



Geen 'Amerikaanse toestanden' op de Nederlandse huizenmarkt

De financiële wereld is al enige tijd in de ban van de ontwikkelingen op de Amerikaanse huizenmarkt. Vooral de 'subprime' markt voor risicovolle hypotheekleningen staat in de schijnwerpers. Verschillende aanbieders zijn de afgelopen maanden in liquiditeitsproblemen gekomen en sommige zijn failliet. Dit Themabericht gaat in op de vragen hoe het zo ver heeft kunnen komen en constateert dat parallellen met Nederland niet aan de orde zijn.

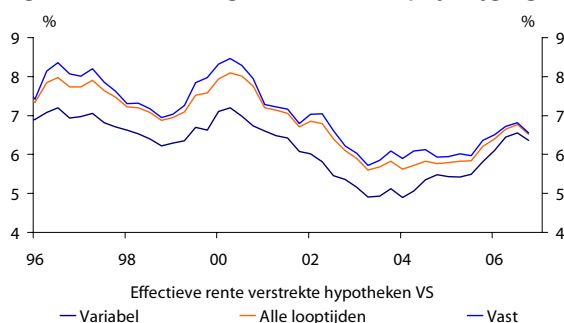
Huisprijsstijging VS was ooit gerechtvaardigd . . .

Tussen 2002 en de piek van de huisprijsstijgingen in 2005 stegen de huizenprijzen in de VS gemiddeld met bijna 10% per jaar. Dit was vooral te danken aan een lagere hypotheekrente. Door de nasleep van de recessie van 2001 daalde de hypotheekrente van 8,1% in 2000 tot 5,6% in medio 2003. Eind 2003 liep de hypotheekrente weer op, maar dit remde de huisprijsstijging niet af. Door het economisch herstel daalde de werkloosheid en stegen de lonen, waardoor Amerikanen een nog duurder huis konden veroorloven. De betaalbaarheid van koopwoningen bleef tussen 2002 en 2004 grofweg stabiel dankzij de lage rente en de gunstige loonontwikkeling. De markt was dan ook niet overspannen.

. . . tot 2005

Vanaf 2005 stegen de huizenprijzen verder, terwijl de betaalbaarheid, vooral voor starters, verslechterde. In de zomer van 2006 beschikte een doorsnee starter maar over tweederde van het inkomen dat nodig was om een starterswoning te kopen.

Figuur 1: Rentedaling van voor huisprijsstijging



Bron: EcoWin

Hoe konden de huizenprijzen blijven stijgen terwijl de betaalbaarheid daalde? Twee factoren speelden een rol: speculatie en de groei van de subprime hypotheekmarkt, die veelvuldig gebruik maakte van exotische hypotheekvormen.

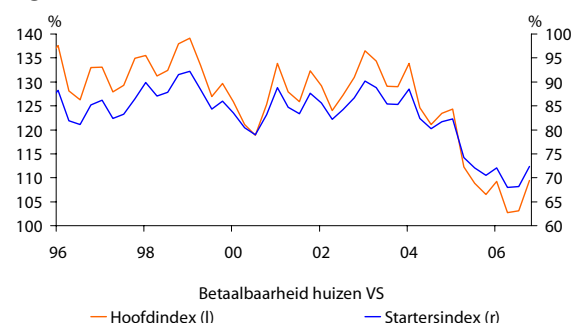
Speculatie heeft huizenprijzen opgestuwd

De snel stijgende huizenprijzen hebben veel Amerikanen verleid om een tweede huis te kopen in de hoop dit weer met winst te kunnen verkopen. Uit een enquête van de National Association of Realtors blijkt dat 28% van de in 2005 gekochte huizen beleggingsobject was. Nog eens 12% was vakantie-huisje, waarbij in 28% van de gevallen diversificatie van de privé-beleggingsportefeuille een bijkomend koopmotief was. Deze toevloed van beleggingsgeld heeft waarschijnlijk bijgedragen aan het opstuwende van de huizenprijzen met als gevolg een slechtere betaalbaarheid.

Meer mensen kregen een hypotheek

De afgelopen jaren zijn in de Verenigde Staten de mogelijkheden om een huis te kopen onder minder conservatieve hypotheekvoorwaarden toegenomen. Daarbij zijn de eisen aan de kredietwaardigheid van de leners versoepeld, waardoor meer mensen toegang kregen tot de hypotheekmarkt. De betaalbaarheid van woningen is daardoor verder opgerekt, maar wel door het verstrekken van meer riskante leningen. Dit klinkt onverstandig, maar het nemen van meer risico is niet noodzakelijk een slechte zaak. Van belang is dat kredietverstrekkers zich bewust zijn van

Figuur 2: Betaalbaarheid onder druk



Bron: EcoWin

de risico's die zij nemen en dat zij hier de juiste rentevergoeding voor vragen. Dit is de basis van de zogeheten 'subprime' hypotheekmarkt, wat letterlijk 'minder dan eerste graad' betekent. Subprime hypotheek zijn dan ook niet per definitie slecht. Een hypotheek valt namelijk nogal snel in deze categorie als de kredietwaardigheid van de huiseigenaar op het eerste gezicht niet optimaal lijkt. Denk bijvoorbeeld aan iemand die net afgestudeerd is, vaak is verhuisd, matig verdient, net van baan is gewisseld of een eigen bedrijf heeft.

Sommige kredietverleners zijn gespecialiseerd in dit soort suboptimale hypotheek. Door securitisatie schuiven zij de risico's zo snel mogelijk door naar anderen. Hierbij worden de hypotheek samen- gebundeld in verhandelbare obligaties, die vervolgens worden verkocht aan beleggers. Zo worden de risico's van subprime hypotheek verspreid over een bredere groep beleggers. Loopt dit proces goed, dan gaan alle partijen er op vooruit. Mensen zonder optimale kredietwaardigheid kunnen toch een huis kopen, de hypotheekhuizen verdienen aan de tussenhandel en beleggers krijgen een obligatie met een relatief hoge rente.

Meer riskante hypotheek

In de subprime markt wordt vaak gebruik gemaakt van alternatieve hypotheekproducten om de betaalbaarheid verder op te rekken. De financiële risico's nemen daarbij wel toe. Het simpelste voorbeeld is een hypotheek met een variabele rente. Deze waren vooral populair in 2004 toen de beleids- rente van de Amerikaanse centrale bank nog op slechts 1% stond. Naar waarde gemeten had toen de helft van alle nieuwe hypotheek een variabele rente. Meer exotische voorbeelden zijn hypotheek die één

of twee jaar aflossingsvrij zijn of zelfs 'negatieve aflossing' toestaan. Het laatste houdt in dat de hypotheekschuld oploopt om zo tijdelijk lagere maandlasten te realiseren. Dergelijke producten worden meestal verstrekt in combinatie met een variabele rente.

Ook zijn er tweede 'piggyback' hypotheek, waar- mee de eigen inbreng voor de eerste hypotheek wordt gefinancierd. Hiermee kan de lener een dure ver- zekering voorkomen.

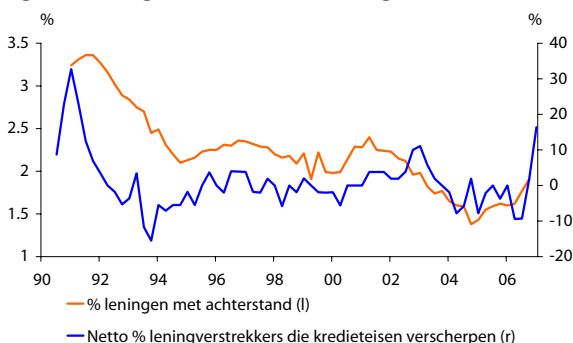
Verder is gebruik gemaakt van 'stated income'. Een huiseigenaar tekent hierbij een verklaring dat zijn inkomen voldoende is om de hypotheekbetalingen te voldoen. Dit product, bedoeld voor zelfstandigen, blijkt een bredere populariteit te genieten.

Toen ging het mis!

Naarmate de huizenprijzen verder stegen werd het voor veel mensen moeilijker om een hypotheek te krijgen. Tegelijkertijd wilden de subprime hypotheekhuizen hun winstgroei overeind houden. Daarnaast waren obligatiebeleggers hard op zoek naar een hoger rendement en wilden graag hypotheekobligaties kopen. Deze samenkomst van omstandigheden heeft er voor gezorgd dat in 2006 een kwart van alle nieuwe hypotheek subprime was, in tegenstelling tot minder dan een tiende in 2001. Om deze snelle groei te realiseren is de subprime markt vervuld geraakt met hypotheek die nooit verstrekt hadden mogen worden.

Daarbij is vaak gebruik gemaakt van hypotheek met een variabele rente, uitstel van aflossing of negatieve aflossing. Het is de vraag of de huiseigenaren straks de hogere maandlasten kunnen opbrengen. Sommige alarmisten, zoals de Center for Responsible Lending, schatten dat wellicht 20% van de subprime huis- eigenaren niet in staat zal zijn aan hun verplichtingen te voldoen. Voorlopig is het nog lang niet zo ver, al loopt het aantal wanbetalers snel op. Wel is duidelijk dat het feest op de huizenmarkt voorbij is. Banken scherpen hun voorwaarden voor hypotheek aan en beleggers zijn meer kritisch geworden in het kopen van hypotheekobligaties. Sommige beleggers maken gebruik van hun recht om obligaties terug te verkopen aan de hypotheekhuizen als er bewijs is dat de hypotheek van slechtere kwaliteit zijn dan werd voorgedaan. Een aantal hypotheekhuizen is hierdoor

Figuur 3: Zorgen over slechte leningen nemen toe



Bron: EcoWin

in acute liquiditeitsproblemen gekomen en sommige zijn zelfs failliet.

Feest is voorbij, maar doemdenken onterecht

De ruimte om de vraag naar huizen te rekken door de leningvoorwaarden te verruimen is verbruikt. Sinds augustus 2006 dalen de huizenprijzen in de VS dan ook. De speculatie die de huizenprijzen hielp opdrijven heeft nu een drukkende werking. Eigenaren van een tweede huis kunnen zonder verhuizing verkopen en doen dat ook sneller als hun hoop op een beleggingswinst omslaat in de vrees voor verlies. De flinke stijging van het aantal te koop aangeboden lege huizen kan een indicatie zijn dat de terugtocht der speculanten nu de huizenprijzen drukt.

De problemen op de subprime markt doen velen vrezen voor verdere prijsdalingen. Het aanbod van verkopende speculanten wordt immers mogelijk aangevuld met gedwongen verkopen.

Het is ver van vanzelfsprekend dat dergelijke doemscenario's uitkomen. Zeker in een dalende markt is gedwongen verkoop niet de meest voor de hand liggende optie voor een kredietverstrekker. Herfinanciering op voorwaarden die de huiseigenaar wel aan kan ligt dan meer voor de hand. Verder staat de Amerikaanse economie er nog altijd goed voor. De werkloosheid is laag en de lonen stijgen. De grote meerderheid van de hypotheekleningen is degelijk en door de gunstige economische omstandigheden kunnen de meeste huiseigenaren nog steeds aan hun verplichtingen voldoen.

Minder risico's in Nederlandse huizenmarkt

Het risico van 'Amerikaanse toestanden' op de Nederlandse huizenmarkt is beperkt. Speculatie speelt minder een rol. Onze hypotheekmarkt heeft

andere kenmerken. Bovendien betekent het structurele tekort aan goede koopwoningen in ons land dat prijsdalingen niet voor de hand liggen.

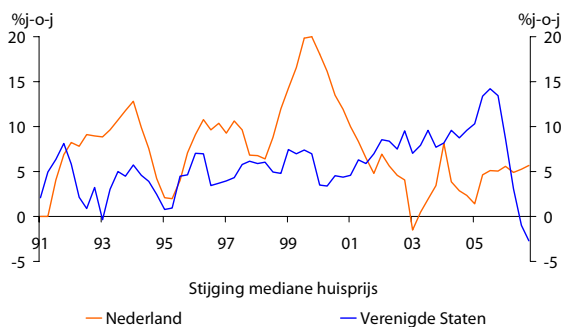
Weinig speculatie in Nederland

Zowel in de VS als in Nederland is het fiscaal aantrekkelijk om een woning met vreemd vermogen te financieren. In Nederland zijn deze gunstige voorwaarden inmiddels beperkt tot de eerste eigen woning (tevens hoofdverblijf) en een periode van 30 jaar. In de VS gelden deze beperkingen niet en kan de waardeverhoging van de koopwoning ook consumptief worden besteed, zonder gevolgen voor de belastingaftrek. De rente is echter alleen aftrekbaar voor een hypotheekwaarde van minder dan \$1 miljoen. Belangrijk gevolg van de fiscale verschillen is dat speculatie op de koopwoningmarkt in de VS vaker voorkomt. In Nederland is dit nauwelijks financieel aantrekkelijk, aangezien de fiscale voordelen slechts gelden voor de eerste woning die dient als hoofdverblijf en daarnaast de huurdersbescherming aanzienlijk is. Verder zijn overdrachtsbelastingen in de VS lager waardoor het snel kopen en verkopen van huizen (genoemd 'flippen') daar aantrekkelijker is. Hierdoor staat de Amerikaanse huizenmarkt meer open voor speculatie, wat de volatiliteit en de dynamiek vergroot.

Beperkte subprime markt

Naast de fiscale verschillen heeft ook het hypotheekbedrijf zich in de VS anders ontwikkeld dan in Nederland. Zo heeft de verstrekking van subprime hypotheekleningen in de VS de afgelopen jaren een enorme vlucht genomen. In Nederland is dit segment van de markt minder ontwikkeld en zijn slechts recent aanbieders actief als Sparck en Elq, die zich met name specialiseren in dit marktsegment. Zoals reeds aangegeven is het ontstaan van een afzonderlijke markt voor hypotheekleningen met een bovengemiddeld risico op zich niet verontrustend. Zeker niet wanneer de risico's van deze hypotheekleningen door securitisatie worden verspreid over meerdere geldverstrekkers. Wel is in een dergelijke markt de verhouding tussen het hogere risico en de vergoeding die hier tegenover staat van groot belang. Het subprime rentepercentage dient dan ook hoger te zijn naarmate de risico's toenemen, waardoor de lasten

Figuur 4: Nederlandse huisprijsstijging rustiger



Bron: EcoWin

meer dan evenredig stijgen met het hypotheekbedrag. Tegelijkertijd mag de kredietwaardigheid van de woonconsumenten niet uit het oog worden verloren. De risico-opslag geldt immers met name voor huiseigenaren die tegen de grenzen van hun leencapaciteit aanlopen. Door juist deze groep te confronteren met extra financiële lasten neemt het risico van wanbetaling echter wel toe.

Van belang is dat op de Nederlandse hypotheekmarkt individueel advies een grote rol speelt. Aan de hand van inkomen en financieel vermogen wordt gekeken in hoeverre individuele consumenten hun woonwensen kunnen vervullen. Het spreekt voor zich dat de door consumenten aangeleverde financiële gegevens betrouwbaar dienen te zijn. Op dit punt is het echter mis gegaan in de VS. Controle van de door consumenten aangeleverde financiële gegevens is dan ook een must; ook in een opgaande markt. De duur van een hypotheek bestrijkt immers vaak enkele decennia en dat geldt ook voor de lasten.

Op dit moment zijn er geen aanwijzingen dat de controle in Nederland verslapt. Sterker nog, per 1 januari 2007 is de nieuwe gedragscode voor hypothecaire financieringen ingegaan. Deze code stelt dat het maximale leenbedrag afhankelijk is van het inkomen van de hypotheeknemer(s) en de rente. Wel hebben hypotheekverstrekkers de mogelijkheid om over de grenzen van de gedragscode heen te gaan. Voorwaarden zijn een motivatie (bv. carrièreperspectieven) en een getekende verklaring dat de woonconsument op de hoogte is van de risico's.

Minder vraag naar exotische hypotheek

De flinke prijsstijgingen in de VS hebben de vraag naar innovatieve hypotheekproducten met een hoog risicoprofiel aangewakkerd. Ook in Nederland zijn de

afgelopen jaren meer risicovolle hypotheekproducten gebruikt (bijvoorbeeld de aflossingsvrije hypotheek). Maar de Nederlandse huizenmarkt is al duidelijk genormaliseerd na de flinke prijsstijgingen rond de eeuwwisseling. Door deze rustigere marktomstandigheden zijn de meer exotische hypotheekproducten hier minder in zwang geraakt. Daarnaast kiezen Nederlanders veelal voor een lange rentevaste periode, waardoor de onzekerheid over de te verwachten financieringslasten afneemt.

Pijlers onder Nederlandse woningmarkt sterk

Tot slot speelt ook het structurele tekort op de Nederlandse (koop)woningmarkt een rol. Al decennia lang blijft het aanbod van woningen achter bij de vraag. Dit genereert een opwaartse kracht op de Nederlandse huizenprijzen en verkleint het risico van prijsdalingen. Deze risico's zijn überhaupt beperkter in de huidige tijd van aantrekkende economische groei, lage werkloosheid en versnellende loonstijgingen. Wij verwachten dan ook dat de mediane huisprijs dit jaar 3½% zal stijgen.

Conclusie

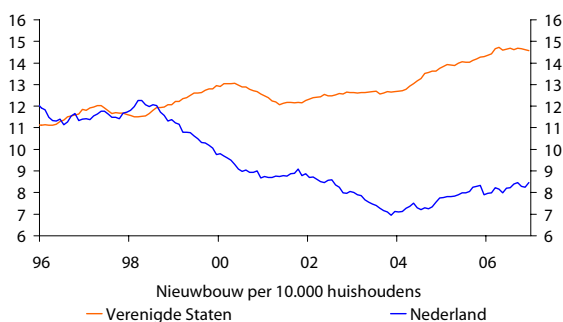
Hoewel er tussen de Amerikaanse en Nederlandse huizenmarkt overeenkomsten zijn, overheersen toch met name de verschillen. Zo speelt het speculatieve element op de Nederlandse huizenmarkt veel minder een rol dan in de VS en zijn de meer exotische hypotheekproducten hier minder in zwang geraakt. De ontwikkelingen in de VS leren dat de controle op door consumenten verstrekte gegevens niet mag verslappen. De nieuwe gedragscode voor hypothecaire financieringen is dan ook een stap in de goede richting. Tenslotte zorgt het structurele tekort op de Nederlandse woningmarkt voor een robuuste, breed gedragen prijsontwikkeling. Samen met de opgaande conjunctuur staan de lichten op groen voor de Nederlandse woningmarkt.

maart 2007

Martijn de Jong-Tennekes (030 – 2164490)
D.M.Jong@rn.rabobank.nl

Menno Middeldorp (030 – 2161397)
M.H.Middeldorp@rn.rabobank.nl

Figuur 5: Bouwactiviteit Nederland relatief laag



Bron: EcoWin