



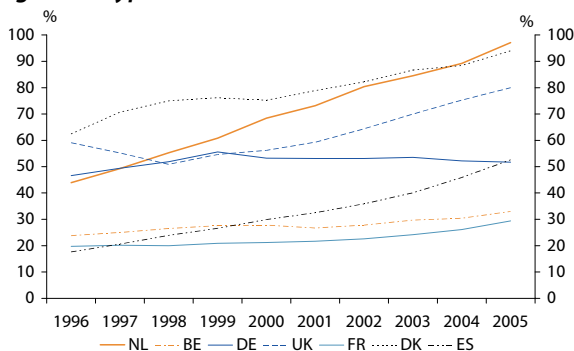
Woningmarkt geen kaartenhuis

Naar aanleiding van de recente problemen op de Amerikaanse huizenmarkt zijn er economen die ook een 'bubble' menen waar te nemen in de Nederlandse huizenmarkt. De kans dat dergelijke problemen zich ook in Nederland voor zullen doen is echter gering. Dit Themabericht verklaart de nationale invloeden op de koopwoningenmarkt in Nederland. Vanuit dit nationale perspectief zijn wij positief over de toekomstige prijsontwikkeling op de Nederlandse woningmarkt. Naar onze mening is dan ook absoluut geen sprake van een zeepbel. Wij voorzien voor 2007 en 2008 een verdere stijging van de huizenprijzen met respectievelijk 4¼% en 3¼%.

Eenzijdig negatief beeld woningmarkt Nederland

Eens in de zoveel jaar verschijnt een somber rapport over de vooruitzichten van de huizenprijsontwikkeling in ons land. Dit keer spraken analisten van zakenbank NIBC hun zorg over een 'bubble' op de Nederlandse huizenmarkt uit. Zij wijzen op de hoge schuldratio's in de Nederlandse markt. Ten opzichte van het BBP bedraagt de netto uitstaande hypotheekschuld inmiddels meer dan 100%. Dit is inderdaad hoog, zeker ten opzichte van andere EU-landen (figuur 1).

Figuur 1: Hypotheekschuld – BBP ratio



Bron: EMF

Ook de Loan-to-foreclosure-value, die de uitstaande hypotheekschuld aan de woningwaarde relateert, is met circa 65% relatief hoog. Wordt uitsluitend gekeken naar nieuwe hypotheekleningen, dan is deze waarde zelfs meer dan 100%. Bovendien stijgt de schuld in verhouding tot het inkomen in Nederland sneller dan

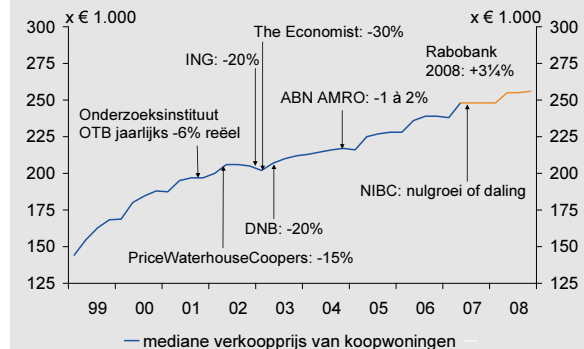
in bijvoorbeeld de VS.

Daarnaast neemt de totale schuld van Nederlandse huishoudens ten opzichte van het spaargeld toe van circa 80% eind jaren-80 tot circa 200% nu. Ook wordt meer dan voorheen gebruik gemaakt van risicovoller geachte hypotheekleningen, zoals bijvoorbeeld de aflossingsvrije hypotheek. Daarbij wordt een deel van deze leningen weer doorgeplaatst naar eindbeleggers door middel van securitisatie, net als in de VS.

Box 1: Historische negatieve verwachtingen

De eerste helft van dit decennium hebben verschillende onderzoekers (aanzienlijke) prijsdalingen voorspeld op de Nederlandse woningmarkt (figuur 2). Ondanks de mindere economische periode heeft de Rabobank deze meningen terecht niet gedeeld. Meer recent voorzien onderzoekers van NIBC ondanks het gunstig economisch tij een nulgroei of daling van de Nederlandse huizenprijzen. Ook nu deelt de Rabobank deze mening niet. Wel kan de kapitaalmarktrente in 2008 verder oplopen, maar het structurele tekort aan woningen en de tegenvallende nieuwbouw zal de prijzen ook komend jaar verder opdrijven.

Figuur 2: Verwachte daling huizenprijzen Nederland



Bron: ABN AMRO, DNB, Economist, ING, NIBC, OTB, PWC, Rabobank

Voor genoemde feiten kloppen en kort achter elkaar gezet kan het een eenzijdig negatief beeld oproepen van de Nederlandse woningmarkt. Dit is echter niet terecht. Reeds in het vroege voorjaar van 2007 hebben wij het Themabericht 'Geen Amerikaanse toestanden' op de Nederlandse huizenmarkt' gewijd aan de cruciale verschillen tussen de woningmarkten

in Nederland en de VS. Woningmarkten zijn namelijk sterk nationaal georiënteerd en Nederland vormt hierop geen uitzondering. Sterker nog, de betrokkenheid van de Nederlandse overheid bij de nationale woningmarkt is zo groot dat internationale vergelijkingen zonder nationale context weinig zinvol zijn.

Omgevingsfactoren Nederlandse woningmarkt Overheidsbeleid

De belangrijkste reden voor het oplopen van de Nederlandse hypotheekschuld is dat het financieel aantrekkelijk is om een eigen woning te financieren met vreemd vermogen. Dit komt onder andere door het overheidsbeleid. Zo stimuleert de hypotheekrenteaftrek al meer dan 100 jaar het bezit van de woning die dient als hoofdverblijf. Tot de meer recente overheidsinterventies in de woningmarkt behoren startersleningen die in veel Nederlandse gemeenten worden geïntroduceerd. Deze leningen stellen starters in staat om een woning te financieren die anders (net) niet tot hun financiële mogelijkheden zou behoren.

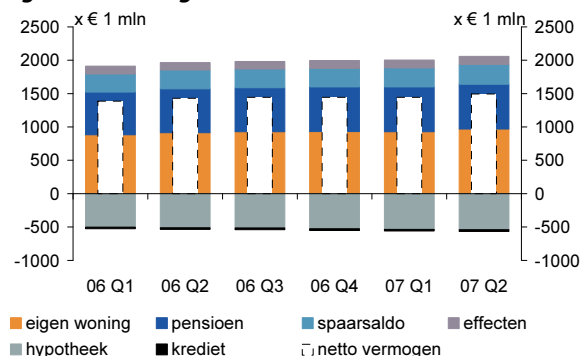
Bovendien zijn medio jaren '90 van de vorige eeuw de financieringsmogelijkheden van huishoudens verruimd. Onder andere om de gelijkwaardigheid tussen mannen en vrouwen te bevorderen worden vanaf die tijd ook hypotheekleningen op basis van twee inkomens. Hierdoor is de maximale leencapaciteit van veel Nederlandse huishoudens toegenomen. Het effect van deze maatregel wordt verder versterkt door de toenemende arbeidsparticipatie van vrouwen. Daar komt nog bij dat met de introductie van de bijleenregeling aflossen minder aantrekkelijk is geworden. De uitstaande hypotheekschuld zal hierdoor minder snel afnemen.

Hypotheekmarkt

Met enige regelmaat verschijnen nieuwe hypotheekproducten op de Nederlandse markt die inspelen op de specifieke Nederlandse omgevingsfactoren. Denk dan bijvoorbeeld aan de opkomst van spaar- en beleggingshypotheekleningen, waarbij gedurende de looptijd van de hypotheek niet wordt afgelost, maar naast het uitstaande krediet vermogen wordt opgebouwd. Het doel van een dergelijke constructie is om aan het einde van de looptijd het krediet (gedeeltelijk) af te los-

sen. Hoewel Nederlandse huishoudens meer zijn gaan lenen in de afgelopen decennia beschikken zij nog steeds over een (zeer) positief en groeiend vermogenssaldo (figuur 3). Een groot deel van dit vermogen is niet op korte termijn aanwendbaar. Dit betreft met name de twee grootste vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens: de eigen woning en het pensioen. Daarnaast beschikken Nederlandse huishoudens ook over spaar- en beleggingsvermogens. Deze meer liquide vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens bedragen 72,3% van de totaal uitstaande schuld. De waarde van deze ratio is echter beperkt, omdat ruim 95% van de kredieten bestaan uit hypotheekleningen, en de daarmee gekochte woningen in deze ratio niet worden meegenomen.

Figuur 3: Vermogen Nederlandse huishoudens



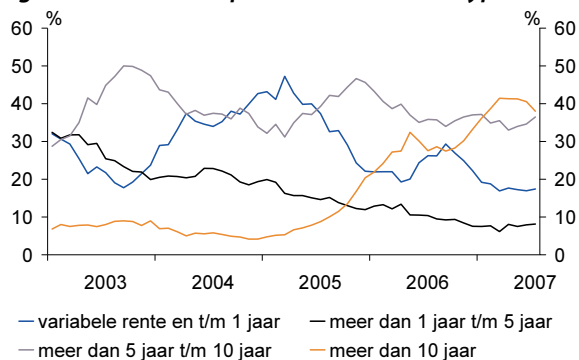
Bron: CBS, DNB, NVM, WoON 2006, Rabobank

Naast vermogensopbouw in het kader van een hypotheek wordt ook in toenemende mate gebruik gemaakt van aflossingsvrije hypotheekleningen. Hoewel bij deze hypotheekvorm de nominale schuld wordt vergroot, heeft dit slechts beperkte invloed op het risicoprofiel van gezinnen. Belangrijk is dat de Nederlandse huizenprijzen al meer dan 20 jaar onafgebroken stijgen; ook in perioden van laagconjunctuur. Het risico om na verkoop van de woning een restschuld over te houden is daardoor dan ook beperkt tot de huishoudens met een tophypotheek (meer dan 100% financiering) en dan vooral gedurende de eerste jaren na aankoop van de woning. De stijgende prijzen compenseren immers doorgaans de hoge transactiekosten in enkele jaren.

Verder is van belang dat Nederlandse huishoudens vaak voor een lange rentevaste periode kiezen van

5 tot 10 jaar (figuur 4). Sinds de kapitaalmarktrente in het najaar van 2005 haar laagste stand bereikte is ook het aantal nieuw afgesloten hypotheeklen met een rentevaste periode van meer dan 10 jaar aanzienlijk toegenomen. Daar komt bij dat de totale hypotheekproductie vanaf 2005 (nieuwe hypotheeklen en oversluitingen) ongeveer de helft van de uitstaande netto hypotheekschuld bedraagt. Hierdoor profiteren Nederlandse huishoudens nog steeds van lage rentestanden uit het recente verleden en zullen zij dat ook de komende jaren nog blijven doen. Verhalen, als zou 40% van de woningbezitters last krijgen van een rentestijging zijn dan ook nergens op gebaseerd.

Figuur 4: Rentevaste periode van nieuwe hypotheeklen

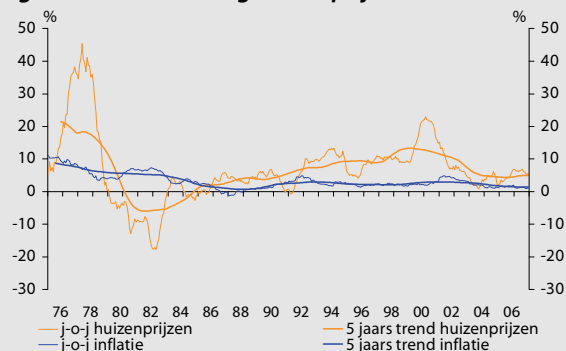


Bron: DNB

Box 2: Risicovolle hypotheeklen

Niet alleen in de VS zijn in het verleden risicovolle hypotheeklen verstrekt. Dit komt ook in Nederland voor, bijvoorbeeld eind jaren'70 van de vorige eeuw. In die tijd was de inflatie hoog, zeker in vergelijking met het huidige niveau van minder dan 2% (figuur 5). Tegelijkertijd stegen de huizenprijzen met tientallen procenten per jaar.

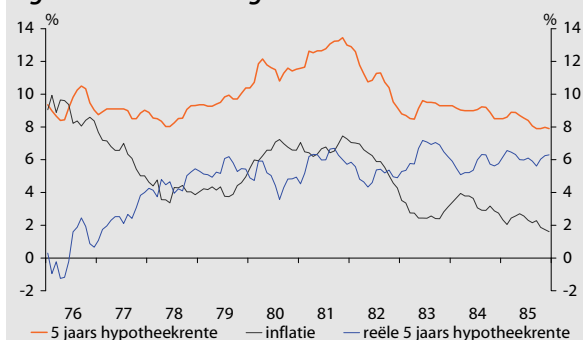
Figuur 5: Ontwikkeling huizenprijzen en inflatie



Bron: CBS, Kadaster, Rabobank

Door de hoge inflatie stegen ook de nominale lonen in die tijd aanzienlijk. Geïnspireerd door deze ontwikkelingen, die enkele jaren achtereen aanhielden, hebben Nederlandse banken hypotheeklen verstrekt waarin verwachte loonstijgingen werden verdisconteerd, zonder dat deze extra inkomsten met zekerheid vaststonden. We weten inmiddels hoe het is afgelopen: de aannames bleken niet realistisch te zijn. In de tweede helft van de jaren'70 nam de inflatie af, maar bleef de nominale rente hoog, waardoor de reële rente snel opliep (figuur 6). Enkele jaren later liep de inflatie weer op en steeg de nominale rente mee. De financieringslasten van kort gefinancierde hypotheeklen liepen hierdoor snel op, wat de huizenprijzen deed dalen.

Figuur 6: Ontwikkeling nominale en reële rente



Bron: CBS, DNB, Rabobank

Voorts werd in het fameuze akkoord van Wassenaar door vakbonden, werkgevers en overheid overeengekomen dat de lonen gematigd zouden worden. Veel huishoudens plukten hier de wrange vruchten van en vooral zij die op de top van de markt hadden gekocht kwamen in ernstige financiële problemen. Sindsdien verstrekken Nederlandse banken restrictiever hypotheeklen. Verwachte loonstijgingen worden minder makkelijk geaccepteerd als inkomen, tenzij de loonsverhoging vaststaat en niet meer onzeker is. Meer recent is de gedragscode voor hypothecaire financieringen ingegaan, die aan de hand van huishoudinkomen en de rentestand de maximale hoogte van een acceptabele hypotheek bepaalt. Doel van deze code is om overcreditering tegen te gaan en hypotheekrisico's te beperken.

Hoewel de Nederlandse huizenprijzen al decennia lang stijgen en wij dit en volgend jaar een verdere

toename van de huizenprijzen voorzien, kunnen prijzen van woningen in theorie natuurlijk ook dalen, net als in de jaren '80 ook gebeurde (zie box 2). Zelfs dan hoeven huishoudens, zolang zij hun maandelijkse betalingsverplichtingen nakomen, niet te vrezen voor gedwongen verkoop. Wel is de maximale duur waarin hypotheekrenteaftrek kan worden genoten enkele jaren geleden beperkt tot maximaal 30 jaar. Hoewel deze periode nog lang niet verstreken is, kan dit op termijn problematisch worden voor individuele huishoudens. Dit is met name van toepassing op huishoudens die in 30 jaar onvoldoende vermogen opbouwen en na die tijd de hypotheeklasten zonder hypotheekrenteaftrek niet kunnen dragen.

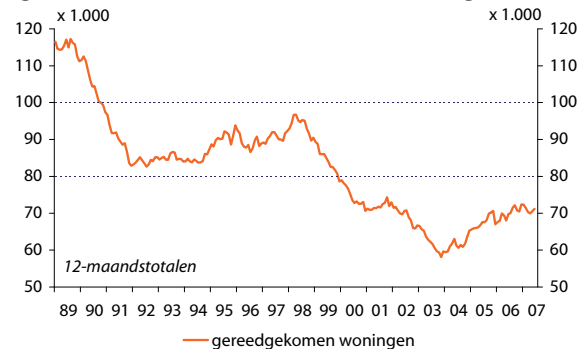
Verder zijn veel hypotheekleningen in Nederland, anders dan in de VS, gefinancierd onder voorwaarden van de Nationale Hypotheek Garantie. Voor deze hypotheekleningen lopen banken geen risico op een restschuld, omdat het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) garant staat voor aflossing van het hele leenbedrag. Huishoudens betalen hiervoor een beperkte bijdrage aan WEW en krijgen daarvoor rentekorting van de bank. Onderdeel van de voorwaarden is dat huishoudens gedurende de looptijd van de hypotheek moeten aflossen. Na verloop van tijd neemt het risico op een restschuld daardoor af en kan WEW voor vele Nederlandse hypotheekleningen garant staan. De onderzoekers van NIBC wijzen er terecht op dat bij een daling van de huizenprijzen het vermogen van WEW al snel tekort kan schieten. Mocht deze situatie zich ooit voordoen dan kan WEW een beroep doen op renteloze leningen van de overheid. Benadrukt moet worden dat NHG-voorwaarden uitsluitend het risico op een restschuld van banken afdekt. Huishoudens profiteren van een rentekorting, maar zijn wel aansprakelijk als op enig moment sprake is van een restschuld. De vordering van de bank wordt op dat moment overgenomen door WEW. Een terugbetalingsregeling tussen het huishouden met een restschuld en WEW is dan een waarschijnlijk vervolg.

Tekortschietend aanbod houdt prijzen hoog

Er is echter helemaal geen reden om aan te nemen dat de Nederlandse huizenprijzen zullen dalen. Nederland kampt al jaren met een regionale en kwalitatieve mismatch tussen vraag en aanbod op de woning-

markt. Hierdoor kunnen Nederlandse huishoudens lang niet altijd een woning vinden die aansluit bij hun woonwensen. Ook zijn er te weinig woningen, wat een opwaartse druk op de prijzen genereert. Door extra woningen te bouwen kan deze mismatch afnemen. De nieuwbouwproductie van woningen valt echter al jaren tegen (figuur 7). De overheidsdoelstelling om jaarlijks tenminste 80.000 tot 100.000 woningen te bouwen is dit decennium nog niet gehaald en de verwachtingen voor dit en volgend jaar zijn somber. Dit is slecht nieuws voor de woningzoekers, maar het betekent wel handhaving van de bestaande opwaartse prijsdruk.

Figuur 7: Productie van nieuwbouwwoningen



Bron: CBS, Rabobank

Conclusie

De Nederlandse woningschuld ratios zijn hoog. Dit heeft een institutionele oorzaak. Het is in Nederland namelijk financieel aantrekkelijk om de eigen woning te financieren met vreemd vermogen. Daar staat dan wel nog steeds een stevig en duidelijk groter vermogen tegenover, waardoor Nederlandse gezinnen gemiddeld een zeer gezonde balans hebben. De risico's van de hoge schuld ratios zijn in de huidige context dan ook uiterst beperkt. Wel wordt momenteel minder defensief gefinancierd dan ruim 20 jaar geleden. Daar staat tegenover dat Nederlandse huishoudens relatief goed beschermd zijn tegen korte termijn rentewijzigingen. Daar komt bij dat de structurele kenmerken van de Nederlandse woningmarkt ook de komende jaren zullen bijdragen aan een verdere stijging van de Nederlandse huizenprijzen.

oktober 2007

Martijn de Jong-Tennekes (030 - 2164490)

D.M.Jong@rn.rabobank.nl