

# Buy-to-let verdringt starter van de koopwoningmarkt

*Johan Conijn  
Victor Meertens  
Frans Schilder*

Paper 2019 – 03  
Juli 2019



# Buy-to-let verdringt starter van de koopwoningmarkt

*Johan Conijn  
Victor Meertens  
Frans Schilder*

*ASRE research papers ISSN 1878-4607*

*ASRE Research Center | Amsterdam School of Real Estate | Postbus 140 | 1000 AC Amsterdam |  
T 020 – 668 1129 | F 020 – 668 0361 | [research@asre.nl](mailto:research@asre.nl)*

# Inhoudsopgave

	Samenvatting	2
1	Inleiding	4
1.1	Algemeen	4
1.2	De opbouw van het rapport.	5
2	Achtergronden van buy-to-let	6
2.1	Inleiding	6
2.2	Definiëring	6
2.3	Omvang	7
2.4	Achtergronden	8
3	Beleggingswaarde versus maximale hypotheek; de methode	10
3.1	Inleiding	10
3.2	Beleggingswaarde particuliere belegger	10
3.3	Maximale hypotheek starter, 2018	11
3.4	Analyse 2010 – 2019	11
4	Resultaten	12
4.1	Beleggingswaarde	12
4.2	Maximale hypotheek	13
4.3	Verschil belegger en starter	16
5	Gevoeligheidsanalyse	19
5.1	Inleiding	19
5.2	Effect WOZ-waarde en rendementseis	19
5.3	Effect markthuur en rendementseis	20
5.4	Studieschuld	20
6	Verhoging overdrachtsbelasting	22
6.1	Inleiding	22
6.2	Verhoging overdrachtsbelasting	22
7	Beleidsopties bij buy-to-let	24
7.1	Inleiding	24
7.2	Buy-to-let en een problematisch functionerende woningmarkt	24
7.2.1	Economische efficiëntie vs de ongedeelde stad: het economisch functioneren van de stad	24
7.2.2	Macro-economische stabiliteit: exit van 'buy-to-let'?	25
7.3	Ingrijpen?	26
7.4	Overweging	28
8	Geciteerde werken	30

## Samenvatting

Buy-to-let is, in de omvang waarin het zich de afgelopen jaren in Nederland heeft voorgedaan, een nieuw verschijnsel. Dat particuliere beleggers op grote schaal koopwoningen kopen om die woningen vervolgens te verhuren, laat zien dat de verhoudingen op de woningmarkt zijn veranderd ten opzichte van het verleden, waarin het omgekeerde gangbaar was.

Over de omvang van buy-to-let komen steeds meer gegevens beschikbaar. De informatie van het Centraal Bureau voor de Statistiek en die van het Kadaster geven het beste inzicht. Uit deze gegevens blijkt dat aankopen van koopwoningen door overige verhuurders, vooral particuliere verhuurders om die woningen vervolgens te verhuren, de laatste jaren sterk is gestegen. In 2017 ging het om 100.000 woningen die zo omgezet zijn van koop naar huur.

Dat buy-to-let een hoge vlucht heeft genomen komt door een samenstel van verschillende oorzaken. Tijdens de afgelopen woningmarktcrisis zijn de prijzen van koopwoningen sterk gedaald, terwijl de huren juist zijn gestegen. Verder is van belang dat het woningtekort de afgelopen jaren is toegenomen en de koopstarters te maken hebben met hypothecaire restricties. Voorts levert ook de lage hypotheekrente een stimulans voor buy-to-let, omdat daarmee een eventuele financiering van de aankoop daardoor relatief goedkoop is. Tot slot heeft het lage rendement bij andere beleggingsmogelijkheden ook bijgedragen aan de populariteit van buy-to-let. De belegger kan met de verhuur van woningen een aantrekkelijk rendement realiseren.

Buy-to-let is mogelijk als de belegger bereid is meer te betalen voor de woningen dan een potentiële eigenaar-bewoner. Koopstarters zonder eigen of geschonken geld, zijn daarbij beperkt door de maximale hypotheek volgens de normen van het NIBUD. Voor de beleggers is de beleggingswaarde van de woning van belang; de prijs die de belegger op basis van de rendementseis maximaal voor de woning wil betalen. Een vergelijking tussen de maximale hypotheek en de beleggingswaarde geeft inzicht in de concurrentiepositie van de koopstarter.

In Amsterdam is de beleggingswaarde over het algemeen hoger, en soms veel hoger dan de maximale hypotheek die de koopstarter kan krijgen. In het basisscenario is daarbij verondersteld dat de belegger een rendementseis van 7% hanteert. Alleen bij kleine woningen van 30m<sup>2</sup> en een relatief hoog inkomen was de maximale hypotheek hoger dan de beleggingswaarde van de woning. In alle andere gevallen is de beleggingswaarde hoger. Dit impliceert dat een koopstarter zonder een fors aandeel eigen of geschonken geld, niet kon opbieden tegen de particuliere belegger.

De afgelopen jaren is de maximale hypotheek voor koopstarters op basis van de normen van het NIBUD amper gestegen. Pas in 2019 is er sprake van een duidelijke stijging van de maximale hypotheek. De beleggingswaarde is in Amsterdam wel jaarlijks toegenomen. Als gevolg hiervan is de positie van de koopstarter ten opzichte van de belegger vanaf 2010 elk jaar steeds verder verslechterd. Het verschil tussen de beleggingswaarde en de maximale hypotheek is zo groot geworden dat dit verschil in de praktijk niet meer kan worden overbrugd door een verhoging van de maximale hypotheek. Een tweeverdiener met een gezamenlijk inkomen van € 70.000 dient voor een meergezinswoning van 70m<sup>2</sup> bovenop de maximale hypotheek een inbreng van € 171.000 mee te brengen om op te kunnen bieden tegen de particuliere belegger.

Een maatregel die wordt bepleit is het verhogen van de overdrachtsbelasting als de woning door een particuliere belegger wordt gekocht voor verhuur. De overdrachtsbelasting is een kostenpost voor de koper en verlaagt de beleggingswaarde van de woning, waardoor de concurrentiepositie van de koopstarter wordt verbeterd. Uit het onderzoek komt naar voren dat bij een verhoging van de overdrachtsbelasting van 2% naar 6%, zoals het tarief eerder was, de verlaging van de beleggingswaarde beperkt is. In 2018 blijft de beleggingswaarde nog steeds (fors) hoger dan de maximale hypotheek. Pas bij een verhoging van de overdrachtsbelasting naar 14% is bij woningen tot 50m<sup>2</sup> de beleggingswaarde lager geworden dan de maximale hypotheek.

De overheid staat voor een dilemma: buy-to-let op zijn beloop laten of ingrijpen. Een complicatie bij het maken van deze keuze is dat er nog weinig bekend is over buy-to-let. Niet alleen is de omvang onduidelijk, ook is niet bekend wie de particuliere beleggers zijn, hoe de woningen zijn gefinancierd, wat het verhuurbeleid is, hoe hoog de huren zijn en wie de woningen huren. De huurders kunnen de starters zijn die vergeefs een woning wilden kopen, maar het kan ook om anderen gaan zoals expats. Zonder meer inzicht in het verschijnsel buy-to-let is effectief beleid moeilijk vorm te geven.

Regulering of inperking van buy-to-let dient gebaseerd te zijn op een afweging van de voor- en nadelen van een dergelijk overheidsingrijpen. Het is de vraag of buy-to-let maatschappelijke voordelen heeft. Het gaat om een omzetting van koop- naar huurwoningen. Hierdoor neemt het middensegment in de huursector toe, maar in veel gevallen zal de huur hoger liggen dan de bovengrens van het middensegment. Bovendien biedt een dergelijke groei van het middensegment in de huursector geen oplossing voor de woningmarkt. Het tekort aan middensegmentwoningen wordt vervangen door een tekort aan koopwoningen voor starters. Met buy-to-let worden immers geen woningen aan de woningvoorraad toegevoegd. Buy-to-let heeft mede als gevolg van het woningtekort vooral bijgedragen aan een verdere prijsstijging.

De nadelen van buy-to-let overheersen. Effectieve maatregelen van de overheid om deze nadelen in te perken liggen echter niet voor het oprapen. Het inzetten van instrumenten om problemen zoals woningsplitsing, kamerverhuur en excessief hoge huren tegen te gaan is een optie. Het maximeren van het huurniveau, bijvoorbeeld op basis van de WOZ-waarde (de 'noodknop'), zou regulering van de geliberaliseerde huursector kunnen impliceren en dan raakt het ook de bouw van geliberaliseerde huurwoningen door institutionele beleggers. De verhoging van de overdrachtsbelasting is een ander middel. Kwantitatief is het effect daarvan beperkt; de psychologische werking kan groter zijn. De meest vergaande maatregel is dat er een woonplicht wordt geïntroduceerd voor de koper van een koopwoning. Woningcorporaties hanteren die voorwaarde al bij de verkoop van hun huurwoningen. Het is de moeite waard om de voor- en nadelen van een dergelijke woonplicht nader te onderzoeken.

# 1 Inleiding

## 1.1 Algemeen

De afgelopen jaren heeft zich een voor de Nederlandse woningmarkt betrekkelijk nieuw verschijnsel voorgedaan: *buy-to-let*, beleggers die koopwoningen kopen om die vervolgens te verhuren. De Nederlandse woningmarkt is decennialang juist geconfronteerd geweest met een tegengestelde ontwikkeling: de verkoop van huurwoningen aan eigenaar-bewoners, vooral via het uitpanden van complexen door particuliere verhuurders en woningcorporaties. Dit uitpanden was financieel erg aantrekkelijk vanwege de *value gap* (Conijn en Schilder, 2011). Dit is het verschijnsel dat een lege woning via de verkoop aan een eigenaar-bewoner meer waard is dan een woning in verhuurde staat. Het bestaan van deze value gap is een belangrijke oorzaak geweest voor de stelselmatig daling van het aantal particuliere huurwoningen in Nederland. Sinds 2012 is deze trend omgebogen. Het aantal particuliere huurwoningen stijgt. In de periode 2012 – 2017 een stijging van 20% (CBS, 2018). Buy-to-let is niet de enige van verklaring voor deze stijging, maar heeft er zeker aan bijgedragen.

Er is ook al veel over buy- to-let geschreven. Zo heeft Martens (2016) op deze nieuwe trend en de daarmee verbonden risico's voor de woningmarkt gewezen. Aalbers e.a. (2018) hebben een uitgebreid onderzoek uitgevoerd naar de omvang van de consequenties van buy-to-let. Zij doen ook aanbevelingen om verdere groei van buy-to-let in te beperken. Verder heeft Michielsen (2018) de resultaten van een onderzoek gepubliceerd naar het effect van buy-to-let op de regionale prijsontwikkeling. De conclusie van dit onderzoek is dat buy-to-let niet heeft geleid tot hogere prijzen van koopwoningen. Dit is paradoxaal omdat particuliere beleggers in principe alleen de koopwoning kunnen verwerven als ze meer bieden dan de 'traditionele' eigenaar-bewoners. De omvang van buy-to let en kenmerken van de particuliere verhuurders zijn recent beter in beeld gebracht door het Kadaster (2019a en 2019b) en het CBS (2019b).

Buy-to-let kan worden beschouwd als een vorm van arbitrage tussen twee delen van de woningmarkten: de koopsector en de (geliberaliseerde) huursector. Kennelijk is het onder de huidige omstandigheden financieel aantrekkelijk om een koopwoning te kopen en die vervolgens te verhuren. Vanuit dat perspectief gezien leidt deze arbitrage in principe tot hogere prijzen op de koopwoningmarkt omdat er aanbod aan dat deel van de woningmarkt wordt onttrokken en tot hogere huren op de huurwoningmarkt omdat daar het aanbod juist wordt vergroot. In theorie gaat deze arbitrage door totdat beide deelmarkten met elkaar in evenwicht zijn.

Dit rapport sluit aan bij de zienswijze dat buy-to-let een vorm van arbitrage is. Een specifiek aspect daarvan staat hierbij centraal. Een particuliere belegger kan alleen slagen in zijn wens een koopwoning voor de verhuur te kopen, als hij meer kan bieden dan de potentiële eigenaar-bewoner, die in de praktijk veelal een koopstarter is. De belegger zal op basis van zijn rendementseis ten hoogste de beleggingswaarde voor de koopwoning willen betalen. De koopstarter heeft te maken met de maximale hypotheek die hij kan krijgen, aangevuld met de mogelijkheid om eigen of geschonken geld in te brengen. Als de beleggingswaarde, mede gebaseerd op de verwachte huurinkomsten, hoger is dan de koopprijs die de koopstarter kan betalen, is er een economische basis voor buy-to-let.

Dit onderzoek richt zich specifiek op Amsterdam, mede omdat in die gemeente buy-to-let het meeste voorkomt. In Amsterdam is er sprake van grote vraag naar woningen, waardoor in de geliberaliseerde huursector het huurniveau relatief hoog is. Hierdoor is het aantrekkelijk voor particuliere verhuurders om woningen te verhuren. De afgelopen jaren zijn de prijzen van koopwoningen mede door buy-to-let in Amsterdam bijzonder sterk gestegen, maar dat geldt ook voor de beleggingswaarde, waardoor buy-to-let kan blijven bestaan. De keuze voor Amsterdam heeft wel consequenties voor de representativiteit van dit onderzoek. Buy-to-let komt in heel Nederland voor, maar de omstandigheden zijn verschillend. Hierdoor zijn de uitkomsten van dit onderzoek niet zonder meer toepasbaar op andere gemeenten. Dit neemt niet weg dat het mechanisme van arbitrage ook in de rest van Nederland werkzaam is.

## 1.2 De opbouw van het rapport.

Hoofdstuk 2 gaat dieper in op de achtergronden van buy-to-let. Hierbij komt de definitie van buy-to-let aan de orde. Ook de bestaande schattingen over de omvang van buy-to-let zal de revue passeren. Verder zal dieper worden ingegaan op de achtergronden van buy-to-let. Centraal staat in dit onderzoek de vergelijking van de beleggingswaarde ten opzichte van de maximale hypotheek die een koopstarter kan krijgen. De wijze waarop die analyse is uitgevoerd wordt in hoofdstuk 3 beschreven. De uitkomsten van het basisscenario staan in hoofdstuk 4. De berekeningen zijn op verschillende veronderstellingen gebaseerd. Voor de belangrijkste veronderstellingen is een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd, waarvan de uitkomsten in hoofdstuk 5 zijn weergegeven. Als maatregel om buy-to-let af te remmen wordt regelmatig een verhoging van de overdrachtsbelasting genoemd. Hoofdstuk 6 laat zien wat het effect van een verhoging van de overdrachtsbelasting op de beleggingswaarde is. Tot slot bevat hoofdstuk 7 een beleidsmatige beschouwing over de voor- en nadelen van buy-to-let.



## 2 Achtergronden van buy-to-let

### 2.1 Inleiding

Voor de Nederlandse woningmarkt is de omzetting van een koopwoning naar een huurwoning, hetgeen bekend staat als *buy-to-let*, op de schaal die zich de laatste jaren heeft voorgedaan een nieuw verschijnsel. De afgelopen decennia werden juist gekenmerkt door een tegenovergestelde ontwikkeling. Huurwoningen werden na verhuizing van de huurder door de particuliere verhuurders juist uitgepand en als koopwoning verkocht. De reden hiervoor was dat er over het algemeen sprake was van een 'value gap': de waarde van een koopwoning was hoger dan die van een verhuurde woning (Conijn en Schilder, 2011). De achtergrond van dit waardeverschil was tweërlei. De fiscale subsidiëring van koopwoningen leidde er mede door restricties in het aanbod toe dat het voordeel van de subsidiëring werd gekapitaliseerd in de waarde van de koopwoning. Koopwoningen werden door de fiscale subsidiëring duurder. Daarnaast heeft de huurprijsregulering een drukkend effect gehad op de huurprijzen in het gereguleerde segment dat verreweg het grootste deel van de huurwoningvoorraad uitmaakt. Dit had een negatief effect op de waarde van de huurwoning voor de verhuurder. Het verschil in waarde was de 'driver' voor de omzetten van huur naar koop. Mede als gevolg hiervan is de particuliere huurmarkt sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog sterk gedaald: van 60% van de totale woningvoorraad tot 12% in 2012. Nu is dus een tegengestelde ontwikkeling opgetreden en neemt de omvang van de particuliere huursector, mede door buy-to-let weer toe.

### 2.2 Definiëring

Er bestaan verschillende vormen van omzetting van koop naar huur. Ook in het verleden kwam dit verschijnsel voor, zij het in veel mindere mate. Ouders kochten een koopwoning om die te verhuren aan studerende kinderen. Woningcorporaties zullen in het kader van de stadsvernieuwing ook wel eens een koopwoning hebben verworven om vervolgens te renoveren of te slopen. In dit verband willen we onder buy-to-let verstaan: *de aankoop van een koopwoning door een belegger met het oogmerk rendement te realiseren via de verhuur van de aangekochte woning*. Cruciaal in de definitie is dat de belegger de woning verwerft met het doel een rendement te realiseren. De verhuur kan verschillende vormen aannemen. Het kan via het verkameren van de woning, via verhuur aan toeristen, via een tijdelijke huurovereenkomst of via een reguliere huurovereenkomst, veelal in de vrije sector.

Voor de definitie maakt het niet uit hoeveel woningen de belegger voor de verhuur in bezit heeft. Het kan gaan om een 'kleine' belegger die één of meer koopwoningen verwerft voor de verhuur. Het zou zelfs zo kunnen zijn dat die kleine belegger zelf in een huurwoning woont. Het kan ook gaan om een belegger die grootschalig koopwoningen opkoopt. In de gehanteerde definitie blijft buy-to-let ook niet beperkt tot de aankoop door particuliere personen. Ook aankoop via rechtspersonen (bij voorbeeld een pensioen-BV) valt onder de definitie van buy-to-let. Over het algemeen vindt buy-to-let niet plaats bij institutionele beleggers. Zij bereiden hun portefeuille veelal uit via nieuwbouw of via de aankoop van portefeuilles huurwoningen van andere institutionele beleggers. Institutionele beleggers kopen in de praktijk geen 'losse' koopwoningen.



## 2.3 Omvang

Over omvang van de woningvoorraad die voldoet aan de definitie van buy-to-let bestaan alleen grove indicaties. Idealiter zou er informatie moeten zijn over het aantal omzettingen van koop naar huur in een bepaalde periode, het aantal 'buy-to-let' woningen dat weer verkocht wordt als koopwoning en het totale aantal buy-to-let woningen op achtereenvolgende peilmomenten. Die informatie is er niet. Er zijn momenteel twee bronnen die enige indicatie geven van de omvang van buy-to-let.

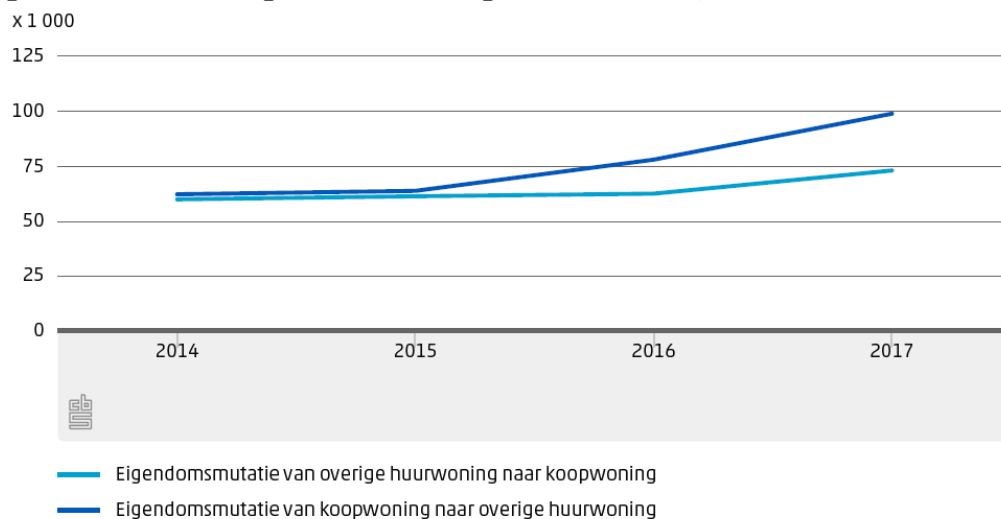
De eerste bron is de verdeling van de woningvoorraad naar type eigenaar afkomstig van het Centraal Bureau voor de Statistiek (2019a). Het CBS onderscheidt bij huurwoningen verhuur door woningcorporaties en verhuur door overige verhuurders. De beleggers met buy-to-let woningen behoren tot deze laatste categorie. Het aantal huurwoningen in eigendom van overige verhuurders is sinds 2012 sterk gestegen. In 2012 ging het in Nederland om 852.097 huurwoningen. In 2018 was dit aantal gestegen tot 1.007.582. Een stijging van 18%. In procenten van de woningvoorraad is het aandeel opgelopen van 11,5% in 2012 naar 13,0% in 2018. Deze toename is in geheel Nederland waar te nemen. Amsterdam is met een stijging van het aantal huurwoningen van overige verhuurders in deze periode met 'slechts' 16% bepaald niet de koploper, hoewel de publiciteit een ander beeld schetst. De toename van het aantal huurwoningen van overige verhuurders is niet alleen de resultante van buy-to-let. In deze periode hebben institutionele beleggers ook veel nieuwe huurwoningen aan de woningvoorraad toegevoegd. Verder zijn er corporatiewoningen verkocht aan institutionele beleggers. Daarnaast zullen er ook particuliere verhuurders geweest zijn, die tegen de trend in, hun woningen verkocht zullen hebben.

Een tweede bron is de informatie van het Kadaster. Het Kadaster heeft onderzoek gedaan naar de aankopen van koopwoningen door particuliere eigenaren met minimaal 3 en niet meer dan 50 woningen. Aangenomen wordt dat het bij deze aankopen gaat om buy-to-let. Ten opzichte van de eerder weergegeven definitie levert deze afbakening wel een onderschatting op van het aantal buy-to-let transacties. Het Kadaster presenteert het aantal buy-to-let aankopen als een percentage van het aantal transacties. In Nederland is het aandeel aankoop voor de verhuur op basis van het eigendom van 3 of meer woningen de afgelopen jaren verdubbeld: van circa 3% in 2006 tot 6% in 2016 (De Vries, Brugmans en Harleman, 2017). Er zijn wel grote verschillen per gemeente. In Amsterdam is het aandeel het hoogst. Hier wordt 19% van de woningen gekocht door particuliere verhuurders. In Rotterdam 14% en in Den Haag 15%. Het aandeel van particuliere verhuurders is vooral groot bij de kleine woningen tot 100 m<sup>2</sup> en in de goedkoopste prijsklasse tot € 100.000. Amsterdam vormt hierop overigens een uitzonderling. In die gemeente komen particuliere verhuurders in alle prijsklassen voor.

Recent hebben het CBS en het Kadaster gedetailleerdere analyses uitgevoerd naar de rol van de particuliere verhuur op de Nederlandse woningmarkt. Van der Harst en De Vries (2019a) heeft de omvang "kopen om te huren" nader in beeld gebracht in de periode 2009 – 2018. Landelijk is het aandeel van particuliere verhuurders bij de verkoop van koopwoningen gestegen naar 5% in 2017. Dit percentage kent grote regionale en lokale verschillen. In enkele gemeenten, waaronder Amsterdam, ligt het percentage boven de 10 en binnen die gemeenten zijn er wijken waar het aandeel van particuliere verhuurders bij de verkoop van koopwoningen boven 20% uitkomt. Vervolgens Van der Harst en De Vries (2019b) bevat een verdiepende analyse naar de omvang van de woningportefeuilles van particuliere verhuurders en kenmerken

van de betreffende woningen. Het onderzoek van het CBS (2019b) heeft betrekking op de eigendomsmutaties van koopwoningen naar overige huurwoningen, waartoe alle huurwoningen, exclusief huurwoningen van woningcorporaties, worden gerekend. In 2017 waren er 100.000 woningen die gemuteerd zijn van koopwoning naar overige huurwoningen. Hier staat tegenover dat er in dat jaar 73.000 woningen in omgekeerde richting zijn gemuteerd. Bij de eigendomsmutaties van koopwoning naar overige verhuur, heeft een ruime meerderheid van de particuliere verhuurders één woning in de verhuur. De eigenaren hebben het vaakste een leeftijd van 30 tot 40 jaar.

**Figuur 2.1: Ontwikkeling van het aantal eigendomsmutaties, 2014 – 2017**



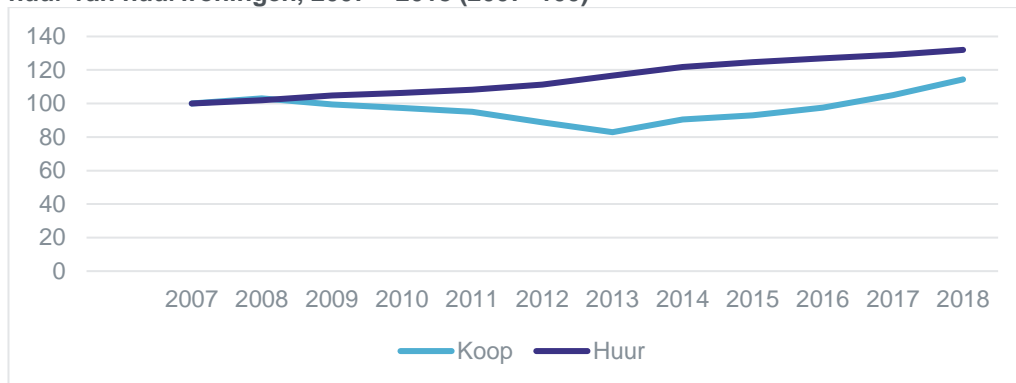
Bron: CBS (2019b), p. 15

## 2.4 Achtergronden

De opkomst van buy-to-let is het gevolg van zowel ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt, als ook op de internationale kapitaalmarkt.

Wat betreft de Nederlandse woningmarkt is van belang dat de prijzen van koopwoningen sinds 2008 sterk zijn gedaald. Medio 2013 hebben de koopprijzen hun dieptepunt bereikt. Ondertussen bleven de huren op basis van de huurenquête van het CBS stijgen. In de periode 2008 – 2012 was de huurstijging gematigd. Vanaf 2013 zijn er enkele jaren geweest met een forse huurstijging. Vanuit het perspectief van de belegger nam door deze divergerende ontwikkeling het bruto aanvangsrendement van de aankoop van een woning toe (Conijn, Rouwendal en Schilder, 2016). Bovendien leverde de stijging van de koopprijzen vanaf 2013 nog een (hoog) indirect rendement op. Uit figuur 2.2 blijkt dat achteraf gezien in 2013 het verschil tussen het verloop van het huurniveau en dat van de koopprijzen, het grootst was. Pas de laatste jaren is de stijging van de koopprijzen hoger dan de stijging van de huren.

**Figuur 2.2: Het verloop van de gemiddelde prijs van koopwoningen en de gemiddelde huur van huurwoningen, 2007 – 2018 (2007=100)**



Tegelijkertijd nam mede als gevolg van het rijksbeleid de vraag naar particuliere huurwoningen toe. De toegankelijkheid van zowel corporatiewoningen als koopwoningen voor (startende) middeninkomens werd beperkt. In de corporatiesector werden striktere toewijzingsregels ingevoerd om de staatssteun te beperken tot de doelgroepen van beleid. In de koopsector werd de aftrekbaarheid van de hypotheekrente verminderd en tegelijkertijd de hypotheecaire normen aangescherpt. Hierdoor weken vooral startende huishoudens uit naar de particuliere huursector. Het beleid om het middensegment in de huursector te laten groeien, diende aan de grotere vraag tegemoet te komen, maar de toename van het middensegment was onvoldoende (Schilder en Conijn, 2015). Daar kwam het stijgende woningtekort nog bij. Deze omstandigheden van een grote vraag en een beperkt aanbod van particuliere huurwoningen, vormden de voedingsbodem waarop buy-to-let zich sterk heeft kunnen ontwikkelen.

Ook de ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkt hebben bijgedragen aan de groei van buy-to-let. Terwijl het te verwachten rendement op de verhuur van woningen toenam, daalde het rendement op alternatieve beleggingsmogelijkheden. De risicovrije rente daalde tot onder nul en de rente op de verschillende spaarvormen en obligaties ging eveneens sterk omlaag. Zo werd buy-to-let ook in vergelijking met andere beleggingen een aantrekkelijk alternatief.

## 3 Beleggingswaarde versus maximale hypotheek; de methode

### 3.1 Inleiding

Om te bezien of de particuliere belegger de koopstarter uit de huidige markt verdringt, is gekeken naar het verschil tussen de maximale bieding die beide partijen op een *gemiddelde*<sup>1</sup> woning voor koopstarters in Amsterdam kunnen uitbrengen. Voor de particuliere belegger is deze begrensd door de beleggingswaarde van het desbetreffende object. Voor de koopstarter geldt hiervoor de maximaal te verkrijgen hypotheek inclusief het beschikbaar eigen vermogen. Hierbij is allereerst gekeken naar het verschil in beide waardes anno 2018, waarbij het eigen vermogen van de koopstarter in eerste instantie op nul is gesteld. Vanaf daar is gekeken naar het verschil en verloop van de beleggingswaarde en maximale hypotheek van 2010 tot 2018. Tot slot is er een voorspelling gemaakt voor de waardes in 2019.

### 3.2 Beleggingswaarde particuliere belegger

De beleggingswaarde is geschat door middel van een *discounted cash flow model* (DCF) volgens de rekensystematiek en de normen van het Handboek modelmatig waarderen marktwaarde (BZK, 2018). Dit Handboek is als basis genomen voor het bepalen van de beleggingswaarde van de woning als die verhuurd wordt. De beleggingswaarde is afhankelijk van het uitpond- of het doorexpluatiescenario. In het uitpondscenario wordt verondersteld dat de woning bij mutatie van de huurder wordt uitgepond; bij het doorexpluatiescenario dat de woning dan weer wordt verhuurd. De beleggingswaarde is de hoogste waarde van beide scenario's. De groei van de kasstromen zijn gelijk gehouden aan die van het Handboek. Wat betreft de hoogte van enkele parameters zijn aanpassingen verricht ten opzichte van het Handboek.

Ten eerste is de contractuur gelijkgesteld aan de huidige markthuur van woningen tussen de 50-75 m<sup>2</sup> in Amsterdam (Pararius, 2018). Aangezien de aankoop betrekking heeft op een woning, die ook voor een koopstarter in aanmerking komt, is verondersteld dat het een leegstaande woning betreft. De mutatiegraad is op 25% gesteld, voor zowel het uitpond- als het doorexpluatiescenario (Pararius, 2017). Deze hoge mutatiegraad hangt samen het feit dat de belegger de woning tegen de markthuur verhuurt. Ten tweede is de WOZ-waarde per m<sup>2</sup>, die de basis vormt voor de hoogte van de leegwaarde, gebaseerd op het gemiddelde uit een populatie meergezinswoningen van 50m<sup>2</sup> verspreid over Amsterdam (WOZ-waardeloket, 2018), welke geschat wordt op €6.000/m<sup>2</sup>. Ten derde is aangenomen dat de belegger een rendementseis hanteert van 7%. Het betreft hier het looptijndement (IRR). Deze rendementseis is in het basisscenario gebruikt als disconteringsvoet bij het bepalen van de beleggingswaarde van de woning.

---

<sup>1</sup> Als basis voor het onderzoek is gekeken naar geliberaliseerde meergezinswoningen, tussen de 30-70m<sup>2</sup>, waarbij nieuwbouw is uitgesloten en erfpacht wordt verondersteld als afkocht.

### 3.3 Maximale hypotheek starter, 2018

De maximale hypotheek, die de koopstarter kan krijgen, is vastgesteld op basis van de vigerende hypothecaire normen. Het gaat daarbij om de *loan-to-value* (LTV) en om de *loan-to-income* (LTI). De maximale LTV is momenteel 100%. Aangenomen is dat de aankoopprijs van de woning gelijk is aan de getaxeerde waarde en dat de LTV verder niet restrictief is. De LTI, die bepaald is aan de hand van de normen van het NIBUD (2018), begrenst dan de omvang van de maximale hypotheek, die de koopstarter kan krijgen.

Bij het bepalen van de maximale hypotheek op basis van de LTI-normen is onderscheid gemaakt tussen een- en tweeverdieners, verdeeld over verschillende inkomensklassen. De volgende twee normen van het NIBUD aangaande annuïtaire leningen zijn hierin verwerkt: (1) de financieringslastenpercentages bijbehorende de verschillende inkomens en rentestanden en (2) het percentage van het tweede inkomen dat mag worden meegenomen in het gezamenlijk rekeninkomen voor de lening (NIBUD, 2018). De gemiddelde studieschuld van een- en tweeverdieners is in het basisscenario gesteld op nul en bij een separate analyse respectievelijk verondersteld op € 8.300 en € 12.500 (CBS, 2018d). De resultaten over 2018 zijn vervolgens gecontroleerd aan de hand van de rekentool van het NIBUD en verschillende banken. De resultaten blijken zo goed als gelijk.

### 3.4 Analyse 2010 – 2019

De beleggingswaarde is bepaald voor de jaren in de periode 2010 – 2019. Steeds is verondersteld dat de belegger de woning voor de verhuur koopt in het betreffende jaar. Voor de indexering van de kasstroom in de DCF's van 2010-2019 is gebruik gemaakt van verschillende bronnen. Zo zijn de markthuren verkregen van Pararius (2018), de WOZ-waarde/m<sup>2</sup> teruggerekend aan de hand van de Prijsindex Bestaande Koopwoningen Amsterdam (CBS, 2018c) en de mutatie van de kosten berekend aan de hand van de CPI (CBS, 2018b) en Loonkostenindex (CBS, 2018a). Aangezien beleggers toentertijd de daadwerkelijke indexering over de toekomstige jaren niet hebben kunnen voorzien in hun beleggingswaardering, is gekozen om de kastromen conservatief te laten groeien in de DCF<sup>2</sup>. Voor het jaar 2019 zijn dezelfde waardes aangehouden als voor 2018, alleen de leegwaardestijging is hierbij lager verondersteld.

Voor een reëel beeld van de maximale hypotheek van de starter over de jaren 2010-2017 zijn de jaarlijks aangepaste normen van het NIBUD<sup>3</sup> verwerkt in het model (NIBUD, 2018), de inkomens geïndexeerd (CBS, 2018a) en de jaarlijkse 10-jaar vaste rente aangepast naar historische waardes (DNB, 2018). Voor de analyse over 2019 is gewerkt met de door het NIBUD veronderstelde 10-jaar vaste rente van 2,75% en een loonkostenstijging van 2,90% (NIBUD, 1 november 2018).

---

<sup>2</sup> Markthuur en algemene kosten; 2%, bouwkosten; 2,5%

<sup>3</sup> Verandering in bijdrage tweede inkomen aan rekeninkomen, en financieringslastenpercentages.

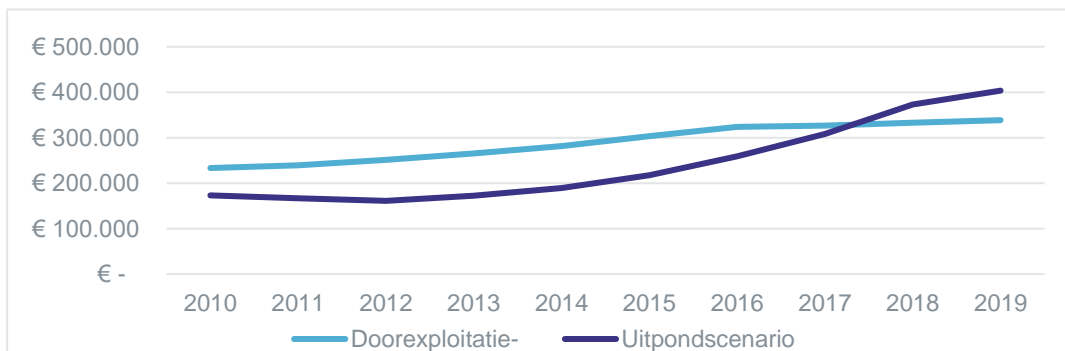
## 4 Resultaten

### 4.1 Beleggingswaarde

Het startpunt van dit onderzoek is de berekening van de beleggingswaarde. Dit is de waarde vanuit het perspectief van de kopende belegger.<sup>4</sup> Hiermee wordt niet alleen de positie van de particuliere belegger anno 2018 en 2019 duidelijk, ook wordt een verklaring gezocht achter de recentelijke verschuiving van het marktaandeel van de particuliere belegger in de Amsterdamse woningmarkt. Dit laatste wordt onderzocht aan de hand van een analyse over de gehele periode van 2010 tot en met 2019.

Allereerst, het is belangrijk om onderscheid te maken in de beleggingswaarde in het uitpond- dan wel het doorexploteerscenario. De beleggingswaarde is immers de hoogte van de waarde in het uitpondscenario ten opzichte van de waarde in het doorexploteerscenario. Figuur 4.1 laat zien dat in de periode 2010 – 2016 doorexploteer de hoogste waarde opleverde. In 2017 verandert dit. Dan is de waarde in het uitpondscenario de hoogste van de twee. Dit is mede het gevolg van de krapte van de woningmarkt in Amsterdam en de sterk stijgende transactiepreisen van de afgelopen paar jaar.

**Figuur 4.1: Beleggingswaarde MGW 50m<sup>2</sup> in Amsterdam, doorexploteer- versus uitpondscenario, 2010 – 2019**



In figuur 4.2 is de jaarlijkse mutatie van de beleggingswaarde weergegeven. Hierin komt een aantal zaken naar voren. Ten eerste is er van 2011 – 2015 een stijgende trend in de jaarlijkse groei in beleggingswaarde zichtbaar. Dit is te verklaren door markthuurstijgingen die boven inflatie liggen, variërend van 2,40% in 2010 en 7,09% in 2015<sup>5</sup>. Ten tweede vlakt in 2016 deze groei af door een lagere markthuurstijging van 6,29% in 2015 en is een zekere daling in groei waarneembaar in 2017, die te verklaren is door de minieme markthuurstijging van 1,36% in het jaar 2016. Ten derde is in 2018 te zien hoe de groei in beleggingswaarde voor woningen van 30m<sup>2</sup> naar 21,14%, en voor woningen van 70m<sup>2</sup> naar 11,77%, springt. Dit is het gevolg van transactiepreisen, en daarmee leegwaardes, die flink zijn gestegen. Waar tot en met 2017 het doorexploteerscenario meer beleggingswaarde opleverde dan het uitpondscenario, zoals uit figuur 4.1 is gebleken, levert door een leegwaardestijging van 57%<sup>6</sup> in de afgelopen vijf jaar het

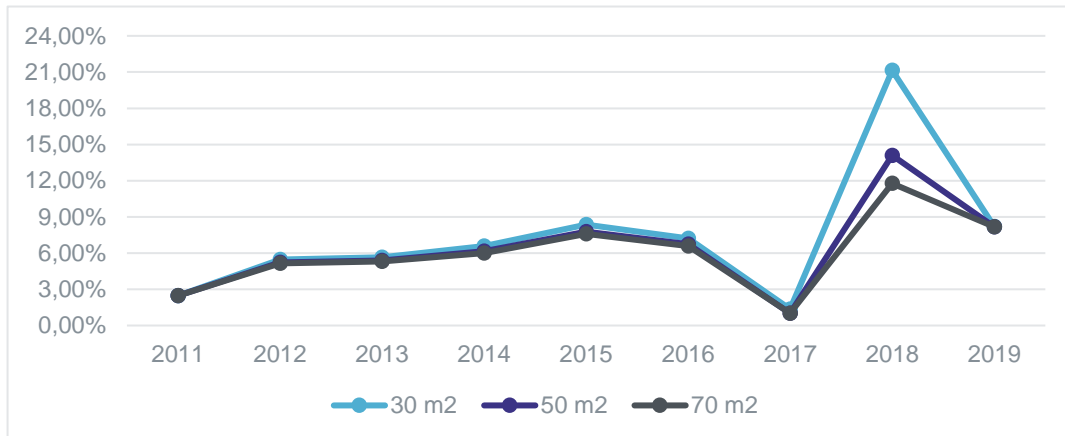
<sup>4</sup> In dit onderzoek besproken Beleggingswaarde betreft altijd Kosten Koper, tenzij anders aangegeven.

<sup>5</sup> Markthuurstijgingen zijn berekend aan de hand huurwoningen 50-75m<sup>2</sup> van Pararius.

<sup>6</sup> Voor 2014-2017; CBS Bestaande Koopwoningen prijsindex. Voor 2018 voorlopige transactiepreisindex NVM.

uitpondscenario in 2018 de hoogste waarde op. Tot slot laat de voorspelling over 2019 zien dat door een verwachte afvlakking van de leegwaardestijging de mutatie van de beleggingswaarde minder hoog zal uitvallen dan in 2018.

**Figuur 4.2: Jaarlijkse mutatie beleggingswaarde MGW in Amsterdam, naar grootteklasse, 2010 – 2019**



## 4.2 Maximale hypotheek

Om de positie van de starter op de woningmarkt in Amsterdam te bepalen, is in dit onderdeel gekeken naar hoogte van de maximale hypotheek. Hierin spelen drie onderdelen een belangrijke rol: de financieringslastenpercentages van het NIBUD, de hypotheekrentes en de inkomensstijgingen. De resultaten laten zien dat de normen van het NIBUD veruit het meeste invloed hebben op de hoogte van de maximale hypotheek.

In tabel 4.1 zijn de financieringslasten per jaar weergegeven die horen bij een volledige financiering op woning met een gemiddelde koopprijs voor Amsterdam en Nederland, over de jaren 2010 – 2019. Hiermee zien we dat de financieringslasten tot en met 2018 zijn gedaald ten op zicht van 2010, voor zowel Amsterdam als Nederland. Voor Amsterdam is in 2019 voor het eerst een gemiddelde financieringslast ruim boven het niveau van 2010 waarneembaar. In Nederland zijn de gemiddelde financieringslasten in 2019 nog steeds onder het niveau van 2010.

**Tabel 4.1: Jaarlijkse financieringslasten op basis van een gemiddelde koopprijs, Amsterdam versus Nederland, 2010 – 2019**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amsterdam	€11.953	€12.369	€11.397	€9.537	€8.865	€7.697	€8.164	€8.979	€10.922	€13.597
Nederland	€11.030	€11.626	€9.901	€8.755	€7.872	€6.435	€6.053	€6.098	€6.931	€8.628



Om het effect van de normen van het NIBUD tussen een- en tweeverdieners inzichtelijk te maken, is in tabel 4.2 de leencapaciteit van beide groepen weergegeven, waarbij het gezamenlijk inkomen van beide huishoudens gelijk is gesteld. Gezien het minimum inkomen in Nederland ongeveer € 20.000 is, blijven tweeverdieners met een gezamenlijk inkomen van minder dan € 40.000 buiten beschouwing. De tabel laat voor de laagste en hoogste inkomens geen verschil zien in leencapaciteit tussen huishoudens met een- of tweeverdieners. Echter zorgen de normen van het NIBUD er wel voor dat tweeverdieners met een gezamenlijk middeninkomen van tussen de € 50.000 en de € 70.000, een lagere hypotheek kunnen verkrijgen dan eenverdieners met een vergelijkbaar inkomen.

**Tabel 4.2: Maximale hypotheek per inkomensniveau voor een- en tweeverdieners, 2018**

	Eenverdieners	Tweeverdieners
€20.000	€51.358	n.v.t.
€30.000	€125.184	n.v.t.
€40.000	€171.192	€171.192
€50.000	€224.690	€219.340
€60.000	€288.887	€276.048
€70.000	€359.504	€352.014
€100.000	€545.676	€545.676

In tabel 4.3 is het verloop van de maximale hypotheek weergegeven voor een- en tweeverdieners, waarbij het niveau in 2018 op 100 is gesteld. Hierbij is gekeken naar inkomens van € 40.000 tot € 70.000 voor eenverdieners. De ondergrens van € 40.000 waarboven huishoudens niet meer in aanmerking komen voor een corporatiewoning en de bovengrens van € 70.000 als maximum inkomen van een starter op de woningmarkt. Voor tweeverdieners is het tweede inkomen vastgezet op € 20.000, waarbij het eerste inkomen varieert van € 30.000 tot € 50.000.

**Tabel 4.3: Het verloop van de maximale hypotheek per inkomensniveau voor een- en tweeverdieners, 2018=100, 2010 – 2019**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
€40.000	102,60	98,22	99,79	100,74	100,99	99,72	101,80	103,63	100	105,52
€50.000	99,62	97,24	98,31	97,69	96,18	94,97	99,21	101,04	100	105,17
€70.000	97,71	95,08	96,06	93,11	92,41	92,33	98,64	98,69	100	106,34
€30.000 + €20.000	100,10	95,82	97,36	98,29	98,53	97,29	99,32	101,10	100	105,34
€40.000 + €20.000	95,44	91,36	94,43	93,72	93,94	92,76	96,90	98,69	100	102,72
€50.000 + €20.000	89,02	86,90	90,78	88,86	85,95	84,87	92,68	94,49	100	104,42

Vervolgens laat tabel 4.4 hetzelfde zien, maar dan als jaarlijkse mutatie van de maximale hypotheek ten opzichte van het voorafgaande jaar.

**Tabel 4.4: De jaarlijkse mutatie van de maximale hypotheek ten opzichte van het voorafgaande jaar, per inkomensklasse voor een- en tweeverdieners, 2011 – 2019**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
€40.000	-4,27%	1,60%	0,96%	0,24%	-1,25%	2,09%	1,79%	-3,50%	5,52%
€50.000	-2,38%	1,10%	-0,63%	-1,55%	-1,25%	4,46%	1,85%	-1,03%	5,17%
€70.000	-2,69%	1,03%	-3,07%	-0,76%	-0,08%	6,83%	0,05%	1,33%	6,34%
€30.000 + €20.000	-4,27%	1,60%	0,96%	0,24%	-1,25%	2,09%	1,79%	-1,09%	5,34%
€40.000 + €20.000	-4,27%	3,35%	-0,75%	0,24%	-1,25%	4,46%	1,85%	1,33%	2,72%
€50.000 + €20.000	-2,38%	4,47%	-2,12%	-3,27%	-1,25%	9,21%	1,95%	5,83%	4,42%

Wat betreft de maximale hypotheek voor eenverdieners laten de twee tabellen een aantal zaken zien. Gelet op de dalende trend in hypotheekrente van de afgelopen jaren en de jaarlijks positieve inkomensstijging, zou verwacht worden dat de maximale hypotheek elk jaar zou zijn gestegen. Echter, de tabellen laten het tegendeel zien. Zo is voor 2011 een sterke daling in leencapaciteit het gevolg van de stijging in 10-jaar vaste hypotheekrente, die boven de 5,0% uitkwam. Hierdoor vielen, ondanks constant gehouden financieringslastenpercentages per rentestand, de daadwerkelijk percentages van de financieringslasten lager uit. Voor de jaren 2013 – 2015 is de daling wel te wijten aan de sterk gekorte financieringslastenpercentages door het NIBUD. In deze jaren heeft het NIBUD het percentage van het huishoudinkomen dat huishoudens werden geacht te besteden aan hun hypotheek, gemiddeld met 3,0% per jaar verlaagd. Dit heeft ervoor gezorgd dat de dalende hypotheekrente en de stijgende inkomens over deze jaren teniet zijn gedaan in termen van leencapaciteit. In 2016 is een sterke stijging waarneembaar, die te danken is aan een sterk dalende hypotheekrente die gepaard ging met bijna ongewijzigd beleid van het NIBUD. Vervolgens zijn in 2018 strengere eisen gesteld aan de maximale hypotheek voor de laagste inkomens. Bij de hogere inkomens is het omgekeerde gebeurd. In het recent uitgebrachte rapport van het NIBUD is te zien dat voor 2019 alle eenverdieners er aanzienlijk op vooruit gaan.

De tabellen laten zien dat de ontwikkeling bij de tweeverdieners niet geheel parallel is ten opzichte van die bij de eenverdieners. In vergelijking tot de eenverdieners is een veel sterkere stijging van de leencapaciteit waarneembaar in 2012. Dit is het gevolg van het feit dat tot 2012 het tweede inkomen niet mocht worden meegenomen in het rekeninkomen voor de financieringslastenpercentages. In 2012 werd dit verhoogd naar 33%. In de daaropvolgende jaren 2013 – 2015 werd dit percentage vastgezet op 33% maar zorgde, net als bij eenverdieners, het strikter beleid van het NIBUD voor daling in leencapaciteit. De sterkere stijging in leencapaciteit in de jaren 2016 – 2018 in vergelijking met eenverdieners is te danken

aan twee oorzaken. Tweeverdieners hebben een gemiddeld hoger inkomen in vergelijking tot eenverdieners, waardoor het strikter beleid op lage inkomens hen minder raakt. Daarnaast is het percentage van het tweede inkomen dat mag worden meegerekend bij het rekeninkomen, gradueel verhoogd naar 70% in 2018.

Tot slot is in tabel 4.5 de cumulatieve groei in leencapaciteit weergegeven over de jaren 2010 – 2018 en 2010 – 2019, om zo inzichtelijk te maken welke invloed de normen van het NIBUD hebben gehad op de hoogte van de maximale hypotheek voor koopstarters op de woningmarkt. Hierin wordt duidelijk dat de normen tot en met 2018, ervoor hebben gezorgd dat de laagste inkomens er nauwelijks op vooruit dan wel op achteruit zijn gegaan. De consequenties van de normen van het NIBUD, waarin het risico voor lage inkomens is verkleind en dat van hogere inkomens is verruimd, is in tabel 4.5 goed te zien. In 2019 is sprake van een trendbreuk. De normen leiden tot een sterke stijging van de maximale hypotheek waardoor alle inkomens er met 2,5% tot 6,5% in leencapaciteit op vooruitgaan.

**Tabel 4.5: Cumulatieve groei maximale hypotheek**

	'10-'18	'10-'19
<b>Eenverdieners</b>		
€40.000	-2,35%	3,17%
€50.000	0,56%	5,73%
€70.000	2,64%	8,97%
<b>Tweeverdieners</b>		
€30.000 + €20.000	0,06%	5,40%
€40.000 + €20.000	4,95%	7,67%
€50.000 + €20.000	12,42%	16,85%

### 4.3 Verschil belegger en starter

In deze paragraaf komt de maximale hypotheek van de koopstarter en de beleggingswaarde vanuit het perspectief van de particuliere belegger in Amsterdam bij elkaar. De eerder gevonden resultaten betreffende de beleggingswaarde van de particuliere belegger worden in mindering gebracht op de maximaal te verkrijgen hypotheek voor de starter. Hiermee wordt inzichtelijk gemaakt hoeveel een koopstarter te kort komt ten opzichte van de belegger. Vanuit een ander perspectief laat het zien hoeveel eigen vermogen de koopstarter moet inbrengen om op te kunnen bieden tegen de particuliere belegger.

Tabel 4.6 laat de verschillende uitkomsten zien voor de eenverdieners. Hierbij is over de periode 2010 – 2019 gekeken naar verschillende inkomens en verschillende grootte van de woning. Uit de tabel blijkt dat de positie van de koopstarter ten opzichte van de particuliere belegger ieder jaar verder is verslechterd. De oorzaak hiervan is dat de boveninflatoire markthuurstijging in het voordeel werkt van de particuliere belegger en de striktere normen van het NIBUD in het nadeel van de koopstarter. Door de combinatie van achtereenvolgende jaren met een sterke leegwaardstijging en strikte normen het NIBUD, groeit het tekort voor de koopstarter voor alle inkomensklassen. In 2018 ten opzichte van 2017 zelfs met gemiddeld € 50.000. In 2019 leiden de normen van het NIBUD tot een stijging van de maximale hypotheek, maar door de naar verwachting nog steeds sterke leegwaardstijging voor een sterkere stijging van de beleggingswaarde.

De eenverdiener heeft meer mogelijkheden de woning te kopen naarmate de woning kleiner is. Eenverdieners met een inkomen van € 40.000 hebben zonder eigen vermogen in de jaren 2010

tot en met 2015 kunnen meebieden op appartementen van 30m<sup>2</sup>. In 2018 komt de koopstarter echter ruim € 50.000 te kort ten opzichte van de beleggingswaarde van de woning voor de particuliere belegger. Bij een inkomen van € 50.000, kan de koopstarter tot en met 2018 bij woningen van 30m<sup>2</sup> nog opbieden tegen de particuliere belegger, maar komt in het gedrang vanaf 2019. Voor de koopstarters met een inkomen van € 70.000 is eenzelfde ontwikkeling waarneembaar in de markt. De tabel laat zien hoe een koopstarter met dit inkomen een woning van 50m<sup>2</sup> met de maximale hypotheek nog kon financieren tot en met 2017, maar er in 2018 en 2019 respectievelijk € 13.000 en € 21.000 voor te kort komt.

**Tabel 4.6: Verschil tussen de maximale hypotheek bij eenverdieners ten opzichte van de beleggerswaarde voor de particuliere beleggers, naar inkomen van de eenverdiener en grootte van de woning, 2010 – 2019**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Eenverdiener</b>	<b>€40.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€47.551	€36.896	€ 32.420	€26.244	€17.029	€1.822	€-6.825	€-6.171	€-51.186	€-60.005
50 m <sup>2</sup>	€-57.387	€-70.617	€-80.385	€-92.302	€-108.154	€-132.186	€-149.042	€-149.189	€-201.445	€-222.481
70 m <sup>2</sup>	€-159.849	€-175.594	€-190.590	€-208.180	€-230.641	€-263.482	€-288.538	€-290.138	€-351.391	€-384.639
<b>Eenverdiener</b>	<b>€50.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€95.739	€87.254	€82.492	€73.280	€60.250	€44.501	€41.810	€43.458	€2.312	€-4.342
50 m <sup>2</sup>	€-9.199	€-20.259	€-30.314	€-45.266	€-64.933	€-89.507	€-100.407	€-99.559	€-147.947	€-166.819
70 m <sup>2</sup>	€-111.661	€-125.236	€-140.519	€-161.144	€-187.420	€-220.803	€-239.903	€-240.509	€-297.893	€-328.977
<b>Eenverdiener</b>	<b>€70.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€223.195	€210.584	€206.934	€188.519	€176.354	€163.054	€173.531	€171.228	€137.126	€141.641
50 m <sup>2</sup>	€118.257	€103.071	€94.128	€69.972	€51.171	€29.046	€31.313	€28.210	€-13.133	€-20.836
70 m <sup>2</sup>	€15.795	€-1.907	€-16.077	€-45.906	€-71.316	€-102.250	€-108.182	€-112.739	€-163.079	€-182.924

Tabel 4.7 laat op vergelijkbare wijze de verschillende uitkomsten zien voor de tweeverdieners. De concurrentiepositie van de tweeverdieners is vergelijkbaar met die van de eenverdieners. De tweeverdiener met een gezamenlijk inkomen van € 50.000 heeft bij woningen van 30 m<sup>2</sup> nog goed kunnen opbieden tegen de belegger, maar in 2018 is de maximale hypotheek onvoldoende. In 2019 is er ten opzichte van de beleggingswaarde een tekort van bijna € 10.000. Waar het vereist eigen vermogen bij een gezamenlijk inkomen van € 50.000 bij woningen van 50 m<sup>2</sup> nog lag op € 13.000 in 2010, is dit gegroeid tot € 172.000 in 2019. Om nog maar niet te spreken over het tekort van € 334.000 in 2019 voor woningen van 70 m<sup>2</sup>. De tweeverdiener met een gezamenlijk inkomen van € 60.000 kan in 2019 nog ruim meebieden op een woning van

30 m<sup>2</sup>. Toch ziet ook deze groep dat de mogelijkheid om op te bieden tegen de particuliere belegger bij een woning van 50m<sup>2</sup> of 70m<sup>2</sup> er niet is, door een tekort van € 120.000 resp. € 282.000. Dezelfde verdringing door particuliere beleggers is waarneembaar voor de tweeverdieners met een inkomen van € 70.000. Hierbij is een eigen vermogen van resp. € 35.000 en € 198.000 nodig om in 2019 een bod gelijk aan de beleggingswaarde uit te kunnen brengen bij een woning van 50m<sup>2</sup> en 70m<sup>2</sup>.

**Tabel 4.7: Verschil tussen de maximale hypotheek bij tweeverdieners ten opzichte van de beleggerswaarde voor de particuliere beleggers, naar inkomen van de tweeverdiener en grootte van de woning, 2010 – 2019**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tweeverdieners</b>	<b>€30.000 + €20.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€91.462	€78.931	€75.128	€69.361	€60.250	€44.501	€36.744	€38.178	€-3.038	€-9.593
50 m <sup>2</sup>	€-13.476	€-28.582	€-37.677	€-49.186	€-64.933	€-89.507	€-105.473	€-104.839	€-153.297	€-172.070
70 m <sup>2</sup>	€-115.938	€-133.560	€-147.882	€-165.064	€-187.420	€-220.803	€-244.969	€-245.788	€-303.243	€-334.228

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tweeverdieners</b>	<b>€40.000 + €20.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€135.373	€120.965	€122.254	€112.477	€103.471	€87.180	€86.393	€88.864	€53.669	€42.919
50 m <sup>2</sup>	€30.435	€13.452	€9.448	€-6.069	€-21.712	€-46.828	€-55.825	€-54.154	€-96.590	€-119.558
70 m <sup>2</sup>	€-72.027	€-91.525	€-100.756	€-121.947	€-144.199	€-178.124	€-195.320	€-195.103	€-246.535	€-281.716

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tweeverdieners</b>	<b>€50.000 + €20.000</b>									
30 m <sup>2</sup>	€185.272	€174.653	€181.162	€166.568	€146.692	€129.859	€145.160	€149.053	€129.636	€126.938
50 m <sup>2</sup>	€80.334	€67.140	€68.356	€48.022	€21.510	€-4.149	€2.943	€6.035	€-20.623	€-35.539
70 m <sup>2</sup>	€-22.128	€-37.837	€-41.849	€-67.856	€-100.978	€-135.445	€-136.553	€-134.914	€-170.569	€-197.697

Op basis van de uitkomsten van tabel 4.6 en 4.7 kan geconcludeerd worden dat de particuliere belegger de starter daadwerkelijk uit de markt concurreert. Doordat, zelfs ondanks het verruimend beleid van het NIBUD over 2019, de leencapaciteit vanaf 2010 gemiddeld onder het inflatoir niveau heeft gelegen en de leegwaardes van woningen in Amsterdam sterk zijn gestegen, kunnen particuliere beleggers overbieden ten opzichte van de starter. De resultaten laten zien dat zelfs een- en tweeverdieners met een gezamenlijk inkomen van € 70.000 geen kans meer maken op een woning van 50m<sup>2</sup> of groter, zolang er geen eigen vermogen wordt meegenomen. Daarnaast valt aan de hand van deze resultaten te concluderen dat de doorstroom in de woningmarkt is bemoeilijkt. Een huishouden met een inkomen tot € 40.000 heeft in Amsterdam recht op een woning van gemiddeld 85m<sup>2</sup> (Gemeente Amsterdam, 2006) (WoningNet Stadsregio Amsterdam, 2018). Bij een inkomen van € 50.000, kan dat huishouden met de maximale hypotheek en zonder eigen vermogen, alleen doorstromen naar een woning van 30m<sup>2</sup>. Dergelijke woningen zijn te klein om te verhuizen uit een koopwoning. Dit illustreert dat een dergelijke doorstroming zal stagneren.

## 5 Gevoeligheidsanalyse

### 5.1 Inleiding

Zoals al aangegeven hoofdstuk 3, zijn er drie belangrijke variabelen bij de berekening van de beleggingswaarde van de particuliere belegger. Ten eerste, de hoogte van de rendementseis van de belegger, die bij de bepaling van de beleggingswaarde gebruikt wordt als disconteringsvoet om de toekomstig kasstromen contant te maken. In het basisscenario is een rendementseis van 7% gehanteerd. Ten tweede, de hoogte van de markthuur, die ontleend is aan de marktrapporten van Pararius (2018). De markthuren hebben een grote invloed op de beleggingswaarde. Dit is het sterkst het geval als de beleggingswaarde is gebaseerd op het doorexploteerscenario. Ten derde, de WOZ-waarde per m<sup>2</sup>, die geschat is aan de hand van een steekproef van meergezinswoningen te Amsterdam van rond de 50 m<sup>2</sup>. Gezien de WOZ-waarde een grote invloed heeft op de beleggingswaarde in het uitpondscenario, is ook hiervan de gevoeligheid bepaald voor de resultaten in dit onderzoek.

In het model van de maximale hypotheek voor koopstarters is gebruik gemaakt van gepubliceerde cijfers van het NIBUD (2018), het CBS (2018a) en de DNB (2018). Hierdoor is een gevoeligheidsanalyse overbodig.

Tot slot is in dit hoofdstuk het effect van studieschuld op de maximaal te verkrijgen hypotheek bepaald. Voor de schatting van de studieschuld is gekozen voor de meest recent beschikbare data. Dit is de mediane studieschuld onder een- en tweeverdieners voor 2016, waarin geen onderscheid in leeftijd is gemaakt. Dit zorgt voor een conservatieve schatting doordat oudere leeftijdscategorieën, die al meer hebben afgelost dan starters, het gemiddelde omlaag halen. Daarnaast zal de afschaffing van de studiefinanciering op dit moment nog weinig effect hebben op de mediaan, aangezien nog maar een klein deel van de getroffen studenten al is afgestudeerd.

### 5.2 Effect WOZ-waarde en rendementseis

Tabel 5.1 bevat de uitkomsten van een gevoeligheidsanalyse van de WOZ-waarde per m<sup>2</sup> en de hoogte van de rendementseis op de beleggingswaarde van een meergezinswoning van 50m<sup>2</sup>.

**Tabel 5.1: Het effect van de WOZ / m<sup>2</sup> en de rendementseis op de hoogte van de beleggingswaarde, MGW met 50m<sup>2</sup>**

		Rendementseis					
		5,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
WOZ-waarde/ m <sup>2</sup>	€5.000	+63% (E)	+13% (E)	-1% (E)	-13% (E)	-16% (U)	-17% (U)
	€5.500	+63% (E)	+13% (E)	-2% (E)	-7% (U)	-9% (U)	-10% (U)
	€6.000	+62% (E)	+13% (E)	+2% (U)	€374.718 <sup>(U)</sup>	-1% (U)	-3% (U)
	€6.500	+62% (E)	+13% (E)	+9% (U)	+7% (U)	+6% (U)	+4% (U)
	€7.000	+61% (E)	+18% (U)	+16% (U)	+15% (U)	+13% (U)	+11% (U)

In het basisscenario is 7,0% als rendementseis en € 6.000 als WOZ-waarde/m<sup>2</sup> gehanteerd. Dit levert bij een meergezinswoning met 50 m<sup>2</sup> een beleggingswaarde van € 374.718 op. De uitkomsten laten zien dat de rendementseis een grote invloed heeft op de beleggingswaarde. Naarmate de rendementseis lager is, valt zoals te verwachten de beleggingswaarde hoger uit. De tabel laat ook zien dat bij een lage rendementseis het doorexploteerscenario (E) de hoogste waarde oplevert. Als dat het geval is heeft de WOZ per m<sup>2</sup> nagenoeg geen invloed meer op de beleggingswaarde omdat in dat scenario bij bewonerswisseling de woning niet wordt verkocht, maar weer wordt verhuurd. De hoogte van de WOZ per m<sup>2</sup> is wel van belang in het uitpondscenari (U) omdat dan de leegwaarde bij de verkoop wordt gerealiseerd.

### 5.3 Effect markthuur en rendementseis

Eenzelfde gevoeligheidsanalyse is uitgevoerd op de hoogte van de beleggingswaarde van een meergezinswoning van 50m<sup>2</sup> door het effect van de hoogte van de markthuur/m<sup>2</sup> en de hoogte van de rendementseis te bezien. In het basisscenario is de rendementseis 7,0%, en de markthuur/m<sup>2</sup> €26,52. Vervolgens is in stappen van 5,0% gekeken welk effect de markthuur heeft op de beleggingswaarde in combinatie met een veranderende rendementseis. De uitkomsten van de analyse zijn in tabel 5.2 weergegeven als procentuele mutatie ten opzichte van de beleggingswaarde in het basisscenario.

**Tabel 5.2: Het effect van de markthuur/m<sup>2</sup> en de rendementseis op de hoogte van de beleggingswaarde, MGW met 50m<sup>2</sup>.**

		Rendementseis					
		5,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Markthuur /m <sup>2</sup>	90%	+43% <sup>(E)</sup>	+2% <sup>(U)</sup>	+0% <sup>(U)</sup>	-1% <sup>(U)</sup>	-3% <sup>(U)</sup>	-4% <sup>(U)</sup>
	95%	+53% <sup>(E)</sup>	+6% <sup>(E)</sup>	+1% <sup>(U)</sup>	-1% <sup>(U)</sup>	-2% <sup>(U)</sup>	-4% <sup>(U)</sup>
	100%	+62% <sup>(E)</sup>	+13% <sup>(E)</sup>	+2% <sup>(U)</sup>	€374.718 <sup>(U)</sup>	-1% <sup>(U)</sup>	-3% <sup>(U)</sup>
	105%	+71% <sup>(E)</sup>	+19% <sup>(E)</sup>	+4% <sup>(E)</sup>	+1% <sup>(U)</sup>	-1% <sup>(U)</sup>	-2% <sup>(U)</sup>
	110%	+81% <sup>(E)</sup>	+26% <sup>(E)</sup>	+9% <sup>(E)</sup>	+1% <sup>(U)</sup>	-1% <sup>(U)</sup>	-2% <sup>(U)</sup>

In tabel 5.2 is te zien dat het verschil in de hoogte van de markthuur als het uitpondscenari van kracht is, amper van invloed is op de hoogte van de beleggingswaarde. Hierbij is ook van belang dat er is gerekend met een mutatiegraad van 25% per jaar. Verder laat de tabel wederom zien dat in het doorexploteerscenario de hoogte van de rendementseis een grote invloed heeft op de hoogte van de beleggingswaarde.

### 5.4 Studieschuld

In het basisscenario voor dit onderzoek is de studieschuld buiten beschouwing gelaten, mede omdat de aanwezigheid en de hoogte van de studieschuld sterk verschilt per huishouden en inkomen. Toch laten resultaten van een aanvullende analyse zien dat de maximale hypotheek gemiddeld met twee keer de omvang van de studieschuld daalt wanneer deze wordt meegenomen in de analyse. De gemiddelde studieschuld voor een- en tweeverdieners is voor 2018 respectievelijk op € 8.300 en € 12.500 vastgesteld (CBS, 2018d). Deze studieschuld leidt



ertoe dat de maximale hypotheek gemiddeld € 16.600 en € 25.000 lager uitkomt. Gezien het stijgende karakter van de gemiddelde studieschuld, mede door de afschaffing van de studiefinanciering, zal het negatieve effect van de studieschuld op de positie van de starter in de toekomst alleen maar groter worden.

## 6 Verhoging overdrachtsbelasting

### 6.1 Inleiding

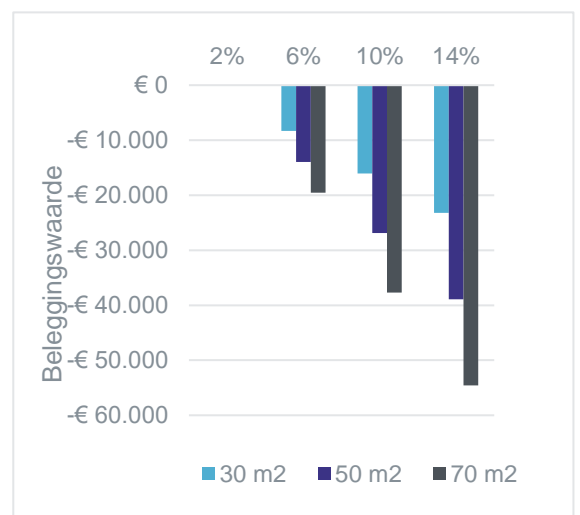
Als inderdaad blijkt dat de particuliere belegger, vaak in de vorm van *buy-to-let*, de starter uit de woningmarkt verdringt, is de vraag aan de orde of hier een oplossing voor is. Deze paragraaf geeft een kwantitatieve verkenning van het effect van de concurrentiepositie van de koopstarter als de belegger zou worden geconfronteerd met een hogere overdrachtsbelasting. Het volgende hoofdstuk bevat een meer beleidsmatige beschouwing, waarbij behalve een verhoging van de overdrachtsbelasting, ook andere mogelijke beleidsmaatregelen in de beschouwing zullen worden betrokken.

### 6.2 Verhoging overdrachtsbelasting

In het onderzoek naar het effect van een mogelijke verhoging van de overdrachtsbelasting is gekeken naar de impact op de beleggingswaarde. Een hogere overdrachtsbelasting verhoogt de kosten voor de belegger, waardoor hij minder zal bieden voor de woning.

Figuur 6.1 laat de resultaten zien van de verschillende hoogtes van de overdrachtsbelasting ten opzichte van het huidige percentage van 2%. De overdrachtsbelasting is in stappen van 4% verhoogd. Hierbij vertegenwoordigt 6% het niveau van voor de crisismaatregeling<sup>7</sup>, 10% het percentage dat genoemd is in een amendement in de Tweede Kamer als mogelijke maatregel<sup>8</sup> en 14% de hypothetische waarde waarin er een nog hogere overdrachtsbelasting geldt. De figuur laat een daling in beleggingswaarde voor woningen van 50m<sup>2</sup> in het jaar 2018 zien van resp. € 14.000, € 27.000 en € 39.000 voor een overdrachtsbelasting van 6%, 10% en 14%.

**Figuur 6.1: Effect op de beleggingswaarde van een verhoging van de overdrachtsbelasting**



Tabel 6.1 geeft het effect weer van een verhoging van de overdrachtsbelasting oplopend naar 14% voor de positie van de eenverdienende starter tegenover de particuliere belegger. In de resultaten wordt zichtbaar dat het afhankelijk van de hoogte van het inkomen een duidelijk positief effect heeft op de positie van de koopstarter. Bij een inkomen van € 40.000 komt de koopstarter na een verhoging nog steeds ruim te kort om te kunnen meebieden op een woning van 30m<sup>2</sup>. Voor inkomens van € 50.000 zien we een duidelijke verbetering van de

<sup>7</sup> Minister Donner van Binnenlandse Zaken heeft de overdrachtsbelasting verlaagd naar 2% in 2011. Deze maatregel zou maar één jaar gelden maar bestaat tot op de dag vandaag nog steeds.

<sup>8</sup> Henk Nijboer van de PvdA stelde in een amendement voor de overdrachtsbelasting te verhogen naar 10%. Dit amendement is niet aangenomen. (Tweede Kamer, 2018)

concurrentiepositie. De resultaten voor inkomens van € 70.000 laten zien dat de aankoop van een woning van 50m<sup>2</sup> zonder eigen vermogen, en woningen van 60m<sup>2</sup> met € 42.000 eigen vermogen, tot de mogelijkheden is gaan behoren.

**Tabel 6.1: Het verschil tussen de maximale hypotheek en de beleggingswaarde bij een verhoging van de overdrachtsbelasting 2018, voor eenverdieners**

	Overdrachtsbelasting					
	2%	14%	2%	14%	2%	14%
Eenverdieners	€40.000		€ 50.000		€ 70.000	
30 m <sup>2</sup>	€ -51.386	€ -28.161	€ 2.111	€ 25.337	€ 136.925	€ 160.151
40 m <sup>2</sup>	€ -126.557	€ -95.487	€ -73.059	€ -41.990	€ 61.755	€ 92.824
50 m <sup>2</sup>	€ -201.781	€ -162.862	€ -148.283	€ -109.364	€ -13.469	€ 25.450
60 m <sup>2</sup>	€ -276.638	€ -229.908	€ -223.140	€ -176.410	€ -88.326	€ -41.596
70 m <sup>2</sup>	€ -351.861	€ -297.282	€ -298.364	€ -243.784	€ -163.550	€ -108.970

Tabel 6.2 bevat de resultaten voor de tweeverdieners. De resultaten laten nog duidelijker zien dat de verhoging van de overdrachtsbelasting de mogelijkheden om een woning te kunnen kopen, verbetert. Tweeverdieners met een gezamenlijk inkomen van € 50.000 kunnen na de verhoging van de overdrachtsbelasting mee bieden op een woning van 30m<sup>2</sup>. Hetzelfde is te zien voor de gezamenlijke inkomens van € 60.000 en € 70.000 waar resp. woningen van 40 m<sup>2</sup> en 50m<sup>2</sup> tot de aankoopmogelijkheden behoren.

**Tabel 6.2: Het verschil tussen de maximale hypotheek en de beleggingswaarde bij een verhoging van de overdrachtsbelasting 2018, voor tweeverdieners**

	Overdrachtsbelasting					
	2%	14%	2%	14%	2%	14%
Tweeverdieners	€30.000 + €20.000		€40.000 + €20.000		€50.000 + €20.000	
30 m <sup>2</sup>	€ -3.239	€ 19.987	€ 53.469	€ 76.695	€ 129.436	€ 152.661
40 m <sup>2</sup>	€ -78.409	€ -47.339	€ -21.702	€ 9.368	€ 54.265	€ 85.335
50 m <sup>2</sup>	€ -153.633	€ -114.714	€ -96.925	€ -58.006	€ -20.959	€ 17.960
60 m <sup>2</sup>	€ -228.490	€ -181.760	€ -171.782	€ -125.052	€ -95.816	€ -49.086
70 m <sup>2</sup>	€ -303.714	€ -249.134	€ -247.006	€ -192.427	€ -171.040	€ -116.460

## 7 Beleidsopties bij buy-to-let

### 7.1 Inleiding

Beleggers weten met het opkopen en verhuren van koopwoningen goede rendementen te halen. Voorgaande analyses tonen aan dat de striktere leennormen voor koopstarters ertoe leiden dat koopstarters in Amsterdam zonder eigen vermogen veelal niet langer tegen beleggers op kunnen bieden. Zelfs met hoge inkomens kunnen starters alleen voor de kleine woningen meer bieden dan een belegger. Dit leidt tot een brede maatschappelijke discussie over het fenomeen buy-to-let. In deze discussie wordt naarstig gezocht naar een oplossing voor dit probleem. In dit hoofdstuk gaan we kort in op de vraag of, wanneer en waarom, buy-to-let een probleem is en kijken we naar enkele veelgenoemde oplossingen.

### 7.2 Buy-to-let en een problematisch functionerende woningmarkt

Een belangrijk aspect aan het debat rond buy-to-let is de verdringing van (koop)starters uit de stad. Als voorbeeld hiervoor kan gekeken worden naar een onderzoek in opdracht van de Socialistische Partij dat is uitgevoerd door onderzoekers van de KU Leuven en de UvA (Aalbers et al., 2018). In dat onderzoek worden statistieken getoond dat in grote steden tot wel 30% van de woningen kleiner dan 50m<sup>2</sup> door verhuurders worden opgekocht. Geconcludeerd wordt dat zij daarmee potentiële eigenaren-bewoners uit de stad verdringen. Dit is natuurlijk zonder meer waar: als een woning aan de koopwoningvoorraad wordt onttrokken, is er een woning minder voor een koper. Maar ook een woning meer voor een huurder. Is deze omzetting problematisch? In dit hoofdstuk schetsen we twee hoofdlijnen waarbij buy-to-let potentieel problematisch is.

#### 7.2.1 Economische efficiëntie vs de ongedeelde stad: het economisch functioneren van de stad

Overheidsingrijpen speelt een belangrijk aandeel in het disfunctioneren van de Nederlandse woningmarkt. Het CPB heeft in een reeks publicaties (2006, 2008, 2010) gekwantificeerd hoe groot het welvaartsverlies van het marktversturende beleid is. Bij deze berekeningen moet echter wel in acht worden genomen dat niet alle welvaartseffecten worden meegenomen (CPB/PBL, 2016). Een vrijere woningmarkt kan de welvaart verbeteren door een verbetering van de arbeidsmobiliteit, maar ook verlagen door negatieve externe effecten van segregatie. Toch biedt de welvaartseconomische theorie weinig handvatten om ingrijpen in de woningmarkt te verantwoorden. Aan de andere kant van het spectrum van overwegingen staat het ideaal van de ongedeelde stad: de wens dat iedereen dezelfde kansen en toegang tot de voorzieningen in de stad moet hebben. Dit ideaal speelt een belangrijke rol in het politieke en maatschappelijke debat, maar speelt als expliciet normatief kader een beperkte rol in het woonbeleid. Dit komt doordat de invulling en uitwerking van het concept door betrokken actoren (zoals corporaties en gemeente) aan verandering in de tijd onderhevig is (Jonkman, 2019). De vraag over de wijze waarop schaarse middelen op een rechtvaardige manier moeten worden verdeeld is lastig te beantwoorden. De ontwikkeling die Jonkman (2019) in het Amsterdamse woonbeleid signaleert, waarbij zowel het perspectief van marktwerking als het streven naar aanvullende maatschappelijke doelen een rol speelt, biedt echter houvast, ook voor het debat rond buy-to-let.

Een stad is een complexe ruimtelijke organisatie waarbinnen een groot aantal functies worden ingevuld. In de stad wordt onderwezen, wordt verzorgd, worden allerlei diensten verleend. Om goed te kunnen functioneren is het van belang dat alle actoren die een rol in de stad hebben, ook toegang tot die stad hebben. In het debat rond buy-to-let en meer algemeen het middensegment op de woningmarkt spelen de verpleegster, de leraar en de politieagent een belangrijke verbeeldende functie. Deze beroepsgroepen ondervinden steeds meer moeite om toegang te houden tot de stad: ze kunnen er steeds moeilijker een geschikte woning vinden. Verplegers, leraren en agenten verdienen te weinig om een woning te kopen of te huren in een stad als Amsterdam. Volgens de economische theorie zouden de salarissen van de Amsterdamse verplegers, leraren en agenten omhooggaan tot het niveau dat zij wél een woning kunnen betalen. Dat zien we echter niet gebeuren, waardoor voor de stad cruciale mensen weg dreigen te vallen. Zeker wanneer ook binnen acceptabele reisafstand van de stad geen toegankelijke woningen beschikbaar zijn. Op enig moment zou het aanbod aan dergelijke cruciale werknemers zo nijpend kunnen worden, dat de stad niet meer goed zal kunnen functioneren (met grote welvaartsverliezen als gevolg). Wanneer dat verwacht wordt, dan is ingrijpen in de woningmarkt nodig. In een latere paragraaf kijken we naar enkele instrumenten die daarvoor ingezet zouden kunnen worden.

## 7.2.2 Macro-economische stabiliteit: exit van 'buy-to-let'?

Een breed geaccepteerde visie op de (financiële) crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt is die van verkeerd verstrekte leningen en 'moral hazard' in hypotheekverstrekking (b.v. Mian & Sufi, 2009). Banken zouden tijdens de opgaande Amerikaanse woningmarkten hypotheek hebben verstrekt aan huishoudens die eigenlijk geen hypotheek hadden moeten krijgen, en hebben die vervolgens verkocht aan beleggers. Veel van deze hypotheekgevers konden de hypotheek niet betalen, met verliezen voor de beleggers, en uiteindelijk een grote financiële crisis, als gevolg. In 2017 verscheen een alternatieve verklaring voor het ontstaan van de crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt, die juist in het debat rond buy-to-let interessant is. Albanesi et al. (2017) analyseren de kenmerken van de verleende hypotheek en de ontwikkeling van het aandeel dat verzuimt de hypotheek te betalen. Op basis van micro-data<sup>9</sup> schetsen zij een volstrekt ander beeld van de crisis op de hypotheekmarkt: de grootste toename van hypothecair krediet was niet onder de zogenaamde subprime huishoudens (met slechte kredietscores), maar onder prime huishoudens. En ook de toename van het aandeel huishoudens dat de hypotheek niet terugbetaalde namen het sterkst toe onder de huishoudens met de goede kredietscores. Het waren volgens Albanesi et al. (2017) juist de investeerders, de huishoudens met meerdere hypotheek, die de kosten van hun hypotheek niet meer betaalden.

In hun paper maken Albanesi et al. (2017) een belangrijke observatie:

*"...if investors are motivated by the prospect of capital gains, they have an incentive to maximise leverage, as this strategy increases the potential gains from holding a property, while the potential losses are limited, especially in states in which foreclosure is non-recourse."*

---

<sup>9</sup> Eerdere studies gebruikten geografisch geaggregeerde data, bijvoorbeeld gemiddelden per postcode-gebied. In deze studie worden micro-data gebruikt, dus gegevens over individuele huishoudens.

Deze observatie raakt een belangrijke onbeantwoorde vraag voor de huidige toename van buy-to-let in Nederland: hoe financieren deze beleggers hun woningen, en wat zijn de motieven van deze beleggers? En met 'motieven' wordt natuurlijk niet bedoeld of ze wel of niet geld willen verdienen, maar met welke beleggingshorizon zij investeren, en in welke mate zij gedreven worden door het vooruitzicht van redelijk stabiele kasstromen (direct rendement) of door mogelijke waardeinstijgingen van de woningen (indirect rendement). Wanneer buy-to-let beleggers voornamelijk gedreven worden door het verwachte indirect rendement, impliceert dat een speculatief beleggingsmotief. Het is dan zeer de vraag wat er gebeurt op het moment dat het uiteindelijke gewenste rendement gerealiseerd is. Grotere buitenlandse beleggers hebben om deze redenen al grote aantallen woningen verkocht aan Nederlandse institutionele beleggers (FD, 6 november 2018). Als eventueel de woningprijzen gaan dalen is het niet ondenkbaar dat op een dergelijk moment grote aantallen woningen weer op de koopwoningmarkt worden aangeboden, en de prijzen van alle koopwoningen onder druk zet.

Wanneer de buy-to-let investeerders meer op zoek zijn naar stabiele kasstromen en investeren met een langere termijn, dan zullen zij waarschijnlijk minder snel reageren op de prijsontwikkeling op de koopwoningmarkt. Ook de wijze en mate van financiering, waar Albanesi et al. (2017) op wijzen, is natuurlijk relevant. Naarmate er meer vreemd vermogen wordt gebruikt bij het opbouwen van een portefeuille, nemen de financiële risico's toe, vooral bij speculatievere beleggers. In voorkomende gevallen kan het dus wenselijk zijn dat de overheid ingrijpt op de buy-to-let markt. Welke instrumenten daartoe ingezet kunnen worden is onderwerp van de volgende paragraaf.

### 7.3 Ingrijpen?

Er kunnen, zoals in voorgaande paragraaf beargumenteerd, gerede gronden zijn voor een overheid om in te grijpen in de ontwikkeling van buy-to-let op de woningmarkt. We hebben nadrukkelijk níét beargumenteerd dát de overheid in zou moeten grijpen. In het specifieke geval van de stad Amsterdam, waarop onze analyses betrekking hebben, zijn er echter wel aanwijzingen dat het ontmoedigen van buy-to-let wenselijk zou kunnen zijn. Het splitsen van woningen in kamers en het rekenen van woekerprijzen, bijvoorbeeld, leiden tot negatieve externe effecten voor de stad zoals de verdringing van huishoudens met middeninkomens. Het is bij het ingrijpen in de woningmarkt echter van belang om zich bewust te zijn van de neveneffecten van het ingrijpen.

#### *Lange termijn: bouwen, bouwen, en bouwen*

Problemen kunnen het best bij de oorzaak worden aangepakt. De huidige problematiek rond buy-to-let kan niet los gezien worden van de schaarste aan woningen. Het tekort aan woningen leidt tot prijsstijgingen, zowel in de koopsector, als in de geliberaliseerde huursector. Voor een duurzaam herstel van de woningmarkt is het van belang dat het aantal woningen in de woningvoorraad meer in evenwicht komt met de toekomstige vraag naar woningen vanuit huishoudens. Bij de ramingen van de huidige tekorten in de grote steden spelen allerlei complicaties, zoals de vraag of de huidige trek naar de stad aanhoudt, hoeveel huishoudens er in de toekomst überhaupt zijn, en in wat voor soort woningen zij zouden willen wonen. Eén ding is echter zeker: in alle grote steden in Nederland is een fors aantal extra woningen nodig. Er moet gebouwd worden. Het grootste probleem met de constatering dat er meer woningen gebouwd moeten worden, is dat dit op de korte termijn sowieso geen soelaas biedt voor de

waargenomen problemen. In de volgende alinea's bespreken we daarom ook enkele veel genoemde oplossingen voor de korte(re) termijn.

#### *Verhogen van de leencapaciteit*

De problematische situatie van koopstarters bestaat eigenlijk al veel langer. Heel lang al kan de starter met een iets hoger inkomen al niet terecht in de sociale sector, en moet dus uitwijken naar de vrij toegankelijke sectoren van de woningmarkt. De starter met een beperkt inkomen heeft waarschijnlijk altijd al moeite gehad om de relatief hoge huren in de vrije sector te betalen: de woonquotes in de vrije sector zijn al langer vrij hoog (CPB, 2016). Maar de starter heeft altijd een uitweg gehad in de koopsector, doordat hypothecair krediet ruim voorhanden was. Juist die leencapaciteit staat de laatste jaren onder druk, wat onder meer Boelhouwer en Schiffer (2015) ertoe heeft gebracht op te roepen tot verruiming van de kredietnormen. Het voordeel van het verruimen van kredietnormen is dat koopstarters inderdaad meer middelen hebben om te concurreren met buy-to-let beleggers. Belangrijke nadelen van verruiming van de kredietverstrekking is het prijsopdrijvend effect dat ervan uit zal gaan, en het feit dat met hogere hypotheeklen ook de financiële risico's onder koopstarters toe zullen nemen.

#### *Koopstarters helpen in andere sectoren*

Met het oog op het primaire probleem van de koper op de woningmarkt, het vinden van een geschikte woning, kan ook nagedacht worden over oplossingen buiten de koopsector. Immers, het verhogen van de leencapaciteit kent belangrijke nadelen. Gedacht zou kunnen worden aan het beschikbaar stellen van de huurtoeslag ook voor huurders in de geliberaliseerde huursector om daarmee tegemoet te komen in de kosten van het wonen. Dat heeft echter als belangrijk nadeel dat deze subsidie feitelijk naar de verhuurder gaat, en het verhogen van de subsidiëring van het wonen in gaat tegen de algemene trend van het afbouwen van subsidiëring van het wonen. Ook zou overwogen kunnen worden om de inkomensgrenzen van de sociale sector te verruimen. Probleem is echter dat de wachtlijst voor sociale huurwoningen zonder deze groepen huishoudens als zeer lang is en wachttijden oplopen tot 20 jaar. Bovendien gaat het toestaan van middeninkomens in de sociale sector ten koste van de kansen van huishoudens met lagere inkomens.

#### *Vergunningen*

Een belangrijk bezwaar dat vaak geuit wordt in de discussie rond buy-to-let betreft excessen, zoals het kopen van een klein appartement en dat vervolgens via kamerverhuur aan meerdere mensen verhuren. Of het kopen van een tussenwoning en deze splitsen in twee kleine appartementen. Verhuurders moeten voor het splitsen van woningen, en voor kamerbewoning, bij de gemeente een vergunning aanvragen. Wanneer een groot deel van de buy-to-let beleggers woningen splitst in kleinere appartementen, of via kamerverhuur aanbiedt op de woningmarkt, kan de gemeente dat tegengaan door geen vergunning te verstrekken. Het grote voordeel van deze instrumenten is dat deze heel lokaal ingezet kunnen worden, en daarmee, wanneer juist ingezet, weinig marktverstoring werken. Een belangrijk nadeel van deze instrumenten is dat bijvoorbeeld heel hoge huurprijzen als gevolg van schaarste hiermee niet kunnen worden beperkt.



### *Huurprijsregulering*

Eén van de meest gehoorde instrumenten, en met afstand de meest ingrijpende, is het introduceren van huurprijsregulering in de geliberaliseerde sector. Er zijn veel manieren denkbaar waarop huren kunnen worden gereguleerd. Veel gehoorde voorstellen omvatten het schrappen van de WOZ-waarde uit het woningwaarderingstelsel, het uitbreiden van de reikwijdte van het woningwaarderingstelsel voor woningen boven de liberalisatiegrens, en het aftoppen van de jaarlijkse huurprijsverhoging. Al deze maatregelen hebben forse neveneffecten, omdat ze niet alleen de buy-to-let beleggers raken die gebruik maken van de huidige schaarste op de woningmarkt. Ook de investeerder die voor de lange termijn investeert in de woningmarkt wordt hiermee geraakt. En nog belangrijker voor de lange termijn: het raakt ook de investeerders in nieuwbouw huurwoningen. Vergaande regulering van geliberaliseerde huurwoningen kan, zonder flankerende maatregelen, het investeren in dit segment makkelijk zo onaantrekkelijk maken, dat nieuwe geliberaliseerde huurwoningen niet meer worden gerealiseerd. Hiermee komt ook de enige structurele oplossing voor het probleem, het bouwen van meer woningen, op losse schroeven te staan.

Een ander optie is om huren te maximeren op basis van een percentage van de WOZ-waarde (de 'noodknop'), waarbij de exacte uitwerking van het voorstel nog uitgewerkt moet worden (BB, 2018). Het voordeel van deze vorm van huurprijsregulering is dat deze, bij verstandige keuze van het percentage, wél de excessen in de huurmarkt aanpakt. Voor 'gewone' beleggers is de maximering van de huur via een percentage van de WOZ-waarde een risico. Het risico is dat dit percentage wellicht initieel geen probleem is, maar later verlaagd kan worden waardoor het rendement onder druk komt te staan. Dit risico, voortvloeiend uit onzekerheid van toekomstig beleid, werpt zijn schaduw vooruit, waardoor ook een ogenschijnlijk verstandige keuze voor de hoogte van het percentage, een negatief effect heeft op de nieuwbouw van huurwoningen door beleggers.

### *Fiscale prikkels*

Toen de Nederlandse woningmarkt in crisis verkeerde, is ter stimulering van het herstel ervan, de overdrachtsbelasting verlaagd. Deze verlaagde overdrachtsbelasting geldt ook voor buy-to-let beleggers die niet zelf in de gekochte woning willen wonen. In het Verenigd Koninkrijk is, ter ontmoediging van buy-to-let, de overdrachtsbelasting voor woningen die niet voor eigen bewoning gekocht worden verhoogd. In dit rapport is ook gekeken in hoeverre het verhogen van de overdrachtsbelasting bij kan dragen aan de positie van de koopstarter ten opzichte van de buy-to-let belegger. We concludeerden dat een verhoging van de overdrachtsbelasting inderdaad kan bijdragen aan het verbeteren van de positie van de koopstarter. Een voordeel van deze maatregel is dat deze reguliere huishoudens niet treft, en daarmee het functioneren van de woningmarkt niet ernstig verstoort.

### *Woonplicht*

Een andere mogelijke maatregel is het invoeren van een woonplicht voor de koper van een bestaande koopwoning. Door deze woonplicht is het niet meer mogelijk een woning om te zetten in een huurwoning. Dit is een vergaande maatregel die het beschikkingsrecht op de woning beperkt. Er is een precedent bij woningcorporaties die vaak bij de verkoop van een huurwoning de koper via de koopovereenkomst verplichten de woning zelf te bewonen. Dat de woningcorporatie als eigenaar van de woning daartoe niet wordt gedwongen, maar daar zelf voor kiest, is overigens wel een belangrijk verschil. De scherpste kantjes zouden er vanaf

gehaald kunnen worden. Er zouden uitzonderingen gemaakt kunnen worden, bijvoorbeeld voor verhuur binnen de familie. Verder kan het een tijdelijke verplichting zijn, die het met een horizonbepaling niet automatisch doorloopt.

De bezwaren tegen de woonplicht en eventuele uitvoeringsproblemen moeten afgewogen tegen de maatschappelijke voordelen dat buy-to-let een banden wordt gelegd. Nader onderzoek naar de voor- en nadelen van een woonplicht is zeker de moeite waard.

## 7.4 Overweging

De mogelijkheden van starters op de woningmarkt staan onder druk. Dit is het gevolg van onder meer de aanscherping van de inkomenseisen voor de sociale sector en de aanscherping van de leennormen in de koopsector. De problemen van starters worden bovendien versterkt door de schaarste op de woningmarkt, waardoor het opkopen van woningen voor de verhuur een financieel aantrekkelijk alternatief is voor beleggen in aandelen en obligaties. De woningen die starters eerder nog net konden kopen, kunnen zij nu niet meer kopen: ze worden overboden door beleggers. Het is voor de potentiële koopstarter wrang als deze dezelfde woning vervolgens tegen aanzienlijk hogere maandlasten wel kan huren.

De wereld van buy-to-let is relatief nieuw in Nederland: er is nog geen scherp beeld van wie de beleggers zijn, en hoe en waarom zij investeren in woningen. Duidelijk is wel dat er in voorkomende gevallen sprake is van excessen op de woningmarkt en dat dit vaker voor lijkt te komen bij buy-to-let huurwoningen, dan bij reguliere huurwoningen. Er lijken argumenten te zijn voor de overheid om in te grijpen, en er zijn instrumenten om dat te doen waarmee de verstoring van de woningmarkt beperkt is. Van belang is daarbij vooral om instrumenten te zoeken die problemen als splitsing, kamerverhuur en woekerprijzen aanpakken.

## 8 Geciteerde werken

Aalbers, M., J. Bosma, R. Fernandez & Hochstenbach, C., (2018). *Buy-to-let: gewikt en gewogen*. Leuven/Amsterdam: Katholieke Universiteit Leuven en Universiteit van Amsterdam.

Albanesi, S., Giorgi, de G., & Nosal, J., (2017). *Mortgage default during the Great Recession came from real estate investors*. University of Pittsburgh working paper 17/006.

BB – Binnenlands Bestuur, 9 november 2018. Ollongren: huren maximeren op basis van WOZ-waarde.

Boelhouwer, P., & Schiffer, K., (2015). *Kopers verdienen meer*. Delft: OTB TU Delft.

CBS (2018a). *Cao-lonen, contractuele loonkosten en arbeidsduur*, indexcijfers 2010-2017. Den Haag: Centraal Bureau van de Statistiek.

CBS (2018b). *Consumentenprijsindex 2010-2017*. Den Haag: Centraal Bureau van de Statistiek.

CBS (2018c). *Prijsindex bestaande koopwoningen 2010-2017 te Amsterdam*. Den Haag: Centraal Bureau van de Statistiek.

CBS (2019a). *Voorraad woningen; eigendom, type verhuurder, bewoning en regio*. Statline, 11 januari 2019

CBS (2019b). *Eigendomsmutaties tussen koopwoningen en overige huurwoningen, 2014 – 2017*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek

CBS (2018d). *Vermogen van huishoudens; huishoudenskenmerken, vermogensbestanddelen in 2016*. Den Haag: Centraal Bureau van de Statistiek.

CPB (2006). *Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning*. Bijzondere CPB-Publicatie 62. Den Haag: Centraal Planbureau.

CPB (2008). *Economische effecten van regulering en subsidiëring van de huurwoningmarkt*. CPB Document 165. Den Haag: Centraal Planbureau.

CPB (2010). *Hervorming van het Nederlandse woonbeleid*. Den Haag: Centraal Planbureau. CPB Notitie 84

CPB (2016). *De positie van middeninkomens op de woningmarkt*. Den Haag: Centraal Planbureau. CPB Policy Brief 2016/13.

CPB/PBL (2016). *Kansrijk woonbeleid*. Den Haag: Centraal Planbureau en Planbureau voor de Leefomgeving.

Conijn, J., Rouwendal, J., & Schilder, F. (2016). *Veranderende verhoudingen op de Nederlandse woningmarkt*. TPEdigitaal, 10(2), 23.

Conijn, J., & Schilder, F. (2011) *How housing associations lose their value: the value gap in The Netherlands*, Property Management, Vol. 29 Issue: 1, pp.103-119.

De Vries, P., Brugmans, L., & Harleman, F. (2017). *Verdringt de particuliere verhuurder de starter van de koopwoningmarkt?* Amsterdam/Nieuwegein: Kadaster/ Nederlandse Vereniging en Makelaars en Taxateurs.

- DNB (2018). *Deposito's en leningen van MFI's aan huishoudens, rentepercentages, gecorrigeerd voor breuken*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Fakton (2018). *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde: actualisatie peildatum 31 december 2018*.
- Fakton (2018). *Handboek Modelmatig waarderen marktwaarde: Peildatum 31 december 2017 (Actualisatie 16-03-2018)*.
- FD - Financieel Dagblad, 6 november 2018. Durfkapitaal vertrekt weer uit de Nederlandse huurmarkt.
- Gemeente Amsterdam (2006). *Kwaliteit en kwantiteit: analyse van de woningproductie*.
- Jonkman, A. (2019). *Distributive justice of housing in Amsterdam*. Universiteit van Amsterdam: PhD-thesis.
- Martens, M. (2016). *Nieuwe woningmarkt bubbel met nieuwe risico's door opkomst buy-to-let*. Tilburg: Me Judice.
- Mian, A., & Sufi, A., (2009). *The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the U.S. mortgage default crisis*. Quarterly Journal of Economics, vol. 124, pp. 1449–1496.
- Michielsen, J. (2018). *A Quantitative study on the characteristics of the Dutch buy-to-let market and the relation between buy-to-let investments and regional house price development*. Delft: TU Delft.
- NIBUD - *Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting*, 1 november 2018. Hypotheeknormen 2019 vrijwel gelijk aan 2018. Utrecht.
- NIBUD (2018). *Financieringslastenpercentages 2010-2019*. Utrecht: Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting.
- NVM (2018). *Transactiecijfers NVM-regio Nederland: 3e kwartaal 2018*. Nieuwegein: Nederlandse Vereniging en Makelaars en Taxateurs.
- Pararius, 27 januari 2017. *Grote vraag naar middeldure Huurwoningen: Middeninkomens steeds verder tussen wal en schip*.
- Pararius, 7 februari 2018. *Huurprijs vrije sector blijft stijgen: Huurmonitor Q4 2017*. Rijksoverheid (2018).
- Rijksoverheid (z.d.). WOZ-waardeloket. Den Haag: Ministerie van Financiën. Geraadpleegd van <https://www.wozwaardeloket.nl/index.jsp>
- Tweede Kamer (2018). *Gewijzigd amendement van het lid Nijboer ter vervanging van nr. 17 over verlaging overdrachtsbelasting*. Den Haag: De Tweede Kamer Der Staten Generaal.
- Van der Harst, F. & de Vries, P. (2019a). *Kopen om te verhuren. Onderzoek naar veranderingen in eigendomsverhoudingen op de woningmarkt*. Kadaster
- Van der Harst, F. & de Vries, P. (2019b). *In beeld: de groeiende rol van particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt*. Kadaster
- WoningNet Stadsregio Amsterdam (2018). *Algemene voorwaarde bij toewijzing sociale huurwoning*.

De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) zijn mede mogelijk dankzij de financiële steun van onze partners:

I Altera Vastgoed	I MN
I AM	I MVGM
I AMVEST	I NS
I a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	I PGGM
I Bouwinvest	I Propertize
I Brink Groep	I PWC
I bpd	I Rabobank real estate finance
I Colliers International	I Rechtstaete vastgoedadvocaten & belastingsadviseurs
I Cushman & Wakefield Property Solutions B.V.	I Schiphol Real Estate
I DELA Vastgoed BV	I SPF Beheer BV
I Deloitte	I Strabo BV
I Dentons Boekel	I Syntrus Achmea Real Estate & Finance
I Dura Vermeer Groep NV	I TBI Holdings
I DVP	I Wereldhave NV
I Funda Real Estate B.V.	I Yardi Systems BV
I Houthoff	I 3W Real Estate
I ING Bank	
I IVBN	
I JLL	
I Loyens & Loeff NV	

*Neem voor vragen of  
opmerkingen contact met  
ons op of bezoek onze  
website.*

*bezoekadres*

*Jollemanhof 5  
1019 GW Amsterdam*

*postadres*

*Postbus 140  
1000 AC Amsterdam*

*[www.asre.nl](http://www.asre.nl)*

*e [info@asre.nl](mailto:info@asre.nl)*

*t 020 668 11 29*

*f 020 668 03 61*