate het indirecte rendement (waardeontwikkeling) hoger is (Conijn 1995). Himmelberg et al. (2005) stellen dat als de gebruikskosten in vergelijking met het huurniveau relatief laag zijn als gevolg van een sterke toename van de verwachte woningprijzen, het gaat om een zeepbel in de woningprijzen die een stijging van de woningprijzen behelst die niet op basis van fundamentele variabelen, ofwel de relevante huurniveaus, te verklaren is, maar op basis van irrationele overwegingen (zie hierna). Renes et al. (2006) splitsen de te behalen vastgoedrendementen in tweeën. Het gewone rendement (prijsstijging) wordt behaald als gevolg van economische groei en rentedaling. Daarbovenop komt een zogenoemde schaarstepremie die ontstaat door woningtekorten op zowel de korte als de lange termijn. Daardoor zullen de woningprijzen meer (extra) stijgen dan volgens de onderliggende variabelen in de rede ligt. Als het gaat om vermogensverliezen (een negatieve schaarstepremie) zal een woningmarkt in deze zienswijze met overschotten te kampen hebben. Als afschrijvingskosten, onderhoudskosten of rentekosten van leningen fiscaal aftrekbaar zijn, worden deze fiscale effecten in de berekening van de gebruikskosten inbegrepen. Als het rendement op eigen vermogen (de winst) wordt belast, wordt dit ook als kostenpost in rekening gebracht. Wanneer er transactiekosten zijn bij de aanschaf of bouw van de woning, zal de investeerder deze in rekening brengen bij de consument van de woondiensten. Zijn de transactiekosten in de inkomstenbelasting aftrekbaar, dan zal dat ook in de bruto (toegerekende) huur tot uiting komen.

Vanuit de *asset market*-benadering zijn individuele bewoners indifferent tussen huren en kopen als het gaat om de gebruikskosten van wonen (Barr 1998; Himmelberg et al. 2005; Poterba 1984). Immers, eenzelfde kwaliteit kost in theorie hetzelfde, ongeacht of die kwaliteit in de huur- of koopsector wordt geconsumeerd. Anders gezegd, als de jaarlijkse gebruikskosten als prijs van de woondienst worden

gebruikt om de betaalbaarheid van het wonen weer te geven voor de consument, zal de keuze tussen een kopen en een huurwoning alleen afhangen van de relatieve prijs van beide woningen, mits de kapitaalmarkt perfect is (DiPasquale & Wheaton 1994). Barr duidt de eis van de gelijke relatieve prijs in beide sectoren aan met het begrip eigendomsneutraliteit (*tenure neutrality*): ‘Tenure neutrality ... exists when competitive markets leave individuals (on average and in the long run) financially indifferent between buying accommodation and renting it, with no artificial distortions (e.g. via the tax system) of their relative costs’ (Barr 1998: 364). Met ‘competitieve markten’ bedoelt Barr dat zowel de koopmarkt als de huurmarkt competitief is, zodanig dat de investeringsgoedbenadering voor de marginale woondienst geldt. Vraag en aanbod zijn dan in evenwicht en de prijs van een woning is gelijk aan de contante waarde van de woondiensten, zowel in de huur- als in de koopsector. Met een woning koopt iemand in feite een verwachte stroom van (toegerekende) huurinkomsten die contant gemaakt de waarde, en indien gerealiseerd de prijs, van de woning weergeven. Een vereiste is, zoals aangegeven, dat de kapitaalmarkt ook perfect werkt. De perfecte werking impliceert dat een individu indifferent is tussen het lenen van geld dan wel het gebruiken van gespaard vermogen voor de aankoop van de woning. De theorie zal niet altijd in overeenstemming zijn met de werkelijkheid. De feitelijke kosten van bewoning kunnen afwijken van de gebruikskosten die de eigenaar doorberekent aan de consument als gevolg van verschillende subsidie-instrumenten. Een verschil treedt op in het geval van een vraagsubsidie. Het bedrag dat de consument na ontvangst van de subsidie betaalt, is lager dan het bedrag inclusief subsidie dat de eigenaar ontvangt. 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, mits de gereguleerde huren onder de markthuurprijzen liggen. Als het rendement veel lager is dan elders, zal de verhuurder zich terugtrekken uit de huurmarkt. Bovendien treden er mogelijk verschillen op in managementkosten. Bij huur zijn deze mogelijk hoger in verband met het regelen van de woningbezetting, maar ook voor de periode dat de woning leeg staat.

Figuur 3.1
Vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton



Bron: DiPasquale & Wheaton (1992: 188)

3.4 De relatie tussen woningmarkt en woningbouwmarkt

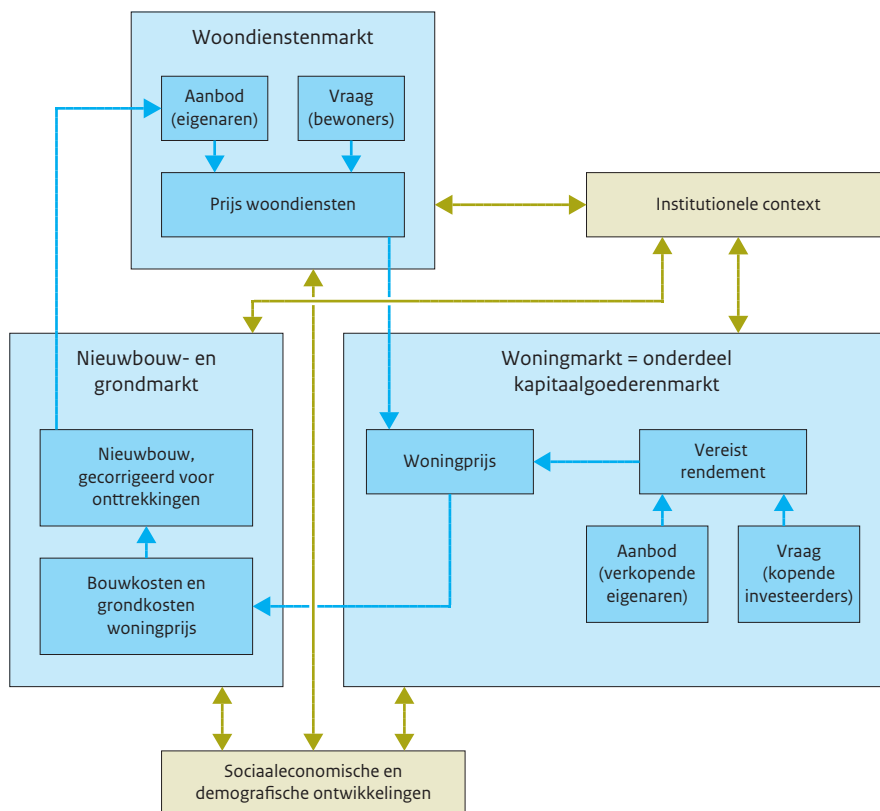
Als een woning wordt beschouwd als investeringsgoed, bestaat de woningmarkt uit twee samenhangende markten. Echter, woningen worden ook gebouwd, waardoor een derde markt in het spel komt, de woningbouwmarkt. De grondmarkt laten we hier dan nog buiten beschouwing. De woningmarkt zal impulsen afgeven als er nieuwbouw nodig is. Dit wordt uitgebeeld in het model voor het langetermijnevenwicht op de vastgoedmarkt van DiPasquale en Wheaton (1992), dat volgens Colwell (2000) een elegant, want simpel voorraad-stroommodel (*stock-flow*) is.

Als we afzien van de concurrentie tussen de woningbouwmarkt en de bouwmarkten van ander vastgoed om bijvoorbeeld inputfactoren, kunnen we de bespreking van het model beperken tot de woningmarkt. In de markt van woningen wordt de prijs bepaald door vraag en aanbod naar woningen. De vraag naar woningen hangt af van het rendement op die woningen. Immers, met een woning schaft een investeerder een stroom van verwachte inkomsten aan. De verwachte huur of toegerekende huur wordt bepaald op de markt van woondiensten. Als de (toegerekende) huur stijgt, zal de prijs van de woning ook toenemen, waardoor het aantrekkelijk wordt om nieuw te bouwen. De toevoeging aan woondiensten zal de prijs van woondiensten doen

dalen, evenals de prijs van de woning. Dit is in een notendop de beschrijving van de werking van het vierkwadrantenmodel dat in figuur 3.1 is weergegeven. Het vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton (1992) geeft, zoals de naam impliceert, vier markten weer in vier kwadranten. De eerste markt is de markt van de woondiensten, de tweede de markt van de woningen als vastgoedbeleggingen, de derde de markt van de nieuwbouwwoningen en de vierde de markt van woningen als vastgoedvoorraad. Daarbij gaat het bij de markten 1 en 4 om de markt van woondiensten en bij de markten 2 en 3 om de markt van vastgoed.

Op de markt van woondiensten komt een kortetermijn-huur tot stand voor een gegeven aantal woondiensten (kwadrant 1). De verkregen huur vertaalt zich via de gesommeerde en contant gemaakte bedragen over de (economische) levensduur naar een woningprijs via het gegeven te behalen rendement (*capitalization rate*⁴). Dit is volgens DiPasquale en Wheaton (1992) de *current yield* die bepaalt of investeerders in woningen zullen investeren. Deze wordt bepaald door de langetermijn-rentevoet in de economie, de verwachte stijging van huurprijzen, de risico's die zijn verbonden aan de inkomsten uit verhuur en de belastingen op woningen. De *cap rate* wordt exogeen bepaald en dient als hulpmiddel om de woningprijs te bepalen (kwadrant 2). Immers, als de exploitatie van de woning niet het marktrendement oplevert, zal de investeerder zijn geld daar investeren

Figuur 3.2
Model van de woningmarkt geïnspireerd op Geltner en Miller



Bron: Geltner & Miller (2001); bewerking Onderzoeksinstituut OTB

waar het marktrendement wel valt te behalen. Als de woningprijs bekend is, wordt in vergelijking met de vervangingswaarde van een woning en de constante aanbodelasticiteit bekend hoeveel nieuwe woningen, of beter gezegd aantallen woondiensten worden geproduceerd (kwadrant 3). Tot slot worden de nieuwe woondiensten gesaldeerd met de woondiensten die via afschrijvingen verloren zijn gegaan, zodat het langetermijnaanbod van beschikbare woonruimte ontstaat (kwadrant 4). Als deze slothoeveelheid gelijk is aan de starthoeveelheid van woondiensten, zijn de markten van woondiensten en woningen in evenwicht. Voor eigenaren-bewoners gelden het vierkwadrantenmodel van langetermijnevenwicht en de achterliggende beïnvloedende variabelen ook. De beslissing van te kopen woonruimte wordt tegelijkertijd genomen met de beslissing om een woning te kopen. De prijs van de woondienst en de prijs van het investeringsgoed worden door één beslissing van de koper vastgesteld.

Voor de verschillende kwadranten zijn verschillende achterliggende ontwikkelingen relevant. Deze kunnen

zich gezamenlijk voordoen, maar worden hier individueel besproken. Als het economisch goed gaat, wordt de vraag naar woondiensten aangewakkerd door een toename in werkgelegenheid, productie of het aantal huishoudens. Bij een gegeven hoeveelheid woondiensten zal de huur moeten stijgen, waardoor de woningprijzen ook stijgen. Vervolgens wordt nieuw gebouwd en neemt het evenwichtsaantal woningen toe. Bij een periode van economische tegenspoed zullen alle evenwichtsvariabelen afnemen.

Als de vraag naar woningeigendom afneemt (toeneemt), beginnen de aanpassingen onder verder gelijke omstandigheden in het tweede kwadrant. Dit gebeurt bijvoorbeeld als de rentevoet in de economie toeneemt, het risico van beleggen in vastgoed toeneemt of fiscale afschrijvingsfaciliteiten verslechteren. Daardoor vermindert het rendement op woningen. Gegeven de huuropbrengsten, zal dat worden gecompenseerd door hogere woningprijzen en een hogere bouwproductie, waardoor de huren zullen dalen.

Tot slot kan ook het aanbod van nieuwbouwwoningen afnemen. Dit gebeurt als het duurder wordt om te bouwen, bijvoorbeeld als de kortetermijnrente stijgt, het kredietvolume afneemt of er striktere regels voor de kwaliteit van de woning of voor de ruimtelijke inrichting van toepassing worden. Bij een gegeven woningprijs, neemt de nieuwbouwproductie af. De voorraad woondiensten zal hierdoor ook afnemen. Huren zullen vervolgens stijgen, waardoor woningprijzen zullen stijgen.

Rekening houdend met dit soort achtergrondvariabelen die de woningmarkt beïnvloeden – dus meer variabelen dan expliciet in figuur 3.1 zijn opgenomen –, kan het model iets worden uitgebreid, zoals figuur 3.2 toont. Deze keer is de woningmarkt opgesplitst in drie markten: de markt van woondiensten, de markt van woningen en de markt van nieuwbouw (inclusief de grondmarkt). Tevens is de context verbreed, met ook demografische en sociaaleconomische ontwikkelingen en de institutionele context, inclusief de overheid. Een belangrijke invloed die hier nog ontbreekt, is in ieder geval de kapitaalmarkt. Het blijkt dat de woningmarkt veelal complex is en dat veel variabelen de woningmarkt tegelijkertijd en na elkaar beïnvloeden. De vraag is dan ook, zoals Barr (1998) aangeeft, of de woningmarkt wel gelijkmatig convergeert naar het volgende langetermijnevenwicht. In plaats daarvan zou de woningmarkt continu op weg kunnen zijn naar een volgend langetermijnevenwicht. De vele verschillende invloeden sturen de vraag naar en het aanbod van woondiensten dan telkens weer bij.

3.5 Een verklaring van de woningprijsontwikkeling

Voor de koopwoningmarkt geldt dat de investeringsgoedbenadering in het algemeen goed bruikbaar is, omdat de prijs van de woning die voortvloeit uit de verwachte toegerekende huuropbrengsten bepalend is voor de transacties die plaatsvinden.⁵ De vraag naar woondiensten in samenhang met het aanbod ervan bepaalt uiteindelijk de prijs van de woning. De woningprijzen zijn dan ook belangrijk en zijn in een competitieve markt het resultaat van vraag naar en aanbod van woningen (Chen 1998; Girouard et al. 2006). Variabelen die vraag en aanbod beïnvloeden, worden fundamentele variabelen genoemd, of onderliggende variabelen. De vraag naar woondiensten wordt onder andere beïnvloed door het beschikbare huishoudensinkomen, de rentevoet en de demografische ontwikkelingen, terwijl het aanbod wordt beïnvloed door grondprijzen, bouwkosten en de beschikbaarheid van woningen. Bij de vraag wordt dus, kennelijk in tegenstelling tot de investeringsgoedbenadering, niet het

huurniveau als verklarende variabele voor de bepaling van woningprijzen meegenomen, constateert Gstach (2010, in navolging van Muellbauer & Murphy 1997). Het feit dat huren vaak zijn gereguleerd (zie hierna) en dan geen invloed uitoefen op de prijs van koopwoningen, kan hiervoor als verklaring dienen.

De variabelen kunnen zowel de vraag- als de aanbodzijde van de woningmarkt beïnvloeden, en zowel op de lange en middellange termijn, als op de korte termijn. Demografische ontwikkelingen (huishoudensontwikkelingen als gevolg van ontgroening, vergrijzing, migratie en autonome huishoudensverduunning) en economische ontwikkelingen (inkomen, rente, inflatie, en dergelijke) bepalen typisch de structurele effecten. Economische variabelen spelen vooral een rol op de korte en middellange termijn, terwijl demografische ontwikkelingen vooral op de lange termijn van invloed zijn. Verder zijn het institutionele kader en het beleid belangrijk, in het bijzonder voor het prijsniveau. Bij de prijseffecten is er sprake van diverse kortetermijneffecten, die zich onder andere uiten via kortetermijnprijsmutaties rond een meer algemene trendontwikkeling. We bespreken de genoemde variabelen hierna verder. Figuur 3.3 geeft een beeld van de complexiteit en de mogelijke verbanden van de variabelen die een rol kunnen spelen.

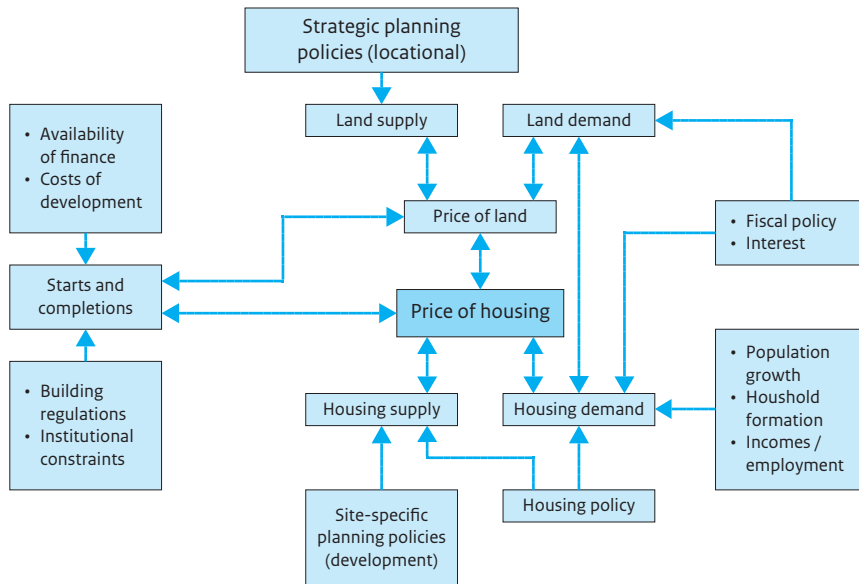
3.5.1 Algemene prijstheorie

De vraag naar woningen wordt volgens de algemene prijstheorie bepaald door het inkomen van een huishouden en de relatieve prijs van de woondienst in vergelijking tot andere goederen en diensten (Fair 1972). Diverse studies tonen inderdaad dat woningprijs en inkomen op de lange termijn in evenwicht zijn (zie bijvoorbeeld Malpezzi 1999).⁶

Een goed functionerende woningmarkt functioneert als aanbodmarkt waarin de prijsontwikkeling van woningen op de lange termijn door de bouwkostenontwikkeling wordt bepaald (Boelhouwer 2005; Muth 1960; zie ook Shiller 2007). Wanneer de prijzen in de voorraad door schaarste (tijdelijk) stijgen, 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 er een nieuw evenwicht op de woningmarkt ontstaat.

In de praktijk zullen er afstemmingsproblemen zijn en treden er op korte termijn prijsmutaties op, doordat met de bouw van een woning ongeveer een tot drie jaar is gemoeid. Zo zal het bij een oplopende vraag enige jaren duren voordat het gewenste aanbod beschikbaar is. De ingezette prijsstijging houdt hierdoor langer aan. Bij een inzakkende vraag treedt het omgekeerde effect op. Omdat woningen al in productie zijn genomen, worden er gedurende een tot twee jaar meer woningen toegevoegd

Figuur 3.3
Gesimplificeerd model van huisprijsbepaling



Bron: Monk et al. (1999)

dan de markt vraagt. Het gevolg hiervan is dat de prijzen van bestaande koopwoningen nog verder wegzakken.

Vooral in het Verenigd Koninkrijk werd in de jaren zeventig en tachtig veel onderzoek verricht naar deze relatie (zie Meen 1998). Uit deze studies bleek echter dat de woningprijzen veel sterker fluctueren dan de bouwkosten, en dat er nauwelijks een direct statistisch verband is tussen beide variabelen. De meest voor de hand liggende verklaring voor het gebrek aan samenhang is dat het woningaanbod door de ruimtelijke ordening inelastisch is en dus onvoldoende reageert op veranderingen in de vraag naar koopwoningen. In de Verenigde Staten is 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.

3.5.2 Economische ontwikkelingen

Economische ontwikkelingen spelen zowel een rol op de korte als de middellange termijn. Ook vormen economische verschillen binnen een land veelal een

goede verklaring voor regionale prijsverschillen. Zo worden in veel modelanalyses het (permanente) reële inkomen van huishoudens, de inflatie en de reële en nominale hypotheekrente als verklarende variabelen voor de kooprijzenontwikkeling opgenomen (zie bijvoorbeeld Harris 1989; Peng & Wheaton 1994; Reichert 1990; Winky & Ganesan 1998). Ball en Grilli (1997) constateren voor de onderzochte Europese landen een verband tussen kooprijzenontwikkeling en de ontwikkeling van het nationale inkomen. Echter, wat betreft de invloed van de inflatie op de kooprijzenontwikkeling stellen zij dat deze per land anders uitpakt, onder andere als gevolg van de verschillende institutionele contexten. Soms is er een prijsdrukkend effect, soms wordt de stijging van de woningprijzen gestimuleerd.

3.5.3 Demografische factoren

Demografische factoren geven een meer structurele verklaring voor de kooprijzenontwikkeling, vooral op de langere termijn, hoewel de sterkte van deze invloed wisselend wordt ingeschat. Zo geeft Meen (1998) als voorbeeld een studie van Mankiw en Weil uit 1989, waarin de kooprijzenontwikkeling in de Verenigde Staten volledig door demografische ontwikkelingen is verklaard. Mankiw en Weil kwamen op basis van hun onderzoek tot de voorspelling dat de reële woningprijzen in de Verenigde Staten in 2007 met 47 procent zouden zijn afgenomen. Het is niet verwonderlijk dat dit resultaat

zowel binnen als buiten de academische wereld veel discussie oproep. Achteraf kwam er veel kritiek op de operationalisatie van dit model en werden gelijksoortige verbanden in andere landen niet aangetroffen. Ondanks deze kritiek blijft de demografische ontwikkeling in veel woningmarktmodellen een belangrijke plaats innemen.

3.5.4 Institutionele factoren

Beleid en regelgeving van overheden en belangrijke instituties op de woningmarkt (denk bijvoorbeeld aan garantiefondsen) bieden ook een verklaring voor de kooprijsoontwikkeling (zie onder anderen Abraham & Hendershott 1996; Muellbauer & Murphy 1997). Vooral de beschikbaarheid van kapitaal en de voorwaarden waaronder huishoudens kapitaal kunnen aantrekken, spelen in dit kader een belangrijke rol. Zo concludeert Meen (1998) dat de toegang tot de hypotheekmarkt in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten in het verleden de woningprijzen heeft beïnvloed. Ook Boelhouwer (1999) signaleert dit voor Nederland. Sinds de jaren tachtig is de invloed van het inkomen en de rentevoet op de woningprijzen toegenomen, als gevolg van de liberalisering van de hypotheekmarkt (zie bijvoorbeeld Muellbauer & Murphy 1997). De overheid speelt verder een belangrijke rol bij het beschikbaar stellen van voldoende bouwgrond en in de uitwerking van de ruimtelijke ordening. In dit kader stellen Monk en Whitehead (1996) vast dat het planningssysteem de beschikbaarheid van bouwgrond op diverse manieren beïnvloedt: het systeem reguleert de totale omvang van bouwgrond over een land of regio, het bepaalt de locatie waar de bouwgrond wordt ontwikkeld, het legt beperkingen op aan de wijze waarop de bouwgrond wordt ontwikkeld en het is bepalend voor het tijdstip waarop de bouwgrond beschikbaar komt. De invloed van fiscale regelgeving (zoals de aftrekbaarheid van de hypotheekrente) ten slotte, wordt in diverse studies als verklaring voor de kooprijsoontwikkeling genoemd (zie bijvoorbeeld Meen 1998; Poterba 1984).

3.5.5 Speculatieve of psychologische effecten

De ontwikkeling in woningprijzen blijkt niet alleen te worden bepaald door de onderliggende of de fundamentele variabelen, maar ook door meer irrationele overwegingen, ook wel aangeduid als speculatieve of psychologische effecten. Zo kunnen de woningprijzen toenemen en uiteindelijk een zeepbel veroorzaken als mensen een woning kopen die zij normaal gesproken te duur achten, maar die ze toch kopen omdat ze verwachten dat toekomstige prijsstijgingen dit 'te duur' zullen compenseren (vergelijk Case & Shiller 2003). Daarmee zijn het de 'irrationele verwachtingen' die prijzen opstuwten en niet de onderliggende, verklarende variabelen. Volgens Glaeser et al. (2008) treedt een

zeepbel in de woningprijzen eerder op in situaties van meer inelastisch aanbod. In de fase van stijgende woningprijzen zullen starters zo snel mogelijk tot actie willen overgaan, voordat de woning onbetaalbaar wordt. Er ontstaat een *boom psychology* die de woningprijzen infecteert (Shiller 2005 2007). In het omgekeerde geval wordt de kooprijzdaling gevoed en versterkt door pessimistische verwachtingen (Levin & Wright 1997). Reichert (1990), die overigens als een van de eerste woningmarktonderzoekers deze variabele in zijn verklaringsmodel heeft opgenomen, constateerde bijvoorbeeld dat de woningrijsoontwikkeling in de laatste vier kwartalen deels kan worden verklaard uit het prijsverloop van de vier daaraan voorafgaande kwartalen. Het psychologische effect is onder andere ook in studies van Abraham en Hendershott (1996) en Malpezzi (1999) in de Verenigde Staten gemodelleerd. Zo kan de prijsontwikkeling in de Verenigde Staten voor de lange termijn goed door structurele invloeden worden verklaard, terwijl er op de korte termijn onverwachte prijschommelingen zijn die goed zijn te verklaren door recente ontwikkelingen. Ook Levin en Wright (1997) hebben met hun model aangetoond dat de kooprijsoontwikkeling in de Greater London Area en het Verenigd Koninkrijk als geheel systematisch correleert met de prijsontwikkeling uit het recente verleden. Ten slotte is de invloed van prijsontwikkelingen uit het recente verleden eveneens aangetoond in een modelstudie van Winky en Ganesan (1998) naar de prijsontwikkeling in Hong Kong. Overigens concludeert Hort (1998) dat het effect van de kortetermijnchommelingen van de kooprijzen in Zweden over de periode 1967-1994 beperkt was en dat de kooprijzen de veranderingen in de fundamentele variabelen (rente, inkomen, enzovoort) vrij snel volgden. Thissen et al. (2010) onderstrepen de invloed van fundamentele variabelen via verwachtingen op de ontwikkeling van de woningprijzen op regionaal niveau. Zij bouwden een model dat de recente luchtbellens op de Amerikaanse woningmarkten beter verklaart dan het inelastisch lokale woningaanbod dat eerdere luchtbellens afdoende leek te verklaren, aldus de onderzoekers. In het model worden de woningprijzen volgens de *asset market*-benadering gekoppeld via een stedelijk economisch model aan de grootte van de stad en de verwachte toekomstige stijging van de vraag naar woningen.

3.5.6 Doorstroommarkt

In relatie tot het effect van de ontwikkeling van de woningprijzen uit het recente verleden op de toekomstige prijsontwikkeling, merken Muellbauer en Murphy (1994) op dat het prijsopdrijvende effect kan worden veroorzaakt door eigenaren-bewoners die een volgende stap in hun wooncarrière willen zetten. De prijsstijging leidt ertoe dat de vermogens van eigenaren-bewoners

toenemen, waardoor zij in staat zijn om naar een duurder woning te verhuizen. Deze toegenomen vraag heeft dan een prijsopdrijvend effect tot gevolg. De vraag is of dit effect speculatief of psychologisch is als het wordt gedragen door de fundamentele variabelen. Als bijvoorbeeld het huishoudensinkomen of de huishoudensomvang toeneemt, kunnen de woonwensen veranderen en aanleiding zijn om te willen verhuizen, mogelijk ongeacht of de eventuele transactiekosten al zijn terugverdiend. Feit is dat deze extra vraag dan prijsopdrijving tot gevolg heeft, ook op de langere termijn, als het aanbod van woningen (enigszins) inelastisch is.

Dit doorstromen is volgens Dol et al. (2010) in navolging van Martens (1988; zie ook Martens 2009) een van de twee structuren die een koopwoningmarkt kan vertonen. Op een doorstroommarkt (of *unified* markt) moeten er aan de 'bovenkant' woningen bij worden gebouwd, zodat er een verhuisketen op gang komt, waardoor de goedkopere woningen vrij komen voor starters op de koopwoningmarkt. Huishoudens doorlopen zo een wooncarrière.

In een meer statische (of *fragmented*) markt gebeurt dat in veel mindere mate en betrekken vooral starters op de koopwoningmarkt vaak een nieuwbouwwoning. Er wordt dan niet doorgestroomd om een wooncarrière te doorlopen. In dit geval is het aantal transacties op de nieuwbouwwaarde relatief belangrijker dan dat in de bestaande voorraad koopwoningen. Bij een doorstroommarkt is het omgekeerde het geval; er vindt een relatief groot aantal transacties van bestaande koopwoningen plaats als gevolg van de doorstroming van huishoudens naar duurder en kwalitatief betere woningen. In een doorstroommarkt is het effect op de kooprijzen van de transacties dan ook relatief sterker dan in een statische markt.

Bij deze typering van een koopwoningmarkt kan de vraag worden gesteld of het daadwerkelijk om structuurverschillen van de koopwoningmarkt gaat dan wel om iets anders. Doorstroming wordt weliswaar vergemakkelijkt als kooprijzen stijgen, bij voorkeur meer dan de inflatie en meer dan de inkomens. Doorstromers kunnen op deze wijze de overwaarde op hun woning investeren in hun volgende woning. Het doorstromen leidt tot extra vraag en een opwaartse druk op de kooprijzen. Zolang dit proces wordt gevoed door de onderliggende koopkracht van huishoudens – en de overige kooprijzgebepalende variabelen, zoals demografische variabelen –, kan de kooprijzstijging doorgaan. Bij een goed werkende bouwmarkt zal echter op termijn het aanbod van woningen toenemen, waardoor de prijzen weer kunnen dalen en de algemene prijstheorie van de aanbodmarkt opgeld doet. Bij een inelastisch woningaanbod zullen de kooprijzen blijven

stijgen zolang de doorstroomvraag de druk op de ketel houdt. Echter, de prijzen kunnen niet onbeperkt ten koste van inflatie en inkomens blijven stijgen. De koopkracht van huishoudens zal op een gegeven moment uitgeput raken, mede ook omdat starters niet meer aan de bak zullen komen. Als de prijzen vanwege psychologische effecten blijven stijgen, is de kans groot dat er een zeepbel ontstaat die vroeg of laat uiteenspat. Kortom, een doorstroommarkt kan weliswaar bestaan, en zelfs worden bevorderd door bepaalde kenmerken van de institutionele context (bijvoorbeeld de mogelijkheid van het verkrijgen van 100-procentsleningen) of worden gestimuleerd doordat de kredietverlening wordt verruimd (het meetellen van tweede inkomens bijvoorbeeld), maar als 'vaste' structuur van de koopwoningmarkt lijkt de doorstroomstructuur onwaarschijnlijk.

Het lijkt eerder aannemelijk dat het doorstromen het gevolg is van economisch goede tijden, waardoor koopkrachtverbeteringen leiden tot extra vraag naar nieuwe woningen (in plaats van extra vraag naar woningkwaliteit), mits de institutionele context dat toelaat. Mogelijk kan dit effect worden geïnterpreteerd als een deel van het vermogenseffect dat niet opgaat aan extra consumptie van overige goederen en diensten (zie hoofdstuk 2), maar aan extra woonconsumptie. Ook moet te denken geven dat de nieuwbouwproductie per 1.000 huishoudens in veel landen terugloopt naarmate (simpel gesteld) woningtekorten worden ingelopen. Immers, woningen gaan in het algemeen langer mee dan mensen, en als de huishoudenstoename vermindert en zelfs overgaat in stabilisering of krimp, zal op termijn nog nauwelijks nieuwbouw nodig zijn, hooguit ter vervanging van verouderde bestaande woningen (herstructurering).

Als de toevoeging van nieuwbouw relatief onbelangrijk wordt in verhouding tot de bestaande voorraad, zou ook het fenomeen kunnen ontstaan dat Boelhouwer (2005) aanduidt als voorraadmarkt, een markt waarin de bouwkosten de verkoopprijzen van bestaande koopwoningen volgen, nog los van het feit of er al dan niet wordt doorgestroomd. Daarmee wordt de werking in twijfel getrokken van de algemene prijstheorie, waarin de prijzen van nieuwbouw leidend zijn voor de prijzen van de bestaande woningen (aanbodmarkt, zie hiervoor). Het idee is dan dat de nieuwbouwproductie een zo klein aandeel toevoegt aan de woningvoorraad dat de prijsontwikkeling van bestaande woningen de ruimte bepaalt die de bouwer heeft om een woning met een zekere kwaliteit en een daarbijkomende prijs op de markt af te zetten. Meen (1998) geeft in dit verband aan dat in *life-cycle*-analyses het evenwicht in de bestaande voorraad wordt benadrukt, waarbij de nieuwbouw slechts een gering effect heeft op de prijsontwikkeling (zie ook De Vries & Boelhouwer 2001, 2005). Ook als de

woningbouw sterk wordt gereguleerd, waardoor bouwgrond zeer schaars wordt gemaakt en het gevraagde aanbod van woningen niet kan worden gerealiseerd, zal de woningprijs vooral worden bepaald door vraagfactoren in plaats van door de prijs van nieuwbouwwoningen (Abraham & Hendershott 1996; Winky & Ganesan 1998).

3.6 De huurwoningmarkt

De huurwoningmarkt is in beginsel een markt. De huurprijs zal vraag en aanbod tot elkaar leiden; de betalingscapaciteit van een huishouden bepaalt of het al dan niet vraag kan uitoefenen naar een bepaalde woning. Ondanks het feit dat de huursector een woningdeelmarkt is, is de huursector hiervoor echter nog nauwelijks aan de orde geweest. Gstach (2010) merkt dan ook op dat in de literatuur over de relaties tussen de woningmarkt en de macro-economie meestal de wisselwerking in monetaire temen wordt bestudeerd vanuit het mechanisme waarmee een verandering in woningwaarde wordt getransformeerd naar een vermogenseffect van de eigenaar-bewoner (zie hoofdstuk 2). De rol van de huurwoningmarkt wordt daarbij stilgezwegen, alsof er geen wisselwerking bestaat tussen deze markt en de macro-economie.

In de toegepaste macro-economische literatuur over wonen worden volgens Gstach (2010) de stijgende woningprijzen in verband gebracht met de herverdeling van vermogen van de outsiders naar de insiders. De outsiders – de *have-nots* – zijn dan huurders. In principe wordt daardoor de kloof tussen huren en kopen vergroot wat het reële inkomen betreft. De grootte van de verschillende sectoren oefent daar invloed op uit. Als de sector van de winnaars die van de verliezers overtreft, zal het effect op de consumptie positief zijn en omgekeerd. Volgens Gstach (2010) is Sheiner (1995) een van de weinige onderzoekers die wel de effecten die via de huursector lopen in beeld hebben gebracht via een model. Sheiner bestudeert het zogenoemde huurkanaal en beargumenteert dat stijgende woningprijzen in theorie kunnen leiden tot hogere besparingen bij huurders, omdat zij een grotere aanbataling zullen moeten doen bij de verwerving van een eigen woning, of juist tot minder besparingen, omdat zij alsnog besluiten om de overstap naar de koopsector niet te maken. Uit analyses van de 1984 *US panel study of income dynamics* concludeert Sheiner (1995) dat de besparingen onder jonge huurders zijn toegenomen als gevolg van de toename van woningprijzen. Vooral jonge huishoudens die een huurwoning bewonen in steden met hoge woningprijzen, blijken meer te hebben gespaard dan huurders in steden met lagere woningprijzen. Dit

impliceert dat een stijging van de woningprijzen leidt tot besparingen onder huurders.

Ook Gstach (2007) heeft op basis van paneldata voor de periode 1970-2004 voor verschillende OESO-landen de consumptie van huishoudens geanalyseerd via het huurkanaal. Hij komt tot de conclusie dat de resultaten robuust zijn, zowel op het vlak van een dempende werking op de consumptie van huurders door stijgende huurprijzen, alsook op het vlak van een positief vermogenseffect voor eigenaren-bewoners als gevolg van stijgende woningprijzen. Per saldo veroorzaakt de stijging van woningprijzen met in het kielzog de stijging van huurprijzen een negatief effect op de consumptie. Bovendien leiden sterke stijgingen van huurprijzen tot een inkomensverdeling ten koste van huurders en ten bate van verhuurders.

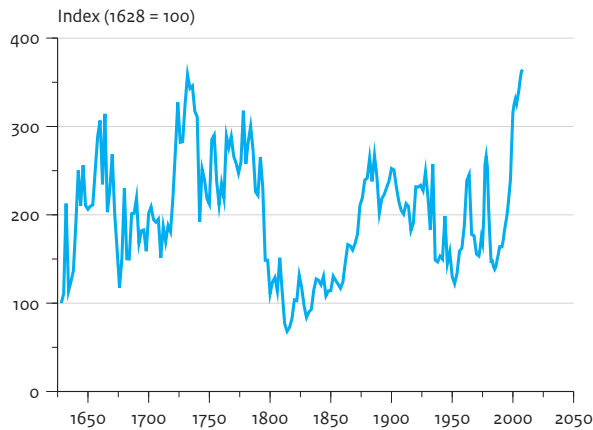
Als de huurprijzen in de praktijk zijn gereguleerd en de geregleerde prijzen onder de markthuren liggen, zoals in Nederland, dan zullen de beschreven effecten zich minder sterk voordoen en zal het huurkanaal minder actief zijn. In het geval van geregleerde huurprijzen die onder markthuren uitkomen, zullen huurprijzen niet mee kunnen stijgen als kooprijzen stijgen. Er ontstaat een waardeklouf tussen de huur- en de koopsector (Schilder & Conijn 2009). In de koopsector gelden marktprijzen, terwijl de waarde van huurwoningen wordt gemaximeerd door de huurregulering. Er vindt een herverdeling plaats van verhuurders naar huurders en van verhuurders naar eigenaren-bewoners. Als verhuur te onaantrekkelijk wordt voor verhuurders, zullen zij de huurmarkt verlaten; voor Nederland, maar ook voor veel andere Europese landen wordt verondersteld dat dit aan de orde is dan wel is geweest (European Central Bank 2003; Haffner et al. 2008).

3.7 Huizenbezit is risicovol

Huizenbezit is risicovol, zeker als we het begrip ‘risico’ in navolging van Elsinga et al. (2008b, zie ook Adams 1995) definiëren als het kwantificeren van negatieve (en niet de positieve onzekere) consequenties. Volgens deze definitie is het risico in deze context de kans op de waardedaling van een woning. Woningen dalen regelmatig in waarde, niet alleen in het recente verleden (zie tabel 1.4 en 1.5 in hoofdstuk 1), maar ook voor de lange termijn, zoals blijkt uit de Herengrachtindex van Piet Eichholtz die in figuur 3.4 is weergegeven. In 1732 was de reële prijs van woningen aan de Herengracht in Amsterdam het hoogst; pas rond het jaar 2000 bereikte die prijs weer een vergelijkbaar niveau.

Of het eigendom van een woning een winstgevende belegging is, hangt af van de timing van het toetreden tot en uitreden uit de koopwoningmarkt (Van Ewijk & Teulings 2009). Ook Boelhouwer (1999) constateert dat

Figuur 3.4
Reële woningprijzen aan de Herengracht in Amsterdam



Bron: Van Ewijk & Teulings (2009), op basis van de Herengrachtindex van Piet Eichholtz en aanvullingen, http://www.cpb.nl/nl/data/degroterecessie/fig5_1.xls

de jaarlijkse groei van de reële kooprijzen (dus gecorrigeerd voor inflatie) over de periode 1965-1991 bescheiden was, met slechts 1 procent.⁷ Hij constateert echter wel dat de investering in de koopsector in de beschouwde periode van 32 jaar 'waardevast' was, terwijl zelfs dat geen garantie is als de Herengrachtindex als leidraad wordt genomen.

Een daling van de woningwaarde zal in eerste instantie pas gevolgen hebben als een eigenaar de woning wil verkopen. Dan treden vermogensverliezen op en blijkt of een belegging rendabel is geweest, vanuit het directe en indirecte rendement bezien. Indien een woning met vreemd geld is gefinancierd, wordt het risicoprofiel van deze belegging complexer dan in de situatie zonder vreemd vermogen. Deze constatering geldt ook voor investeerders in of eigenaren van huurwoningen. In het navolgende staan echter de risico's centraal die eigenaren-bewoners lopen.

Volgens de levenscyclushypothese van consumptie, ook wel het *life cycle savings*-model genoemd of de LevensCyclus-Permanente-Inkomenshypothese (LCPI-hypothese) werkt een kapitaalmarkt niet perfect competitief, zoals wordt verondersteld bij een eigendomsneutrale keuze van huishoudens tussen kopen en huren (zie hiervoor). Zo blijkt dat jongeren minder dan verwacht schulden maken om hun consumptie in het begin van de levenscyclus te financieren (Haffner 2005, gebaseerd op Davies & Shorrocks 1999). In de levenscyclushypothese wordt verondersteld dat het doel van consumptie-uitgaven is om gedurende de levenscyclus een zo groot mogelijke behoeftebevrediging

te bereiken. Daartoe zal de consument een gelijkmatige (constante) ontwikkeling van het consumptiepatroon (*smoothing of consumption plans*) nastreven over de totale levenscyclus (*lifetime consumption*). Om het gewenste niveau van consumptie te kunnen handhaven, zal de consument in het begin van de levenscyclus geld moeten lenen en aan het einde het gespaarde vermogen moeten opsouperen.

Met deze kleine uitstap wordt wellicht ten overvloede aangetoond dat de kapitaalmarkt alleen onder bepaalde voorwaarden geld ter beschikking zal stellen aan de potentiële koper, zoals een minimale aanbetaling, een maximaal aandeel van de hypotheeksom in de woningprijs (een maximale *loan-to-value* of LTV) of een maximaal aandeel van de woonuitgaven in het besteedbare inkomen van een huishouden (een maximale woonuitgavenquote). Vaak zullen ook leeftijdsgrenzen worden gesteld. Dit type financiële eisen impliceert dat er vanuit de kapitaalmarkt een drempel wordt opgeworpen voor potentiële kopers van woningen.

Daarmee zijn in de praktijk de door een huishouden op te brengen financieringslasten voor de hypothecaire lening – in Nederland traditioneel woonuitgaven genoemd (Haffner 1999; Haffner et al. 2008) – bepalend voor de mogelijkheid om een woning te kopen. Als de eisen worden versoepeld, bijvoorbeeld door het meetellen van tweede inkomens bij het berekenen van de woonuitgavenquote of door het verhogen van de maximale LTV, wordt de bestedingscapaciteit van huishoudens groter. Hierdoor neemt de financiële toegankelijkheid tot woningen toe, en daarmee de vraag naar woondiensten. Dan zullen de woningprijzen stijgen. Als het woningaanbod enigszins inelastisch is, zal deze

prijsstijging op de lange termijn niet als gevolg van nieuw aanbod verdwijnen (zie bijvoorbeeld Boelhouwer et al. 2001; Haffner & De Vries 2010; Himmelberg et al. 2005). De beschikbaarheid van grond is een van de bepalende factoren hiervoor (Renes et al. 2006).

Vanwege de beperkende condities waaronder geld kan worden geleend op de kapitaalmarkt, zullen de risico's voor de leners ook worden beperkt. Als de kredietfaciliteiten ruimer worden, loopt een koper, weliswaar met een grotere bestedingscapaciteit, ook grotere risico's, zoals het risico op het verkrijgen van een negatief vermogen (vermogensrisico) (Elsinga et al. 2008b). Dit risico lopen huishoudens als de waarde van een woning onder de resterende hypotheeksom duikt. Als dat gebeurt, heeft de eigenaar een negatief vermogen in de woning.

Negatief vermogen kan ontstaan als woningprijzen dalen, bijvoorbeeld door economische impulsen, zoals dat in de huidige kredietcrisis aan de orde is. Een dergelijke ontwikkeling is te omschrijven als een systeemeffect, waarop een individuele eigenaar-bewoner geen invloed kan uitoefenen. Ook kan de woningwaarde veranderen als gevolg van gewijzigde omstandigheden waarin een huishouden verkeert. Een voorbeeld van dit laatste is het effect dat uitgaat van de ligging van de woning: wordt de wijk netjes opgeknapt of raakt een wijk in verval? In het meest gunstige geval kan een eigenaar-bewoner hier enige invloed op uitoefenen, maar dat kan zeker niet altijd. Om de kans op negatief vermogen te verminderen, kan de eigenaar-bewoner de wijze van financiering van de woning beïnvloeden, evenals de hoogte en de ontwikkeling van de schuld.

Elsinga et al. (2008b) hebben op basis van het woningbehoefteonderzoek van 2006 (WoON 2006) berekend dat gemiddeld bijna 7 procent van de eigenaren-bewoners in Nederland negatief vermogen heeft in de eigen woning, uitgaande van een verhouding van de uitstaande hypotheekschuld ten opzichte van de waarde van de woning (de LTV). Bij een LTV van groter dan 1, doet zich negatief vermogen voor. Vooral jongeren en starters hebben relatief vaak een negatief vermogen in de eigen woning; dat is ook wel logisch, want zij hebben nog niet zo lang een hypotheek (zie ook Van Middelkoop 2010).

Een negatief vermogen als gevolg van een waardedaling van een woning levert pas schade op voor een eigenaar als deze de woning moet verkopen. In de situatie waarin het vermogen negatief is, blijft de eigenaar zitten met een restschuld als hij of zij de verkoop van de woning doorzet of moet doorzetten.

Deze situatie doet zich voor als de eigenaar in betalingsproblemen komt. Een eigenaar loopt dus ook het risico de lasten voor de woning niet meer te kunnen opbrengen (betaalbaarheidsrisico). Enerzijds kunnen de uitgaven tegenvallen als bijvoorbeeld de rentekosten of

onderhoudskosten stijgen, anderzijds kan het inkomen onverwacht dalen als gevolg van tegenspoed, bijvoorbeeld bij arbeidsongeschiktheid, werkloosheid of een scheiding. In al deze gevallen komt de eigenaar van de woning in betalingsproblemen.⁸

Elsinga et al. (2008b) hebben ook het aandeel eigenaren-bewoners berekend dat in 2006 meer dan 35 procent van het besteedbare inkomen uitgaf aan wonen.⁹ In lijn met de gedragscode hypothecaire financiering worden deze huishoudens geacht mogelijk in een problematische betaalbaarheidssituatie te verkeren. Het gaat om 7 procent van de eigenaren-bewoners.¹⁰ De kans op betaalbaarheidsproblemen volgens deze maat is relatief groot bij starters, eenpersoonshuishoudens, eenoudergezinnen en jongeren en huishoudens met een korte woonduur (zie ook Van Middelkoop 2010).¹¹ Onderscheiden naar de vier landsdelen, constateren Elsinga et al. (2008b) lichte verschillen. Wat het betaalbaarheidsrisico betreft zijn deze vrij gering, maar niettemin groter in West-Nederland en geringer in Noord-Nederland. Bij het vermogensrisico zijn de verschillen tussen de landsdelen groter dan bij het betaalbaarheidsrisico. Wederom zijn de risico's het grootst in West-, maar nu het kleinst Zuid-Nederland. De hoogte van de koopprijzen, hypotheeksommen en de huren in relatie tot de inkomens zijn hier de onderliggende verklarende variabelen.

Wat betreft de regionale spreiding van hypotheekrisico's op een lager schaalniveau dan de vier landsdelen, is volgens Van Middelkoop (2010), die zich baseert op resultaten van WoON 2009, de combinatie van 'betalings- en restschuldrisico's' het hoogst in Delfzijl en omgeving, Zaanstreek, IJmond en Flevoland. Uit Van Middelkoop's onderzoek blijkt dus dat de als gevolg van de kredietcrisis toegenomen hypotheekrisico's niet gelijk over Nederland zijn verdeeld. Dit hangt volgens Van Middelkoop (2010) enerzijds samen met achterblijvende inkomens- en woningwaardeontwikkelingen (Delfzijl en omgeving), anderzijds met een relatief jonge woningvoorraad die relatief jonge huishoudens huisvest, die niet alleen gemiddeld lagere inkomens en vermogens hebben, maar ook een kortere woonduur en een langere resterende looptijd van de hypotheek (Flevoland).

3.8 Regionale verschillen

De laatste uitkomsten uit de vorige paragraaf duiden erop dat er niet één nationale woningmarkt is, maar dat er regionale of lokale markten moeten worden onderscheiden om de precieze verbanden en effecten (van recessies of stelselwijzigingen) op de woningmarkt te kunnen bestuderen. In elke regionale of lokale woningmarkt, die ook wel kan worden aangeduid met het begrip 'woningmarktgebied', zullen de vraag- en

aanbodfactoren in het algemeen op eenzelfde wijze invloed uitoefenen. Echter, de mate waarin zal verschillen, als de context in de verschillende markten verschilt, evenals de huishoudens- en woningkenmerken (Eskinasi 2011; De Jong et al. 2008).¹²

Eenzelfde impuls (bijvoorbeeld een rentestijging of een beleidsverandering) zal dan op de ene woningmarkt een ander effect uitoefenen dan op de andere. Als er bijvoorbeeld veel werkgelegenheid is, is de kans groot dat de lokale inkomens relatief hoog zijn. Er zal dan veel vraag zijn naar woningen, waardoor de woningprijzen bij een inelastisch aanbod zullen blijven stijgen. Als er geen huurregulering is, zullen bij een dergelijke druk op de woningmarkt de huurprijzen ook stijgen. Een toename van de werkloosheid zal dan de druk verminderen, maar leidt minder snel tot leegstand in de woningvoorraad dan in gebieden met ruimere woningmarkten, waar de huishoudensgroei afneemt of zelfs negatief is. In deze studie is 'de' kredietcrisis 'de' impuls die de woningmarkt raakt. Vooral de financiële kant van het wonen komt in het geding door uitval van de vraag naar koop- en huurwoningen als gevolg van het op grote schaal wegvallen van inkomens. De ontwikkeling van de kooprijzen en de betaalbaarheid van het wonen zullen zich evenwel regionaal verschillend ontwikkelen, afhankelijk van de situatie op de woningmarkt.

3.8.1 Verschillen in woningprijzen en woningprijsontwikkeling

Zoals hiervoor uiteengezet, zijn er regio variabelen die de ontwikkeling van de woningprijzen beïnvloeden. Visser et al. (2008, zie ook Visser & Van Dam 2006) bijvoorbeeld, komen in hun statistische analyses tot de conclusie dat de regionale verschillen in woningprijzen vooral worden veroorzaakt door verschillen in functionele kenmerken van de woonomgeving, en dan vooral de bereikbaarheid van werkgelegenheid. Ook fysieke kenmerken van de woonomgeving, zoals water in de omgeving, leveren een bijdrage, evenals sociale kenmerken van de woonomgeving, zoals sociale status.

Visser et al. (2008) constateren dat de toegang tot werkgelegenheid (in het bijzonder met de auto) de woningprijzen positief beïnvloedt. Als de werkgelegenheid in een bepaalde locatie niet toeneemt, zal het effect op de prijzen derhalve anders zijn dan in een situatie van toenemende werkgelegenheid. Volgens Renes et al. (2006) is de economische ontwikkeling van een regio dan ook een van de drie belangrijkste factoren die de regionale woningprijzen vanuit de aanbodkant beïnvloeden. De andere twee zijn de voorraad koopwoningen in verhouding tot de vraag ernaar en de kwaliteit van de woningvoorraad. Gezamenlijk bepalen deze variabelen het reële rendement dat investeerders (lees: eigenaren-bewoners) kunnen behalen.

Als de voorraad koopwoningen in verhouding tot de vraag ernaar laag is en er dus schaarste is, zullen de kooprijzen oplopen. Wat de kwaliteit van de woningvoorraad betreft, wijst onderzoek in Nederland (Renes et al. 2006; Visser & Van Dam 2006) uit dat er weliswaar een – logische – relatie is tussen woninggrootte en prijs, maar dat de prijs van een grote woning buiten de Randstad lager kan zijn dan de prijs voor een gemiddelde woning in de Randstad, onder andere omdat grote woningen buiten de Randstad zijn oververtegenwoordigd. De economische groei (werkgelegenheidsgroei) in de Randstad heeft daarnaast zowel een toename van het inkomen als een toename van de kwantitatieve vraag naar woningen betekend. Woningtekorten domineren dan ook in regio's met een relatief hoge economische groei.

Renes et al. (2006) komen ook tot de conclusie dat nieuwbouw niet heeft gewerkt om de woningprijzen op de koopwoningmarkt te stabiliseren. Volgens deze onderzoekers heeft de nieuwbouw plaatsgevonden op de verkeerde plekken als kooprijstabilisatie het streven was: in gebieden met relatief weinig economische groei en met lage woningprijzen. De Vries en Boelhouwer (2005) daarentegen, komen op basis van hun model tot de conclusie dat een toename in het aanbod van nieuwbouwwoningen in de vier grote Nederlandse steden heeft geleid tot een prijseffect. In andere regio's komen de correlatiecoëfficiënten uit in de buurt van nul, wat volgens de onderzoekers betekent dat de in die gebieden voortgebrachte nieuwbouw in de beschouwde periode marktconform was en de woningprijzen niet zijn gedaald.

Thissen et al. (2010) concluderen dat de samenhang tussen de regionale woningprijsontwikkeling en de grootte van de stad, in combinatie met de verwachte toekomstige toename van de vraag naar woningen voor Nederland lastig is te modelleren. Oorzaken daarvoor zijn de polycentrische stedelijke structuur, waardoor de grenzen van de steden niet eenduidig zijn, en de in vergelijking met de Verenigde Staten meer stabiele woonlasten door de jaren heen (zie hierna).

3.8.2 Verschillen in betaalbaarheid

De lokale of regionale omstandigheden bepalen hoe de nationale invloeden lokaal of regionaal tot uitdrukking komen in de vraag naar woningen. Aangezien de meeste huishoudens binnen de eigen regio verhuizen, bepaalt de huishoudensontwikkeling mede de omvang van de regionale vraag naar woningen. De huishoudenssamenstelling in combinatie met sociale en economische motieven bepalen de aard van de vraag naar woningen (Renes et al. 2006). Omdat het wonen het werken kan volgen maar er ook bewijzen zijn voor de omgekeerde causaliteit (zie bijvoorbeeld Van Oort et al. 2008), zijn hier ook verschillende effecten te

onderkennen, evenals uiteenlopende beleidsreacties. Verder kan er hoe dan ook lokaal verschillend beleid worden gevoerd, bijvoorbeeld inzake de onroerendezaakbelasting (OZB), de erfpacht of bij het beschikbaar stellen van grond voor nieuwbouw.

Omdat de gemiddelde hoogte van de huishoudensinkomens regionaal kan variëren, verschilt de mogelijkheid tot het gebruikmaken van hypothecaire leningen en verschilt per saldo de bestedingscapaciteit. Jongeren zullen in het algemeen gemakkelijker dan ouderen een lening kunnen afsluiten. Eerder is dit type betaalbaarheid met de begrippen ‘woonuitgaven’, ‘bestedingscapaciteit van huishoudens’ en ‘financiële toegankelijkheid van de woning’ omschreven. De ‘financiële bereikbaarheid van een woning’ is een ander begrip dat hier wordt gebruikt. Hiermee worden de woonuitgaven bedoeld op het moment van verwerving van een eigen woning: kan een huishouden de benodigde kasstromen opbrengen om toe te treden tot de koopwoningmarkt? De bereikbaarheid kan ook normatief worden gemeten door uit te gaan van normen over de relatie tussen inkomen en hypotheeksom. De financiële bereikbaarheid verschilt regionaal en logischerwijs worden vooral de starters op de koopwoningmarkt met bereikbaarheidsproblemen geconfronteerd (Renes et al. 2006).

Ook als betaalbaarheid wordt gemeten via de gebruikskosten (zie hiervoor), komen Renes et al. (2006) aan de hand van hun berekeningen tot de conclusie dat deze regionaal verschilt. In de Randstadregio's en in het bijzonder in de Noordvleugel rond Amsterdam en Utrecht zijn de gebruikskosten zonder schaarstepremie (1994-2002) relatief hoog; de onderzoekers definiëren de schaarstepremie als de extra prijsstijging als gevolg van een woningtekort op een woningmarkt.. Vanuit de ruimtelijk-economische literatuur verklaren Renes et al. dat de woningprijzen afhangen van de ruimtelijke spreiding van de economische groei en de toenemende voordelen van agglomeratievorming. Zij operationaliseren dit aan de hand van drie variabelen: de ruimtelijke spreiding van de economische groei (meer groei leidt tot hogere woningprijzen), de toename van het huishoudensinkomen¹³ (meer groei leidt tot hogere woningprijzen) en de verandering van de totale huizenvoorraad (meer groei ten opzichte van de vraag leidt tot minder hoge woningprijzen). De schaarstepremie verschilt per regio en is het hoogst in de centraal gelegen gebieden van de Randstad, omdat daar relatief weinig is gebouwd in vergelijking met de toename van de vraag.

3.8.3 Verschillen in de kloof tussen kopen en huren

Als de huurprijzen zijn gereguleerd, zoals grotendeels het geval is in de Nederlandse huursector, is de betaalbaarheid van het wonen voor de huurder

onafhankelijk van marktontwikkelingen. De huurprijzen die gemiddeld lager zijn dan de markthuren, blijken meer dan 60 procent bij te dragen aan de kloof tussen de waarde in lege staat van een woning en de exploitatiewaarde van die woning in de huursector. De gemiddelde waarde van de huurwoning is berekend op 33.000 euro, hetgeen gemiddeld iets meer dan een vijfde is van de waarde van een koopwoning (151.000 euro; Conijn & Schilder 2009).¹⁴ De waarde kloof tussen de koop- en de huursector is het grootst in de regio's waar de woningprijzen hoog liggen (Noord-Holland, Zuid-Holland, Noord-Brabant en Gelderland). In het woningwaarderingssysteem wordt naar verhouding weinig rekening gehouden met de omgevingskwaliteit van de woning. De kloof vanuit het investeerdersperspectief leidt tot een afname aan investeringen in huurwoningen door particuliere investeerders.

Vanuit de gebruiker bezien is de kloof tussen de prijs die de huurder betaalt en die de eigenaar-bewoner betaalt (de gebruikskosten) gemiddeld 9 procent. Deze prijzen liggen een stuk dichterbij elkaar dan de gemiddelde woningwaarden, omdat deze voor de geconsumeerde kwaliteit zijn gecorrigeerd. Per huurder is deze het hoogst in Noord-Holland, Utrecht, Noord-Brabant en Gelderland.

3.9 Synthese

Hoe worden de vraag naar en het aanbod van koop- en huurwoningen bepaald en in hoeverre zijn er in dit opzicht regionale verschillen te bespeuren? Voor het beantwoorden van deze vragen is in dit hoofdstuk een theoretisch-conceptuele invalshoek gekozen, met als doel om te beschrijven hoe de woningmarkt werkt en hoe deze functioneert in samenhang met woningbouwmarkt. Vanuit een economische invalshoek is het logisch de werking van de woningmarkt te beschrijven vanuit het startpunt van hoe een markt zich volgens het principe van volledig vrije mededinging zou gedragen. Uit deze exercitie blijkt dat de woningmarkt weliswaar niet voldoet aan alle standaardvoorwaarden die gelden voor een markt met volledig vrije mededinging, maar dat dit kader in beginsel voldoende houvast biedt voor de analyses in dit rapport.

Een woningmarkt wordt immers in beginsel gestuurd door prijzen. Dan kan het startpunt voor de analyse worden gevonden in de benadering waarin de woningmarkt wordt beschouwd als markt van investeringsgoederen. Vanuit deze benadering bestaat de woningmarkt uit twee met elkaar verbonden deelmarkten. De vraag naar woondiensten op de markt van woondiensten bepaalt volgens deze benadering de vraag naar woningen. En de prijs van de woondiensten, die met de term gebruikskosten wordt aangeduid, bepaalt de waarde van de woning. Volgens het *stock-flow-*

model van DiPasquale en Wheaton (1992) wordt via een vereenvoudigde versie van de gebruikskosten (de verhouding tussen huur en rendement) de prijs van de woning vastgelegd. De vergelijking van de prijs met de vervangingswaarde van de woning levert al dan niet nieuwbouw op, die gecorrigeerd voor de aan de woningmarkt onttrokken woondiensten, het aanbod van woondiensten aan de consument oplevert.

Vanuit het investeringsperspectief maakt het zo niet uit of het om huur- dan wel koopprijzen gaat. De variabelen die de vraag naar woondiensten bepalen, bepalen dan ook de prijs van de woning, dit uiteraard afhankelijk van het aanwezige aanbod van woningen. 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.

De vraag naar woningen wordt volgens de algemene prijstheorie bepaald door het inkomen van een huishouden en de relatieve prijs van de woondienst in vergelijking met andere consumptiegoederen en -diensten. Dit impliceert dat de prijs van woningen op de lange termijn stijgt met de inflatie van de bouwkosten. Uit de literatuur blijkt echter dat deze relatie niet altijd evident is en dat de vraag afhankelijk is van een samenspel van variabelen. Daarbij kunnen ook psychologische factoren een rol spelen, bijvoorbeeld bij het ontstaan van een zeepbel in de koopprijzen op de kortere termijn.

Op de lange termijn is ook de demografie een belangrijke variabele. De huishoudensontwikkeling en -samenstelling zijn immers van belang voor de omvang en aard van de vraag naar woningen en daarmee voor de woningkeuze. Verder zijn economische ontwikkelingen, zoals de ontwikkeling van inkomens, rente en inflatie, op de korte- en middellange termijn relevant. Ook het beleid en de regelgeving van overheden en instituties bieden een verklaring voor de koopprijzontwikkeling: is er bijvoorbeeld voldoende grond beschikbaar om aan de vraag naar woningen te voldoen, of zijn er subsidies die de relatieve prijzen verstoren?

Wat de betaalbaarheid betreft, zijn er legio variabelen aan het werk die de uitkomsten voor zittende bewoners (insiders) en starters (outsiders) vaak tegengesteld maken. Als de koopprijzen stijgen, dalen de gebruikskosten en wordt kopen beter betaalbaar voor woningeigenaren omdat zij vermogenswinsten opstrijken, maar wordt de financiële toegang tot de koopwoningmarkt (financieringscapaciteit) voor starters bemoeilijkt. Zij zullen meer moeten lenen, meer moeten hebben gespaard of de keuze moeten maken geen woning te kopen. In situaties van krimp of dalende koopprijzen, is het omgekeerde het geval.

Een stijging van de koopprijzen wordt in literatuur ook verklaard door een marktstructuur die is gebaseerd op doorstroming. De doorstroming creëert extra vraag die de prijzen op blijft stuwen. Als de overige verklaringen van vraag en aanbod in beschouwing worden genomen, lijkt het onwaarschijnlijk dat prijzen eeuwig blijven stijgen en lijkt de doorstroomverklaring niet waterdicht. Mogelijk bieden vermogens-effecten gericht op extra woonconsumptie – het gebruiken van de toenemende vermogens voor extra woonconsumptie – een verklaring voor doorstroming.

De geopperde verklaringen voor de ontwikkeling van koopprijzen zijn in het algemeen empirisch onderbouwd of onderzocht op de koopwoningmarkt en niet op de totale woningmarkt. Een mogelijke reden hiervoor is dat de eigenaar en bewoner een en dezelfde persoon zijn. Een andere verklaring kan worden gevonden in de regulering die van toepassing is op de huurwoningmarkt. Als de huurprijzen worden gereguleerd, geldt ook voor de huursector de investeringsgoedbenadering, aangezien de contant gemaakte huuropbrengsten de prijs van de woning in verhuurde staat weergeven. Omdat de geregleerde huurprijzen in het algemeen lager zijn dan de markthuurgelden, ontstaat er bij gelijke kwaliteit een kloof tussen de waarde van een koopwoning en die van een huurwoning. Daarmee wordt er voor consumenten van de woondiensten op financiële gronden ook geen eigendomsneutrale beslissing mogelijk. Door huurregulering wordt de huurder in principe beschermd in voor- en tegenspoed, terwijl de investeerder (eigenaar-bewoner) wordt geconfronteerd met de grillen van de markt en het overheidsbeleid.

Als het gaat over de financiële risico's die zijn verbonden aan het wonen, dan worden in de literatuur over wonen echter juist niet de risico's van de investeerder-verhuurder in beeld gebracht, maar die van eigenaren-bewoners en mogelijk de risico's van huurders. In het algemeen zijn de risico's van investeerders qua type echter vergelijkbaar met die van eigenaren-bewoners. Een eigenaar loopt het risico van waardevermindering van de woning (vermogensrisico) en daarnaast het risico dat hij of zij niet kan voldoen aan de financiële verplichtingen (betalingsrisico). Deze risico's worden realiteit als de inkomsten of de uitgaven tegenvallen. Bij huurders gaat het alleen om het laatste risico: of de huur stijgt of het inkomen daalt.

De risico's van eigenaren-bewoners en huurders variëren regionaal, aangezien de woningmarkt een regionale markt is waarop vraag en aanbod elkaar treffen. Vraag en aanbod worden niet alleen beïnvloed door nationale (of zelfs internationale) economische variabelen, zoals de rentevoet en de inflatie, en door het nationale beleid (huurregulering, fiscaal beleid), maar ook door lokale

omstandigheden, waaronder het lokale beleid (gronduitgifte, onroerendezaakbelasting, erfpacht). Ook spelen op de lokale woningmarkt allerlei zaken die de ontwikkeling van de woningprijzen en de betaalbaarheid van het wonen regionaal beïnvloeden, zowel gemeten met de gebruikskosten als met de (genormeerde) woonuitgaven op het moment van aankoop (financieringscapaciteit van een huishouden), evenals de eerder aangeduide kloof tussen kopen en huren. Het gaat per saldo om de relatieve prijs tussen een huur- en koopwoning, die wordt beïnvloed door de mate van gespannenheid op de woningmarkt (gespannen, ontspannen, krimp), de economische groei, de inkomensgroei en de omvang en aard van de toevoeging van nieuwbouw aan de lokale woningvoorraad. Verschillende omstandigheden in verschillende regio's leiden tot andere mogelijkheden en ander gedrag van huishoudens op de woningmarkt.

Noten

- 1 Het sterke uiteenlopen van stijgende woningprijzen en dalende nieuwbouw in Nederland in het laatste decennium duidt erop dat ook hier de marktwerking niet perfect is.
- 2 Voor de beschrijving van situaties van imperfecte competitie worden dan ook partiële modellen gebruikt, zoals *tenure choice*, zoek-, mobiliteits- en *housing trait*-modellen.
- 3 Deze kunnen als percentage (of percentage) van de woningwaarde worden weergegeven of als bedrag. Himmelberg et al. (2005) bijvoorbeeld duiden de bedragen aan als toegerekende huurwaarde of kosten van eigendom, terwijl zij het percentage als gebruikskosten aanduiden. Wij hanteren hier het begrip gebruikskosten.
- 4 Het gaat eigenlijk niet om de *capitalization rate* volgens Colwell (2002), omdat deze de ratio zou zijn van de netto inkomsten uit verhuur en de prijs. Bij DiPasquale en Wheaton (1992) gaat om de ratio van huur gedeeld door de prijs. Volgens de investeringsgoedbenadering kan deze ratio via een eenvoudige variant van de gebruikskostenformule worden berekend.
- 5 Deze paragraaf is grotendeels gebaseerd op Boelhouwer et al. (2001); zie ook Haffner & De Vries (2010). De informatie over de doorstromingsmarkt is niet afkomstig uit deze bronnen.
- 6 Hoewel Gallin (2006) concludeert dat het weleens een misplaatste conclusie zou kunnen zijn, omdat Gallin geen co-integratie constateert tussen beide variabelen.
- 7 Als dit in de buurt ligt van de jaarlijkse bouwkostenstijging (inflatie) in dezelfde periode, kan de algemene prijstheorie niet worden afgeschreven.
- 8 Betalingsproblemen zijn overigens niet alleen mogelijk bij eigenaren-bewoners, maar ook bij huurders. Bij een stijgende huur of een inkomensafname kan ook de huurder in de betalingsproblemen geraken.
- 9 Zie ook Ras et al. (2010), die ook met het WoON 2006 scenario's doorrekenen wat betreft betaalbaarheids- en vermogensrisico's van eigenaren-bewoners als gevolg van crises.
- 10 Het nadeel van een algemene quote zoals deze, is dat 35 procent bij een hoog inkomen minder snel tot betaalbaarheidsproblemen zal leiden dan bij een laag inkomen. Om uitspraken te kunnen doen over betaalbaarheid, moeten idealiter niet alleen de woonprijzen bekend zijn, maar ook de normen voor het inkomen dat acceptabel wordt geacht om overige consumptie te kunnen financieren en de normen voor de kwaliteit van woningen (Haffner & Heylen 2008, gebaseerd op Maclennan & Williams 1990). De kwaliteitsnormen zijn nodig om te kunnen bepalen of de woonuitgaven in relatie tot het inkomen het probleem vormen of de overconsumptie van – een teveel aan – woondiensten. Ook kan bij het hanteren van kwaliteitsnormen zicht worden verkregen op mogelijke onderconsumptie van woondiensten, die betaalbaarheidsproblemen verdoezelt.

- 11 Dit geldt overigens voor beide sectoren, zei het dat in de huursector ook de 75-plussers en de doorstromers een grotere kans hebben op betaalbaarheidsproblemen dan gemiddeld. In de huursector is het aandeel huishoudens met betaalbaarheidsproblemen hoger (bijna 12 procent) dan in de koopsector (7 procent).
- 12 In deze paragraaf bespreken we vooral Nederlandse onderzoeksresultaten.
- 13 De toename van het huishoudensinkomen en de economische groei in een regio hoeven niet overeen te stemmen, bijvoorbeeld als gevolg van de situatie dat een huishouden niet woont in de regio waar wordt gewerkt.
- 14 Rekening houdend met het fiscale effect dat de waarde van de koopwoningen opstuwt, berekenen Schilder en Conijn (2009) met een gecorrigeerde WOZ-waarde voor koopwoningen van bijna 121.000 euro (2006).

Langetermijneffecten van de kredietcrisis voor de woning- en bouwmarkt

In dit hoofdstuk staat de vierde onderzoeksvraag centraal: welke langetermijneffecten van de huidige economische crisis op de Nederlandse bouw- en woningmarkt zijn er te onderkennen dan wel te beredeneren? In antwoord op deze vraag beschrijven we op welke punten de woningmarkt structureel is veranderd ten opzichte van de periode vóór het uitbreken van de kredietcrisis. Daarbij redeneren we vanuit mogelijke gedragseffecten van woonconsumenten en institutionele actoren op de woningmarkt.

Er bestaat geen twijfel dat de crisismaatregelen die in hoofdstuk 2 zijn beschreven op termijn zullen aflopen, al dan niet met een verlengde looptijd (zie EIB 2009; Holt et al. 2009), en dat ook de economie weer zal aantrekken. Wat betreft het laatste punt, speelt voor het mogelijk aantrekken van de woningmarkt een rol op welke termijn dit gebeurt. Daarom starten we in dit hoofdstuk met de voorspellingen uit de *Economische Verkenning 2011-2015* van het Centraal Planbureau (zie CPB 2010). In de paragrafen daarna komen achtereenvolgend de volgende deelonderzoeksvragen aan bod:

1. Welke langetermijneffecten van de huidige economische crisis zijn te onderkennen dan wel te beredeneren op
 - a. de waardeontwikkeling van woningen, zowel in de koop- als de huursector;
 - b. het gedrag van woonconsumenten op de woningmarkt;
 - c. het gedrag van andere, institutionele actoren op de woningmarkt, zoals woningcorporaties,

projectontwikkelaars, financiers (banken) en lagere overheden (gemeenten)?

2. Zullen deze langetermijneffecten regionaal verschillend uitwerken?
3. In welke mate en op welke wijze kunnen deze effecten tegelijkertijd optreden dan wel zijn ze aan elkaar gerelateerd?

Een cruciale vraag hier is wat wordt bedoeld met de aanduiding 'lange termijn'. Werkdefinities van wat daaronder wordt verstaan, ontbreken of lopen uiteen. De Rabobank (2008: 3, 10) is een van de weinige instellingen die een duidelijke definitie hanteert: de bank stelt dat 'de lange termijn' gaat over 'meer dan twee jaar vooruit', 'structurele ontwikkelingen' --geen 'conjuncturele schommelingen' -- en 'meest veranderingen aan de productiekant van de economie'. De bank zet de economische groeimogelijkheden af tegen de invloed van structurele factoren daarop, zoals de productiviteit en de beschikbaarheid van productiefactoren (zie ook Buijink 2010; Van Ewijk & Teulings 2009).

In deze studie gaan we in beginsel niet zo ver om de lange termijn helemaal gelijk te stellen aan structurele veranderingen. Dit zou namelijk betekenen dat een door een crisis veroorzaakte 'schade' of 'terugslag' die de markt oploopt, niet tijdelijk of conjunctureel van aard zou kunnen zijn, en dat de woningmarkt dan niet als vanouds het traject of de trend zou kunnen oppakken waarop deze zich bewoog voordat de crisis inzette. Voor woningprijzen is echter, bijvoorbeeld in tegenstelling tot het bruto binnenlands product (bbp), geen inherent groeipad te

verwachten, waardoor het niet altijd mogelijk is om aan te geven in hoeverre er structurele veranderingen plaatsvinden op de woning(bouw)markt als gevolg van de kredietcrisis.

4.1 Gevolgen voor de economie 2011-2015

De voorspellingen over de economische ontwikkelingen geven het raamwerk voor de toekomst van de woningmarkt (CPB 2010). Volgens de *Economische Verkenningen 2011-2015* groeit de economie in de huidige kabinetsperiode naar verwachting met gemiddeld 1,75 procent per jaar. Die groei wordt grotendeels toegeschreven aan de stijging van de arbeidsproductiviteit. Gemiddeld genomen zal het werkelijke groeicijfer in 66 procent van de gevallen binnen het vastgestelde betrouwbaarheidsinterval van plus of min 0,75 procentpunt per jaar liggen.

Het begrotingstekort daalt bij ongewijzigd beleid van 6,3 procent in 2010 naar 2,9 procent van het bbp in 2015. Nederland voldoet dan weer aan de tekortnorm van 3 procent uit het Verdrag van Maastricht (Pact voor Stabiliteit en Groei). In het negatieve groeiscenario, als de groei jaarlijks gemiddeld 1 procent bedraagt in plaats van 1,75 procent van het bbp, komt het begrotingstekort uit op 4,2 procent van het bbp, een percentage dat boven de norm van de Europese Unie (EU) uitkomt.

Zelfs al zou Nederland in 2015 voldoen aan de EU-tekortnorm, dan nog zal de staatsschuld sterk oplopen, en zou volgens Reinhart en Rogoff (2010) een olopende staatsschuld de economische groei belemmeren. Voor Nederland tonen deze onderzoekers voor crises in de periode 1880-2009 een verband aan tussen de groei in reële bbp en de ratio tussen overheidsschuld en bbp. De gemiddelde groei bij een ratio van meer dan 90 procent is 2,0 procent, terwijl deze bij een ratio van maximaal 30 procent van het reële bbp 4,0 procent bedraagt. In beide gevallen komt dit neer op een 0,3 procentpunten hogere groei dan het gemiddelde van twintig economisch hoogontwikkelde landen. Dus voor alle landen geldt bij een staatsschuld van 90 procent van het reële bbp dat de groei minder is (1,7 procent) dan de groei (3,7 procent) bij een staatsschuld die maximaal 30 procent van het bbp bedraagt.

Voor een schuldquote van tussen de 30 en 90 procent zijn de verbanden iets minder duidelijk. Bij een schuld van tussen de 30 en 60 procent van het reële bbp, komt de groei voor Nederland uit op 2,8 procent. Dat is 0,2 procentpunten lager dan het gemiddelde. Voor een schuld van tussen de 60 en 90 procent van het reële bbp, bedraagt de groei 2,4 procent. Dat aandeel is flink lager dan het gemiddelde voor alle landen, te weten 3,4 procent.

Met een daadwerkelijke overheidsschuld van boven de 60 procent en een overheidsschuld die naar verwachting nog verder stijgt naar 69 procent van het bbp in 2011 (zie tabel 1.2 in hoofdstuk 1), lijkt Nederland in de gevarenzone te komen. De groei van het bbp is daarmee naar alle waarschijnlijkheid lager dan deze zou zijn met een lagere schuldratio.

Het CPB (2010: 11) stelt bovendien dat de structurele positie van de overheidsfinanciën zonder beleidsaanpassingen 'onhoudbaar' is. De vergrijzing stuwt immers de uitgaven aan zorg en AOW verder op. Vanuit een geraamd tekort in 2015 van 2,9 procent en een benodigd structureel overschot op de begroting van 1,5 procent om de overheidsfinanciën op termijn houdbaar te maken, is een structurele bezuiniging van 4,5 procentpunten nodig. Dit komt neer op een structurele verbetering van het begrotingssaldo met 29 miljard euro. Dat is een bedrag dat neerkomt op 1.750 euro per inwoner in 2015.

Volgens het CPB (2010: 12) zijn de problemen vandaag de dag anders dan in de jaren tachtig, maar kunnen er wel twee lessen worden getrokken voor de aanpak van de huidige begrotingsproblematiek. Ten eerste maakt een pakket van maatregelen 'dat leidt tot meer arbeidsaanbod, een hogere productiviteitsgroei en een effectievere overheid', Nederland op termijn beter af (zie ook hoofdstuk 2). Ten tweede is gebleken dat het herstel pas optreedt in latere kabinetsperiodes waardoor een langetermijnvisie noodzakelijk is, een visie die zich uitstrekt over minimaal twee volledige kabinetsperiodes. Wat betreft de effecten van de kredietcrisis op de economische groei, stelt het CPB dat er per saldo nauwelijks blijvende invloed is van de crisis op de geraamde toekomstige groei, terwijl het niveau van het bbp wel blijvend is beïnvloed. Dit verlies in niveau bedraagt circa 5 procent van het bbp (zie ook hoofdstuk 2), een verlies dat niet wordt goedge maakt door de inhaalgroei na 2011, die voor de gehele periode 2011-2015 op 0,5 procent wordt geschat.

4.2 Gevolgen voor de woningprijzen

Zoals in hoofdstuk 2 is aangegeven, woedt er onder economen een discussie over de vraag of de schade van een crisis aan de economie tijdelijk of permanent is (Van Ewijk & Teulings 2009). Hiervoor is aangegeven dat de schade permanent lijkt te zijn als het gaat om het niveau van het bbp; de inhaalgroei wordt immers zeer beperkt geschat. De vraag is vervolgens of hiervan langetermijneffecten uitgaan op de waardeontwikkeling van woningen in zowel de koop- als de huursector. Hoe de woningprijzen zich zullen ontwikkelen, is een relevante vraag, niet alleen in het kader van de mogelijke vermogens effecten (zie hoofdstuk 2), maar ook in het

kader van de doorstroming op de woningmarkt. Het antwoord op deze vraag hangt af van de actuele woningprijzen, en vooral of deze al dan niet zijn overgewaardeerd, of al dan niet in overeenstemming zijn met de fundamentele variabelen, zoals huishoudensinkomen en rentestand. Als er geen overeenstemming is tussen fundamentele variabelen, de zogenoemde *fundamentals*, en de hoogte van de woningprijzen, is er sprake van een zeepbel op de koopwoningmarkt (*house price bubble*; Case & Shiller 2003; zie ook hoofdstuk 3). In een dergelijke situatie stijgen de prijzen vanwege de irrationele verwachting dat woningprijzen meer zullen blijven stijgen dan de inflatie. Omdat de vraag naar woningen gewoonlijk het aanbod niet permanent zal blijven overtreffen, spat een zeepbel ooit uiteen, zoals in 1979 in Nederland, in de huidige kredietcrisis in de Verenigde Staten (Van Ewijk & Teulings 2009) en ook in sommige andere landen (bijvoorbeeld Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Ierland; zie Dol et al. 2010). Een prijsdaling zou echter ook kunnen inzetten als de onderliggende variabelen veranderen. Aangezien de woningprijzen in Nederland tot op heden niet spectaculair zijn gedaald, lijken beide verklaringen (nog) geen opgeld te doen (Haffner & De Vries 2008). Een 'zeepbeldiscussie' was er wel toen het IMF (2008) met een rapport naar buiten kwam waarin het stelde dat de woningprijzen in Nederland te hoog zouden zijn ten opzichte van een reeks verklarende variabelen: de ratio van huisprijs tot inkomen, de groei van het besteedbare inkomen per hoofd van de bevolking, de korte en lange rentevoeten, de groei van het kredietvolume, de veranderingen in aandelenkoersen en de arbeidsleeftijd van de bevolking (*working-age of population*). Het IMF schatte een verschil van 30 procent tussen de reële woningprijzen en de woningprijzen op basis van de genoemde fundamentele variabelen. Nederland bleek, samen met Ierland en het Verenigd Koninkrijk, waar de woningprijzen inmiddels flink zijn gedaald (zie Dol et al. 2010), de lijst aan te voeren. Het IMF waarschuwde echter voor de mogelijkheid dat het gat (deels) kon worden verklaard door variabelen die niet in het model fungeerden als verklarende variabelen, bijvoorbeeld de macro-economische volatiliteit, de vorming van huishoudens en de immigratie. Francke (2010a,b) komt met behulp van zijn *local linear trend repeat sales*-model ook tot de conclusie dat de woningprijzen in de laatste jaren licht zijn overgewaardeerd. Francke constateert dat de zeepbel was vervluchtigd, maar pas in 2009. In zijn model zijn de belangrijkste verklarende vraagfactoren het gezamenlijke looninkomen en het financiële vermogen van huishoudens, de hypotheekrente gecorrigeerd voor de hypotheekrenteaftrek in de inkomstenbelasting en de verandering van het bbp. Aan de aanbodkant zijn er geen verklarende variabelen te onderkennen, omdat de

logische 'kandidaten', zoals het aantal nieuwbouwwoningen, het aantal woningen en de bouwkosten op landelijk niveau geen verklaring leveren voor de prijsontwikkeling in dit model.

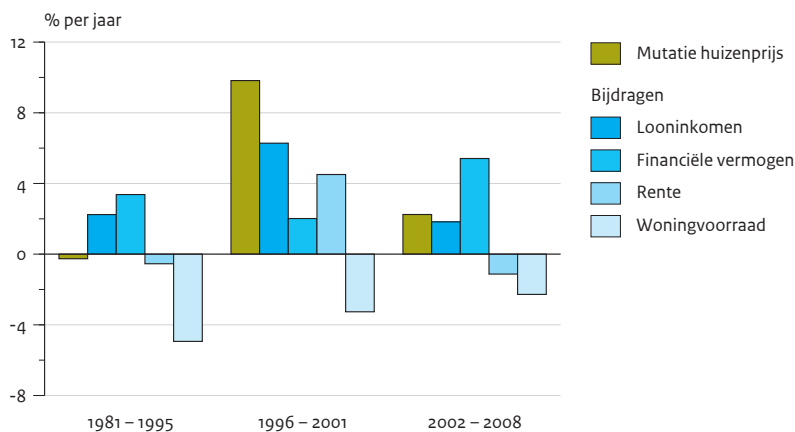
De tweede IMF-indicator die duidde op een zeepbel is de ratio van residentiële investeringen en bbp. De ontwikkeling van een zeepbel wordt versterkt als deze ratio stijgt. Omdat deze indicator geen opgeld deed in Nederland (Ball 2008; Boelhouwer 2005), blijft de vraag of het door het IMF geschatte gat van 30 procent op een zeepbel duidde.

Volgens andere Nederlandse onderzoekers was er, in tegenstelling tot de conclusie van Francke (2010a,b), in 2007 geen zeepbel op de koopwoningmarkt. De Vries en Boelhouwer (2009) concluderen dat er in Nederland tussen 2000 en de eerste helft van 2007 een zeepbel was in de woningprijzen, een 'bel' die mede werd veroorzaakt door de dalende hypotheekrente. Toen de rente eind 2005 begon te stijgen (3,75 procent) tot in de eerste helft van 2008 (5,16 procent) en de inkomensgroei begon af te nemen, verslechterde de betaalbaarheid van koopwoningen en pasten de woningprijzen zich aan (zie ook hoofdstuk 1). Sinds 2007 worden de woningprijzen volgens deze onderzoekers dus bepaald door de fundamentele variabelen.

Ook het CPB kwam voor 2007 tot deze conclusie (zie Kranendonk & Verbruggen 2008). In hun studie die een antwoord formuleerde op de IMF-uitkomsten is volgens Kranendonk en Verbruggen (2008) het verloop van het woningprijzniveau in Nederland in de periode 1980-2007 redelijk goed te verklaren door ontwikkelingen in fundamentele vraag- en aanbodfactoren. De overwaardering die bleek uit empirisch onderzoek van circa 10 procent in 2003 was verdwenen in 2007. Doordat de stijging van de feitelijke woningprijs in de periode 2003-2007 is achtergebleven bij die van de langetermijnwaarde, is de overwaardering vervluchtigd en kan voor de periode 1981-2007 met een *error correction-model* het niveau van de reële woningprijs redelijk goed worden verklaard vanuit vijf fundamentele factoren: het reëel beschikbare looninkomen, de reële rente, het reëel overig huishoudensvermogen (uitgezonderd het aandelenvermogen; verminderd met de niet-hypothecaire schulden) en de totale woningvoorraad¹, zoals figuur 4.1 toont.

De periode 1996-2001 valt op door de gemiddeld zeer hoge jaarlijkse verandering (+10 procent) in woningprijzen. Vooral de stijging van de inkomens in combinatie met de daling van de rente droeg hieraan bij. Van Ewijk en Teulings (2009) stellen dat het succes van de arbeidsmarkthervormingen en de toename van het aantal tweeverdieners de werkloosheid deden dalen. Vrouwen gingen massaal werken, waardoor de inkomens van huishoudens zich voorspoedig bleven ontwikkelen.

Figuur 4.1
Verklarende variabelen voor woningprijzen in Nederland



Bron: Van Ewijk & Teulings (2009: 97)

Na de eeuwwisseling zette de prijsstijging van woningen weliswaar door, maar veel gematigder dan in de periode 1996-2001. De hypotheekrente was vrij constant, terwijl de inkomens een deuk opliepen als gevolg van de internetzeepbel. Dat de toename van het aantal werkende vrouwen afvlakte, kwam ook tot uiting in een minder snelle stijging van het gemiddelde inkomen van huishoudens. In de laatste jaren (vanaf 2002) verklaart vooral de toename van het financiële vermogen van gezinnen de prijsstijging. Als het aanbod van nieuwe woningen (aangeduid als bijdrage woningvoorraad in figuur 4.1) royaler was geweest, zou de prijsstijging lager zijn uitgekomen dan feitelijk in de periode 2002-2008. Als verklaring voor het verschil in uitkomsten tussen IMF en CPB dragen Kranendonk en Verbruggen (2008) aan dat het IMF in zijn model geen rekening houdt met specifieke woningmarktsituaties in landen. Omdat voor Nederland niet wordt gerekend met een sterke regulering van het aanbod van woningen (vrij inelastisch aanbod), wordt de evenwichtswaarde van de woningprijzen te laag geschat. Van Ewijk en Teulings (2009) stellen dat het Nederlandse restrictieve ruimtelijkeordeningsbeleid op korte termijn wel eens een *blessing in disguise* voor de woningmarkt zou kunnen zijn. De speculatieve nieuwbouw (zoals weergegeven door de tweede IMF-indicator hiervoor) die in landen als de Verenigde Staten, Ierland en Spanje heeft kunnen plaatsvinden als gevolg van ruimere regels in de ruimtelijke ordening, is aan Nederland voorbij gegaan. Met als gevolg dat er geen overschot aan woningen is, wat de woningprijzen verder zou hebben doen dalen. Echter, Van Ewijk en Teulings (2009) waarschuwen: ‘Dit proces [van gestage stijging van woningprijzen] kan echter niet eeuwig duren. Op een gegeven moment wordt het ruimtelijke-ordeningsbeleid zo knellend en worden

woningprijzen er zover door opgedreven dat er economische en politieke krachten in het spel komen die extra ruimte voor woningbouw afdwingen’ (Van Ewijk & Teulings 2009: 99).

Als we bedenken dat de grenzen van het Groene Hart en de bufferzones in Nederland in de laatste vijftig jaar nauwelijks zijn aangepast, is te begrijpen waarom deze grenzen als steeds knellender worden ervaren (Besseling et al. 2008). Tegelijkertijd staat de bevolkingskrimp sinds zeer recentelijk hoog op de beleidsagenda (zie hierna), dit omdat er al gemeenten zijn die met krimp te maken hebben en het aandeel gemeenten met een huishoudensafname volgens de regionale bevolkingsprognoses van CBS en PBL in 2025 zal zijn opgelopen tot ongeveer 10 procent (Verwest et al. 2008). De problemen van leegstand en overvloedige voorzieningen zullen dan in toenemende mate optreden. Voor krimpregio’s wordt voor het lokale beleid aanbevolen om samen te werken in plaats van om met elkaar te concurreren om nieuwbouw en voorzieningen. Gezien het spanningsveld tussen enerzijds de strikte regels van de ruimtelijke ordening en anderzijds de demografische krimp, is een vraag voor de toekomst dan ook welk effect sterker zal doorzetten en tot beleidsveranderingen zal leiden. Vooral nog lijken deze twee ontwikkelingen ertoe te leiden dat regionale verschillen in woningprijsontwikkelingen groter zullen worden (zie ook hierna).

De conclusie lijkt voornamelijk dat de Nederlandse koopwoningmarkt de dans schijnt te zijn ontsprongen, aangezien de woningprijzen niet zijn ingestort en een aantal indicatoren (woningprijzen, transacties in

bestaande voorraad en nieuwbouw; zie hoofdstuk 1) sinds de tweede helft van 2009 alweer de goede kant op beweegt. Per saldo komen de cijfers voor 2009 echter lager uit dan voor 2008. Het is dus zeker niet zo dat we het dal van de crisis al zijn gepasseerd.

Bovendien zou de werkloosheid mogelijk nog verder op kunnen lopen (hoofdstuk 1), al lijken de sombere voorspellingen van het CPB van een aantal jaren geleden niet uit te komen. Ook is het bbp per saldo structureel 5 procent afgenomen. Dat zal niet zonder effecten zijn, waardoor de risico's voor de koopsector wel nog zullen toenemen. Een structureel lager inkomen zal leiden tot een geringere vraag naar woningen, met een neerwaartse druk op de woningprijzen als gevolg. Daarom zal de woningmarkt naar alle waarschijnlijkheid verder moeten zonder grote waardestijging. Volgens Blijie et al. (2010) houdt hetgeen in hoofdstuk 3 is aangeduid als 'doorstroommarkt' op te bestaan, dit omdat overwaarde die kan worden gebruikt om naar een duurder woning te verhuizen, minder sterk toeneemt. Verhuizen brengt dan vooral kosten met zich en geen vermogenswinsten. Mogelijk gaan eigenaren-bewoners wel meer investeren in de huidige woning. Per saldo zal de verhuismobiliteit sterk worden gereduceerd.

Daarnaast zullen de ruime financiële middelen op de kapitaalmarkten die in de afgelopen jaren tot lage rentevoeten hebben geleid, tot het verleden behoren, waardoor de rentevoet nog wel eens zou kunnen gaan stijgen (Blijie et al. 2010). Niet alleen het wonen wordt dan duurder, maar ook het vastgoed en overige investeringen in het algemeen.

Uitgaande van de veranderingen in de variabelen die het CPB gebruikt voor de woningprijs-schattingen, moet de conclusie op dit moment zijn dat de ontwikkeling van de rente en het inkomen een neerwaartse druk op de woningprijzen zal uitoefenen (zie ook hierna), terwijl het vrij inelastische aanbod het enige tegenwicht lijkt te zijn. Ook de afname van het financiële vermogen van huishoudens als gevolg van de daling van de aandelenkoersen zal een neerwaartse druk op de woningprijzen veroorzaken.

4.2.1 Huurwoningmarkt

Zoals in hoofdstuk 3 is aangegeven, wordt de marktwaarde van huurwoningen bepaald als de contante waarde van de verwachte huuropbrengsten. Bij een dergelijke berekening zou ook rekening kunnen worden gehouden met een verwachte verkoop van de woning. Dan zou de waarde hoger komen te liggen, naarmate het verkoopmoment dichterbij ligt en de prijzen in de koopsector hoger zijn dan de berekende waarden in de huursector. Aangezien de huursector grotendeels in handen is van woningcorporaties en deze slechts mondjesmaat sociale huurwoningen verkopen om investeringen te kunnen plegen, zal er bij ongewijzigde

omstandigheden geen effect zijn op de woningwaarden (hooguit wanneer naast de exploitatie ook rekening wordt gehouden met de verkoop van de woning op enig moment). Bovendien is er in het algemeen meer vraag naar sociale huurwoningen dan aanbod, waardoor er ook geen druk ontstaat om woningen te verkopen, tenzij gewenste investeringen daartoe nopen.

In de particuliere huurwoningmarkt is de situatie mogelijk anders, omdat institutionele beleggers als gevolg van de strakke huurregulering sinds 2007 al uittraden uit de woningmarkt. Rendementen elders (ook in huurwoningen) zijn aantrekkelijker dan in Nederland. Tevens werden huurwoningen vaak na een bepaald aantal jaren verkocht, om van het indirecte rendement te kunnen profiteren. Mogelijk dat het uittreden en verkopen van particuliere huurwoningen wordt getemperd, zolang de woningprijzen niet weer flink aantrekken. Anderzijds, als de verkoop van woningen blijft doorgaan, zullen de woningprijzen verder onder druk komen te staan.

4.3 Gevolgen voor de woonconsument

Zijn er langetermijneffecten te onderkennen of te beredeneren van de huidige economische crisis op het gedrag van woonconsumenten op de woningmarkt? Het korte antwoord luidt: ja. Uit de vorige paragraaf blijkt immers dat de ontwikkeling van de rente, het inkomen en het financiële vermogen van huishoudens (op termijn) naar verwachting minder gunstig zal zijn dan vóór 2007. In beginsel leidt dat tot vraaguitval en een verdere neerwaartse druk op de woningprijzen.

Het antwoord kan evenwel complexer worden gemaakt als de ontwikkeling van het consumentenvertrouwen in de beschouwing wordt betrokken. De Eigen Huis Marktindicator is sinds het vierde kwartaal van 2008 (66) licht gestegen (73; tabel 1.5) en ook de Eurostatindicator van consumentenvertrouwen was in december 2009 minder negatief (-1,2) dan op het dieptepunt in maart 2009 (-27,5; tabel 1.3). Het consumentenvertrouwen op de woningmarkt leek zich ook in 2010 verder te herstellen, maar is inmiddels toch weer ingezakt (zie hoofdstuk 1). In overeenstemming met de verwachtingen die hiervoor zijn geformuleerd (meer neerwaartse dan opwaartse druk), zijn de woningprijzen van bestaande woningen in 2009 echter gedaald met ruim 3 procent (CBS, Statline prijsindex bestaande koopwoningen). Ook in het eerste kwartaal van 2010 zijn de woningprijzen verder gedaald. In de jaar-op-jaarontwikkeling neemt de daling af, van -5,3 procent in januari naar -3,5 procent in maart. Een prijsdaling betekent dat er meer huishoudens zijn met een negatief vermogen in de eigen woning (zie hoofdstuk

Tabel 4.1

LTV van eigenaren-bewoners en aandeel eigenaren-bewoners met een LTV > 1 in 2006 en bij een waardedaling van de woning

	Gemiddelde LTV		Aandeel huishoudens
	Alle eigenaren-bewoners	LTV > 1 en < 1,1	LTV > 1,1
2006	0,56	4,7%	1,9%
Waardedaling 10%	0,62	7,1%	4,5%
Waardedaling 20%	0,69	6,2%	13,2%

Bron: Elsinga et al. (2008b); op basis van WoON 2006/OTB bewerking

3). Volgens Elsinga et al. (2008b) stijgt de gemiddelde *loan-to-value* (LTV, het aandeel van de hypotheeksom in de waarde van de woning) bij een waardedaling van 10 procent van 0,56 naar 0,62, en naar 0,69 bij een daling van in totaal 20 procent (tabel 4.1). Het aandeel eigenaren-bewoners met negatief vermogen stijgt in het eerste geval dan van 6,6 procent (4,7 procent plus 1,9 procent uit tabel 4.1 bij elkaar opgeteld) naar 11,6 procent, en in het tweede geval naar 19,4 procent (zie ook Van Middelkoop 2010).

Een negatief woningvermogen wordt een probleem als huishoudens hun woning moeten verkopen. In het algemeen is dat geen vrijwillige keuze. Werkloosheid en scheidingen zijn vaak min of meer autonome gebeurtenissen die tot een inkomensdaling leiden. Als de woning moet worden verkocht omdat die niet meer kan worden gefinancierd vanwege een inkomensdaling (zie hoofdstuk 3), wordt belangrijk hoe de inkomens zich hebben ontwikkeld en hoe ze zich verder zullen ontwikkelen. Wat de contractlonen in de marktsector betreft, zijn deze in de periode 2006-2010 gemiddeld per jaar blijven stijgen met 2,3 procent (CPB 2010). Ook voor de periode 2011-2015 wordt een stijging van 2,5 procent per jaar voorzien. Dus gemiddeld zullen de betalingsproblemen niet toenemen.

Ook uit gegevens van de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (2009) over 2008 blijkt niet dat de betalingsproblemen al zijn toegenomen. Er zijn 927 verliesdeclaraties ontvangen, tegen 961 in 2007. Het aandeel van de ontvangen declaraties dat de Stichting afwijst, is echter toegenomen tot bijna een kwart in 2008, tegenover 10 procent in 2004. Dit is het gevolg van een beleidswijziging. Dus per saldo zijn er wel meer huishoudens met een restschuld komen te zitten. En gemiddeld is het bedrag per gehonoreerde verliesdeclaratie gedaald naar ruim 28.000 euro (van ruim 31.000 euro in 2007). Als een woning gedwongen is verkocht, leidt dit tot een verliesdeclaratie van geldgevers. Voor huishoudens die hun woning hebben gefinancierd met een Nationale Hypotheekgarantie, staat de Stichting borg voor een eventuele restschuld. Deze

wordt kwijtgescholden als de schuldenaar geen schuld heeft aan de gedwongen verkoop en heeft meegewerkt aan het beperken van het verlies.

Wat de onzekerheid over de toekomstige inkomensontwikkeling betreft, signaleren Blijie et al. (2010: 74) een ‘werkgelegenheids crisis’, ofwel een toename van de werkloosheid (zie vorige paragraaf). Volgens de meest recente voorspelling van het Centraal Planbureau (van begin 2011) daalt de werkloosheid in 2010 tot 5,0 procent. Eerder (CPB 2010) voorzag dit planbureau een geleidelijk oplopende werkloosheid tot 5,25 procent in 2015. Daarmee is de werkloosheid nog 1 procentpunt hoger dan vóór het uitbreken van de kredietcrisis (zie hoofdstuk 1). Volgens het Centraal Planbureau is de ervaring met eerdere financiële crises dat de stijging in Nederland meevalt in internationaal, maar ook in historisch perspectief. De werkgelegenheid reageert echter altijd met enige vertraging op de conjuncturele ontwikkelingen, waardoor de werkloosheid mogelijk nog zal toenemen. Uit tabel 2.1 blijkt dat werklozen na een ernstige financiële crisis gemiddeld bijna vijf jaar in de problemen zitten, terwijl dat gemiddeld bijna twee jaar is (duur van de crisis van top tot dal) voor werkende huishoudens. In individuele gevallen van werkloosheid is het dus onvermijdelijk dat de combinatie van negatief vermogen en betalingsproblemen optreedt. En zoals hiervoor gesignaleerd, zullen ook echtscheidingen blijven voorkomen en tot financiële problemen leiden.

4.3.1 Huizenkopers

Wat de onzekerheid over de inkomensontwikkeling betreft, signaleren Blijie et al. (2010: 74) dat de burger nog een tweede crisis te wachten staat, een crisis die zij ‘inkomenscrisis’ noemen. Deze slaat toe als gevolg van de noodzaak dat de overheid de financiële huishouding op orde moet brengen en de fors oplopende staatsschulden moet verminderen (zie eerder in dit hoofdstuk en ook tabel 1.1). Bezuinigingen en lastenverhogingen zullen de lonen onder druk houden, waardoor de koopkracht van de burgers wordt geraakt. Het Centraal Planbureau (CPB 2010) schat dat de koopkracht in de periode 2011-2015 met gemiddeld 0,25 procent per jaar blijft toenemen. Dit

is echter gemiddeld 1 procentpunt lager dan de gemiddelde stijging in de periode 2006-2010, en de stijging blijft ook achter bij de toename van het reële inkomen van 0,75 procent per jaar. Deze gemiddelden verschillen uiteraard voor verschillende groepen huishoudens. Vooral bij 65-plussers zal de koopkracht gemiddeld afnemen. De schattingen zijn gebaseerd op ongewijzigd beleid. Rekening houdend met de voorgestelde bezuinigingen, ziet het koopkrachtplaatje er ongunstiger uit. Per saldo lijkt het dus alsof er een zekere rem zal komen op het kopen van woningen, zowel bij starters als doorstromers. Vanuit de inkomens gezien is dan ook de verwachting dat de woningmarkt niet zal terugkeren naar de situatie alsof er geen crisis is geweest. Het feit dat het consumentenvertrouwen in de koopwoningmarkt en in de economie (hoofdstuk 1) nog niet flink herstelt, kan in dit kader ook als teken worden opgevat.

Naast een vergelijkbare druk voor doorstromers en starters op de inkomens, zullen er op andere aspecten verschillen zijn tussen beide groepen woonconsumenten. Bij de doorstromers valt de mogelijke impuls om te verhuizen vanuit de overwaarde weg. Deze werd overigens al iets gedempt door de introductie van de recente bijleenregeling.² Anderzijds is als gevolg van de gedaalde woningprijzen de financiële bereikbaarheid in principe verbeterd. Er zal minder financiering nodig zijn voor een verhuizing, zeker als dat gebeurt vanwege andere overwegingen dan het benutten van de overwaarde. Als de veronderstelling is dat er altijd een bepaald deel van de eigenaren-bewoners zal zijn dat zal verhuizen vanwege bepaalde redenen, zoals door het aannemen van ander werk of als gevolg van gezinsuitbreiding, zullen de lagere woningprijzen ook de doorstroming weer mogelijk maken, zij het mogelijk op een lager niveau dan vóór de kredietcrisis. Daar staat weer tegenover dat huizenbezitters mogelijk minder gemakkelijk de eigen woning kunnen verkopen en de doorstroomketen niet altijd even soepel zal verlopen; zij zullen geneigd zijn eerst de eigen woning te verkopen alvorens ze de volgende woning verwerven. Daar staat tegenover dat uit de media valt te ontlenuen dat er ook initiatieven zijn waarbij nieuwbouwconsortia aanbieden de betreffende woning op te kopen tegen een gegarandeerd percentage (bijvoorbeeld 90 procent) van de prijs.

Voor starters zal als gevolg van de daling van de woningprijzen in principe de kans toenemen om op de koopwoningmarkt toe te treden; de koopwoning wordt financieel beter bereikbaar. Volgens Martens (2009) werd in 2004 nog maar een derde van de nieuwbouwoopwoningen gekocht door starters (zie Van der Kleijn 2009) Op het moment zouden er vrijwel alleen nog woningen voor deze doelgroep worden gebouwd. Het instappen werd voor starters vergemakkelijkt door

startersleningen, totdat het budget in 2010 opraakte (VROM 2010). Daarnaast heeft deze groep tot in 2009 ook een beroep kunnen doen op de koopsubsidie, voor ook dit budget opraakte dat in de Wet Bevordering Eigen Woning (Wet BEW) was gereserveerd voor dit instrument. Het aantal toekenningen liep dan ook navenant op, van ruim 3.400 in 2007 naar ruim 15.200 in 2009. Als de lage rentevoeten voorlopig tot het verleden behoren³ omdat er minder geld in omloop is (geld wordt duurder) en omdat de rente naar alle waarschijnlijkheid ook zal stijgen met de economische groei, zal de leencapaciteit van huishoudens afnemen. Daardoor zal er in plaats van een vraagtoename nogmaals vraaguitval optreden. Vervolgens worden woningen goedkoper, waardoor de vraag weer zou kunnen aantrekken. Kortom, er zijn diverse mogelijkheden waarop de koopwoningmarkt zich gaat ontwikkelen, maar de markt lijkt te tenderen naar een evenwicht bij een lager prijsniveau dan voorheen.

Uit analyses met het WoON 2009 komt naar voren dat de verhuisgeneigdheid en de koopbereidheid van huishoudens niet hebben geleden onder de start van de kredietcrisis (meetmoment was 2008; Blijie et al. 2010). Deze kwamen tegen de verwachtingen in niet lager uit dan de meting voor 2006 (zie hoofdstuk 1; zie ook De Wildt et al. 2005). Hoewel de wensen van de consument niet hebben geleden onder de kredietcrisis, stagneerden de verkoop en het aantal transacties (hoofdstuk 1). Blijie et al. (2010) speculeren over redenen voor dit verschil tussen wensen en werkelijkheid. In de eerste plaats zou de consument voorzichtiger kunnen opereren. In het verleden werd eerst een nieuwe woning gekocht voordat de oude werd verkocht. In een doorstroommarkt zou dit, omdat deze gemiddeld drie verhuizingen kent (Martens 2009), twee keer moeten gebeuren, namelijk de twee keer dat wordt verhuisd binnen de bestaande voorraad. De laatste verhuizing zou dan een starter zijn. 'Op dit moment gaat dat andersom: eerst verkopen en dan kopen. Daarmee heeft een hele "generatie" zoekers als het ware de verhuizing uitgesteld. Dit heeft een behoorlijk effect op het aantal zoekers en door de mindere vraag dalen de prijzen', aldus Blijie et al. (2010: 72).

In de tweede plaats zou de consument zijn wensen kunnen uitstellen om het risico van een prijsdaling te ontlopen. Ook is er onzekerheid over de financiering (wel of niet tophypotheek), evenals de discussie over de beperking van de fiscale faciliteiten voor de eigen woning in de periode voordat het kabinet-Rutte eind 2010 aantrad. Blijie et al. stellen: 'Denkend over een nieuw huis vraagt men zich nadrukkelijker dan in het verleden af of het inkomen wel op peil blijft; of de duurdere woning betaalbaar blijft ook zonder inkomensgroei; of de woning goed geprijsd is; of de woning de komende jaren zijn

Tabel 4.2

Netto huurquote¹ van huurders en aandeel huurders met een netto huurquote van meer dan 25 procent en 35 procent, 2006 en bij inkomensdaling

	Gemiddelde quote		Aandeel huishoudens
	Alle huurders	Quote > 25%	Quote > 35%
2006	24,2	35,0	11,6
2006 (herberekend) ²	23,8	33,6	8,2
Inkomensdaling 10%	25,0	38,7	10,0
Inkomensdaling 20%	26,5	44,4	12,8

Bron: Elsinga et al. (2008b); op basis van WoON 2006/OTB bewerking

¹ Deel van het besteedbare inkomen dat opgaat aan huur.

² Herberekende 'huidige situatie' wijkt af, omdat de latente vraag bij de huurtoeslag in de herberekening ook is meegenomen.

waarde zal behouden etc. In die situatie lijkt de consument zijn wensen niet bij te stellen, maar wel de termijn waarop hij wil verhuizen. Dat blijkt inderdaad het geval te zijn. Wilde in 2006 nog 25% van de koopgeneigden binnen een half jaar verhuizen, in 2009 wil 20% op die korte termijn verhuizen.⁷

In de derde plaats zouden sommige consumenten nieuwe kansen zien. Een markt waarin woningprijzen dalen en woningen langer te koop staan, geeft de vragers wat meer macht en zij kunnen dan voldoende tijd nemen voor een weloverwogen beslissing. Een signaal hiervoor kan zijn dat de vraag naar koopwoningen onder starters sinds 2006 lijkt te zijn toegenomen, terwijl de totaalvraag ongeveer gelijk is gebleven.

De vierde verklaring is volgens Blijie et al. (2010) de meest waarschijnlijke. Deze sluit aan bij de ideeën over de heersende onzekerheid en ook bij het verschil tussen de wens en het in de praktijk brengen van de wens. De financiële kant van het eigenwoningbezit kan weleens tegenvallen; mensen willen mogelijk wel kopen, maar durven dat niet te doen, stellen Blijie et al. (2010).

Hoe de consument op de langere termijn zal reageren, vinden de onderzoekers lastig om in te schatten, ook al zijn de eerste signalen uit het WoON 2009 positief. Ook in een crisisperiode lijken woonconsumenten hun aspiraties overeind te willen houden. Mogelijk wordt de trend gekeerd van een steeds grotere naar een kleinere woonconsumptie. Eventuele voorstellen in het kader van de Brede Heroverwegingen 2010 kunnen bij deze ommezwaai een extra duw geven.

De Vries en Boelhouwer (2006) concluderen op basis van statistische analyses dat de conjunctuur het niveau van de gewenste woningkwaliteit beïnvloedt. Deze onderzoekers definiëren 'conjunctuur' als een op- en neergaande beweging van de economie binnen een periode van vijf tot tien jaar. Ze operationaliseren dit als de procentuele volumeverandering van het bbp, aangevuld met de koopbereidheid van consumenten zoals gemeten binnen het consumentenvertrouwen. De

Vries en Boelhouwer leiden hun conclusie af uit de observatie dat de vraag naar kwaliteit toeneemt in perioden van midden- en hoogconjunctuur, terwijl deze niet afneemt in perioden van laagconjunctuur. Ook concluderen zij dat het verband tussen de gewenste woningkwaliteit en de gewenste woningprijs verschilt tussen laag- en middenconjunctuur, maar niet tussen midden- en hoogconjunctuur. Dat impliceert dat de kwaliteit in situaties van laagconjunctuur een belangrijke determinant is van de prijs. Consumenten kunnen immers veeleisender zijn doordat woningen minder snel worden verkocht. In een periode van hoogconjunctuur kunnen zij zich deze 'luke' minder veroorloven en laten zij zich meer door betaalbaarheidsoverwegingen leiden. Tevens blijkt dat het huishoudensinkomen in perioden van middenconjunctuur meer dan in perioden van laagconjunctuur de hoogte van de woningprijs bepaalt. Per saldo lijkt het mogelijk dat de crisis inderdaad de aanleiding vormt tot het naar beneden bijstellen van de aspiraties op het gebied van de woningkwaliteit.⁴ Als de woningmarkt geen gelegenheid krijgt om te herstellen van de crisis en als nieuw beleid wonen duurder maakt, kan dit een realistisch scenario zijn. Hoewel De Wildt et al. (2005) constateren dat voor een vergroting van de productie van koopwoningen de prijs-kwaliteit-verhouding zal moeten verbeteren en het gemiddelde prijsniveau beter zal moeten aansluiten op de effectieve vraag. Het klinkt alsof er een dubbele inhaalslag te maken is. Een daarvan wordt al gemaakt in de vorm van dalende prijzen.

4.3.2 Huurders

In beginsel zal de crisis de betaalbaarheid voor huurders niet aantasten, omdat de huren in het merendeel van de huurwoningvoorraad zijn gereguleerd. Mocht er op een bepaalde woningmarkt flinke leegstand optreden, dan bestaat de mogelijkheid dat verhuurders zich tevreden stellen met elk redelijk bedrag aan huur dat zij kunnen ontvangen. Dat is gunstig voor de huurder, zeker op korte termijn. Maar omdat dit ongunstig is voor de

investeerder, kan de goedkope woonruimte op de lange termijn ook verdwijnen.

Als huurders in inkomensproblemen raken, zal de huurtoeslag daarbij kunnen helpen. Uit de simulatie-uitkomsten in tabel 4.2 blijkt dat de huurquote bij een inkomensdaling van 10 procent hoger is dan 25 procent (35 procent) voor bijna 39 procent (10 procent) van de huurders. Dat is een toename van 15 procent (35 procent) van de huurders ten opzichte van de herberekende huidige situatie.

4.4 Gevolgen voor institutionele actoren

In deze paragraaf beantwoorden we de vraag welke langetermijneffecten zijn te beredeneren of te onderkennen van de huidige economische crisis op het gedrag van woningcorporaties en andere verhuurders, projectontwikkelaars, financiers (banken) en lagere overheden (gemeenten).

4.4.1 Woningcorporaties

Corporaties hebben een dubbele rol op de woningmarkt: zij zijn aanbieders van huurwoningen, maar ontwikkelen ook koopwoningen. In beide gevallen lopen zij in principe risico's. In de rol van aanbieder van huurwoningen lijkt het risico als gevolg van de crisis beperkt te zijn, omdat de huurprijs is gereguleerd en gemiddeld lager zal zijn dan de markthuur. Gesubsidieerde producten en diensten creëren hun eigen vraag, waardoor woningcorporaties in het algemeen te maken hebben met wachtlijsten, die in crisistijden de neiging hebben om langer te worden. Dit gebeurt als huishoudens onvoldoende inkomen hebben voor huisvesting in de andere sectoren.

Nog los van de crisis, moet de verwachting wel zijn dat de sociale huursector in de toekomst een marginaler positie gaat innemen. Sinds de eeuwwisseling is de nieuwbouw door woningcorporaties al steeds verder teruggevallen. Volgens De Wildt et al. (2005) heeft dit te maken met de koppeling van sociale huurwoningen aan koopwoningen via de verevening van de grondkosten, die een anticyclische productie belemmert. Om deze koppeling te kunnen verminderen, menen De Wildt et al. dat corporaties *cash* zouden kunnen genereren via een grotere verkoop van goedkopere huurwoningen. Weliswaar wordt ten tijde van laagconjunctuur een lagere winst behaald, maar er komt geld binnen en bovendien wordt er tegemoetgekomen aan de grotere vraag naar goedkope koopwoningen. Dat laatste helpt mogelijk de koopwoningmarkt op termijn te herstellen. Overigens blijken corporaties in toenemende mate problemen te hebben met het verkopen van woningen ten behoeve van het financieren van nieuwe investeringen. Daarmee rijst

de vraag in hoeverre dit een levensvatbare strategie is. Of corporaties een marginaler positie gaan innemen in de toekomst, hangt mede af van de wijze waarop invulling zal worden gegeven aan de nieuwe toewijzingsregels in het kader van de afspraken met de Europese Commissie over staatssteun, nu de inkomensgrenzen van de 'doelgroep van maatschappelijke achterstandsgroepen' en het toewijzingspercentage aan de doelgroep zijn vastgelegd (Kroes 2009: 10).

4.4.2 Commerciële verhuurders

Omdat de beleggershuursector al jaren in een ongunstige concurrentiepositie verkeert ten opzichte van de gesubsidieerde sociale huursector en de fiscaal gefaciliteerde koopsector, wordt er weinig nieuw gebouwd (Schilder & Conijn 2008; De Wildt et al. 2005). Een van de oorzaken is dat realisatie van een bepaald aandeel sociale huur vaak verplicht is om een geheel plan te kunnen realiseren. Deze verplichting drukt de winst van het bouwplan. Institutionele beleggers trekken zich ook terug uit de huursector vanwege onvoldoende rendement. Per saldo zal de crisis niet bijdragen aan een grotere nieuwbouwproductie in de particuliere huursector. Bij het afstoten van bestaande woningen wachten verhuurders eventueel betere tijden af, zodat de verkoop een hogere vermogenswinst oplevert.

4.4.3 Bouwsector

Er zijn twee partijen op de bouwmarkt actief, ontwikkelaars en bouwers. Ontwikkelaars hebben een dubbele rol, als aanbieder van huur- en koopwoningen en als opdrachtgever van bouwers (De Wildt et al. 2005). Volgens Martens zijn de ontwikkelaars de dupe van het opdrogen van de doorstroming op de woningmarkt (Van der Kleijn 2009). Zij hebben immers aan de bovenkant van de markt nieuwe woningen gebouwd, het deel van de markt dat nu stilligt. De sterke prijsstijgingen in de woningvoorraad in de jaren negentig hebben de ruimte gecreëerd voor de bouw van duurdere woningen (Wildt et al. 2005). Zij zullen ook lastiger financiering kunnen regelen dan eigenaren van woningen, zoals corporaties, vanwege het gebrek aan onderpand. Volgens Van Ewijk en Teulings (2009; zie ook EIB 2007) zijn de gevolgen van de kredietcrisis voor de bouwsector in beginsel groot. Lagere woningprijzen maken het immers minder interessant voor projectontwikkelaars en bouwbedrijven om nieuwe woningen te bouwen. Dit blijkt uit ervaringen in andere landen waar de zeepbel van woningprijzen uiteenspatte (Dol et al. 2010). De productie zal dus normaal gesproken terugvallen, zeker als er veel speculatief is gebouwd voordat een crisis uitbrak. Omdat er in de bouw veel werknemers en toeleveranciers uit het eigen land komen, is het effect op de nationale economie groot (Van Ewijk & Teulings 2009).

Zoals in hoofdstuk 3 is aangegeven, is er in Nederland in deze eeuw reeds relatief minder gebouwd dan in andere landen. Zo zullen ook de effecten op de economie relatief beperkt zijn, verwachten Van Ewijk en Teulings (2009). Zoals tabel 1.4 en 1.5 in hoofdstuk 1 lieten zien, valt het effect tot en met 2009 mee, omdat woningen die al in de pijplijn zaten in het algemeen nog worden gerealiseerd. Speculatieve bouw bleef achterwege, mede door de eis van financiers en garantieverlenende instellingen dat 70 procent van de woningen van de tekening verkocht dient te zijn alvorens met de bouw kan worden gestart (Dol et al. 2010). Vermoedelijk speelt de regelgeving in de ruimtelijke ordening hier ook rol. Maar de andere kant van de strikte ruimtelijke ordening is volgens Van Ewijk en Teulings (2009) dan dat er weliswaar minder woningen zullen worden gebouwd in de komende jaren, maar dat deze afname zal meevallen, omdat het aanbod vrij inelastisch is geweest en er nationaal gezien nog steeds een woningtekort valt weg te poetsen.

Het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (EIB) heeft in 2007 een rapport gepubliceerd dat een negatiever beeld schetst dan dat Van Ewijk en Teulings (2009). Dat rapport heeft betrekking op de beperking van de hypotheekrenteaftrek, maar aangezien het bij de beperking van een subsidie uiteindelijk gaat om een prijsstijging van de woondienst, zal het investeringsgoed in waarde dalen. Dus uiteindelijk gaat het om een prijsdaling (-13,5 procent) die effecten zal hebben op de bouwmarkt (volumedaling van 10,5 procent). Omdat 70 procent van de productiekosten vastligt in de bouwkosten, is er volgens dit rapport weinig ruimte om goedkoper te bouwen. Daarom zal een prijsdaling leiden tot een jaarlijks verlies aan bouwproductie van 6 miljard euro, wat neerkomt op een productieverlies van 35 procent. Volgens het EIB (2007) zal het effect van de prijsdaling zowel voelbaar zijn in de nieuwbouw- en renovatiemarkt, als in de onderhoudsmarkt. Bij locatieontwikkeling zal het resultaat zijn dat ontwikkelaars de kwaliteit van het geleverde aanpassen. Daarnaast komen exploitatietekorten terecht bij gemeenten. Hier gaat een hefboom werken. Als de grondkosten 30 procent van de totale prijs uitmaken, zal een daling van de woningprijzen met 13,5 procent leiden tot een daling van de grondopbrengsten na aftrek van de bouwkosten van een woning met meer dan 40 procent. En aangezien de meeste grondexploitatiekosten eveneens noodzakelijke kosten zijn, zal niet zijn te voorkomen dat de grondexploitatie onrendabel wordt, zo stelt het EIB (2007).

Per saldo is het de vraag of het scenario zo zwart zal uitpakken als geschetst, ervan uitgaande dat het woningtekort vóór de start van de kredietcrisis nog niet was ingelopen.⁵ Er zullen wel nieuwe woningen moeten worden gebouwd, is de verwachting van Blijie et al. (2010), al is het maar vanwege de te verwachten toename

van het aantal huishoudens. Daarnaast bestaat de post van residentiële investeringen niet alleen uit investeringen in nieuwbouw, maar ook uit investeringen in bestaande bouw. Als huishoudens in toenemende mate in hun woning investeren (in plaats van te verhuizen), zullen deze activiteiten (deels) de wegvallende investeringen in nieuwbouw compenseren.

Gezien de toename in regionale verschillen op het vlak van woningoverschotten en -tekorten, zal er lokaal, al dan niet in samenwerking met buurgemeenten, kunnen worden bepaald waar moet worden gebouwd (zie ook Verwest et al. 2008; Verwest & Van Dam 2010). Als de marktpartijen dat zelf bepalen, zal dat alleen (of voornamelijk) in de gespannen woningmarkten plaatsvinden om de financiële risico's zo veel mogelijk te beperken. In de krimpegebieden zullen ontwikkelaars en andere woningaanbieders proberen de risico's bij de gemeenten (en woningcorporaties) neer te leggen.

4.4.4 Lagere overheden

Lagere overheden merken aan verschillende kanten een terugval in inkomsten. Zo zullen de inkomsten uit de onroerendezaakbelasting dalen als deze niet wordt gecompenseerd met hogere tarieven. In economisch gunstige tijden gebeurde immers het omgekeerde. Ook de inkomsten uit de grondexploitatie van nieuwbouwprojecten zullen terugvallen als projecten niet van start gaan of vertraging oplopen (Grootenboer & Mulder 2010). Maar ook de grondexploitatie van projecten die wel doorgaan zullen minder opleveren als gevolg van de gehanteerde residuele grondprijsmethode, die in vrij korte tijd de standaard is geworden voor de grondexploitatie (De Wildt et al. 2005). Dit is het gevolg van de stijgende woningprijzen in de jaren negentig. Door de gedaalde rente en verbeterde inkomensperspectieven van huishoudens stegen de grondprijzen sneller dan de woningprijzen. Het surplus op de grond dat in eerste instantie naar de koper ging, verschoof naar de ontwikkelaar en later naar de gemeente. De 'bouwclaimformule' was volgens De Wildt et al. een populaire manier om dit te realiseren. De ontwikkelaar staat hier de verworven grond af aan de gemeente in ruil voor het recht om de nieuwbouw te mogen realiseren. En de gemeente financiert met het surplus de voorzieningen op de locatie en ook de sociale woningbouw, mede door de verevening van de grondkosten. De Commissie Sociaal-Economische Deskundigen (2010) meldt dat de grondprijzen als aandeel van de stichtingskosten van een nieuwbouwwoning zijn toegenomen van 17 procent in 1997 naar 27 procent in 2005. Daarmee is Nederland flink duurder dan buurland België. De commissie uit de zorg dat de hoge grondkosten leiden tot het afblazen van projecten. Ook zullen hoge grondkosten een stimulans vormen om te besparen op de kwaliteit van de woning.

4.4.5 Financiers

De relevante vraag bij de financiers is of zij weer als vanouds krediet gaan verstrekken. Volgens figuur 1.1 is de kredietverlening nog niet afgenomen, al loopt de groei wel terug.

Volgens Van Ewijk en Teulings (2009: 100) dreigt er in Nederland geen gevaar dat financiële instellingen in de problemen raken, omdat er hier geen zogeheten rommelhypotheke worden aangeboden. Wat betreft de erfenis uit de Verenigde Staten, lijken alle systeembanken overeind te blijven, mede dankzij de financiële steun van de overheid. Een verder neerwaarts effect voor de woningprijzen kan wel uitgaan van regels die de kredietverlening beperken, zoals het niet meer toelaten van top hypotheke, een voorstel dat gelanceerd is door de Autoriteit Financiële Markten. Als aflossingsvrije leningen beperkt gaan worden, zal ook dat de leencapaciteit van huishoudens aantasten. In relatie tot het strenger maken van regels van kredietverlening, hangt ook het voornemen boven de markt om het toezicht op banken scherper te maken. Mogelijk houdt dat in dat allerlei eisen strikter worden, waardoor het aanbod aan krediet zal afnemen.

Van Ewijk en Teulings (2009) menen dat een nadeel van de huidige Nationale Hypotheekgarantie (zie hoofdstuk 3) is dat de banken eigenlijk geen enkel risico lopen als een schuldenaar failliet gaat. Daardoor zou er geen prikkel zijn om een grondige risicoanalyse door te voeren. Om een betere risicoselectie te verkrijgen, stellen deze onderzoekers voor banken een deel van het risico te laten dragen. Een garantie voor minder dan 100 procent van de restschuld zal dan moeten worden afgegeven. Ook een dergelijke maatregel zal de kredietverlening beperken. Tot slot vormt de oplopende overheidsschuld een bedreiging voor de koopwoningmarkt en de economie als geheel. Als de overheid een groter deel van de markt van leningen opstrijkt, blijven er minder financieringsmogelijkheden over voor andere partijen. In combinatie met de scherpere kredietregels, zal een effect op de vraag, en daarmee op de woningprijzen niet kunnen uitblijven.

Als woningprijzen dalen, zal de kans op het zogenoemde *redlining* toenemen (Aalbers 2010). Via *redlining* worden woonconsumenten in bepaalde buurten uitgesloten van het verkrijgen van hypotheek krediet, omdat de financier de kredietverstrekking te risicovol acht. Ook als het gaat om voornamelijk kleine hypothecaire leningen, zal een financier de afwikkeling daarvan mogelijk gauw te duur achten.

4.5 Regionale verschillen

Zijn er regionale verschillen te verwachten in de langetermijneffecten van de huidige crisis?

Woningmarkten zijn regionaal, en woningprijzen en de betaalbaarheid van het wonen ontwikkelen zich regionaal verschillend. Belangrijke beïnvloedende variabelen hier zijn de regionale verschillen in economische groei (werkgelegenheidsontwikkeling), in de ontwikkeling van de inkomens en in de ontwikkeling van de woningvoorraad, dit laatste gekoppeld aan de ontwikkeling van het aantal huishoudens (demografische ontwikkeling). Deze variabelen gezamenlijk zorgen ervoor of een regionale woningmarkt als gespannen dan wel ontspannen moet worden beschouwd.

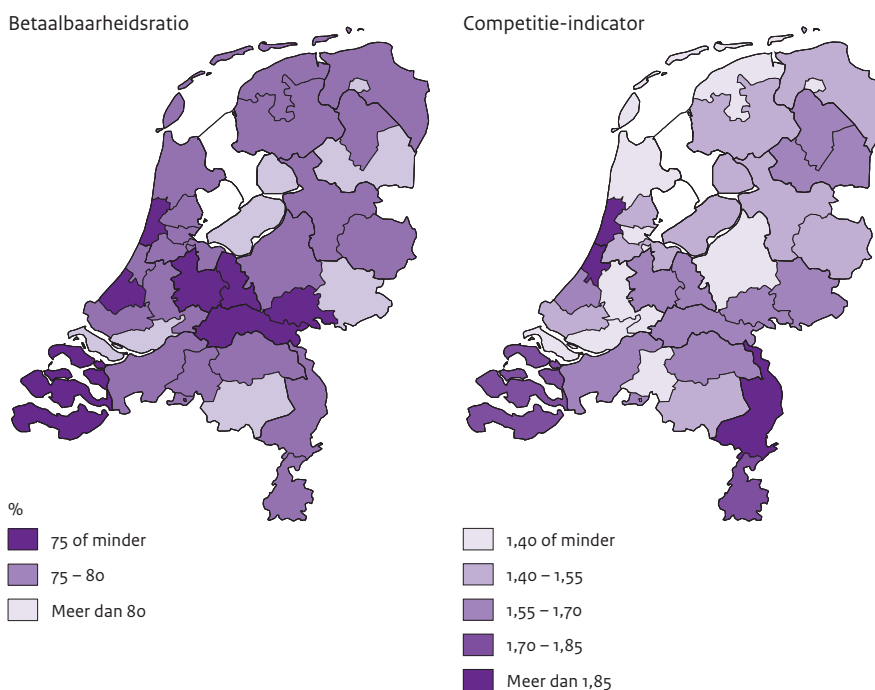
In gespannen markten zijn de woningprijzen relatief hoog, en omgekeerd. Hiervoor is al stilgestaan bij de neerwaartse druk op woningprijzen die kan blijven bestaan als de verwachte ontwikkelingen in de huishoudensinkomens, de financiële vermogens van huishoudens en in de kredietbeperking in de beschouwing worden betrokken. Regionaal zullen de effecten wat verschillen, maar ze zullen in ontspannen woningmarkten eerder doorzetten dan in krappe woningmarkten. Daardoor geldt dat de woningprijsdaling die is veroorzaakt door de kredietcrisis in gespannen regio's in een redelijk overzichtelijke termijn weer terug wordt verdiend, en dat daar ook de toekomstige neerwaartse effecten op de woningprijzen minder hard neerslaan dan in ontspannen regio's. De verandering in woningprijzen heeft dan direct effect op de betaalbaarheid op de korte, maar ook op de lange termijn.

4.5.1 Regionale verschillen in betaalbaarheid

Renes et al. (2006) komen op basis van hun analyses tot de conclusie dat de betaalbaarheidsproblemen regionaal uiteenlopen als gevolg van regionale verschillen in economische groei en schaarstepremies (zie hoofdstuk 3). De onderzoekers stellen dat het niveau van de schaarstepremies goed te verklaren is door de onderliggende variabelen: de economische groei, de toename van het huishoudensinkomen en de uitbreiding van de woningvoorraad. Zij concluderen daarmee dat in gebieden met hoge schaarstepremies relatief weinig woningen zijn gebouwd, terwijl de economische groei de vraag heeft aangejaagd. Het woningtekort is in deze gebieden (vooral de Randstad) dan ook toegenomen. Ook het omgekeerde geldt: een lagere groei en een toename van de woningvoorraad leiden tot minder woningtekorten.

Aangezien hoge schaarstepremies in de benadering van Renes et al. (2006) tot uiting komen in lage reële gebruikskosten, is de betaalbaarheid voor zittende bewoners goed. Als woningprijzen dalen, zal de betaalbaarheid afnemen, de prijs van de woondienst die de koopwoning levert wordt hoger. Die afname ten opzichte van de inkomensontwikkeling zal binnen de marges zijn die de onderzoekers hebben geconstateerd;

Figuur 4.2
Betaalbaarheid en competitie per woningmarktgebied (31), 2006



Bron: Haffner et al. (2008) op basis van WoON 2006 en CBS gegevens (OTB-bewerking)

Een betaalbaarheidsratio van 85 procent betekent dat 85 procent van de woningen in een woningmarktgebied voor een huishouden betaalbaar is. Een competitie-indicator van 2 betekent dat er voor elke woning in een woningmarktgebied twee potentiële kandidaten (huishoudens) zijn.

Renes et al. (2006: 40) stellen dat de reële gebruikskosten van een koopwoning over de laatste twintig jaar niet noemenswaardig zijn veranderd. Omdat dit een langetermijntrend is, zal een kleine daling van de woningprijzen het beeld niet veel veranderen. Ook zal dit de nationale schaarstepremie niet verhogen. Deze was immers relatief laag, en op nationaal niveau werden er geen extra vermogenswinsten behaald; alleen die winsten die zijn gefundeerd in de economische groei en de te verwachten verandering in de rentestand. Een gedragsreactie van eigenaren zal naar verwachting dan ook niet optreden, omdat goedkopere woningen in de huursector vaak niet tot de keuzeset van eigenaren-bewoners behoren.

4.5.2 Regionale verschillen in financiële bereikbaarheid

Zoals in hoofdstuk 3 is beschreven, is het voor het toetreden tot de koopwoningmarkt belangrijk of een huishouden de woning met een lening kan financieren, aangeduid als het 'financiële bereikbaarheids- of toegankelijkheidsprobleem'. Renes et al. (2006) brengen dit probleem in kaart met een veronderstelling over de leencapaciteit van huishoudens op basis van gegevens uit het Woningbehoefteonderzoek van 2002. Hieruit blijkt

dat 46 procent van de huishoudens de gemiddelde woning in de lokale woningmarkt niet kan kopen. In Amsterdam is het aandeel met 57 procent van de huishoudens het hoogst, terwijl in het noorden (Groningen en Friesland), in Flevoland en Zeeland maximaal 40,5 procent (het minimum is 33 procent) van de huishoudens de gemiddelde woning niet kan financieren. De financiële bereikbaarheid van woningen hangt sterk samen met de economische ontwikkeling en de ontwikkeling van de inkomens in een regio. Ook Haffner et al. (2008) definiëren een zogenaamde betaalbaarheidsratio (zie ook Brounen & Neuteboom 2006). Deze geeft, uitgaande van een koopquote⁶ van 35 procent, aan welk aandeel van de woningen toegankelijk is in een bepaalde regio en een bepaald tijdsbestek. Voor de periode 1985-2006 wordt geconcludeerd dat starters werden geconfronteerd met een verslechtering van hun mogelijkheden op de markt. Ten eerste is het aanbod waaruit zij konden kiezen verminderd, ten tweede is ook de vraag en daarmee de concurrentie (ofwel het aantal huishoudens dat voor dezelfde woningen in aanmerking komt) aanmerkelijk toegenomen. Per saldo blijkt hieruit het effect van de prijsstijging van koopwoningen in combinatie met de hierbij achtergebleven inkomensontwikkeling. Haffner et al. (2008) concluderen

dat starters vanuit de huursector vergeleken met starters die in de koopsector starten beter af zijn, omdat hun inkomen vaak hoger is vanwege een langere arbeidscarrière.

Omdat de mate van betaalbaarheid afhangt van het huishoudensinkomen van een (potentiële) koper enerzijds, terwijl de woonuitgaven anderzijds grotendeels worden bepaald door het niveau van de woningprijs, zijn er grote regionale verschillen, zoals figuur 4.2 laat zien. Voor de betaalbaarheidsindicator geldt dat hoe donkerder het paars, des te minder huishoudens woningen binnen hun bereik hebben. Voor de concurrentie-indicator geldt dat hoe donkerder het vlak, des te meer huishoudens met elkaar moeten concurreren. Relatief meer ontspanning (tweemaal lichter paars) is zichtbaar in het noorden, oosten en het zuiden. Daar passen de aangeboden koopwoningen beter binnen de financiële mogelijkheden van huishoudens. Daar staat tegenover dat in sommige regio's, met Zuid-Limburg als belangrijkste voorbeeld, de omvang van het aanbod zodanig beperkt is dat veel huishoudens concurreren om het bescheiden aanbod. In de regio Haarlem is de spanning het grootst (tweemaal donkerder paars); rond de vier grote steden, met uitzondering van de regio Den Haag, is de spanning relatief minder.

Op voorwaarde dat het goed gaat met de individuele huishoudensinkomens en de overige omstandigheden niet veranderen (zoals een stabiele rente), zal het toetreden tot de woningmarkt voor starters gemakkelijker zijn geworden vanwege de betere betaalbaarheid van de woningen. Mogelijk neemt ook de concurrentie om de betaalbare woningen toe, als er geen grote tegenvallers zijn wat betreft het inkomen.

4.5.3 Regionale krimp en woningbouw

Volgens de regionale bevolkings- en huishoudensprognoses van CBS en PBL zal een toenemend aantal gemeenten te maken krijgen met een afname van het aantal huishoudens (zie ook Verwest et al. 2008; Verwest & Van Dam 2010). Een huishoudensafname betekent op termijn voor een lokale woningmarkt dat deze wat meer ontspannen wordt of zelfs moet gaan krimpen. Een meer ontspannen woningmarkt zal voor de consument (als vrager van woondiensten) prettig zijn, aangezien de markt meer kenmerken zal gaan vertonen van een vragersmarkt.

Voor de aanbieders van woningen zullen de risico's van het woningeigendom zichtbaar worden in de vorm van een overaanbod van woningen, leegstand, stagnatie van doorstroming op de koopmarkt omdat eigenaren hun woning niet kunnen verkopen, en een concentratie van huishoudens met lagere inkomens (Van Dam et al. 2006; Verwest et al. 2008).

De gevolgen voor de woningprijzen en de leefomgeving laten zich raden. De leegstand doet zich vooral voor in de (sociale) huursector. Maar ook de goedkope koopwoningvoorraad is kwetsbaar, in het bijzonder als sociale verhuurders hun woningen proberen te verkopen om leegstand te voorkomen. Volgens de genoemde onderzoekers slaan de negatieve gevolgen neer in de minst aantrekkelijke woongebieden. Dat zijn veelal de minder aantrekkelijke woonwijken in de centrumgemeenten van de regio.

Als gevolg van de kredietcrisis is de kans groot dat dit soort mechanismen eerder hun beslag krijgen dan gedacht. Als er bijvoorbeeld werkgelegenheid wegvloeit uit een regio, is het nog maar de vraag of die zich in betere economische tijden herstelt. De woningprijzen zullen zich dan niet kunnen herstellen en ook de leegstaande woningen zullen dan niet meer bezet raken. Verwest et al. (2008) adviseren dat een transformatieopgave nodig is, omdat de krimp volgens de voorspellingen als structureel probleem is te beschouwen. De opgave ligt in het verkleinen en veranderen van de woningvoorraad (ook door sloop), in combinatie met het temperen van de nieuwbouw en het stimuleren van de herstructurering. Dit moet in de zogenaamde krimpregio's (regio's waarin meerdere buurgemeenten krimpen) in overleg gebeuren. Dit om te voorkomen dat in alle gemeenten hetzelfde gebeurt en er per saldo geen oplossingen worden geboden voor problemen als leegstand en verval (zie ook Verwest & Van Dam 2010).

4.5.4 Andere regionale effecten

Er zijn nog andere regionale effecten te onderkennen, zoals die rondom het surplus uit de grondexploitatie, de doorstroming en de vraag naar sociale huurwoningen. Het grondexploitatie-surplus is ongelijk verdeeld over Nederland. Volgens De Wildt et al. (2005) hebben vooral de landelijke gebieden in de Randstad een groot surplus. Hoge grondproductiekosten in stedelijke gebieden kunnen het overschot doen omslaan in een tekort, waardoor er extra bijdragen nodig zijn om de begroting sluitend te krijgen. Een bijzondere variant hier is de herstructurering van stedelijke gebieden. Kortom, de effecten van de dalende woningprijzen op de grondexploitatie zullen regionaal verschillend uitpakken. De jaarlijkse kans op doorstroming van een huur- naar een koopwoning wordt volgens Renes en Jókövi (2008) bepaald door de woningmarktkenmerken: de samenstelling van de voorraad naar sector, de toename van de koopwoningvoorraad en de relatieve prijsverhouding tussen koop- en huurwoningen. Huishoudens met een laag inkomen blijken minder keuzemogelijkheden te hebben, omdat de gebruikskosten voor een huurwoning duidelijk lager zijn dan voor een koopwoning (zie ook Schilder & Conijn

2009). Naarmate de financiële kloof tussen huren en kopen groter is, wordt er minder doorgestroomd. Dat geldt dus vooral voor krappe markten (Renes & Jókóvi 2008). Als prijzen dalen, neemt de mobiliteit ook af. Een geringe doorstroming leidt in het algemeen tot een grotere inkomensmix in de huursector; een hoge doorstroming niet, die leidt juist tot meer eigenaren-bewoners in alle inkomensklassen. Als er een periode van (geleidelijke) woningprijsdalingen in het verschieft ligt, zal de huursector qua inkomen op basis van deze onderzoeksresultaten minder snel marginaliseren. Sociale verhuurders hebben in het algemeen te maken met wachtlijsten, aangezien de woningen die van goede kwaliteit zijn onder de marktprijs worden aangeboden. Dat levert in beginsel weinig risico op leegstand op. Zoals hiervoor uiteengezet, kan dat in krimpgebieden nog weleens anders liggen, waardoor woningcorporaties in deze regio's op termijn (en soms nu al) met dezelfde risico's en problemen te maken krijgen als andere woningbezitters.

4.6 Combinatie van effecten

In deze paragraaf gaan we in op de gevolgen van het tegelijkertijd optreden van verschillende effecten, al was het in het voorgaande al lastig om de verschillende effecten afzonderlijk te bespreken. De verschillende effecten treden immers veelal simultaan op. Zo is hiervoor al stilgestaan bij allerlei effecten die tezamen de vraag naar koopwoningen zullen drukken (achterblijvende inkomens, afgenomen financiële vermogens, beperkter kredietvolume, beperkingen in kredietregels, mogelijk stijgende rente, minder verhuismobiliteit, aanpassing van aspiraties bij de woningkwaliteit). Een effect dat nog niet uitgebreid aan de orde is geweest, behalve bij de woningcorporaties en in relatie tot krimp, is het effect van een overschot aan woningen die op de koopwoningmarkt belanden. Als huishoudens in de betalingsproblemen komen of huurwoningen leeg staan, worden huurwoningen te koop aangeboden, waardoor de neerwaartse druk op de woningprijs wordt opgevoerd.

De voorgaande paragrafen laten zien dat de woningmarkt complex is, dat veel variabelen aan elkaar zijn gerelateerd en dat de ontwikkelingen op de woningmarkt ook duidelijk (wederzijds) zijn gerelateerd aan de economische ontwikkelingen. Zo zal een verandering van woningprijzen leiden tot een verandering van het vermogen van huishoudens. Via het zogenaamde vermogenseffect kan de daling in woningprijzen leiden tot veranderingen in de consumptieve bestedingen, zodat het bbp verandert. En als het bbp afneemt, is een crisis dichtbij, waardoor de werkgelegenheid daalt, er vraaguitval is naar woningen en de cirkel rond is. Een

daling van de woningprijzen leidt ook tot een daling van residentiële investeringen, zeker als de woningprijzen lager worden dan de productiekosten. Dat heeft niet alleen effect op het bbp, maar ook op de vraag naar krediet voor residentiële investeringen. Deze vraag heeft ook invloed op het bbp. En veranderingen in het bbp hebben vervolgens weer invloed op de vraag naar woningen (van mindere kwaliteit), naar krediet en naar residentiële investeringen.

In hoofdstuk 2 zijn reeds de vermogenseffecten van dalende woningprijzen aan de orde gesteld. Het idee is dat een toename van de waarde van de bezittingen van huishoudens zich uit in een toename van de consumptieve bestedingen van huishoudens en omgekeerd. Dus als de prijzen dalen, zullen huishoudens minder gaan consumeren en meer gaan sparen. Dit versterkt de neerwaartse druk op het bbp. Een vergelijkbaar effect doet zich voor bij bedrijven die activa bezitten. Als deze in waarde stijgen, leidt dit tot een stijging van de kredietwaardigheid. Als de prijsstijging niet in overeenstemming is met de fundamentele marktverhoudingen, dan is er een zeepbel. Maar het is ook mogelijk dat het verwachte productiepotentieel van de onderliggende activa niet wordt gerealiseerd. In beide gevallen zullen de prijzen op termijn dalen. Daarmee werkt het vermogenseffect ook voor bedrijven in de andere richting als prijzen dalen en investeringen in bedrijven volgen. Als de waarde van de activa afneemt, neemt de kredietwaardigheid van bedrijven af. De kredietcapaciteit van financiële instellingen zal dan verminderen. Vanwege de vervluchtigende vermogens zullen zij gedwongen zijn om de geldverstrekking te beperken. Deze redenering verklaart waarom kredietverstrekkers procyclisch opereren.

Een ander gevaar van dalende woningprijzen is de afname van de residentiële investeringen. Als de prijzen te veel dalen, zal het niet meer rendabel zijn om nieuwbouw te realiseren. Daarmee wordt een inkomenseffect in werking gesteld. Veel werkgelegenheid zal verloren gaan, zowel in de bouwnijverheid als in aanpalende bedrijfstakken. Via de multiplier zal het nationale inkomen relatief meer dalen. Als tegenkracht moeten hier de residentiële investeringen in de bestaande voorraad worden beschouwd.

Een van de effecten die hiervoor nog niet aan de orde is geweest, is de inflatie. Deze zal naar verwachting toenemen, omdat er in de bestrijding van de mondiale kredietcrisis veel geld bij is gekomen. Een stijgende inflatie leidt in beginsel tot een hogere hypotheekrente (nominaal).

Verhuisketens zijn ook een complex samenhangend geheel. Als in een periode van laagconjunctuur veel huishoudens een verhuizing uitstellen, zal de vraag naar woningen afnemen en daalt het aantal transacties, zoals ook in deze kredietcrisis in Nederland is gebeurd (zie

hoofdstuk 1). Verhuisketens komen dan niet op gang, en er komen dan ook minder woningen vrij voor starters op de woningmarkt. De woningmarkt raakt op slot. Dit basisproces is afhankelijk van de ontwikkeling van de betaalcapaciteit van huishoudens en het vertrouwen van de woonconsument in de woningmarkt. Echter, er kan op termijn een verdere neerwaartse prijsreactie optreden. De vraag is dan hoe een woningmarkt die op slot is weer van het slot komt. Eerder is aangegeven dat dit mogelijk via de onderkant gaat verlopen, omdat daar op dit moment nog wordt gebouwd en verhuurd. Een ander reeds genoemd alternatief gaat uit van ommezwaai naar minder in plaats van meer kwaliteit.

4.7 Synthese

De woningprijsdaling in Nederland is, na de start van de kredietcrisis in de Verenigde Staten in 2007, enorm meegevallen. De vraag blijft evenwel of de prijzen inmiddels aan het oprabbelen zijn. De gematigde ontwikkeling van de woningprijs en het beperkte aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen hebben Nederland behoed voor een ineenstorting van de huizenmarkt. De verwachting is evenwel dat de oplopende werkloosheid, de dalende koopkracht, het toenemende aantal eigenaren dat de hypotheek niet meer kan aflossen, strengere regels bij banken voor de kredietverlening, een lagere mobiliteit van huishoudens in de koopsector, een groter beslag van de overheid op krediet en een mogelijke bijstelling van de aspiraties van kopers naar minder kwaliteit een neerwaarts effect zullen blijven hebben op de woningprijzen. De verwachting is dat de koopwoningmarkt niet terugkeert naar de uitbundige prijzengroei zoals die plaatsvond vóór de kredietcrisis.

Voor verschillende groepen woonconsumenten zijn er verschillende langetermijneffecten te onderkennen van de kredietcrisis op hun gedrag. De huurders vormen de groep woonconsumenten die door de huurregulering wordt beschermd in voor- en tegenspoed. Bij flinke leegstand zouden verhuurders de huren lager kunnen vaststellen, waardoor huren op de korte termijn dan zeer betaalbaar wordt.

Voor starters en doorstromers zijn de effecten van de kredietcrisis op de betaalbaarheid van het wonen verschillend. In alle gevallen is de individuele situatie wat betreft inkomensniveau en –ontwikkeling relevant. Zittende bewoners zullen – als het inkomen afneemt als gevolg van werkloosheid of scheiding – met betaalbaarheidsproblemen worden geconfronteerd, en bij verkoop mogelijk met een negatief eigen vermogen (restschuld). De verminderde prijsstijging zal de vaart uit de doorstroming halen, terwijl de lagere woningprijzen voor starters die er qua inkomen niet op achteruitgaan,

een koopwoning financieel beter bereikbaar maken. Toetreders tot de koopwoningmarkt verkeren daarmee weliswaar in een gunstiger positie vanwege lagere woningprijzen, maar de druk op de inkomens, de dreiging van een rentestijging en striktere hypotheekvoorwaarden zijn tegenwerkende krachten.

Voor doorstromers en starters is de verwachting dat de crisis, in combinatie met extra kwaliteitseisen aan woningen vanwege hogere duurzaamheidseisen, zal leiden tot een bijstelling van de aspiraties in de richting van een vraag naar minder woondiensten (lees: minder kwaliteit; bijvoorbeeld een kleinere woning).

Naast de woonconsumenten hebben ook andere actoren op de woningmarkt te maken met langetermijneffecten van de kredietcrisis. In de rol van aanbieder van woningen lijkt het risico voor corporaties beperkt te zijn, omdat de huurprijs is gereguleerd en gemiddeld lager zal zijn dan de markthuurlaag. Tevens zal de vraag naar sociale huurwoningen in crisistijden toenemen. En dat gebeurt niet alleen omdat gesubsidieerde producten en diensten hun eigen vraag creëren.

Als het gaat om nieuwbouw, ziet het beeld er voor beleggers, corporaties en bouwers minder rooskleurig uit. Omdat de beleggershuursector al jaren in een ongunstige concurrentiepositie verkeert tussen de gesubsidieerde sociale huursector en de fiscaal gefaciliteerde koopsector, werd er al voor de start van de kredietcrisis weinig nieuw gebouwd. Institutionele beleggers trekken zich ook terug uit de huursector vanwege onvoldoende te behalen rendement. Bij het afstoten van bestaande woningen wachten zij mogelijk betere tijden af, zodat de verkoop een hogere vermogenswinst oplevert.

Voor corporaties als woningbouwers, maar vooral voor projectontwikkelaars en gemeenten zal de nieuwbouw worden bemoeilijkt door onrendabele grondexploitaties. Mogelijk gaan de corporaties door het wegvallen van middelen meer (goedkopere) huurwoningen verkopen om zelf de benodigde middelen te vergaren. Voor alle actoren wordt een keuze voor minder kwaliteit in de nieuwbouw een realistische, zeker als ook consumenten hun ambities in die richting bijstellen.⁷

Ter compensatie van dit negatieve scenario geldt dat de investeringen in de bestaande bouw naar verwachting blijvend zijn, en zullen toenemen als huishoudens hun huidige woning (laten) aanpassen aan hun woonwensen. Als huishoudens in toenemende mate in hun huidige woning investeren en niet verhuizen, zullen deze activiteiten (deels) de wegvallende investeringen in nieuwbouw compenseren.

Bovendien geldt dat er in Nederland nog steeds een woningtekort is, hetgeen vraagt om actie. Deze actie zal regionaal verschillend moeten zijn, omdat onder andere ook de werkgelegenheidsontwikkeling (economische

groei), de inkomensgroei, de demografische groei en daarmee woningoverschotten en –tekorten regionaal variëren. Deze variabelen bepalen mede de prijs en de financiële bereikbaarheid van de huur- en koopwoning in de verschillende regio's.

De hiervoor besproken effecten zijn in dit hoofdstuk min of meer abstract uiteengegemaakt naar effecten op woningprijzen, effecten op groepen actoren en effecten in verschillende regio's. Echter, in de praktijk zullen deze effecten tegelijkertijd optreden dan wel sterk aan elkaar zijn gerelateerd. Zo zijn er effecten die tezamen de vraag naar koopwoningen zullen temperen, zoals de druk op de inkomens en de vraaguitval vanwege andere redenen. Daarnaast zullen de woningprijzen ook worden gedrukt door de verkoop van woningen als gevolg van betalingsproblemen van huishoudens dan wel de financieringswensen van corporaties. In krimpregio's gebeurt dat sneller dan in ontspannen regio's. Ook het mogelijke herstel zal in krimpregio's uitblijven. Als de prijzen eenmaal dalen, zal ook de nieuwbouwproductie worden geraakt en zal de kwaliteit van de woningen naar verwachting naar beneden worden bijgesteld. Waardedalingen worden verondersteld via de vermogenseffecten en de consumptie de ontwikkeling van het bbp te beïnvloeden. Een verminderde woningproductie doet dat ook. Daarnaast gaan dan banen verloren, waardoor het gemiddelde huishoudensinkomen zal dalen. De woningmarkt en de economie komen in een neerwaartse spiraal terecht, en het is vooralsnog niet duidelijk wanneer en hoe deze spiraal zal worden doorbroken. Voorlopig staan de signalen voor de woningmarkt op rood, in het bijzonder voor de woningprijzen, de mobiliteit van huishoudens en de nieuwbouwproductie.

Noten

- 1 Volgens Ewijk en Teulings (2009) heeft de versoepeling van de regels bij de financiële dienstverlening in de laatste decennia ook de woningprijzen opgedreven (in verband met het achterblijvende aanbod), maar is dit effect niet in een variabele te vatten, waardoor het ook ontbreekt in de schattingen van het CPB, zoals weergegeven in figuur 4.1.
- 2 Deze werd in 2004 geïntroduceerd en houdt in dat bij doorstroming eerst het opgebouwde vermogen uit de vorige eigen woning in de financiering van de volgende eigen woning (al dan niet fictief) moet worden ingebracht. Over dat deel van de financiering, ook al wordt een hypothecaire lening daarvoor afgesloten, is geen renteaftrek in de inkomstenbelasting mogelijk.
- 3 Van Hoek (2008) uit zijn zorgen dat de rentevoeten voor interbancaire leningen en staatsleningen weliswaar zijn gedaald als gevolg van de kredietcrisis, maar dat dit niet doorwerkt op de hypotheekmarkt (zie ook Blijie et al. 2010). Dan ontstaat een situatie van economische groeivertraging, zonder dat een rentedaling voldoende tegengas biedt.
- 4 Als dat zo is, ontstaat er vraaguitval, waardoor de eerder geconstateerde neerwaartse druk op de woningprijzen wordt versterkt.
- 5 Uiteraard is het woningtekort geen vast gegeven, maar beweegt dat tot op zekere hoogte mee met de economische ontwikkelingen.
- 6 Het deel van het besteedbare inkomen dat opgaat aan woonuitgaven.
- 7 Een toegenomen aanbod leidt tot een neerwaartse druk op de prijzen. Een keuze voor minder kwaliteit leidt mogelijk tot goedkoper bouwen, maar ook weer tot vraaguitval dat de prijzen verder omlaag zal stuwten.

Literatuur

- Aalbers, M. (2010), 'Redlining: terug van weggeweest', *Rooilijn* 43: 28-33.
- Abraham, J. & P.H. Hendershott (1996), 'Bubbles in Metropolitan Housing Markets', *Journal of Housing Research* 7: 191-207.
- Adams, J. (1995), *Risk*, London: UCL-press.
- Alessie, R. & A. Kapteyn (2002), 'Huizenprijzen en besparingen', in: R.J.M. Alessie, P.J.A. van Els & L.H. Hoogduin (red.), *De rol van vermogen in de economie*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde.
- Ball, M. & M. Grilli (1997), *Housing markets and economic convergence in the European Union*, London: The Royal Institution of Chartered Surveyors.
- Barr, N. (1998), *The economics of the Welfare state*, Oxford: Oxford University Press, 3rd edition.
- Besseling, P., L. Bovenberg, G. Romijn & W. Vermeulen (2008), 'De Nederlandse woningmarkt en overheidsbeleid: over aanbodrestricties en vraagsubsidies', in: F.J.H. Don (red.), *Agenda voor de woningmarkt*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde.
- Bijlsma, M. & W. Suyker (2008), *De kredietcrisis en de Nederlandse economie... in acht veelgestelde vragen*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Blijie, B., R. van Hulle, C. Poulus & P. Hooimeijer (2010), *Het wonen overwogen. De resultaten van het WoonOnderzoek Nederland 2009*, Den Haag: Ministerie van WWI/Centraal Bureau voor de Statistiek.
- Boelhouwer, P.J. (1999), *Koopprijsontwikkeling in internationaal perspectief*, Den Haag/Utrecht: DGVH/ NETHUR.
- 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: 363-378.
- Boelhouwer, P. & M. Haffner (2002), *Subjectsubsidiëring in de huursector onder de loep*, Den Haag: Ministerie van VROM.
- Boelhouwer, P.J., M.E.A. Haffner, P. Neuteboom & P. de Vries (2001), *Koopprijsontwikkeling en de fiscale behandeling van het eigen huis*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Boumeester, H. & C. Lamain (2010), *Eigen Huis Marktindicator. 4e kwartaal 2009*, Delft: Onderzoeksinstituut OTB.
- Brounen, D. & P. Neuteboom (2006), 'De veranderende positie van de starter op de Nederlandse koopwoningmarkt', *TPE* 27 (6): 107-123.
- Buijink, C. (2010), 'Door de recessie heen naar structureel herstel', *ESB* 94 (4563): 13-18.
- Case, K.E. & R.J. Shiller (2003), 'Is There a Bubble in the Housing Market?', *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 299-362.
- Case, K.E. & J.M. Quigley (2008), 'How Housing Booms Unwind: Income Effects, Wealth Effects and Feedbacks through Financial Markets', *European Journal of Housing Policy* 8: 161-180.
- Centraal Planbureau (2010), *Economische Verkenning 2011-2015*, Den Haag: CPB.
- Chen, M.C. (1998), 'House price dynamics and Granger causality: an analysis of Taipei new dwelling market', *Journal of the Asian Real Estate Society* 1: 101-126.
- Chomischengphet, S. & A. Pennington-Cross (2006), 'The evolution of the subprime mortgage market', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February 2006: 31-56.
- Claessens, S., M. Ayhan Kose & M.E. Terrones (2008a), *What happens during recessions, crunches and busts?*, Washington, D.C.: International Monetary Fund, Working Paper 08/274.
- Claessens, S., M. Ayhan Kose & M.E. Terrones (2008b), 'When Crises Collide', *Finance and Development*, December 2008: 26-28.
- Claessens, S., M. Ayhan Kose & M.E. Terrones (2009), 'What happens during recessions, crunches and busts?', *Economic Policy*, October 2009: 653-700.
- Colwell, P.F. (2002), 'Tweaking the DiPasquale-Wheaton Model', *Journal of Housing Economics* 22: 24-39.
- Commissie Sociaal-Economische Deskundigen (2010), *Naar een integrale hervorming van de woningmarkt*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- Conijn, J.B.S. (1995), *Enkele financieel-economische grondslagen van de volkshuisvesting*, Delft: Delftse Universitaire Pers.
- Dam, F. van, C. de Groot & F. Verwest (2006), *Krimp en ruimte. Bevolkingsafname, ruimtelijke gevolgen en beleid*, Rotterdam/Den Haag: NAI Uitgevers/Ruimtelijk Planbureau.
- Davies, J.B. & A.F. Shorrocks (1999), 'The Distribution of Wealth', in: A.B. Atkinson & F. Bourguignon (eds.), *Handbook of Income Distribution: Volume 1*, Amsterdam: Elsevier Science bv.

- De Nederlandsche Bank (2010), *In het spoor van de crisis. Achtergronden bij de financiële crisis*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank nv.
- DiPasquale, D. & W.C. Wheaton (1992), 'The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework', *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 20: 181-197.
- DiPasquale, D. & W.C. Wheaton (1994), 'Housing Market Dynamics and the Future of Housing Prices', *Journal of Urban Economics* 35: 1-27.
- Dol, K., H. van der Heijden & M. Oxley (2010), *Economische crisis, woningmarkt en beleidsinterventies; een internationale inventarisatie*, Delft: Onderzoeksinstituut OTB.
- Doms, K., B. van Damme, S. Winters, V. Bilsen & E. Buyst (2001), *Op zoek naar eigendom. Een onderzoek naar de overheidssteun voor eigenaar van woningen*, Leuven: Katholieke Universiteit Leuven, Hoger instituut voor de arbeid.
- Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (2007), *Beperking hypotheekrenteaftrek: gevolgen voor bouwproductie en woningmarkt*, Amsterdam: EIB.
- Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (2009), *Verkenning effecten stimuleringsmaatregelen rond de woningbouw*, Amsterdam: EIB.
- Elsinga, M. (1995), *Een eigen huis voor een smalle beurs: het ideaal voor bewoner en overheid?* Delft: Delftse Universitaire Pers.
- Elsinga, M.G. & J.B.S. Conijn, m.m.v. A.A.A. Mariën (2001), *Woonuitgaven en woonkosten van huishoudens*, Delft: DUP Science.
- Elsinga, M., M.E.A. Haffner & H.M.H. van der Heijden (2008a), *Idealen van woonbeleid: legitimatie & financiering*, Rotterdam: SEV.
- Elsinga, M., H. van der Heijden & P. Neuteboom (2008b), *Financieel economische risico's van het wonen*, Delft: Technische Universiteit Delft.
- End, W.A. van den, J.I. Kakes, M.C.J. van Rooij & A.C.J. Stokman (2002), *Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen: analyse op basis van een enquête*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank, Onderzoeksrapport WO nr. 687.
- Eskinasi, M. (2011), 'Regionale woningmarktsimulaties met "Houdini"', *Tijdschrift voor de Volkshuisvesting* 17, 2: 23-28.
- European Central Bank (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, Frankfurt am Main: ECB.
- Ewijk, C. van & C. Teulings (2009), *De grote recessie. Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- Fair, R.C. (1972), 'Disequilibrium in Housing Models', *Journal of Finance* 27: 207-221.
- Ferguson, R.W. (2005), *Recessions and Recoveries Associated with Asset-Price Movements: What Do We Know?*, Speech given at the Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, California, Washington D.C.: Federal Reserve Board.
- Francke, M. (2010a), *Casametrics. The art of modelling and forecasting the market value of houses*, Amsterdam: Francke.
- Francke, M. (2010b), 'Is de Nederlandse woningmarkt overgewaardeerd?', *NVMagazine* 4 (1): 23.
- Gallin, J. (2006), 'The Long-Run Relationship between House prices and Income: Evidence from Local Housing Markets', *Real Estate Economics* 34: 417-438.
- Geltner, D. & N.G. Miller (2001), *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, Mason, Ohio: South-Western Publishing.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord & C. André (2006), *Recent House Price Developments. The Role of Fundamentals*, Paris: OECD Economics Department, Working Papers No. 475.
- Glaeser, E.L., J. Gyourko & A. Saiz (2008), 'Housing Supply and Housing Bubbles', *Journal of Urban Economics* 64: 198-217.
- Grootenboer, A. & M. Mulder (2010), *Crisismaatregelen gemeenten*, Amsterdam: EIB.
- Gstach, D. (2007), 'The Housing Rental Rate Elasticity of Aggregate Consumption: A Panel Study for OECD Countries', *European Journal of Housing Policy* 7: 367-382.
- Gstach, D. (2010), 'The Rental Housing Market', in: P. Arestis, P. Mooslechner & K. Wagner (eds.), *Housing Market Challenges in Europe and the United States*, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Haffner, M.E.A. (1999), *Kosten en uitgaven van eigenaar-bewoners. Een fiscaal-economische vergelijking tussen West-Europese landen*, Delft, Delft University Press.
- Haffner, M.E.A. (2005), *Appel voor de dorst? Vermogen van ouderen op de woningmarkt*, Utrecht: DGW/NETHUR.
- Haffner, M.E.A. (2009), 'Subsidization as motor to residential mortgage securitization in the US', *Journal of Housing and the Built Environment* 24: 337-351.
- Haffner, M. & K. Heylen (2008), *Betaalbaarheid van het wonen. Gebruikskosten in Vlaanderen en Nederland*, Leuven: Vlaamse Gemeenschap, Programma Steunpunten voor Beleidsrelevant Onderzoek.
- Haffner, M. & P. de Vries (2010), 'Dutch house prices and tax reform', in: S. Miranda (ed.), *Housing and Tax Policy*, Sydney: Australian Tax Research Foundation.
- Haffner, M., M. Elsinga & J. Hoekstra (2008), 'Rent Regulation: The Balance between Private Landlords and Tenants in Six European Countries', *European Journal of Housing Policy* 8: 217-233.
- Haffner, M., H. Boumeester, K. Dol, R. Goetgeluk & P. Neuteboom, m.m.v. C. Lamain & G. Mariën (2008), *Woonuitgaven 2002-2006 in beeld*, Delft: Onderzoeksinstituut OTB.
- Haffner, M., J. Hoekstra, M. Oxley & H. van der Heijden (2009), *Bridging the gap between market and social rented housing in six European countries*, Amsterdam: IOS Press BV.

- Hamnett, C., M. Harmer & P. Williams (1991), *Safe as Houses. Housing Inheritance in Britain*, London: Paul Chapman Publishing Ltd.
- Hancock, R., S. Katbamna, G. Marin, H. Clarke & R. Stuchbury (2002), *Attitudes to inheritance. An exploratory study*, York: Joseph Rowntree Foundation.
- Harris, J.C. (1989), 'The effects of real rates of interest on housing prices', *Journal of real estate finance and economics* 2: 47-60.
- Himmelberg, C., C. Mayer & T. Sinai (2005), 'Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions', *Journal of Economic Perspectives* 19: 67-92.
- Hof, B., C. Koopmans & C. Teulings (2006), *Een nieuw fundament. Borging van publieke belangen op de woningmarkt*, Amsterdam: SEO economisch onderzoek.
- Hoek, T. van (2008), *De Vastgoedlezing 2008. Crisis op de Nederlandse woning- en vastgoedmarkt?*, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Hoekstra, J. & H. van de Heijden (2001), 'Groeiende capaciteitstekorten in de woningbouw', *Bouwmarkt*, juli 2001: 6-8.
- Holt, D., M. Hek, R. Hegeman, B. Stek & G. Achterberg (2009), *Monitoring 1e tranche stimuleringsregeling woningbouw*, Rotterdam: ECORYS Nederland BV.
- Hort, K. (1998), 'The determinants of urban house price fluctuations in Sweden 1968-1994', *Journal of Housing Economics* 7: 93-120.
- IMF (2008), *World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2009), *World Economic Outlook April 2009. Crisis and Recovery*, Washington, D.C., International Monetary Fund.
- Jong, A. de, L. van den Broek, S. Declerck, S. Klaver & F. Vernooij (2008), *Regionale woningmarktgebieden: verschillen en overeenkomsten*, Rotterdam/Den Haag: NAI Uitgevers/Ruimtelijk Planbureau.
- Kleijn, W. van der (2009), 'De doorstroommarkt is voorbij, daarom zullen de prijzen dalen', *Vastgoed Journaal* 3 september 2009.
- Koutsoyiannis, A. (1979), *Modern Microeconomics*, London: The Macmillan Press Ltd., 2nd edition.
- Kranendonk, H. & J. Verbruggen (2008), *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?* Den Haag: Centraal Planbureau.
- Kroes, N. (2009), *Steenmaatregelen nr. E 2/2005 en N 642/2009 – Nederland Bestaande steun en bijzondere projectsteun voor woningcorporaties*, <http://www.europadecentraal.nl/documents/abc2010007462ccourtesytranslationofdecision15december20091.pdf>.
- Levin, E.J. & R.E. Wright (1997), 'Speculation in the housing market', *Urban Studies* 34: 1419-1437.
- Lockhart III, J.B. (2007), *Fannie Mae and Freddie Mac: The need for GSE reform now*, Washington, DC: American Enterprise Institute (speech), <http://www.oftheo.gov/media/speeches/revisedAEI121207.pdf>.
- MacLennan, D. & R. Williams (1990), *Affordable Housing in Britain and the United States*, York: Joseph Rowntree Foundation.
- Malpezzi, S. (1999), 'A simple error correction model of house prices', *Journal of Housing Economics* 8: 27-62.
- Mankiw, H.G. & D.N. Weil (1989), 'Baby boom, baby bust and the housing market', *Regional Science and Urban Economics* 19: 235-258.
- Martens, M. (1988), 'Owner-occupied Housing: a Tenure in Transition', in: M. Ball, M. Harloe & M. Martens (eds.), *Housing and Social Change in Europe and the USA*, London & New York: Routledge.
- Martens, M. (2009), 'De implosie van een woningmarkt', *Tijdschrift voor de Volkshuisvesting* 15 (6): 12-17.
- Middelkoop, M. van (2010), 'Hypotheekcrisis' in regionaal perspectief', *ESB* 95(4592): 537-539.
- 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, 1998.
- Monk, S. & C.M.E. Whitehead (1996), 'Land supply and housing', *Housing Studies* 11: 407-423.
- Monk S., C.M.E. Whitehead, H. Jarvis & W. Russell (1999), *The use of residential land and house prices as a planning tool*, Conference paper, The Cutting Edge.
- Muellbauer, J. & A. Murphy (1994), *Explaining regional house prices in the UK*, Dublin: University College Dublin, Department of Economics, Working Paper WP94/21.
- Muellbauer, J. & A. Murphy (1997), 'Booms and busts in the UK housing market', *Economic Journal* 107: 1701-1727.
- Murphy, A. (2010), 'House Price and Other Housing Market Data: a User's Perspective', in: P. Arestis, P. Mooslechner & K. Wagner (eds.), *Housing Market Challenges in Europe and the United States*, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Muth, R.F. (1960), 'The Demand for Nonfarm Housing', in: A.C. Harberger (ed.), *The Demand for Durable Goods*, Chicago: University of Chicago Press.
- Oort, F., van, T. de Graaff, G. Renes & M. Thissen (2008), 'Economische dynamiek en de Randstedelijke woningmarkt', in: F.J.H. Don (red.), *Agenda voor de woningmarkt*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde.
- Peltzman, S. (2000), 'Prices Rise Faster than They Fall', *Journal of Political Economy* 108: 466-502.
- Peng, R. & W.C. Wheaton (1994), 'Effects of restrictive land supply on housing in Hong Kong: An econometric analysis', *Journal of Housing Research* 5: 263-291.
- Poterba, J.M. (1984), 'Tax subsidies to owner-occupied housing: An asset-market approach', *Quarterly Journal of Economics* 99: 729-752.

- Priemus, H. (2000), *Mogelijkheden en grenzen van marktwerking in de volkshuisvesting*, Utrecht: DGVH/ NETHUR.
- Priemus, H. (2010), 'The credit crunch: impacts on the housing market and policy responses in the Netherlands', *Journal of Housing and the Built Environment* 25: 95-116.
- Rabobank (2008), *De conjunctuur voorbij. De economie tot en met 2014*, Utrecht: Rabobank, Kennis en Economisch Onderzoek.
- Ras, M., I. Ooms & E. Eggink (2010), *Kopers in de knel? Een scenariostudie naar de gevolgen van de crisis voor huiseigenaren met een hypotheek*, Den Haag: Sociaal en Cultureel Planbureau.
- Reichert, A.K. (1990), 'The impact of interest rates, income and employment upon regional housing prices', *Journal of real estate finance and economics* 3: 373-391.
- Reinhart, C.M. & K.S. Rogoff (2008a), *This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis*, Cambridge, MA: NBER, working paper 13882.
- Reinhart, C.M. & K.S. Rogoff (2008b), *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, Cambridge, MA: NBER, working paper 14587.
- Reinhart, C.M. & K.S. Rogoff (2009), *The Aftermath of Financial Crises*, Cambridge, MA: NBER, working paper 14656.
- Reinhart, C.M. & K.S. Rogoff (2010), *Growth in a Time of Debt*, Cambridge, MA: NBER, Working Paper No. 15639.
- Renes, G. & M. Jókovi (2008), *Doorstroming op de woningmarkt. Van huur naar koop*, Rotterdam/Den Haag: NAI Uitgevers/Planbureau voor de Leefomgeving.
- Renes, G., M. Thissen & A. Segeren (2006), *Betaalbaarheid van koopwoningen en het ruimtelijk beleid*, Rotterdam/Den Haag: NAI Uitgevers/Ruimtelijk Planbureau.
- Schilder, F. & J. Conijn (2009), *De dubbele kloof tussen koop en huur – Omvang, Oorzaken en Consequenties*, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Sheiner, L. (1995), 'Housing Prices and the Savings of Renters', *Journal of Urban Economics* 38: 94-125.
- Shiller, R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, New Jersey: Princeton University Press.
- Shiller, R.J. (2007), *Understanding recent trends in house prices and home ownership*, Cambridge, MA: NBER, Working Paper 13553.
- Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (2009), *Jaarverslag 2008*, Zoetermeer, Stichting WEW.
- Thissen, M., M. Burger & F. van Oort (2010), 'Huizenprijzen, luchtballen en stedelijke groei', *TPEdigitaal*, 4 (2): 73-92.
- Tsatsaronis, K. & Z. Haibin (2003), 'What drives house price dynamics: cross-country evidence', *BIS Quarterly Review*, March 2003: 65-78.
- Vandenbroucke, P., E. Buyst, S. Winters, M. Elsinga, M. Haffner & J. Hoekstra (2007), *Naar een aanbodbeleid voor de Vlaamse private huurmarkt*, Brussel: Ministerie van de Vlaamse Gemeenschap, Departement RWO-Woonbeleid.
- Verbruggen, J.P., H.C. Kranendonk, M. van Leuvensteijn & M. Toet (2005), *Welke factoren bepalen de ontwikkeling van de huizenprijs in Nederland?* Den Haag: Centraal Planbureau.
- Verwest, F. & F. van Dam (2010), *Van bestrijden naar begeleiden: demografische krimp in Nederland. Beleidsstrategieën voor huidige en toekomstige krimpregio's*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Verwest, F., N. Sorel & E. Buitelaar (2008), *Regionale krimp en woningbouw. Omgaan met een transitieopgave*, Rotterdam/Den Haag: NAI Uitgevers/Planbureau voor de Leefomgeving.
- Visser, P., F. van Dam & P. Hooimeijer (2008), 'Residential environment and spatial variation in house prices in the Netherlands', *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie* 99: 348-360.
- VVD-CDA, (2010), *Vrijheid en verantwoordelijkheid*. Regeerakkoord VVD-CDA, Den Haag. http://www.kabinetsformatie2010.nl/Actueel/Pers_en_nieuwsberichten/2010/oktober/Opstellen_biedt_eindverslag_aan.
- Vries, P. de & P.J. Boelhouwer (2001), 'House price development and the fiscal treatment of homeownership', in: *Housing and Urban Development in New Europe*, Warsaw: Polish Academy of Science, Institute of Geography.
- Vries, P. de & P.J. Boelhouwer (2005), 'Local house price developments and housing supply', *Property Management* 23: 80-96.
- Vries, P. de & P. Boelhouwer (2006), *Woningkwaliteit, woningprijs en conjunctuur. De invloed van de conjunctuur op gevraagde woningkwaliteit en prijs-kwaliteitverhouding*, Utrecht: DGW/NETHUR.
- Vries, P. de & P.J. Boelhouwer (2009), 'Equilibrium between interest payments and income in the housing market', *Journal of housing and the built environment* 24: 19-29.
- Vries, P. de & E. van der Wal (2009), 'De impact van de kredietcrisis op de koopwoningmarkt', *ESB* 94 (4568): 571.
- Wildt, R., de, G. Keers, J. van der Schaar, H. van der Heijden, P. de Vries & H. Boumeester (2005), *Marktimperfecties in de woningbouw*, Amsterdam/Delft, RIGO Research en Advies BV/Onderzoeksinstituut OTB.
- Winters, S., F. Heremans, M. Elsinga, A. Marchal, B. Vandekerckhove & G. van Steen (2004), *Op weg naar een Vlaamse huursubsidie*, Leuven: Ministerie van de Vlaamse Gemeenschap, Afdeling Woonbeleid Kenniscentrum voor Duurzaam Woonbeleid.

Winky, K.O.H. & S. Ganesan (1998), 'On land supply and the price of residential housing', *Netherlands Journal of Housing and the Built Environment* 13: 439-452.

Zelman, I.L., D. McGill, J. Speer & A. Ratner (2007), *Mortgage Liquidity du Jour: Underestimated No More*, Credit Suisse, Equity Research paper, 12 March 2007.

Planbureau voor de Leefomgeving

Postadres
Postbus 30314
2500 GH Den Haag

Bezoekadres
Oranjevuitensingel 6
2511 VE Den Haag
T +31 (0)70 3288700

www.pbl.nl

Juni 2011