



*Rabobank*

# Kwartaalbericht Woningmarkt

November 2009

*Kennis en Economisch Onderzoek*

# Inhoudsopgave

---

<b>Samenvatting en conclusies</b>	<b>3</b>
<b>Huizenprijzen stabiliseren</b>	<b>4</b>
<b>Minder transacties, markt niet op slot</b>	<b>9</b>
<b>Woningbouw op een laag pitje</b>	<b>11</b>
<b>Hypotheekrente gaat stijgen</b>	<b>12</b>
<b>Betaalbaarheid is verbeterd in 2009</b>	<b>14</b>
<b>Hypotheekverstrekking blijft laag</b>	<b>15</b>
<b>Regionale variatie in betaalbaarheid</b>	<b>16</b>
<b>Vooruitzichten</b>	<b>18</b>
<b>Kerngegevens</b>	<b>19</b>
<b>Colofon</b>	<b>20</b>

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.  
Het adres is [www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)

**Afsluitdatum: 19 november 2009**

# Kwartaalbericht Woningmarkt

---

## Samenvatting en conclusies

De Nederlandse woningmarkt lijkt te stabiliseren. De grootste daling van de transactieaantallen en huizenprijzen lijkt achter de rug. De mediane huizenprijs van de NVM stijgt reeds twee kwartalen achtereen, al zijn deze cijfers wel beïnvloed door samenstellingseffecten. Desondanks verwachten we dat ook de overige prijsreeksen met enige vertraging zullen duiden op stabilisatie van de huizenprijzen. Daarmee is de huidige situatie op de markt voor Nederlandse koopwoningen niet vergelijkbaar met eind jaren '70 en begin jaren '80, toen de huizenprijzen van top tot dal met circa 30% daalden. Er vond toen een structurele aanpassing van de markt plaats, die werd veroorzaakt door fundamentele veranderingen op de hypotheekmarkt, waardoor huishoudens minder konden lenen. Door de huidige economische omstandigheden, waaronder de oplopende werkloosheid, zal het aantal gedwongen verkopen wat toenemen. Desondanks is het Nederlandse percentage huishoudens met betalingsproblemen het laagste van Europa (minder dan 0,5%) en stijgt dit percentage nauwelijks. Bovendien zijn de financiële problemen bij veruit de meeste klanten binnen enkele maanden opgelost zonder dat ze gedwongen worden hun huis te verkopen.

Al langer is duidelijk dat de woningbouwproductie zal lijden onder de crisis. In 2009 is de productiedaling bij huurwoningen groter dan bij koopwoningen. Ook nemen woningcorporaties geen woningbouwprojecten van projectontwikkelaars over. Zelfs niet nu de borgingsgrens voor corporatieleningen is verhoogd naar € 350.000. Ook de vooruitzichten voor de nieuwbouwproductie zijn niet gunstig: de vergunningaanvragen zijn met 17% gedaald ten opzichte van vorig jaar.

De betaalbaarheid van Nederlandse koopwoningen is in 2009 sterk verbeterd. De onderliggende veranderingen in huizenprijs, hypotheekrente en huishoudinkomen zijn echter niet van structurele aard, waardoor de verbetering slechts tijdelijk zal zijn. Voor 2010 voorzien wij reeds een stabilisatie van het huidige niveau, waarna de betaalbaarheid, als gevolg van een stijgende hypotheekrente en hogere huizenprijzen, naar verwachting weer af zal nemen. Ondanks de lagere hypotheekproductie neemt de totale hypotheekschuld nog altijd toe. Dit wordt vooral veroorzaakt door prijsstijgingen uit het verleden. Huidige kopers sluiten vaak een hogere hypotheek af dan de verkopers hadden. Bovendien neemt ook het aantal Nederlandse koopwoningen nog steeds toe.

De Rabobank voorziet in 2010 per saldo een stabilisatie van de gemiddelde huizenprijs. Vooral door samenstellingseffecten verschillen echter onze verwachtingen per tijdreeks (pagina 19). Omdat deze effecten het beeld van de huidige marktontwikkelingen vertroebelen baseert de Rabobank haar verwachtingen in het vervolg op de Prijsindex Bestaande Koopwoningen van CBS/Kadaster. **Voor 2009 voorzien wij een prijsafname met 3½%, gevolgd door een verdere afname met 1% in 2010.** De daling volgend jaar komt vooral door een lager aanvagniveau in 2010 ten opzichte van 2009.

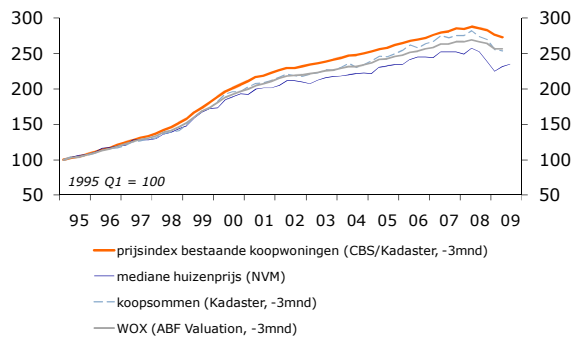
Martijn de Jong-Tennekes  
D.M.Jong@rn.rabobank.nl  
030 - 216 4490

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Huizenprijzen stabiliseren

*Op de markt voor bestaande koopwoningen lijkt het ergste leed geleden. Wel kunnen de Nederlandse huizenprijzen met nog enkele procenten dalen, maar de grootste prijsdaling is inmiddels achter de rug, al blijven er natuurlijk veel*

**Figuur 1: Nationale huizenprijzen stabiliseren**



Bron: ABF Valuation, CBS, Kadaster, NVM, Rabobank

*onzekerheden. Hoeveel de huizenprijzen zijn gedaald en nog dalen, hangt in belangrijke mate af van welke index je bekijkt. Ook het IMF onderschrijft dat de Nederlandse huizenprijzen slechts in beperkte mate dalen. De huidige situatie op de Nederlandse woningmarkt is daarmee niet vergelijkbaar met de vorige periode waarin de Nederlandse huizenprijzen daalden, circa 35 jaar geleden.*

### Prijzen van woningen lijken bodem te vinden

De Nederlandse huizenmarkt lijkt zich enigszins te herstellen van de negatieve prijsontwikkeling in de afgelopen maanden. Wel dalen

de prijzen jaar-op-jaar nog steeds (figuur 1). De mediane huizenprijs van de NVM is gedurende de afgelopen 4 kwartalen met 6,9% afgenomen. Deze prijsdaling komt echter geheel voor rekening van het vierde kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009. Kijken we naar de kwartaal-op-kwartaal cijfers van de NVM van de afgelopen twee kwartalen, dan zijn die een stuk positiever. Na het dieptepunt in het eerste kwartaal van dit jaar is de mediane huizenprijs gestegen met € 10.000 (K2 +7.000 en K3 + 3.000) tot € 229.000. De verdeling over de twee kwartalen sluit goed aan bij de gebruikelijke seizoenspatronen.

Bovendien geldt de opgaande lijn in het afgelopen half jaar voor alle woningtypen, met slechts één uitzondering: appartementen. Deze zijn in de daaraan voorafgaande periode het minst in prijs gedaald en leverden in het derde kwartaal slechts € 1.000 in ten opzichte van het tweede kwartaal. Nu alle andere woningtypes qua prijsontwikkeling de opgaande lijn weer hebben ingezet lijkt de grootste daling achter de rug.

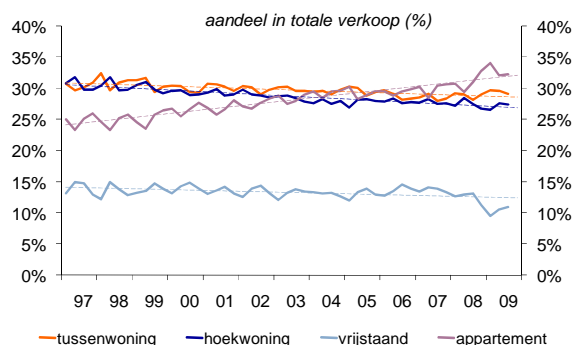
Andere tijdreeksen, zoals die van CBS/Kadaster (PBK) en ABF Valuation (WOX) laten nog prijsdalingen zien, maar deze tijdreeksen lopen circa 3 maanden achter bij de cijfers van de NVM. Het herstel van de Nederlandse huizenmarkt zal logischerwijze dus eerst zichtbaar worden in de NVM-cijfers, waarna de overige tijdreeksen met een vertraging van 1 of 2 kwartalen zullen volgen. Toch moeten we niet verbaasd zijn als ook de NVM-cijfers de komende kwartalen nog een daling laten zien. Dit wordt dan waarschijnlijk veroorzaakt door seizoenseffecten. Over het algemeen is de prijsontwikkeling van bestaande woningen minder uitbundig in het komende vierde en eerste kwartaal dan in het nu net afgesloten tweede en derde kwartaal. In het komende half jaar verwachten we dan ook nog geen sterke stijging van de mediane huizenprijs, maar stabilisatie ten opzichte van het huidige niveau.

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Samenstellingseffecten spelen grote rol

Kijken we nu naar de periode dat de mediane huizenprijs is gedaald, dan zien we dat de top-dal-afname € 32.000 bedraagt. Dit komt overeen met een prijsdaling van 12,7%.

**Figuur 2: Samenstellingseffect in beeld**



Bron: NVM, Rabobank

Reeds in voorgaande kwartaalberichten hebben we aangegeven dat deze prijsdaling geen goede afspiegeling is van de ontwikkelingen in de markt, aangezien door samenstellingseffecten de mediane woning in het tweede kwartaal van 2008 (de top) niet vergelijkbaar is met de mediane woning in het eerste kwartaal van 2009 (het dal). Vooral door aanzienlijk minder verkopen in het duurdere segment had de mediane woning in het dal minder kwaliteit en/of vierkante meters dan op de top. Figuur 2 maakt dit inzichtelijk aan de hand van de verschillende woningtypen, waarbij voorbij wordt gegaan aan de samenstellingseffecten binnen de verschillende

woningtypen. Vooral het relatief lage aantal verkochte vrijstaande woningen (mediane prijs € 382.000) en het toegenomen aandeel van appartementen (mediane prijs € 168.000) illustreren dit beeld. Bovendien kan het aantrekken van de mediane huizenprijs deels ook worden toegeschreven aan het samenstellingseffect. Dat blijkt duidelijk uit de corrigerende beweging richting de trend in het tweede kwartaal van 2009, die we waarnemen bij vrijstaande woningen (relatief meer transacties) en bij appartementen (dalend transactieaandeel).

Verder valt in figuur 2 op dat drie van de vier trendlijnen dalen. Alleen het aandeel van appartementen is in de loop van de tijd toegenomen, terwijl dit gemiddeld de goedkoopste woningen zijn. Waarschijnlijk is dit een belangrijke verklaring voor het achterblijven van de mediane huizenprijs bij de andere huizenprijsreeksen. Temeer omdat de WOX en de Prijsindex Bestaande Koopwoningen rekening houden met de kwaliteit van de onderliggende woning. Overigens kampt de koopsommenreeks van het Kadaster met hetzelfde probleem als de mediane huizenprijs van de NVM.<sup>1</sup>

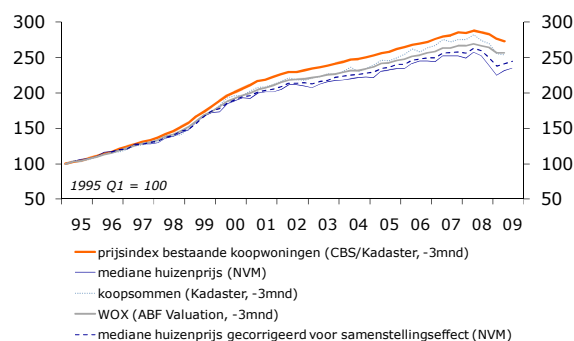
Mede omdat samenstellingseffecten zich ook voordoen binnen de verschillende woningtypen is het ons helaas niet mogelijk om het samenstellingseffect geheel in kaart te brengen. Wel kan de bestaande tijdreeks voor mediane huizenprijzen opnieuw berekend worden op basis van een constante verhouding tussen de verschillende woningtypen. We benadrukken dat we hiermee maar een deel van het samenstellingseffect in kaart brengen (goedkope en dure tussenwoningen e.d.).

<sup>1</sup> Meer over de verschillen tussen de prijsreeksen op de Nederlandse woningmarkt kunt u lezen in TB 2009/10 *Met en weten op de woningmarkt* van mei 2009. Deze publicatie is te vinden op onze website: [www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank).

# Kwartaalbericht Woningmarkt

Houden we echter de relatieve verhoudingen van begin 1997 constant in de tijd (hoekwoningen 30,1%, tussenwoningen 29,0%, appartementen 25,9% en vrijstaande woningen 14,9%), dan levert dat een hogere mediane huizenprijs op

**Figuur 3: Gecorrigeerde mediane huizenprijs**



Bron: ABF Valuation, CBS, Kadaster, NVM, Rabobank

(figuur 3). Bovendien is de top-dal-afname in deze gecorrigeerde prijsreeks kleiner en bedraagt € 25.000; een prijsafname met 9,7%. Deze afname is 3%-punt minder dan bij de 'normale' mediane huizenprijs. Kijken we alleen naar 2009 dan is de prijsdaling uiteraard kleiner. Inclusief samenstellingseffect verwachten we voor dit jaar een afname van de mediane huizenprijs met circa 7%. Hierbij is uitgegaan van nagenoeg gelijkblijvende prijzen in het nu lopende vierde kwartaal. Gaan we uit van de door ons gecorrigeerde mediane huizenprijs, dan is de door ons in 2009 verwachte prijsdaling geringer. Deze komt uit op circa 6%.

## Andere cijfers zullen ook stabiliseren

Kijken we vervolgens naar de andere tijdreeksen van Nederlandse huizenprijzen, dan zien we dat alle reeksen in waarde zijn gedaald. Wel verschillen de percentages. Top-dal bedraagt de prijsafname van de Prijsindex Bestaande Koopwoningen 5,8%, van de WOX 4,8% en van de Koopsommen 10,1%. Deze percentages zijn overigens gebaseerd op kwartaalcijfers, waarbij geldt dat het dal het meest recente derde kwartaalcijfer betreft.

Het is niet verwonderlijk dat deze reeksen kwartaal-op-kwartaal nog een daling laten zien terwijl de mediane huizenprijs van de NVM al weer twee kwartalen stijgt. Zeker de stijging van de mediane huizenprijs in het tweede kwartaal ten opzichte van het eerste kwartaal is duidelijk beïnvloed door het reeds genoemde samenstellingseffect (figuur 2). In de door ons herberekende reeks is de stijging in het tweede kwartaal dan ook geringer (slechts € 3.000).

Gezien het voorlopen van de cijfers van de NVM is het aannemelijk dat de overige tijdreeksen gedurende de rest van 2009 geen grote kwartaal-op-kwartaal prijsdalingen meer laten zien. Wel zullen de jaar-op-jaar cijfers naar verwachting nog enige tijd negatief blijven. Het duurt immers nog minstens een half jaar voordat de sterk negatieve cijfers van het eerste kwartaal van 2009 uit de statistieken lopen. Op basis van min of meer gelijkblijvende prijzen gedurende de rest van het jaar komt de prijsdaling op basis van zowel de WOX als de Prijsindex Bestaande Woningen in 2009 op 3½% uit.

## IMF

In haar World Economic Outlook van september 2009 heeft het IMF wederom de

# Kwartaalbericht Woningmarkt

internationale huizenprijsontwikkelingen vergeleken. Onder andere is een vergelijking gemaakt tussen de actuele prijsdalingen op nationale woningmarkten en negatieve prijsontwikkelingen in het verleden. Op basis van deze analyse en de

veronderstelling dat het verleden de toekomst voorspelt komt het IMF tot de suggestie dat de Nederlandse huizenprijzen met nog circa 20% kunnen dalen.

Dit is echter maar één van de benaderingen die het IMF kiest. Op basis van hun econometrisch model komen ze uit op een overwaardering van de Nederlandse huizenprijzen in het eerste kwartaal van 2009 van ongeveer 5%. Dit model verklaart de nationale huizenprijzen op basis van de volgende variabelen: groei per capita, besteedbaar inkomen, beroepsbevolking en de prijzen van krediet en equity; het niveau van korte en lange rentetarieven; en

bouwkosten. Landenspecifieke verschillen kunnen er echter ook voor zorgen dat de modelverwachtingen zich niet voordoen. Bij Nederland is dat bijvoorbeeld de beperkte flexibiliteit van het woningaanbod. Deze benadering van het IMF sluit meer aan bij onze inschatting van de Nederlandse woningmarkt. Wij verwachten dus zeker geen daling van de huizenprijzen zoals dat zich in de Nederlandse historie heeft voorgedaan. Een kort uitstapje naar eind jaren '70 en begin jaren '80 laat zien dat deze vergelijking voor Nederland geen hout snijdt.

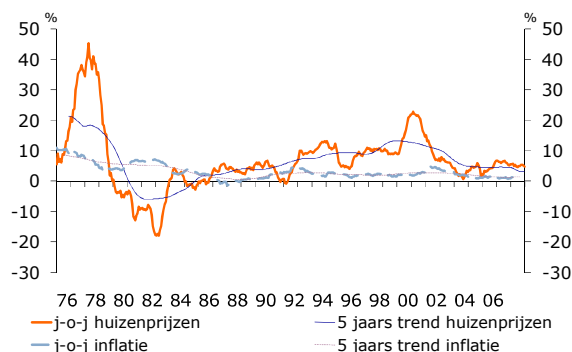
## Huidige situatie onvergelijkbaar met jaren zeventig

Zo kende Nederland begin jaren '80 zijn eigen hypotheekencrisis. Eind jaren '70 zijn hier namelijk ook risicovolle hypotheek verkocht. In die tijd was de inflatie hoog, zeker in vergelijking met het huidige niveau. Tegelijkertijd stegen de Nederlandse huizenprijzen met tientallen procenten per jaar (figuur 4). Vooral 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 hypotheek verstrekt waarin de verwachte loonstijgingen, zonder dat zij vaststonden, op voorhand werden verdisconteerd. Een voorbeeld van zo'n product is de klimhypotheek, die al decennia niet meer wordt verkocht in Nederland.

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 5). Enkele jaren later liep de inflatie weer op en steeg de nominale rente mee. De financieringslasten van kort gefinancierde hypotheek liepen hierdoor snel op, waardoor de huizenprijzen daalden.

**Figuur 4: Ontwikkeling huizenprijzen en inflatie**



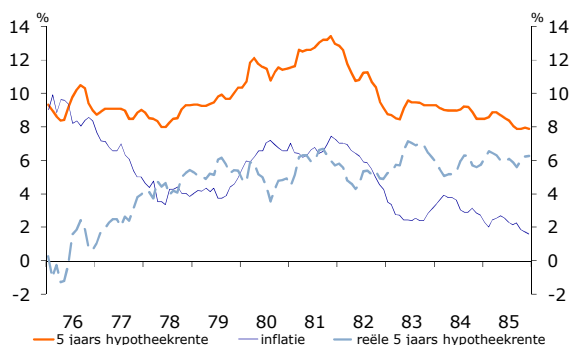
Bron: CBS, Kadaster, Rabobank

# Kwartaalbericht Woningmarkt

Voorts werd in het fameuze akkoord van Wassenaar door vakbonden, werkgevers en overheid overeengekomen dat de lonen gematigd zouden worden. Voor de economie een goede zaak, maar veel huishoudens met een eigen woning

plukten wrange vruchten van dit beleid. Vooral zij die op de top van de markt hadden gekocht kwamen relatief vaak in ernstige financiële problemen. Sindsdien verstrekken Nederlandse banken restrictiever hypotheeklen. Verwachte loonstijgingen worden minder makkelijk geaccepteerd als inkomen, tenzij de loonsverhoging vaststaat. Meer recent is de gedragscode voor hypothecaire financieringen ingegaan, die aan de hand van huishoudinkomen en de actuele rentestand de maximale hoogte van een acceptabele hypotheek bepaalt. Doel van deze code is om overcreditering tegen te gaan en hypotheekrisico's te beperken.

**Figuur 5: Ontwikkeling nominale en reële rente**



Bron: CBS, DNB, Rabobank

Dit korte uitstapje naar het verleden laat zien dat de Nederlandse woningmarkt er nu veel beter voorstaat dan 30 jaar terug. De huizenprijzen dalen weliswaar met enkele procenten, maar de niet geringe problemen van toen doen zich nu gelukkig niet voor. Daarmee is een verdere daling van de Nederlandse huizenprijzen met circa 20% geen plausible verwachting zolang de structuur van de Nederlandse huizenmarkt gehandhaafd blijft.

## Vooruitzichten huizenprijzen in 2010

Kijken we naar de verwachte huizenprijsontwikkeling in 2010, dan lopen we weer tegen de verschillen in tijdreeksen aan. Zo zullen de koopsommenreeks en de mediane huizenprijs dit jaar naar verwachting dalen met respectievelijk 6½% en 7%, waardoor een prijsstijging in 2010 aannemelijk is. Aangezien de NVM-cijfers voorlopen en dit jaar de grootste daling laten zien verwachten we voor deze reeks met 3% de grootste stijging, gevolgd door een stijging van 1% voor de koopsommen. Deze stijging is mede gebaseerd op een positieve bijdrage van samenstellingseffecten. Omdat deze effecten zowel dit als volgend jaar geen rol spelen bij PBK en WOX verwachten we voor deze reeksen ook in 2010 nog een negatieve groei van 1%. Daar staat tegenover dat beide reeksen dit jaar naar verwachting 'slechts' met 3½% zullen afnemen. Meer over onze verwachtingen voor 2010 kunt u lezen op pagina 18 en 19.

## Conclusie huizenprijzen

De Nederlandse huizenprijzen van de bestaande woningvoorraad zijn inmiddels met enkele procenten gedaald. Dat geldt voor alle tijdreeksen voor Nederlandse huizenprijzen. Wel verschilt de mate waarin de reeksen dalen, waarbij een groot deel verklaard kan worden door samenstellingseffecten. Al met al verwachten we dat de bodem van de Nederlandse huizenprijzen nu dicht genaderd is.



# Kwartaalbericht Woningmarkt

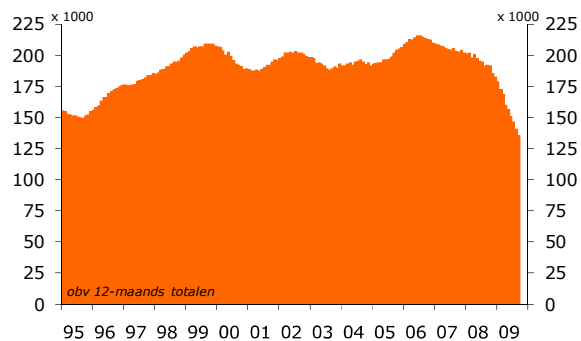
## Minder transacties, markt niet op slot

Het aantal transacties op de Nederlandse woningmarkt is nog steeds relatief laag. Gedurende het derde kwartaal registreerde het Kadaster in totaal 33.234 overdrachten van bestaande koopwoningen. Dat zijn weliswaar circa 3.000 transacties meer dan in het tweede kwartaal, maar ook circa 15.000 minder dan in hetzelfde kwartaal vorig jaar.

Kijken we naar het totaal aantal transacties in 2009 tot nu toe, dan staat de teller na negen maanden stil op 90.721 transacties. Enerzijds moeten we constateren dat de Nederlandse huizenmarkt dus geenszins 'op slot' zit. Dan zouden er immers nauwelijks meer transacties plaatsvinden en dat is momenteel zeker niet het geval. Anderzijds staan de transactieaantallen fors lager. In vergelijking met dezelfde periode vorig jaar is het aantal overdrachten van Nederlandse koopwoningen gedaald met 34%. Vooral de bovenkant van de markt staat onder druk.

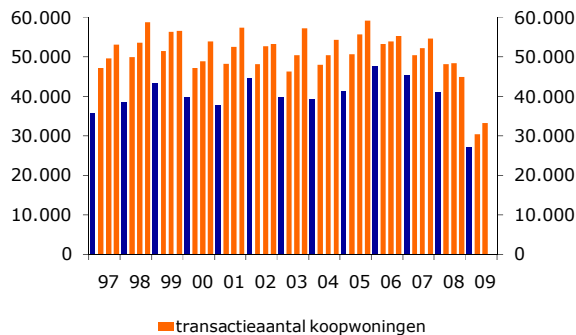
De dalende trend blijkt ook duidelijk uit figuur 6. Rabobank verwacht dat er dit jaar circa 127.000 bestaande koopwoningen van eigenaar veranderen. Dat houdt in dat de dalende trend in figuur 6 de komende maanden gebroken zal worden. Dat is aannemelijk door de wijze waarop de statistiek wordt bijgehouden. Immers bij 12-maands-totalen wordt iedere maand een actueel cijfer toegevoegd en een verouderd cijfer verwijderd. Gedurende dit jaar hebben we veel relatief lage aantallen toegevoegd; zeker ten opzichte van de maanden die uit de statistieken vielen. Aangezien we inmiddels bijna een jaar rond zijn vallen er vanaf januari 2010 maanden met relatief lage transactieaantallen uit de statistieken. Stabilisatie en mogelijk zelfs ook groei van de 12-maands-aantallen ligt dan ook in de lijn der verwachting. Hierbij geldt dat de groei in het aantal transacties op de markt voor Nederlandse koopwoningen naar verwachting zal accelereren wanneer ook de Nederlandse economie weer aantrekt. In het derde kwartaal heeft Nederland de recessie achter zich gelaten en is er wederom sprake van groei. Hierdoor kan ook de markt voor koopwoningen een positieve impuls krijgen.

**Figuur 6: Aanzienlijk minder woningtransacties**



Bron: Kadaster, Rabobank

**Figuur 7: Seizoenspatroon blijft gehandhaafd**



Bron: Kadaster, Rabobank

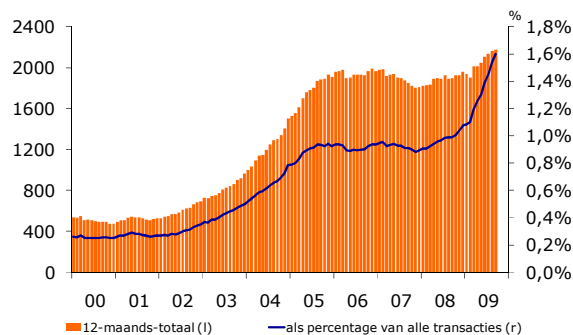
# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Gedwongen veilingen beïnvloeden huizenmarkt niet

In het derde kwartaal is het aantal gedwongen veilingen enigszins toegenomen (figuur 8). In heel Nederland vonden 415 transacties plaats, waarmee het jaartotaal opliep tot 1.542. Door seizoensinvloeden waren er minder gedwongen veilingen in het derde dan in het tweede kwartaal. Vanaf 2001 vinden er in het derde kwartaal het minst onvrijwillige transacties plaats en 2009 is hierop geen uitzondering. Vergelijken we de cijfers over 2009 met dezelfde periode van 2008, dan bedraagt de toename 211 transacties, wat overeen komt met 15,9%. Ten opzichte van het totaal aantal transacties op de koopwoningmarkt zien we dit jaar een scherpe toename tot 1,6% (figuur 8). Dit wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door het noemereffect: ruim 30% minder koopwoningtransacties.

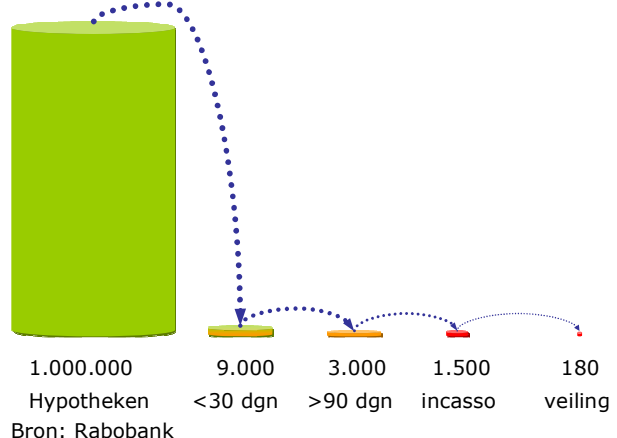
Ingegeven door de huidige economische ontwikkelingen, waaronder de verwachte toename van de werkloosheid, voorzien wij een verdere toename van het aantal gedwongen veilingen. Het is echter belangrijk om deze ontwikkeling in perspectief te plaatsen. Zo blijkt uit cijfers van FitchRatings dat Nederland binnen Europa reeds enige tijd het laagste percentage heeft van klanten met een betalingsachterstand (minder dan 0,5%). Bovendien is dit percentage, ondanks de huidige stand van de economie, nauwelijks toegenomen. Dit beeld wordt bevestigd door de portefeuille van de Rabobank (figuur 9). In deze figuur staat de groene cilinder voor de in 2008 uitstaande hypotheek en de tweede cilinder voor betalingsachterstanden tot 30 dagen. Bij de derde cilinder is dit opgelopen tot meer dan 90 dagen en bij de vierde groep wordt overgegaan op incasso (=verkoop van de woning). Slechts bij de laatste groep is sprake van een gedwongen veiling. Overigens vinden betalingsproblemen niet zozeer een oorzaak in de kredietcrisis, maar veeleer in plotselinge gebeurtenissen als echtscheiding en arbeidsongeschiktheid. Daarnaast speelt ook onvoldoende budgetteren sommige klanten parten. De belangrijkste conclusies zijn dat (i) slechts een heel klein deel van de klanten te maken krijgt met (tijdelijke) betalingsachterstanden en (ii) dat het grootste gedeelte van deze klanten zich herstelt.

**Figuur 8: Beperkte toename gedwongen veilingen**



Bron: Kadaster, Rabobank

**Figuur 9: Betalingsachterstanden Rabobank gering**



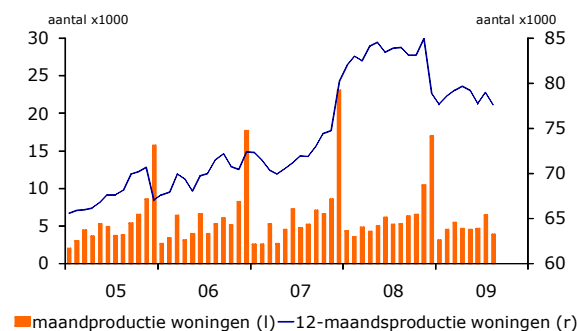
Bron: Rabobank

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Woningbouw op een laag pitje

De gevolgen van de huidige kredietcrisis voor de woningbouw zijn al langer zichtbaar. In 2008 werden nog bijna 80.000 nieuwbouwwoningen opgeleverd. In de eerste acht maanden van 2009 zijn ruim 37.000 nieuwbouwwoningen ge-

**Figuur 10: Woningbouw op een laag pitje**



Bron: CBS

reedgekomen, circa 3% minder dan in dezelfde periode vorig jaar (figuur 10). De daling wordt vooral veroorzaakt door een afname van het aantal gereedgekomen huurwoningen met ruim 8%. Dit is vooral het gevolg van de verslechterende liquiditeitspositie van de woningcorporaties (dalend eigen vermogen en tegenvallende uitpondresultaten), waardoor investeringen in nieuwbouw onder druk staan. De bouw van huurwoningen kan ook indirect worden geraakt door de dalende woningverkoop, omdat zij soms onderdeel uitmaken van een project met koopwoningen waarvan niet voldoende verkocht worden. Sinds de zomer van vorig jaar is de verkoop van nieuwe woningen afgenomen tot gemiddeld 1.700

woningen per maand, een halvering ten opzichte van de periode 2005-2007. De tegenvallende verkoopcijfers zijn met enige vertraging zichtbaar in de woningbouwproductie. Omdat tussen de aanvraag van een vergunning en de oplevering van een woning gemiddeld twee jaar zit, worden op dit moment voor een groot deel woningen gebouwd en opgeleverd die circa twee jaar eerder zijn verkocht.

Hoewel het erop lijkt dat de woningbouwproductie in de eerste acht maanden van dit jaar nog relatief weinig last had van de huidige crisis, zijn de problemen voor de projectontwikkelaars en de bouwondernemers er niet minder om. In de eerste acht maanden van 2009 is het aantal faillissementen in de bouw bijna verdubbeld vergeleken met dezelfde periode in 2008. Ook blijken woningcorporaties, zelfs na een tijdelijke verhoging van de borgingsgrens voor corporatieleeningen naar €350.000, niet geïnteresseerd in het overnemen van onverkochte dure nieuwbouwwoningen van projectontwikkelaars. De nadelige gevolgen van de gedaalde verkoop van nieuwe woningen, afwachtende houding van huizenkopers en financieringsproblemen bij nieuwbouwprojecten zijn al zichtbaar in het sterk gedaalde aantal bouwvergunningaanvragen. Zo is tot september van dit jaar voor de bouw van slechts 42.000 woningen een vergunning afgegeven. Dit is het laagste aantal sinds de eerste acht maanden van 2004 en is bijna 17% minder dan in dezelfde periode vorig jaar. Of de verstrekte vergunningen uiteindelijk worden omgezet in woningen valt bovendien nog te bezien. Wij verwachten dan ook dat het aantal gereedgekomen woningen dit jaar beduidend lager zal zijn dan in 2008. De terugval in de woningbouwproductie is buitengewoon nadelig voor de woningmarkt. Dit kan, als de economie weer aantrekt, zorgen voor schaarste vooral in economisch sterke regio's en daarmee een kiem leggen voor toekomstige huizenprijsstijgingen.

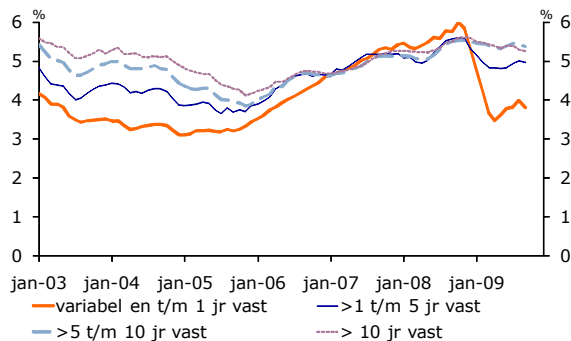
# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Hypotheekrente gaat stijgen

Na vier maanden op rij te zijn gestegen, is de gemiddelde variabele hypotheekrente in september gedaald. Ook de tarieven met een rentevaste periode namen in september af, zij het in een iets gematigder tempo (figuur 11). Onze verwachting is dat, onder invloed van het economische herstel en de daarmee samenhangende

ommekeer in het monetaire beleid, geldmarkten en kapitaalmarktrentes op termijn zullen stijgen. Deze opgaande beweging zal zowel de variabele hypotheekrente als de tarieven met een rentevaste periode beïnvloeden.

**Figuur 11: Hypotheekrente daalt opnieuw**



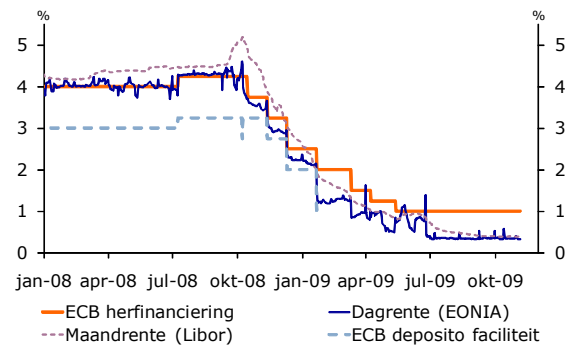
Bron: DNB

### Einde aan lage geldmarktrentes in zicht

De geldmarktrentes zijn in de afgelopen drie maanden verder gedaald als gevolg van de omvangrijke hoeveelheid liquiditeit die de ECB aan het bankwezen ter beschikking heeft gesteld. Bovendien is door het wereldwijde monetaire ingrijpen het vertrouwen in de

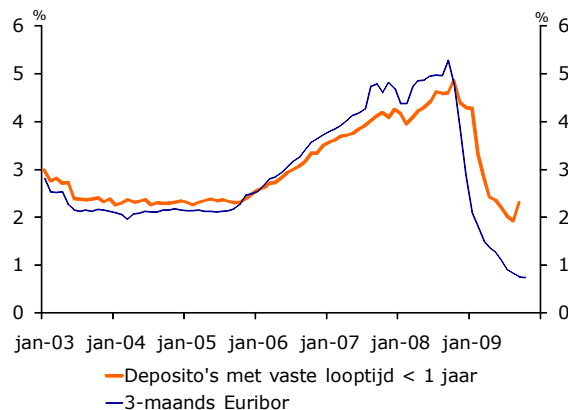
markten weer toegenomen, wat ervoor heeft gezorgd dat risicopremies, die besloten liggen in de geldmarktrentes, zijn gedaald. De kortlopende geldmarktrentes zijn daarom onder het officiële ECB beleidstarief (figuur 12). Hoewel het zeer ruime geldbeleid tijdelijk is, heeft de ECB aangegeven voorlopig geen haast te hebben met het afbouwen van de liquiditeitsinjecties. Het economische herstel is nog te kwetsbaar en het inflatierisico is beperkt. Dit betekent dat de geldmarktrentes op korte termijn zeer laag zullen blijven. Naarmate het economische herstel doorzet, lijkt het echter onvermijdelijk dat de ECB in de loop van volgend jaar een aantal liquiditeitsverschaffende maatregelen gaat terugdraaien. Daardoor zullen de geldmarktrentes oplopen. Deze opgaande lijn zal worden versterkt omdat wij ervan uitgaan dat de ECB in de tweede

**Figuur 12: Geldmarktrentes zijn laag**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 13: Daling spaarrente blijft achter**



Bron: DNB, Reuters EcoWin

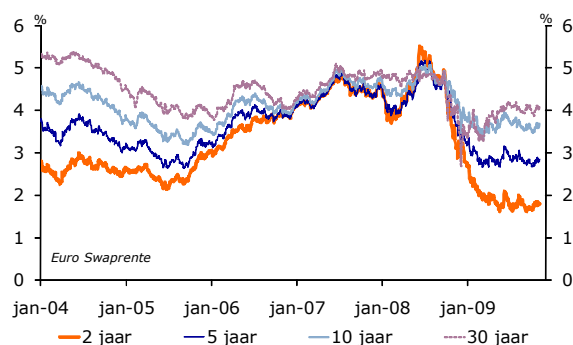
# Kwartaalbericht Woningmarkt

helft van 2010 zal overgaan tot de eerste beleidsrenteverhoging.

De lage geldmarktrente heeft in de afgelopen maanden een beperkt effect gehad op de variabele hypotheekrente, omdat het bankwezen zijn activiteiten slechts

voor een klein deel financiert op de interbancaire geldmarkt. De belangrijkste financieringsbron wordt traditioneel gevormd door spaargeld en deposito's. De rentes op de spaarmarkt zijn in de afgelopen maanden echter minder sterk gedaald dan de interbancaire rentes. In september is de spaarrente zelfs iets gestegen (figuur 13). De ontwikkeling van de spaarrente in combinatie met een verwachte opwaartse trend in de geldmarktrentes zal de variabele hypotheekrente in de loop van komend jaar omhoog stuwten.

**Figuur 14: Opmars kapitaalmarktrentes gestuit**



Bron: Reuters EcoWin

## Kapitaalmarktrentes: uiteindelijk hoger

Na een sterke stijging in het begin van dit jaar hebben de kapitaalmarktrentes sinds het begin van de zomer een pas op de plaats gemaakt (figuur 14). Tussen begin juni en begin november daalde de tienjaars swaprente in het eurogebied met 30 basispunten tot 3,6%. Tegen de achtergrond van de herstellende wereldeconomie, de lage maar toegenomen inflatieverwachtingen in de markt en de stijgende risicobereidheid onder beleggers is een daling van de kapitaalmarktrentes opmerkelijk. De sombere arbeidsmarktvooruitzichten en de aanhoudende *deleveraging* in de financiële sector geven de obligatiebeleggers aanleiding om te twijfelen over de kracht van het economische herstel. Tegelijkertijd lijken de kapitaalmarktrentes neerwaarts te worden beïnvloed door de lage inflatie en de beslissing van de centrale banken om voorlopig geen haast te zullen maken met het terugschroeven van de liquiditeitsmaatregelen. Toch gaan we ervan uit dat de kapitaalmarktrentes halverwege volgend jaar duidelijk hoger zullen staan onder invloed van het economische herstel. Het eerder besproken afkomen van de extra liquiditeit door de ECB zal gepaard gaan met een stijging van de geldmarktrentes, die vooral ook de korte kapitaalmarktrentes opwaarts zal beïnvloeden. Daarnaast kunnen de zorgen over de fors verslechterde overheidsfinanciën en de vraag hoe succesvol de exit-strategieën zullen worden geïmplementeerd de opgaande beweging in de kapitaalmarkt versterken. Over 12 maanden verwachten wij dat de tienjaars swaprente een gemiddeld niveau van 4% zal bereiken. Gezien de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt is een geleidelijk opwaartse trend in de tarieven met een rentevaste periode in de loop van volgend jaar dan ook waarschijnlijk.

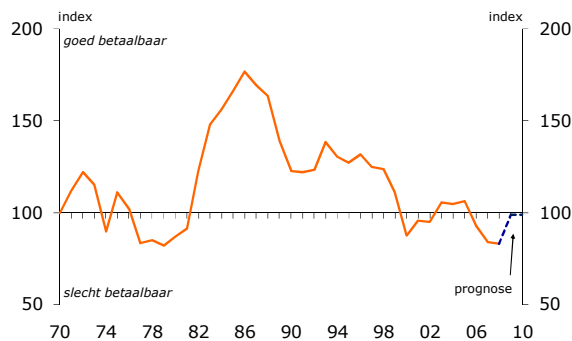
# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Betaalbaarheid is verbeterd in 2009

De Rabobank-betaalbaarheidsindex (figuur 15) meet de betaalbaarheid van een gemiddelde koopwoning voor een gezin met een gemiddeld huishoudinkomen in Nederland. Het is een momentopname, wat inhoudt dat er geen rekening wordt

gehouden met eventuele veranderingen in bijvoorbeeld de inkomenssituatie als gevolg van werkloosheid. Deze index maakt onderscheid tussen de betaalbaarheid voor starters (110% financiering) en doorstromers (70% financiering) bij de aanschaf van een nieuwe woning. Heeft de index een waarde van 100, dan bedragen de bruto maandlasten 30% van het bruto inkomen, waarbij wordt uitgegaan van de aanschaf van een gemiddeld geprijsde woning en een huishouden met een gemiddeld gezinsinkomen. Is de indexwaarde hoger dan 100, dan bedragen de bruto maandlasten minder dan 30% van het bruto inkomen en vice versa.

**Figuur 15: Tijdelijke verbetering betaalbaarheid**



Bron: CPB, Kadaster, Reuters Ecwin, Rabobank

De betaalbaarheid van Nederlandse koopwoningen is in 2009 sterk verbeterd. Sinds 1983 is de betaalbaarheid niet in deze mate toegenomen. Vergelijken we de huidige situatie met die van 35 tot 40 jaar terug, dan zijn de verschillen echter groot. De betaalbaarheid van Nederlandse koopwoningen nam toen een paar jaar achter elkaar in aanzienlijke mate toe. Drijvende kracht achter deze ontwikkeling was de toen dalende prijs van koopwoningen. Van top tot dal namen de huizenprijzen in die tijd met circa 30% af.

Weliswaar zijn ook nu de lagere huizenprijzen de belangrijkste oorzaak van de verbetering van de betaalbaarheid, maar de huidige prijsdaling bedraagt slechts enkele procenten en zal naar verwachting niet lang aanhouden. Sterker nog, de huidige ontwikkelingen zijn niet structureel van aard, waardoor de nu verbeterde betaalbaarheid maar tijdelijk is. Al in 2010 treedt stabilisatie op, waarna naar alle waarschijnlijkheid wederom een daling van de betaalbaarheid zal volgen. Door het structurele tekort aan woningen en de tegenvallende bouwproductie zal de vraag naar woningen het aanbod overtreffen. Dat geldt vooral voor regio's met een relatief sterke economie die arbeidskrachten aantrekken. We verwachten dat de huizenprijzen hier het eerst weer aantrekken.

Wel kunnen na de crisis de risico-opslagen in de rente naar beneden, maar daar staat tegenover dat de beleidsrente van de ECB dan weer zal stijgen. Bovendien is de risicopreceptie door de kredietcrisis veranderd. Hierdoor zal het renteniveau na de crisis naar alle waarschijnlijkheid hoger zijn dan ervoor. Dat heeft uiteraard ook gevolgen voor de hypotheekrente.

Ook van de inkomensontwikkeling is weinig heil te verwachten. Deze reageert namelijk met vertraging op de economische groei. Wanneer de economie weer aantrekt zal het dus nog even duren voordat ook de loonstijging toeneemt.

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Hypotheekverstrekking blijft laag

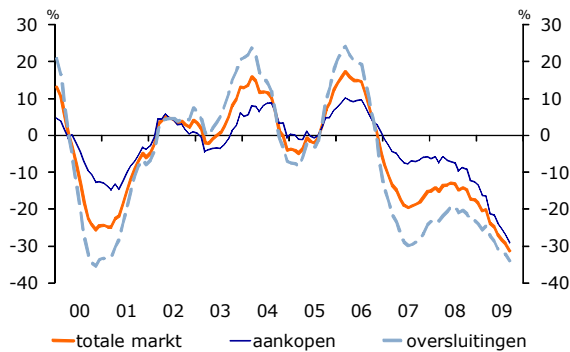
In het derde kwartaal van 2009 werden circa 66.500 hypotheekverstrekkingen. De hypotheekproductie stijgt nu twee kwartalen op rij en de toename is vooral toe te schrijven aan de nieuw verstrekte hypotheekleningen. De recente tijdelijke verhoging

van de NHG-grens heeft mogelijk een positief effect gehad op de hypotheekproductie. Maar het aantal verstrekte hypotheekleningen ligt duidelijk lager dan in de periode 2005-2007, toen er per kwartaal gemiddeld 129.000 hypotheekleningen werden verstrekt. In de 12 maanden tot en met september nam de j-o-j hypotheekproductie met circa 30% af (figuur 16).

De groei van de hypothecaire kredietverlening daalt al langer, en deze trend werd na het uitbreken van de huidige crisis nog verder versterkt. In het derde kwartaal van dit jaar kromp de hypotheekverstrekking met circa 5% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder (figuur 17). Een fors verslechterd senti-

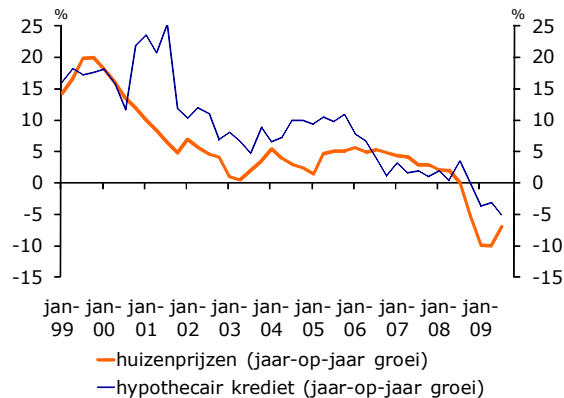
ment en een versterkte spaarneiging spelen een belangrijke rol bij de dalende financieringsvraag van potentiële huizenkopers. Daarnaast zijn verschillende financiële instellingen voorzichtiger geworden met de kredietverlening. Hoewel de huizenmarkt sinds afgelopen najaar te maken heeft met een flinke terugval in het aantal transacties en lagere woningprijzen loopt de uitstaande hypotheekschuld verder op. Het totaal aan de uitstaande hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens komt uit op ruim €600 miljard (figuur 18). Dit wordt vooral veroorzaakt door de flinke prijsstijgingen in het verleden. Ondanks de recente prijsdalingen worden woningen nog altijd tegen hogere prijzen verkocht dan waar ze, vaak jaren geleden, voor zijn gekocht. Voor dezelfde woning moet de koper nu een hogere hypotheek afsluiten dan de verkoper destijds heeft gedaan.

**Figuur 16: j-o-j hypotheekverstrekking blijft laag**



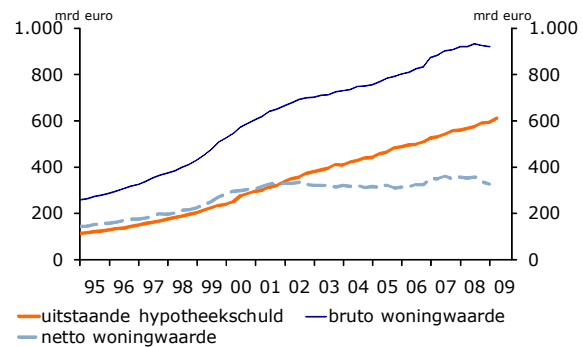
Bron: Kadaster, Rabobank

**Figuur 17: Huizenprijzen en hypothecair krediet**



Bron: Kadaster, DNB

**Figuur 18: Hypotheekschuld loopt verder op**



Bron: ABF Valuation, DNB

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Regionale variatie in betaalbaarheid

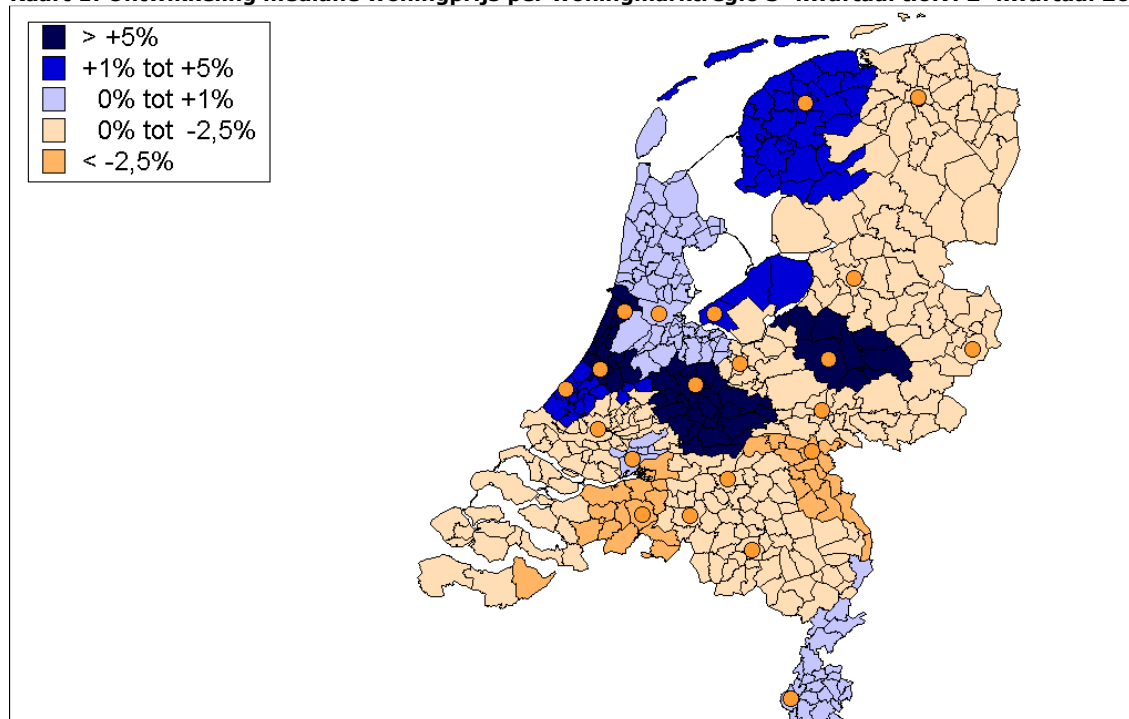
*De gemiddelde woningprijs lijkt, na de daling van de afgelopen kwartalen, in een flink aantal woningmarktregio's de weg omhoog weer gevonden te hebben. In deze regio's nam de betaalbaarheid dan ook weer af.*

### Kwaliteit heeft zijn prijs

Er was ook in het derde kwartaal van 2009 weer sprake van forse regionale verschillen. De regio Haarlem was in het derde kwartaal met afstand koploper qua prijsstijging (+12%), gevolgd door de regio's Leiden, Utrecht en Apeldoorn, die alle drie een stijging van ruim 7% lieten optekenen (kaart 1). Opmerkelijk is verder de prijsstijging in de regio's Dordrecht, Leeuwarden en Maastricht. Deze regio's kampen alle drie met een beperkte demografische dynamiek en kenden de afgelopen jaren dan ook een relatief beperkte prijsstijging. Wellicht vormt de recente prijsdaling in deze regio's een stimulans voor de vraag naar woningen. Daarnaast vertoonde ook de regio Almere een behoorlijke prijsstijging. Dat kan er op duiden dat de 'polder' voor velen een aantrekkelijk alternatief is voor de dure woningen op het 'oude land'. Hierbij moet echter wel worden opgemerkt dat het aantal verkochte woningen nu veel kleiner is dan enkele jaren terug. Mede door samenstellingseffecten neemt de kans op prijsfluctuaties toe (zie ook vanaf pagina 5). Aan de andere kant van het spectrum nam de gemiddelde woningprijs in bijna alle regio's in Noordoost- en Zuidwest-Nederland af. Daarbij kenden de regio's Nijmegen en Breda de sterkste daling van de woningprijs.

De variatie binnen de 21 woningmarktregio's is overigens groot. De woningprijs steeg in het algemeen het sterkst in de aantrekkelijke streken nabij de grote steden, zoals de kust, de Utrechtse Heuvelrug, de Zuid-Hollandse Eilanden en

**Kaart 1: Ontwikkeling mediane woningprijs per woningmarktregio 3<sup>e</sup> kwartaal t.o.v. 2<sup>e</sup> kwartaal 2009**



Bron: Rabobank



# Kwartaalbericht Woningmarkt

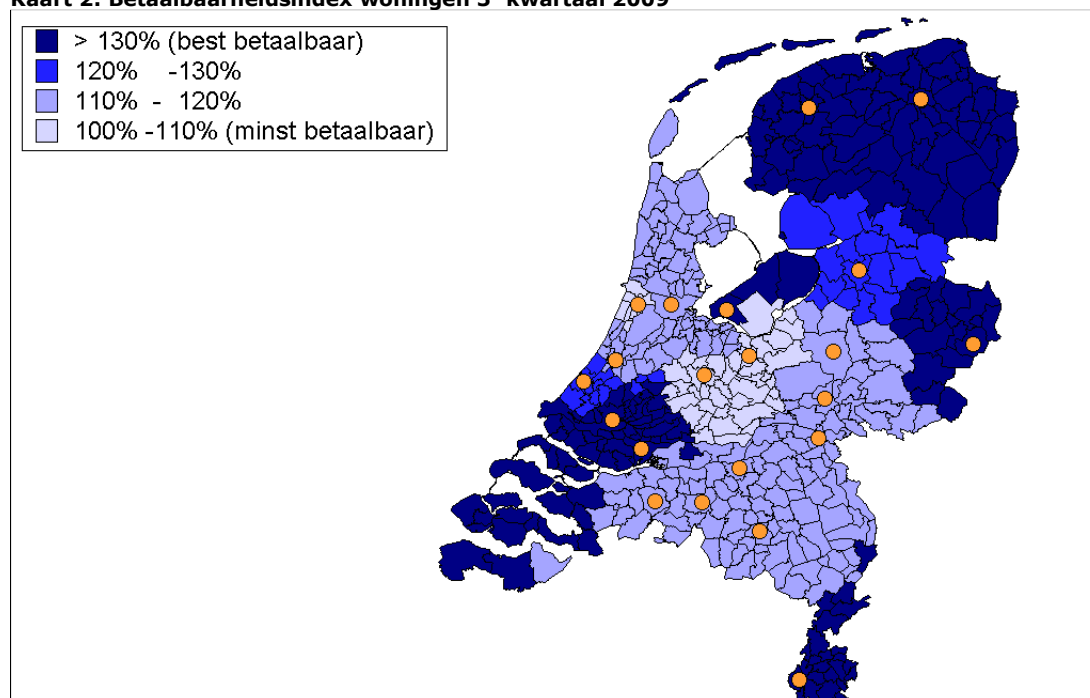
Zuidoost-Brabant. Voor (omgevings)kwaliteit wordt nog steeds goed betaald. De meeste grote en middelgrote gemeenten lieten in het derde kwartaal een stijging van de woningprijs zien. Naast Groningen, Enschede, Nijmegen en Breda was Amsterdam een opvallende uitzondering. De hoofdstad noteerde als enige van de grote steden een daling en was ook binnen haar eigen regio een vreemde eend in de bijt. De Haarlemmermeer en het overgrote deel van de gemeenten ten noorden van het Noordzeekanaal kenden wel stijgende prijzen. Omgekeerd zijn de prijsdalingen in de regio's Rotterdam, Eindhoven, Amersfoort en Arnhem te wijten aan de landelijke delen van die regio's en juist niet aan de steden.

## Betaalbaarheid neemt weer af

Als gevolg van deze prijsontwikkeling is de betaalbaarheid in het derde kwartaal afgenomen in de regio's in de Noordvleugel van de Randstad, Apeldoorn, Friesland en Zuidoost-Nederland (kaart 2). In Noord-, Oost- en Zuidwest-Nederland nam de betaalbaarheid toe.

Het regionaal patroon in betaalbaarheid wijzigde echter niet. Deze is in de regio's aan de rand van het land nog steeds het best, ondanks de prijsstijging in het afgelopen kwartaal. Het centrum van het land en de regio Haarlem blijven de geringste betaalbaarheid vertonen, gevolgd door de woningmarktregio Amsterdam en de regio's in Gelderland en Noord-Brabant. In de regio Haarlem is een gemiddelde koopwoning voor een gemiddeld huishouden nog net betaalbaar. Hier en in Utrecht is de betaalbaarheid al niet ver meer verwijderd van het laagste niveau tot nog toe, dat in het derde kwartaal van 2008 werd bereikt.

Kaart 2: Betaalbaarheidsindex woningen 3<sup>e</sup> kwartaal 2009



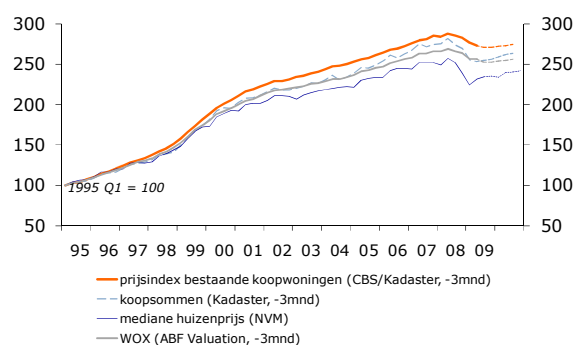
Bron: Rabobank

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Vooruitzichten

De Nederlandse woningmarkt lijkt te stabiliseren. Het vertrouwen van consumenten heeft door de recessie een flinke deuk opgelopen, wat duidelijk merkbaar is in de met circa eenderde afgenomen transactieaantallen. Ook de huizen-

**Figuur 19: Stabilisatie huizenprijzen NL**



Bron: ABF Valuation, CBS, Kadaster, NVM, Rabobank

prijzen worden geraakt en zijn inmiddels met enkele procenten gedaald. De grootste daling lijkt inmiddels achter de rug (figuur 19).

Ook de Nederlandse economie heeft een flinke tik gekregen, maar in het derde kwartaal is de Nederlandse economie voor het eerst sinds begin 2008 weer gegroeid. De komende tijd verwachten we nog meer positieve groeicijfers voor de Nederlandse economie. Daarmee zal de huidige crisis echter niet direct ten einde zijn. De werkloosheid zal volgend jaar nog fors oplopen, waardoor de betalingsproblemen ook in Nederland zullen toenemen. In absolute aantallen blijft de omvang van die betalingsproblemen echter relatief beperkt en wordt de

prijzontwikkeling van koopwoningen niet direct beïnvloed.

De komende jaren wordt vooral de bouwproductie hard geraakt door de kredietcrisis en de daarmee samenhangende recessie. Konden we tot voor kort nog profiteren van voor de crisis aangevangen woningbouwprojecten, dat is nu snel voorbij. Er is dan ook zwaar weer op komst voor aannemers en projectontwikkelaars. Voor 2009 verwachten we circa 70.000 opgeleverde nieuwbouwwoningen, wat volgend jaar zal afnemen tot circa 62.000. Door deze tegenvallende productiecijfers blijven de tekorten op de Nederlandse woningmarkt in stand, waardoor de Nederlandse huizenprijzen in de (nabije) toekomst weer zullen stijgen.

De thans verbeterde betaalbaarheid van Nederlandse koopwoningen is dus van tijdelijke aard. De huizenprijzen gaan immers weer stijgen en de hypotheekrente op termijn ook. Bovendien is de verwachte inkomensontwikkeling te beperkt om voldoende tegenwicht te bieden aan de verwachte hogere woonlasten.

De Nederlandse huizenmarkt reageert vooral op de kredietcrisis en de recessie. Anders dan in andere landen maken de Nederlandse huizen- en hypotheekmarkt echter zelf geen onderdeel uit van het fundamentele probleem. Daarmee blijft de huidige prijsdaling van Nederlandse woningen beperkt tot enkele procenten.

Op basis van bovenstaande ontwikkelingen op de woningmarkt en het einde van de recessie voorziet de Rabobank een stabilisatie van de huizenprijzen. Vooral samenstellingseffecten beïnvloeden onze verwachtingen per tijdreeks (pagina 19). Omdat deze effecten het beeld van de huidige marktontwikkelingen vertroebelen baseert de Rabobank haar verwachtingen in het vervolg op de Prijsindex Bestaande Koopwoningen van CBS/Kadaster. Voor 2009 voorzien wij een prijsafname met 3½% en een afname met 1% in 2010. De daling volgend jaar komt vooral door een lager aanvangsniveau in 2010 ten opzichte van 2009.

# Kwartaalbericht Woningmarkt

## Kerngegevens

<b>Huizenprijzen</b>				
<b>Jaar-op-jaar mutatie (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009<sup>a</sup></b>	<b>2010<sup>a</sup></b>
NVM (mediane huizenprijs)	3,6	0,0	-7	3
Kadaster (koopsommen)	5,3	2,7	-6½	1
CBS/Kadaster (PBK)			-3½	-1
ABF Valuation (WOX)			-3½	-1

<b>Aantallen</b>				
<b>x duizend</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009<sup>a</sup></b>	<b>2010<sup>a</sup></b>
Verkooptransacties	202	182	127	150
Nieuwbouw	80	79	70	62

<b>Aantallen</b>				
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Onvrijwillige verkopen	1.811	1.961	-	-

<b>Economische kerngegevens</b>				
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009<sup>a</sup></b>	<b>2010<sup>a</sup></b>
BBP (volumegroei, %)	3,5	2	-4	1
Inflatie (%)	1,6	2,5	1	1
Werkloosheid (x duizend)	344	305	400	575

<b>Rabobank betaalbaarheidindex</b>				
<b>x duizend</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009<sup>a</sup></b>	<b>2010<sup>a</sup></b>
Betaalbaarheidindex <sup>b</sup>	84	83	99	99

<b>Rente<sup>c</sup></b>				
<b>Niveau (%)</b>	<b>19 november 2009</b>	<b>+3m<sup>d</sup></b>	<b>+12m<sup>d</sup></b>	
3-maands Eurozone	0,72	0,88		2,06
10-jaars Euroswap	3,50	3,66		4,00
Hypotheekrente, 5-10 jaar vast	5,37 <sup>e</sup>			

<sup>a</sup> Prognoses Rabobank

<sup>b</sup> De Rabobank betaalbaarheidindex wordt berekend op basis van de gemiddelde huizenprijs (Kadaster) en het gemiddelde huishoudinkomen (CBS). Hierbij wordt uitgegaan van een annuïteitenhypotheek met een looptijd van dertig jaar voor een executiewaarde van tachtig procent van de marktwaarde en een maandlastenquote van dertig procent. Bij een waarde groter dan 100 is een gemiddelde woning goed betaalbaar. Bij een waarde minder dan 100 is deze, zonder inzet van eigen vermogen, slecht betaalbaar.

<sup>c</sup> Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

<sup>d</sup> Prognoses over respectievelijk 3 en 12 maanden

<sup>e</sup> Maandgemiddelde september 2009, DNB

# Kwartaalbericht Woningmarkt

---

## Colofon

Het Kwartaalbericht Woningmarkt is een uitgave van het Directoraat Kennis en Economisch Onderzoek (KEO) van Rabobank Nederland. De in deze publicatie gepresenteerde visie is gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen. Deze omvatten onder andere Reuters EcoWin, Kadaster, NVM, DNB, CPB en CBS.

Deze gegevens zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt. Rabobank Nederland aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor het geval dat de in deze publicatie neergelegde gegevens of prognoses onjuistheden bevatten. Het betreft algemene informatie die aan veranderingen onderhevig is.

Aan de verstrekte informatie kunnen geen rechten worden ontleend. Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Rabobank en alle andere aanbieders van informatie uit deze brochure en op de websites waarnaar deze verwijst, aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid voor de inhoud hiervan of voor informatie die op of via de sites wordt verstrekt.

Gehele of gedeeltelijke overname is uitsluitend toegestaan met bronvermelding. De afnemer van de informatie is verantwoordelijk voor de keuze en elk gebruik van de informatie. De afnemer is verplicht aanwijzingen van de Rabobank omtrent het gebruik van de informatie op te volgen. Nederlands recht is van toepassing.

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet: [www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)

Voor overige informatie kunt u bellen met het secretariaat van KEO op tel. 030 - 2162666, of mailen naar `economie@rn.rabobank.nl`.

Tekstbijdragen:

Martijn de Jong-Tennekes, Frits Oevering en Danijela Piljic

Eindredactie:

Annelies Hogenbirk, plaatsvervangend hoofd Directoraat Kennis en Economisch Onderzoek

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

© 2009 - Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Nederland

**KEO op internet**

[www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)

**Postadres**

Rabobank Nederland,  
KEO (UEL A.00.02)  
Postbus 17100  
3500 HG Utrecht

**Bezoekadres**

Rabobank Nederland  
Eendrachtlaan 10  
3526 LB Utrecht



**Rabobank**