

20

AMSTERDAM 
SCHOOL OF REAL ESTATE

De Vastgoedlezing 2008

Crisis op de Nederlandse woning- en vastgoedmarkt?

drs. Taco van Hoek



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

De Vastgoedlezing 2008

Crisis op de Nederlandse woning- en vastgoedmarkt?

drs. Taco van Hoek

CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG
De Vastgoedlezing 2008

Crisis op de Nederlandse woning- en vastgoedmarkt?

drs. Taco van Hoek

Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate
(Boekenreeks; 20)
ISBN 978-90-73440-20-3
Trefw.: De Vastgoedlezing 2008

Uitwerking van de voordracht, zoals uitgesproken ter gelegenheid
van de jaarvergadering van de Amsterdam School of Real Estate,
op 10 december 2008.

Copyright © 2008

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt
worden door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze
ook, zonder voorafgaande toestemming van de Amsterdam School of Real
Estate, Jollemanhof 5, 1019 GW AMSTERDAM.

Taco van Hoek

Taco van Hoek (1960) studeerde algemene economie aan de Universiteit van Amsterdam. Na zijn afstuderen ging hij werken als monetair econoom bij het Centraal Planbureau (CPB). Na een korte tijd aan de OESO verbonden te zijn geweest, keerde hij in 1988 terug bij het CPB, waar hij op diverse terreinen en in verschillende functies heeft gewerkt, waarvan de laatste vijf jaar als onderdirecteur. Inhoudelijk heeft hij gepubliceerd en/of leiding gegeven aan onderzoek rond internationale en monetaire economie, sectoranalyse, wonen, infrastructuur, ruimtelijke economie en energie. Deze laatste thema's vormen inhoudelijk belangrijke verbindingen met het werk van het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (EIB), waaraan Taco van Hoek sinds 2006 leiding geeft.

Bij het EIB heeft Van Hoek een koers ingezet om onderzoek nadrukkelijker te richten op relaties tussen markt en overheid. Studies naar de hypotheekrenteaftrek, beleid rond de ontwikkeling van de woningnieuwbouw, kosten-batenanalyses in de sfeer van infrastructuur en milieu en ook de inhoud van het voorliggende boekje zijn daarvan voorbeelden.

De Vastgoedlezing

Jaarlijks biedt de Amsterdam School of Real Estate aan een erkende deskundige de mogelijkheid om zijn of haar visie te geven op de maatschappelijke betekenis van een vastgoedvraagstuk. Dit platform geniet bekendheid onder de naam 'De Vastgoedlezing'. De Vastgoedlezing beoogt theorie en praktijk dichter bij elkaar te brengen. Uitgangspunt is het geven van een onafhankelijke analyse, vrij van belangenbehartiging of politieke doeleinden, maar met maatschappelijke relevantie. Voorwaar geen eenvoudige opgave, aangezien vastgoedvraagstukken zich doorgaans kenmerken door de nodige – vaak tegengestelde – belangen. De lezing vraagt van de vastgoeddeskundige om voor even de eigen belangen te laten voor wat ze zijn en een objectieve analyse te geven van de maatschappelijke gevolgen van vastgoedbeslissingen. Het waarmaken van deze hoge ambitie die de Vastgoedlezing kenmerkt, vormt voor de spreker een grote uitdaging.

De Amsterdam School of Real Estate is bij uitstek het podium om zo'n uitdaging te faciliteren. Het overbruggen van de kloof tussen theorie en praktijk vormt immers een van de bestaansredenen van het instituut, waarin de Universiteit van Amsterdam, de vastgoedsector en het Rijk nauw samenwerken. De Vastgoedlezing is een karakteristiek moment waarop de drie partijen elkaar ontmoeten, met als doel de discussie over een voor Nederland belangrijk vastgoedthema een waardevolle stap verder te brengen. Het slaan van een brug tussen theorie en praktijk kan vanuit twee kanten worden geïnitieerd. Aan de ene kant van de brug staat de wetenschapper of beleidsmaker, die zijn kennis en visie naar de praktijk wil vertalen. Aan de andere zijde van de symbolische brug bevindt zich de ervaringsdeskundige die een verantwoorde onderbouwing aan zijn visie wil geven.

Inhoud

Dankwoord	
1. Inleiding	7
2. Het ontstaan van een vastgoedcrisis: de Amerikaanse ervaring	9
2.1 De aanloop naar de crisis: de ontwikkelingen tot medio 2007	9
2.2 Recente ontwikkelingen	17
3. Internationale transmissie	21
3.1 Transmissiekanalen	21
3.2 Ontwikkelingen in drie landen	23
4. Vooruitzichten in Nederland	33
4.1 Algemene verbanden en samenhangen	33
4.2 Bijzondere invloeden van de kredietcrisis	39
4.3 Crisis op de woningmarkt en bij de bouwproductie in de periode 1980-1984	43
4.4 Ramingen voor de woningbouw- en utiliteitsproductie in de periode 2008-2011	45
5. Slotbeschouwing	47
Literatuur	55

Dankwoord

Bij het opstellen van dit boekje heb ik mogen profiteren van de kennis en inspanningen van anderen, die ik hiervoor graag wil bedanken. Dat betreft ten eerste de deelnemers aan de door de ASRE op mijn verzoek georganiseerde rondetafelbijeenkomst die in oktober heeft plaatsgevonden. Ik ben de heren Van de Bilt, Doets, Kwaaitaal, Uittenbogaard en Ullersma zeer erkentelijk voor de open wijze waarop zij hun kennis met mij hebben willen delen. Dit heeft me zeer geholpen bij de uitwerking van mijn lezing in de daarop volgende weken.

Binnen het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid heb ik van verschillende zijden hulp mogen ontvangen. Een bijzonder woord van dank wil ik graag richten aan mijn collega Michiel Mulder, die met tomeloze energie steeds weer nieuwe gegevens voor mij heeft weten op te sporen, als klankbord heeft gefungeerd en mij voor enkele fouten heeft behoed. De resterende fouten komen geheel voor mijn rekening.

Taco van Hoek

1. Inleiding

Toen ik in de zomer van dit jaar besloot om de hypotheek- en kredietcrisis als onderwerp te nemen voor deze vastgoedlezing, had ik vooral een ‘what if’ analyse voor ogen. Hoe zouden de ontwikkelingen op met name de Nederlandse woningmarkt eruit kunnen zien als de problemen die zich in de VS manifesteerden zich hier ook in zekere mate zouden voordoen? Daarbij had ik het beeld dat de situatie op de Nederlandse woningmarkt een geheel andere was dan in de VS en de mechanismen die daar een rol hadden gespeeld in Nederland niet of nauwelijks aanwezig waren. Niettemin leek me dat vertrouwenseffecten en verwachtingen van zowel hypotheekverstrekkers als woonconsumenten beïnvloed zouden kunnen worden door de ontwikkelingen in de VS, en dat daarvan zekere negatieve effecten zouden kunnen uitgaan. Het verder uitdiepen hiervan leek me de moeite waard, ook als de effecten niet groot zouden blijken te zijn.

Inmiddels ben ik door de actualiteit ingehaald en kan het vraagteken in de titel worden doorgestreept. De vraag is niet langer of we in een crisissituatie belanden bij de ontwikkeling van woningbouwprojecten en andere vastgoedontwikkeling, maar veeleer is de vraag hoe groot de klap gaat worden en hoe lang die gaat aanhouden. Tevens geeft een en ander aan, dat bescheidenheid aan de dag moet worden gelegd bij het interpreteren van trends en ontwikkelingen richting de nabije toekomst. Toekomstverwachtingen van actoren kunnen grillig zijn en de periode die nodig is om tot vertrouwensherstel te komen is met grote onzekerheid omgeven. Aan de andere kant kunnen we wel het een en ander leren van eerdere perioden van conjuncturele neergang en vertrouwensverlies in eigen land en van (verschillen in) ervaringen in andere landen. In dit boekje wordt daarvan een korte inventarisatie gemaakt.

Allereerst zal ik in hoofdstuk 2 stil staan bij de ontwikkelingen in de VS. De VS kan worden beschouwd als de veroorzaker dan wel de voorbode van de elders ontstane problemen. In het bijzonder probeer ik meer greep te krijgen op de achtergronden van de problemen op de woningmarkt en de hypothecaire kredietverlening in de VS. De veel gehoorde notie dat de problemen zijn terug te voeren op overmatige kredietverlening aan onkredietwaardige klanten zal ik daarbij van kanttekeningen voorzien. In hoofdstuk 3 sta ik stil bij internationale transmissiekanalen. Hoe hebben de problemen vanuit de VS de Europese landen bereikt? Daarbij kijk ik uiteraard naar Nederland, maar tevens heb ik de ontwikkelingen in het VK en Denemarken (als kleiner Europees land) aan een korte inventarisatie onderworpen. In hoofdstuk 4 komen de gevolgen aan bod

die de hypotheek- en kredietcrisis in Nederland zal kunnen hebben voor de projectontwikkeling op de woningmarkt en de commerciële vastgoedontwikkeling in de komende twee jaar. In hoofdstuk 5 sta ik stil bij de beleidsimplicaties voor zowel de actoren in de vastgoedmarkt als voor de overheid. In dat hoofdstuk rond ik tenslotte ook af met enkele conclusies en aanbevelingen.

2. Het ontstaan van een vastgoedcrisis: de Amerikaanse ervaring

2.1 De aanloop naar de crisis: de ontwikkelingen tot medio 2007

Algemeen wordt de crisis op de Amerikaanse hypotheek- en woningmarkt gesitueerd rond medio 2007. Het is de moeite waard eerst de periode voorafgaand aan medio 2007 nader te beschouwen. Was in deze periode al een duidelijke vooraankondiging te zien van wat zou komen en welke ontwikkelingen waren hierbij het meest belangrijk?

Eerst kijk ik hieronder naar de karakteristieken en ontwikkelingen op de hypotheekmarkt in de VS. De meest genoemde verklaring voor de ontstane problemen is dat banken en andere financiers in de loop van de tijd overmatige hypothecaire kredietverlening tot stand zouden hebben gebracht aan onvoldoende kredietwaardige woonconsumenten. Wat zijn hier nu de feiten?

Een eerste indicatie voor overmatige kredietverlening ligt bij de omvang van de hypothecaire financiering van het eigen woningbezit. Deze zogenaamde 'loan to value ratio' van nieuwe hypotheeken blijkt in de VS echter niet bijzonder hoog te liggen en ligt bijvoorbeeld duidelijk lager dan in Nederland het geval is. In de periode 2000 tot en met 2007 is de 'loan to value ratio' van nieuwe hypotheeken in de VS ook zeer stabiel: tussen de 75 en 80% van de waarde van de woning wordt hypothecair gefinancierd.¹

Een tweede indicatie voor overmatige kredietverlening in de VS kan liggen bij de woonlasten voor eigen woningbezitters. Ook deze indicator suggereert echter niet dat Amerikanen disproportioneel grote lasten op zich nemen. Zo ligt de netto koopquote (netto woonlasten in procenten van het netto inkomen) in de VS in de periode 2002-2006 rond de 10%, terwijl deze in Nederland in deze periode rond de 20% ligt (VROM, 2007).²

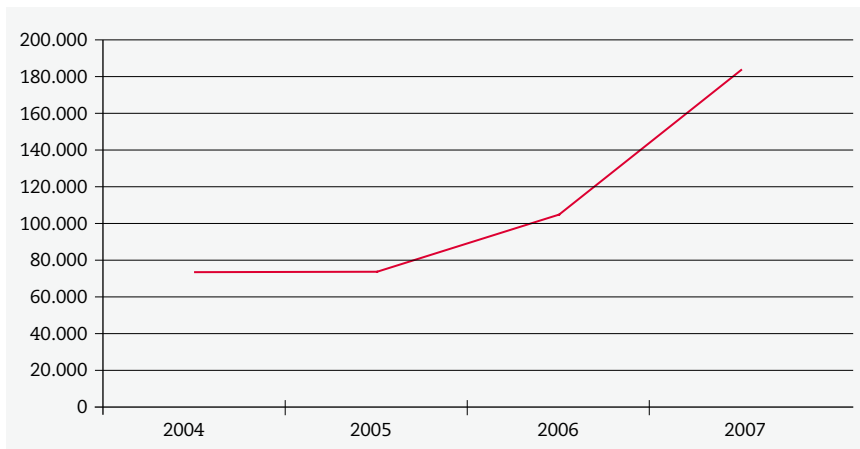
Het lijkt er daarmee niet op dat de kredietverlening aan eigen woningbezitters in algemene zin overmatig is geweest. De volgende vraag is dan of de kredietverlening aan specifieke minder kredietwaardige groepen wel uit de hand is gelopen.

1 Federal Housing Finance Board, *Monthly Interest Rate Survey*.

2 Federal Reserve, *Household Debt Service and Financial Obligations Ratios*.

Het eerste feit in deze richting dat hier van belang is, is dat er inderdaad een krachtige groei is opgetreden in het aantal huishoudens dat niet meer aan zijn of haar verplichtingen kon voldoen, zoals is weergegeven in grafiek 1.

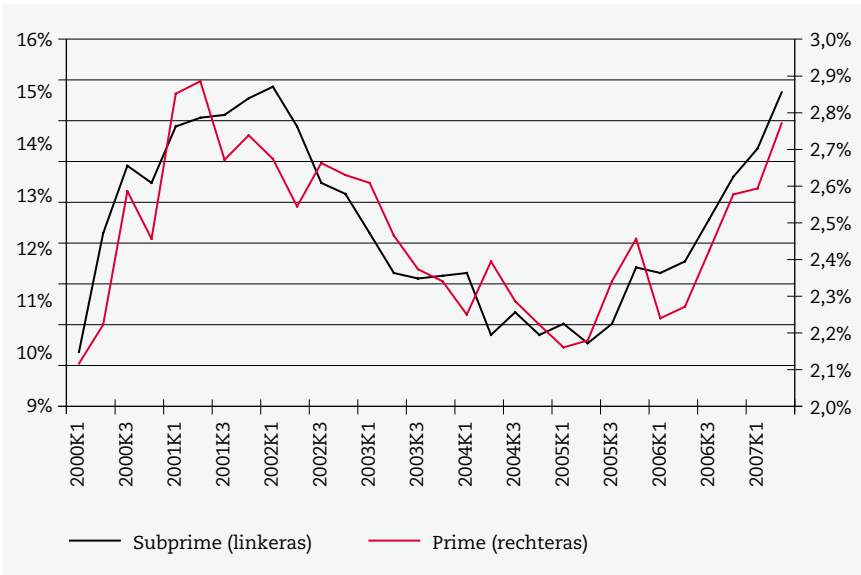
Grafiek 1. Aantal huishoudens dat hypotheekverplichtingen niet meer nakomt, 2004-medio 2007



Bron: Bloomberg.

De volgende vraag is of de problemen inderdaad geconcentreerd waren bij klanten met een hoog risicoprofiel, de zogenaamde 'subprime mortgages'. In grafiek 2 wordt de ontwikkeling van het percentage klanten met betalingsproblemen in beeld gebracht met een onderscheid tussen 'prime' en 'subprime' hypotheek.

**Grafiek 2. Kwaliteit van 'prime' en 'subprime' hypotheekens:
percentage hypotheekgevers dat verplichtingen niet meer nakomt**



Bron: DiMartino, D. en Duca, J.V. (2007).

De grafiek laat een aantal interessante feiten zien. De eerste is dat de relatieve ontwikkeling van beide soorten hypotheekens in termen van kredietrisico opmerkelijk stabiel is. De kans op betalingsproblemen is bij 'subprime' hypotheekens ongeveer vijf maal zo groot als bij 'prime' hypotheekens en dit is over de gehele tienjarige periode het geval. Men mag aannemen dat een dergelijk structureel verschil in 'default risk' in de renteopslagen wordt verwerkt. Ook heel opvallend is dat de situatie tot in ieder geval halverwege 2007 bepaald niet uniek is. Het risico op een betalingsachterstand was in 2001 vergelijkbaar met het risico in 2007 en voor de 'subprime' hypotheekens lag dit in 2001 zelfs nog hoger dan in 2007 het geval was.³

³ Uit informatie van de Mortgage Bankers Association blijkt dat hypotheekens met variabele looptijden een beduidend hogere kans op default hebben dan leningen met een vaste rente. Dit geldt zowel voor het 'prime' als het 'subprime' segment.

Waarom leidde de situatie in 2001 niet tot de grote problemen bij de hypotheekverstrekkers, terwijl het beeld bij de ontwikkeling van de kwaliteit van de uitstaande hypotheekleningen toen net zo ongunstig was als in 2007?

De huizenprijsontwikkeling in beide perioden is hier van belang, zoals blijkt uit onderstaande grafiek.

Grafiek 3. Huizenprijsontwikkeling in de VS, 2000-2007
(procentuele mutatie op jaarbasis)

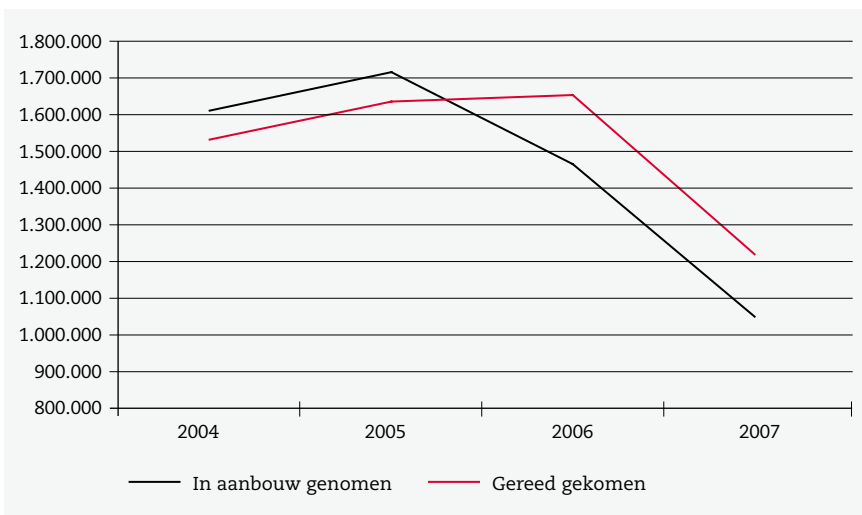


Bron: *Standard & Poors*.

Uit grafiek 3 blijkt dat er een groot verschil in ontwikkeling is van de huizenprijzen in 2001 (en de jaren daarna) in vergelijking met de situatie in 2007. Vanaf begin 2007 beginnen de huizenprijzen in de VS al in nominale termen te dalen. In 2001 is ondanks de sterke economische groeivertraging en een snel oplopend aantal huishoudens met betalingsproblemen, nog steeds sprake van een stevige reële huizenprijsstijging.

Waarom daalden de huizenprijzen in 2007, terwijl dit in 2001 niet het geval was? Het antwoord kan niet liggen bij de economische groei. In 2001 was sprake van een dip met een groei van het BPP met slechts ¾% op jaarbasis. In 2007 vlakke de groei ook af, maar de groei bedroeg niettemin 2%. Ook was in 2007 geen sprake van toenemende werkloosheid, terwijl dit in 2001 wel het geval was (CPB, 2008). De ontwikkeling van het woningaanbod lijkt evenmin een plausible verklaring voor de ongunstige prijsontwikkeling op de woningmarkt in 2007.

Grafiek 4. Aantal in aanbouw genomen en gereedgekomen woningen in de VS

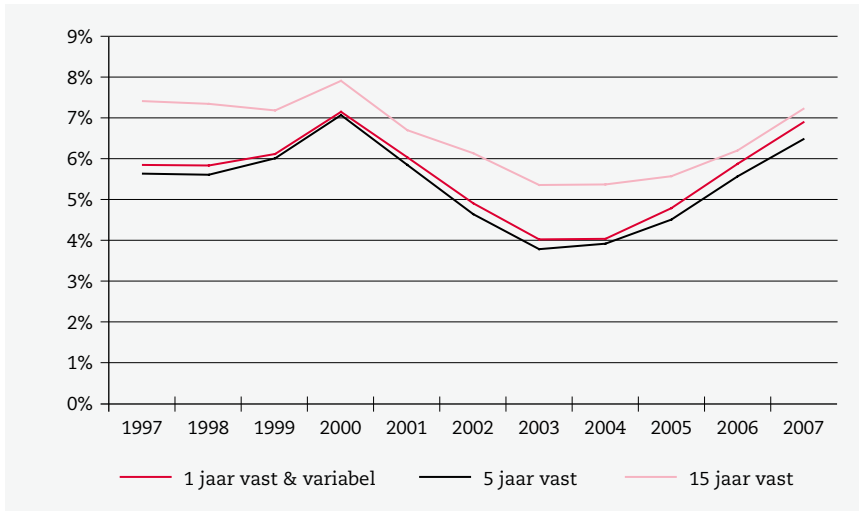


Bron: U.S. Census Bureau.

Uit grafiek 4 kan worden afgeleid dat het niet een overmatige bouwproductie is geweest die de prijzen onder druk heeft gezet tot medio 2007. De woningbouw neemt in ieder geval al af voor de huizenprijzen gaan dalen. Het aantal in aanbouw genomen woningen daalt in 2006 al duidelijk en in 2007 daalt het aantal gereedgekomen woningen met meer dan 25%, naar het laagste niveau in deze eeuw. Deze daling was echter blijkbaar nog onvoldoende om de vraaguitval op te vangen, gelet op de (aanvankelijk nog lichte) prijsdalingen.

Er moet derhalve sprake zijn geweest van een zeer forse vraaguitval op de woningmarkt, terwijl het algemene economisch klimaat daar tot medio 2007 nog weinig aanleiding toe gaf. De achtergrond van de vraagontwikkeling moet dan worden gezocht bij de kostenontwikkeling van het eigen woningbezit. In grafiek 5 wordt de ontwikkeling van de hypotheekrente, de belangrijkste kostenpost voor eigenaar-bewoners in beeld gebracht.

Grafiek 5. Ontwikkeling hypotheekrente in de VS, 1997-medio 2007

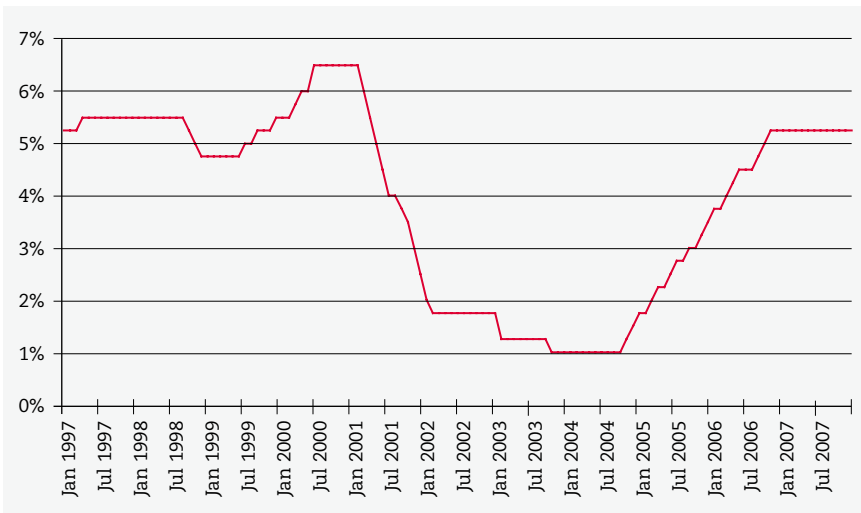


Bron: HSH Associates, Financial Publishers.

Direct valt het verschil in ontwikkeling van de hypotheekrente in beide perioden op. Terwijl de hypotheekrente in 2001 al fors daalt, zien we dat deze in de eerste helft van 2007 nog steeds stijgt. Hier moet de belangrijkste verklaring van de uiteenlopende huizenprijsontwikkeling tussen beide perioden liggen. Hoezeer deze renteontwikkeling werkelijk verschilde wordt nog duidelijker als we kijken naar datgene waar het werkelijk om draait: de relatieve prijsverandering. In 2000 steeg de relatieve hypotheekrente (variabel en vijf jaar vast) voor een korte periode met ongeveer 15% om daarna snel te dalen, terwijl de relatieve hypotheekrente (variabel en vijf jaar vast) in 2006 met 50% en in 2007 met 65% - en daarmee langdurig - was gestegen ten opzichte van 2004.

Een belangrijke achtergrond van de scherpe relatieve rentestijging op de hypotheekmarkt in de periode tot medio 2007, is de uitzonderlijk sterke relatieve stijging van de officiële rentetarieven van de Amerikaanse centrale bank. Dit resultaat is het saldo van een zeer sterke verlaging van de tarieven na 2001 en vervolgens weer een zeer sterke verhoging sinds 2004. Het discontotarief was begin 2004 het laagste 12-maands voortschrijdend gemiddelde sinds 1954. De relatieve stijging van de federal funds rate die volgde tussen 2004 en 2007 was ook in historisch perspectief uitzonderlijk. De relatieve stijging beliep meer dan 400%. In de periode voorafgaande aan 2001 was eveneens sprake van een relatieve stijging van de federal funds rate, maar deze was met bijna 40% aanzienlijk beperkter (zie grafiek 6).

Grafiek 6. De ontwikkeling van de federal funds rate, 1997-medio 2007



Bron: Federal Reserve, Open Market Operations.

De laatste kwestie die hier in deze paragraaf wordt beschouwd is de kwetsbaarheid van bestaande hypotheekgevers voor de opgetreden renteveranderingen. Hier geldt in het algemeen dat huishoudens die de hypotheekrente voor langere tijd hebben vastgelegd beduidend minder kwetsbaar zijn, dan huishoudens met een hypotheek met een variabele rente of een korte rentevaste periode. De beschikbare cijfers wijzen niet op een zeer korte horizon van Amerikaanse hypotheekgevers in vergelijking met andere landen. Zo heeft iets meer dan de helft van de Amerikanen de hypotheekrente voor meer dan 10 jaar laten vastleggen en is het aandeel van variabele rentes plus dat van 1 jaar vaste rentes in het totaal aantal uitstaande hypotheekrentes niet meer dan 10% (cijfers over 2006).⁴ Wel zijn er aanwijzingen dat in de afgelopen vijf jaar relatief meer hypotheekgevers variabele en korte rentevaste hypotheekrentes hebben afgesloten dan in eerdere jaren het geval is geweest. Dat is van belang, omdat deze toename in de periode 2003-2006 (ongeveer 30% van de nieuwe hypotheekrentes in deze periode was variabel c.q. kort rentevast) een groep betreft die daarna de gevolgen van de zeer sterke relatieve rentestijging het hardst zal hebben getroffen.⁵

De belangrijkste problemen lijken al met al te liggen bij de sterke relatieve hypotheekrentestijging. Doordat vervolgens geen daling optrad in de rentes zoals in 2001, werden gaandeweg steeds meer huishoudens met een relatieve rentestijging geconfronteerd. Dit leidde niet alleen tot betalingsproblemen bij een groeiend aantal huishoudens (dat zoals gezegd niet uniek is in de recente geschiedenis van de Amerikaanse woning- en hypotheekmarkt), maar zorgde bovenal voor een sterke relatieve prijsstijging van het wonen voor al diegenen die een (kwalitatief beter) huis willen kopen. Het zijn deze zogenaamde marginale kopers die de prijs op de markt bepalen.

4 HM Treasury (2008).

5 Freddie Mac; Mortgage Bankers Association.

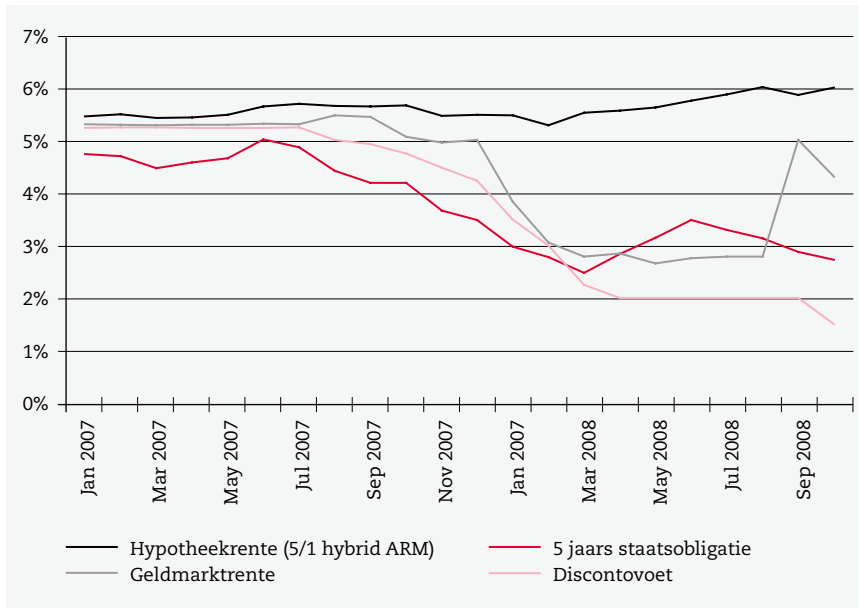
2.2 Recente ontwikkelingen

In 2007 daalden de huizenprijzen. Waar aanvankelijk nog sprake was van een lichte daling, zakten de prijzen vervolgens in snel tempo weg. De huizenprijzen die medio 2007 nominaal met enkele procenten waren gedaald ten opzichte van een jaar daarvoor lagen rond de jaarwisseling van 2007/2008 al 10% lager dan een jaar daarvoor en zijn inmiddels in nominale termen al ruim 16% teruggelopen. In anderhalf jaar tijd is daarmee een reële huizenprijsdaling opgetreden van bijna 25%.⁶ Voor banken en andere financiers en beleggers vormde de prijsdaling een groot probleem en de reactie van de banken verergerde het probleem bovendien. Als de waarde van het achterliggende vastgoed wegzakt, betekent dit dat de betalingsproblemen van klanten zich bij gedwongen verkopen vertaalt in directe verliezen en daarenboven noopte tot een bijstelling van het risicoprofiel en een negatieve herwaardering van de gehele portefeuille van hypotheek en beleggingen in eigen woningen. Er is weinig fantasie voor nodig om een voorstelling te maken van de reacties die de eerste serieuze prijsdalingen op de woningmarkt teweeg zullen hebben gebracht. Aan de kant van de financiers en beleggers treedt een vlucht op uit nieuwe thans zeer risicovolle financieringen en beleggingen in eigen woningbezit. Daarmee dragen deze partijen bij aan verdere vraaguitval en prijsdaling, maar deze ontwikkeling is moeilijk te vermijden voor de diverse individuele financiers en beleggers. Er is sprake van wat wel een 'prisoners dilemma' wordt genoemd. Gezamenlijk is er een belang om de vraag op de woningmarkt niet snel te laten inzakken, maar de financier en belegger die daar naar handelt loopt het grote risico nog veel grotere schade op te lopen als anderen daar niet naar handelen. Het resultaat is dat allen de krediet- en beleggingskranen richting de woningmarkt dicht gaan draaien, waardoor de vraag en de prijzen verder onder druk komen te staan. Een bijzondere situatie in de VS is ook nog dat kopers niet persoonlijk aansprakelijk zijn voor achterblijvende hypotheekschulden. Met de inlevering van de sleutel, komt er een eind aan de hypothecaire schuld. De banken voelen de pijn uiteraard des te meer, ze leiden verliezen die in de toekomst niet meer te verhalen zijn op de hypotheekgevers.

Dat de banken de teugels snel zijn gaan aanhalen, blijkt onmiskenbaar uit de sterke stijging van de renteopslagen op de hypotheekmarkt, zoals weergegeven in grafiek 7.

6 Standard & Poors, S&P/Case Shiller Housing Price Index Composite-20.

Grafiek 7. Rentetarieven op de hypotheek- en geldmarkt in de VS, in de periode 2007 tot oktober 2008



Bron: HSH Associates, Financial Publishers; Federal Reserve, Open Market Operations & Selected Interest Rates; OECD, Financial Indicators.

Uit de grafiek kan worden afgeleid dat er in de VS aanvankelijk inderdaad sprake was van een 'hypotheekcrisis'. De verschillen tussen de hypotheekrente en zowel de rente op staatsleningen als die op de geldmarkt nemen vanaf medio 2007 uitzonderlijk sterk toe. De spread met de rente op staatsleningen loopt in ruim een jaar tijd met 250 basispunten op. De spread met de geldmarktrente begint vanaf eind 2007 eveneens zeer sterk op te lopen en is medio 2008 ook opgelopen met 250 basispunten. De spread met de rente op staatsleningen blijft (ook) daarna fluctueren rond de 250 tot 300 basispunten. De spread met de korte rente neemt in augustus spectaculair af, het gevolg van de enorme stijging van de korte rente in deze periode. Hierbij stijgt de geldmarktrente met meer dan 200 basispunten ten opzichte van het officiële tarief van de Federal Reserve.

We zien hier dat het tot medio 2008 in de VS in hoofdzaak gaat om een hypotheekcrisis. In de zomer van 2008 zien we dat de hypotheekcrisis zich heeft uitgebreid tot een kredietcrisis: de banken gaan nu ook elkaar zeer forse risico-premies in rekening brengen.

Aan de vraagkant speelt in de loop van 2007 een iets ander mechanisme met hetzelfde soort uitwerking een rol. Prijsdalingen kunnen via adaptieve verwachtingen verdere prijsdalingen oproepen. Kopers denken dan in termen van wat langer aanhoudende opgaande en neergaande prijsbewegingen of enigszins in analogie met wat hierboven over financiers en beleggers is gezegd: ze denken dat anderen (ook) zo denken. De vraag op de woningmarkt zakt op deze wijze in en de prijzen gaan dalen. Uiteraard komt er een moment waarop aan de prijsdalingen een eind komt. Dit kan worden verklaard vanuit de gedachte dat verwachtingen niet louter adaptief zijn, maar wel degelijk ook gebaseerd zijn op een zekere notie van evenwichtswaarden. Populair gezegd gaat het hier om de notie dat de 'bodem bereikt is' of dat het nu wel zeer aantrekkelijk c.q. goedkoop geworden is om in te stappen. Op de beurzen zijn zulke geluiden ook veel te horen na perioden van zeer sterke prijsdaling. Totdat dit moment bereikt is, versterken adaptieve verwachtingen de prijsdaling.

Hoewel, zoals gezegd, een aanzienlijk deel van de Amerikanen hun hypotheekrente langer dan 10 jaar had vast gezet, was er eveneens een grote – en groeiende – groep die de rente voor relatief korte periodes vastzette. Bijna de helft van hypotheekgevers in de Verenigde Staten had de rente voor minder dan 5 jaar vastgezet (HM Treasury, 2008). De stijging van de discontovoet leidde hierdoor als snel tot hogere kosten van de eigen woning voor een groeiende groep Amerikanen. Toen het officiële tarief van de centrale bank medio 2007 in reactie op de crisis werd verlaagd leverde dit de huizenbezitters niets op: de hypotheekrente bleef hoog en steeg in 2008 zelfs nog wat verder.

Alles overziende lijkt de onderschatting van het (relatieve) renterisico door hypotheekverstrekkers en beleggers in combinatie met de activistische rentepolitiek door de Federal Reserve een grote rol te hebben gespeeld in de ontstane crisis. De sterke relatieve rentestijging trof niet alleen kwetsbare groepen op de woningmarkt, maar zorgde via een sterke relatieve stijging van de kosten van de eigen woning voor vraagtuitval over een breed front. Prijsdalingen op de woningmarkt werden belangrijk versterkt door de pogingen van banken het risicoprofiel

te beperken en toegenomen onzekerheid en neerwaartse bijstelling van huizenprijsverwachtingen van woonconsumenten deden de rest. Wel kan worden betoogd dat hierbij ook de problemen verbonden met een geringe mate van risicoaversie bij het verstrekken van hypotheke aan risicovolle klanten die het systeem al langere tijd kenmerkt, nu duidelijker naar de oppervlakte kwamen.

3. Internationale transmissie

3.1 Transmissiekanalen

Er is op zichzelf geen reden om te veronderstellen dat woningmarkten internationaal zijn verbonden. De vraag- en aanbodverhoudingen kunnen sterk uiteenlopen tussen landen en de institutionele structuren zijn vaak zeer verschillend. Denk alleen al aan de grote verschillen in ruimtelijke ordeningsbeleid tussen Nederland en de VS of de uitzonderlijke rol en positie van woningcorporaties in het Nederlandse bestel. We zien in de praktijk dan ook omvangrijke verschillen in de ontwikkeling van het woningaanbod en de prijsontwikkeling in verschillende landen. Er lijkt op voorhand dan ook geen reden om te veronderstellen dat de negatieve effecten op de Amerikaanse woningmarkt zouden moeten doorwerken op Europese woningmarkten. Ook de verliezen die Europese financiële instellingen en beleggers hebben geleden als gevolg van de crisis in de VS, zouden in normale omstandigheden niet direct van invloed moeten zijn op de financiering van en beleggingen in eigen woningbezit en andere vastgoedontwikkeling. De verliezen moeten worden genomen met vervelende consequenties voor de resultaten van de financiers en beleggers die belangen in de VS hebben, maar het zijn zogenaamde 'sunk costs'. Zolang de vooruitzichten voor de Europese woning- en vastgoedmarkten niet zijn veranderd, zorgt het loutere feit van verliezen in de VS niet voor negatieve effecten in Europa. Ik benadruk dit punt omdat nogal eens de gedachte naar voren komt dat het 'verdampen van kapitaal' de oorzaak is van de problemen die nu ook op de Europese vastgoedmarkten zichtbaar zijn geworden. Het gaat bij de marktontwikkeling niet zozeer om het verdampen van kapitaal - hoe vervelend ook voor de getroffen - maar om veranderingen in verwacht rendement en risico van nieuwe investeringen. De dalingen van de beurskoersen in Europa in de eerste helft van 2008 geven uiteraard wel aan dat ook in Europa de verwachtingen ten aanzien van rendement en risico in deze periode in ongunstige zin werden bijgesteld. Daarbij moet worden bedacht dat er ook tot medio 2008 invloeden zullen zijn uitgegaan vanuit de conjunctuur. De afvlakking van de economische groei in de VS heeft uiteraard gevolgen voor de economische ontwikkeling in Europa. De Europese export komt onder druk te staan, wat tot medio 2008 ook nog werd verergerd door de sterke depreciatie van de dollar. De sterk gestegen olieprijs tot medio 2008 - ook in euro's - droegen ook bij aan minder groei in de VS en Europa.

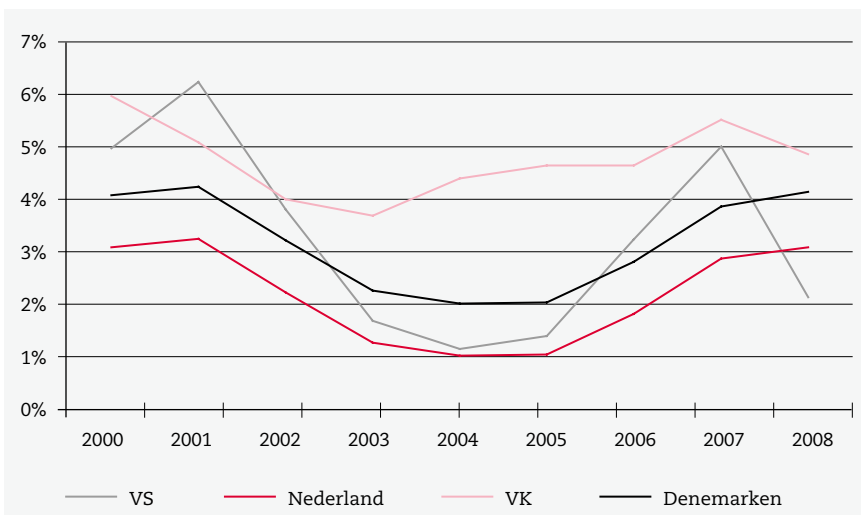
Hiermee zijn er ook tot aan de lente en zomer van 2008 zekere doorwerkingen van ontwikkelingen in de VS naar die in Europa, maar van grote omvang waren die nog niet. De belangrijkste transmissie in het kader van de kredietcrisis betrof ongetwijfeld de internationale verwevenheid van het bankwezen. Hier sloeg het beeld in de VS pas om in de zomer van 2008 en toen sloeg ook de kredietcrisis in Europa toe. Banken die niet meer kunnen varen op toezichthouders en 'credit-rating agencies' en die zelf ook heel moeilijk kunnen bepalen welke andere banken in problemen zitten en vooral hoe diep die problemen zijn. Nu waren opeens allerlei grote spelers betrokken, en die betrokkenheid hield niet op aan de Amerikaanse grens.

Hieronder zet ik de ontwikkelingen voor een aantal landen op een rij. Ik kijk naar het VK als groter Europees land met bijzondere banden met de VS, naar Nederland en naar Denemarken als ander klein Europees land. Voordeel van deze landen is ook dat ze verschillende munten hebben en ieder een ander monetair beleid, waarbij Nederland model kan staan voor het beleid van de ECB.

3.2 Ontwikkelingen in drie landen

In het vorige hoofdstuk is betoogd dat de rentepolitiek van de Federal Reserve een belangrijke katalysator was van de ontstane problemen op de vastgoedmarkten in de VS. Hoe zag het rentebeleid van de Europese centrale bank en enkele nationale centrale banken in Europa er uit in deze periode? In grafiek 8 wordt het monetair beleid in de drie Europese landen in beeld gebracht, waarbij de tarieven van de Fed voor de vergelijking zijn toegevoegd.

Grafiek 8. Officiële rentetarieven in Nederland, het VK, Denemarken en de VS, 2000-2008



Bron: Federal Reserve, Open market Operations; DNB, Rentetarieven van DNB en ECB; Bank of England, Official Bank Rate History; StatBank Denmark, Money and capital market.

Uit de grafiek kan een aantal conclusies worden getrokken. Het eerste dat opvalt is dat alle centrale banken overgegaan zijn tot stevige monetaire verruiming in de neergaande conjunctuur van 2001-2003 en dat vervolgens de officiële rentetarieven vanaf ongeveer 2005 weer stevig zijn opgetrokken. Het valt op dat in het VK het niveau van de officiële rente gemiddeld duidelijk hoger lag,

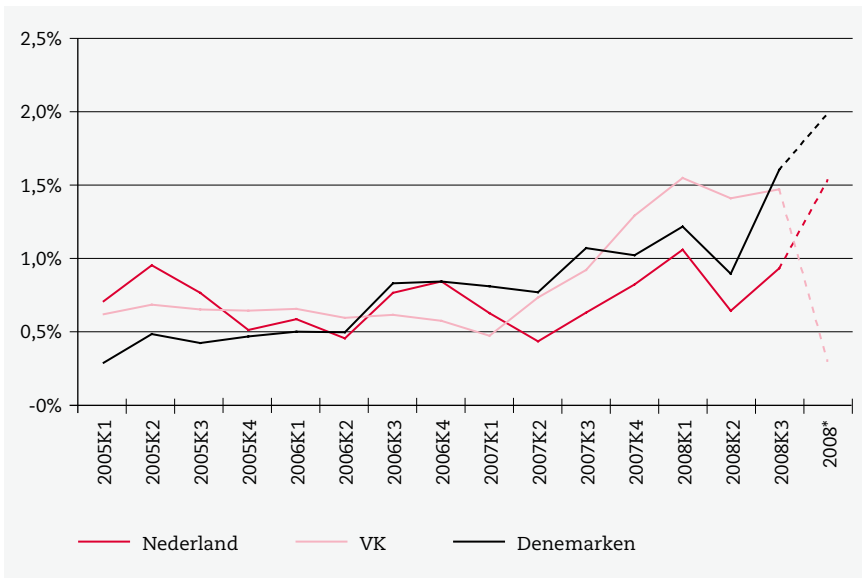
waardoor de relatieve dalingen en stijgingen van de officiële rentes beduidend geringer waren. Tevens valt op dat timing van de ingezette rentedaling verschillend is en ook afwijkt van het eerdere beeld dat we in de VS hebben gezien. Terwijl in de VS de discontovoet vanaf medio 2007 binnen een jaar met meer dan 3%-punten wordt verlaagd, wordt het disconto in het VK medio 2007 zelfs nog licht verhoogd en wordt pas tegen het einde van het jaar een verlaging van het disconto doorgevoerd. In september 2008 bedraagt de officiële discontovoet nog altijd 5%, slechts $\frac{3}{4}$ %-punt lager dan het niveau dat na de laatste verhoging medio 2007 werd gerealiseerd. Hierna worden in oktober en november 2008 forse verlagingen doorgevoerd tot een niveau van 3% in november. De Europese centrale bank voert in de genoemde periode een nog stringenter monetair beleid. De ECB verhoogt het disconto in 2007 in twee stappen van $2\frac{1}{2}$ % naar 3% en verhoogt het disconto medio 2008 (!) zelfs nog een keer naar $3\frac{3}{4}$ %. Pas in november – nadat de kredietcrisis in volle omvang zichtbaar is geworden – wordt het disconto weer verlaagd naar $2\frac{3}{4}$ %. Ook in Denemarken zien we het beeld van doorgaande stijging van de officiële rentetarieven tot in de herfst van 2008. In vergelijking met de VS vallen twee verschillen op tussen deze Europese landen en de VS. De eerste is dat de absolute en nog meer de relatieve veranderingen in de officiële tarieven in Europa een stuk gematigder waren dan in de VS. De aanvankelijke verlagingen in 2001 en de daaropvolgende verhogingen van de officiële rentes rond 2005 waren beide veel krachtiger in de VS dan in de Europese landen. Ten tweede verschilt het moment van de omslag naar rentedaling in de meest recente periode sterk. In de VS wordt vanaf medio 2007 een reeks verlagingen van het disconto doorgevoerd als reactie op de hypotheekcrisis in de VS, in Europa gaat het roer pas om als de gevolgen van de kredietcrisis in het najaar van 2008 ook hier sterk voelbaar worden.

Naast de afvlakkende conjunctuur, verslechterde afzetperspectieven op de Amerikaanse markt en de appreciatie van de euro, was relatieve rentestijging (zij het in meer gematigde vorm dan in de VS) vanuit het monetaire beleid dus ook in Europa aan de orde.

Hoe zag het beeld er in de verschillende landen nu uit ten aanzien van de ontwikkeling van de relevante renteversillen? Hierboven is voor de Amerikaanse situatie aangegeven dat er aanvankelijk sprake was een hypotheekcrisis, een situatie die bleek uit de oplopende renteversillen tussen de hypotheekrente en zowel de rente op staatsleningen als de geldmarktrente. In onderstaande

grafiek worden eerst de verschillen tussen de hypotheekmarktrente en de rente op staatsleningen in beeld gebracht.

Grafiek 9. Verschil hypotheekmarktrente en rente op staatsleningen in drie landen, in procentpunten, kwartaalcijfers 2005-2008



Bron: DNB, Marktrentevoeten & Rentes van in Nederland gevestigde MFI's; Bank of England, Interest and Exchange Rates; StatBank Denmark, Money and capital market; Het Financieele Dagblad (2008a&b).

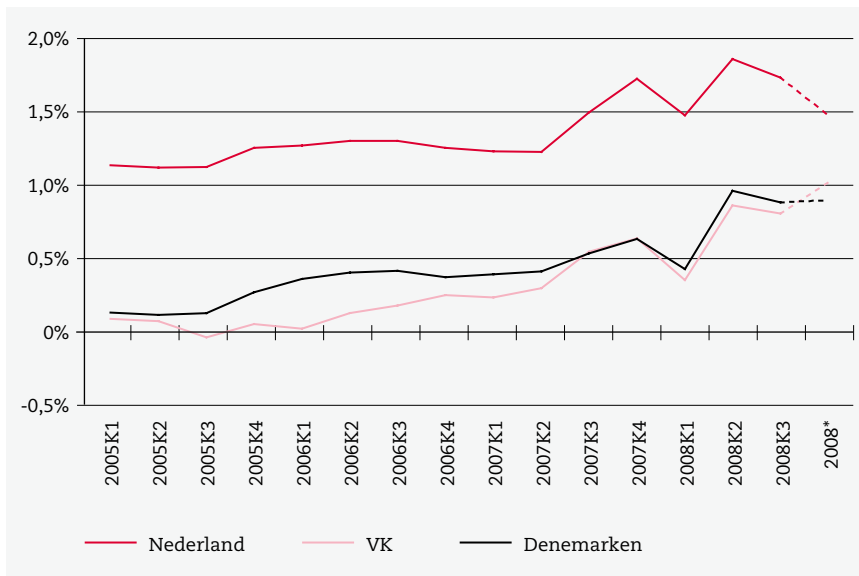
Noot: 2008* betreft de laatst bekende cijfers

Uit de grafiek kan worden opgemaakt dat de ontwikkelingen in het VK, Denemarken en Nederland wat uiteenlopen, maar dat de gemiddelde niveaus niet veel verschillen. De spread tussen de hypotheekmarktrente en de rente op staatsleningen is in de periode 2005-2007 vrij stabiel rond een niveau van 70 basispunten (Denemarken gemiddeld iets daaronder). Vanaf augustus 2007 begint de spread in deze landen op te lopen, vooral in het VK. In het tweede kwartaal van 2008 is echter weer een afname van de spreads te zien, die er in Nederland zelfs toe leidt dat de spread tijdelijk weer terugkeert tot gebruikelijke

niveaus van rond de 70 basispunten. Vanaf augustus lopen de spreads echter sterk op: in Nederland wordt een recordniveau van 150 basispunten gerealiseerd. In Denemarken is de ontwikkeling nog geprononceerder en loopt het renteververschil zelfs op tot 200 basispunten in het najaar van 2008. In het VK heeft op 7 november een gecoördineerde verlaging van de hypotheekrentes plaatsgevonden op verzoek van premier Brown, zodat de spread op de hypotheekrente fors is gedaald (Het Financieele Dagblad, 2008a).

Hoe werkte de kredietcrisis in de verschillende landen nu door in de rentesfeer? Daartoe wordt hieronder eerst het verloop weergegeven van het verschil tussen de driemaands geldmarktrente en de officiële discontovoet in de drie landen.

Grafiek 10. Verschil tussen de geldmarktrente en de officiële discontovoeten in drie landen, in procentpunten, kwartaalcijfers 2005-2008



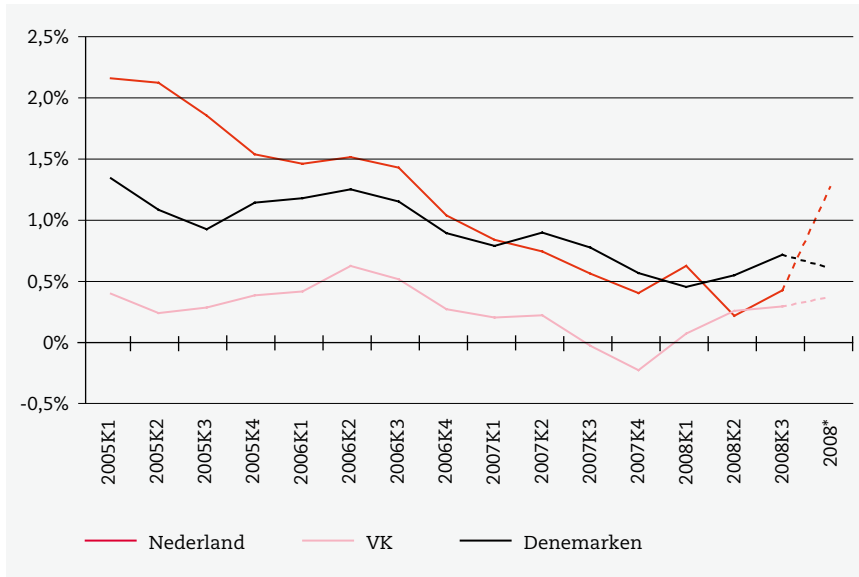
Bron: DNB, Marktrentevoeten & Rentetarieven van DNB en ECB; Bank of England, Interest and Exchange Rates & Official Bank Rate History; StatBank Denmark, Money and capital market; Het Financieele Dagblad (2008b)

Noot: 2008* betreft de laatst bekende cijfers

Uit grafiek 10 wordt de kredietcrisis in de zomer van 2008 in alle landen al zichtbaar. Toch zijn de effecten in de rentesfeer verschillend tussen de landen. De spreads lopen het sterkst op in het VK, waar in oktober 2008 een spread van 170 basispunten is ontstaan (o.b.v. maandcijfers, niet zichtbaar in de grafiek) in vergelijking met een historisch gebruikelijke spread van ongeveer 10 basispunten. In november is deze weer gedaald naar 100 basispunten. Nederland neemt hier een tussenpositie in: de spread loopt op naar 190 basispunten in vergelijking met een historisch gebruikelijke spread van 110 basispunten. In november is deze weer gedaald naar 150 basispunten. Bezien vanuit de renteopslagen lijken de effecten in Denemarken het minst geprononceerd: de spread loopt op naar ongeveer 90 basispunten in vergelijking met een historisch gebruikelijke spread van 30 basispunten.

Tenslotte is het nuttig om de hypotheekrente nog eens te vergelijken met de geldmarktrente. Het belang hiervan ligt bij het gegeven dat de geldmarktrentes een 'proxy' zijn voor de 'fundingskosten' van de banken. In grafiek 11 zijn beide tegen elkaar afgezet.

Grafiek 11. Verschil tussen de hypotheekmarktrente en de geldmarktrente in drie landen, in procentpunten, kwartaalcijfers 2005-2008



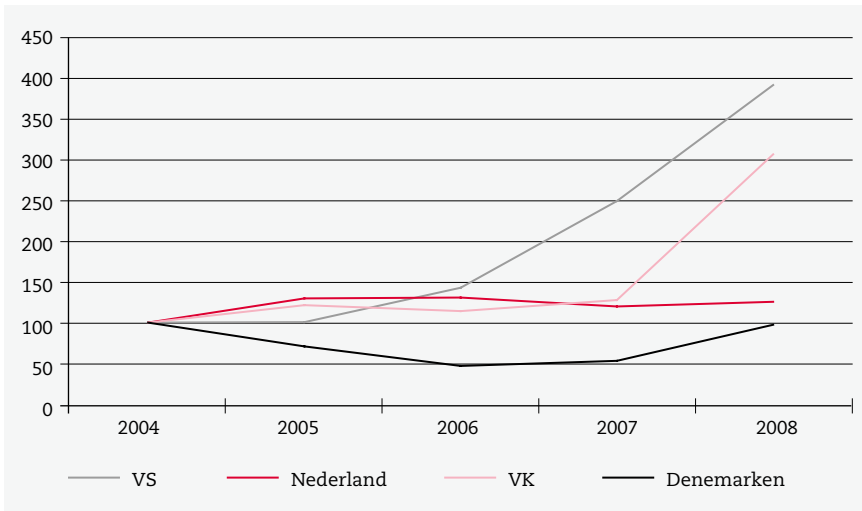
Bron: DNB, Marktrentevoeten & Rentetarieven van DNB en ECB; Bank of England, Interest and Exchange Rates & Official Bank Rate History; StatBank Denmark, Money and capital market; Het Financieele Dagblad (2008a&b)

Noot: 2008* betreft de laatst bekende cijfers

De grafiek laat een belangrijke ontwikkeling zien. In de drie landen zien we een sterke daling van dit renteverskil. De verschillen tussen de hypotheekmarktrente en de geldmarktrente zijn in de loop van 2007 zo klein geworden, dat ze een daling van de hypotheekrente in de weg staan. De hoge korte rentes – als proxy voor de fundingskosten – leggen als het ware een bodem voor de hypotheekmarktrente. Een noodzakelijke, maar nog niet voldoende, voorwaarde voor een daling van de hypotheekmarktrente is een daling van de geldmarktrente. In Nederland is de geldmarktrente in de loop van november inmiddels inderdaad betekenisvol gedaald, maar op het moment van het ter perse gaan van dit stuk is nog geen verlaging van hypotheekrentes aangekondigd. Hierdoor stijgt voorlopig de spread met de korte rente, wat zoals gezegd mogelijk lucht geeft voor een daling van de hypotheekrentes.

De verschillende landen lijken zich al met al niet zozeer in een hypotheekcrisis te bevinden, maar in een kredietcrisis die vervolgens zijn doorwerking heeft naar de hypotheekmarkt. Dit beeld lijkt ook te worden bevestigd door andere belangrijke indicatoren rond de woning- en hypotheekmarkt, zoals de huizenprijzontwikkeling en de ontwikkeling van het aantal huishoudens met betalingsproblemen.

Grafiek 12. Betalingsproblemen in vier landen
(index gedwongen verkopen/betalingsachterstand)



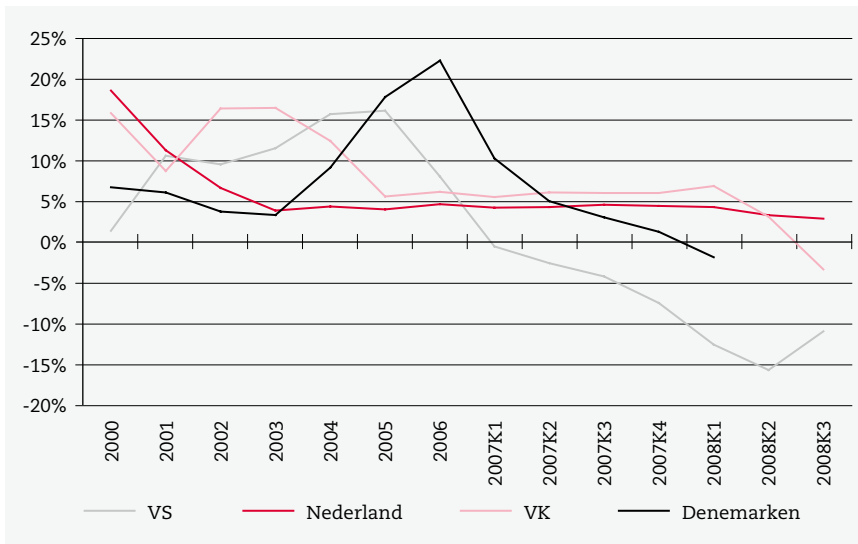
Bron: Bloomberg; Rabobank (2008); NRC Handelsblad (2008); Council of Mortgage Lenders, *Arrears and possessions*; StatBank Denmark, *Construction and housing*.
Noot: Cijfers van Verenigde Staten en Groot-Brittannië betreffen betalingsachterstand, Denemarken en Nederland gedwongen verkopen. Hierdoor kunnen faseverschillen optreden.

Hoewel de betalingsproblemen in 2008 in het algemeen wel toe zijn genomen, is in geen van de landen een probleem ontstaan dat de omvang heeft bereikt van de situatie in de VS, hoewel in het VK de problemen snel lijken toe te nemen. Ook in Denemarken geldt dat weliswaar het niveau van de betalingsproblemen niet hoger ligt dan in 2004, maar dat er wel een verdubbeling van de gedwongen verkopen is opgetreden in een jaar tijd. In Nederland lijkt de situatie op basis van de grafiek het meest gunstig, maar de index voor Nederland en Denemarken moeten met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden

vanwege een definitieverschil. Voor deze twee landen betreft het namelijk de gedwongen verkopen, terwijl in de Verenigde Staten en het VK de registratie plaatsvindt op basis van betalingsachterstand. Het laatste kan vooraf gaan aan het eerste, zodat een stijging van gedwongen verkopen in Nederland en Denemarken zich later zou kunnen aandienen. Niettemin is wel duidelijk dat de problemen in de VS van een andere omvang zijn dan die in de andere landen.

Als we naar de huizenprijsontwikkeling kijken, dan zien we in de loop van 2008 een situatie ontstaan die vergelijkbaar is met de situatie in de VS van begin 2007. De nominale huizenprijzen staan voor het eerst sinds lange tijd onder (enige) druk, zoals blijkt uit grafiek 13.

**Grafiek 13. Huizenprijsontwikkeling in vier landen, 2000-2008K3
(jaar-op-jaar-mutatie)**



Bron: Standard & Poors; CBS, statline; Department for Communities and Local Government; StatBank Denmark, Construction and housing.

Terwijl in de VS een hypotheekcrisis zich heeft uitgebreid tot een kredietcrisis, lijken de hier beschouwde Europese landen vooral een kredietcrisis te ervaren die doorwerkingen heeft richting de woningmarkt en andere vastgoedontwikkeling. De hamvraag is hoe sterk die doorwerkingen zullen blijken te zijn en hoe lang de negatieve effecten zullen aanhouden.

In het volgende hoofdstuk maak ik een verkenning hiervan voor de Nederlandse situatie, waarbij ik dankbaar gebruik maak van de recent door het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (EIB) opgestelde verkenningen voor de komende twee jaar.

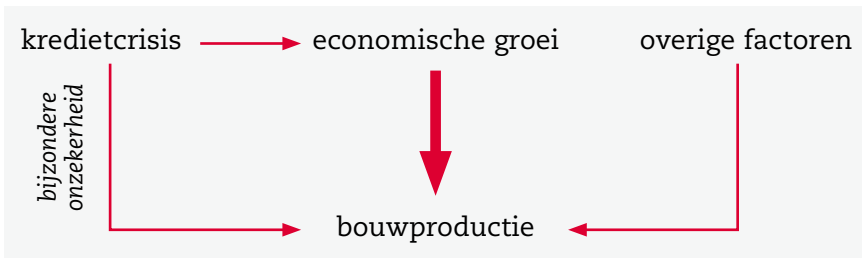
4. Vooruitzichten in Nederland

4.1 Algemene verbanden en samenhangen

Hierboven heb ik de ontwikkelingen in de VS gepositioneerd tegenover die in Nederland en twee andere Europese landen. Het primaire doel hierbij was om meer greep proberen te krijgen op de ontwikkelingen die ons in Nederland mogelijk te wachten staan. Een belangrijke conclusie daarbij is dat de problemen in Nederland niet vanuit de woningmarkt of vastgoedontwikkeling zijn ontstaan, maar dat de causaliteit loopt van de kredietcrisis en de economische recessie naar de vastgoedontwikkeling. Het is met andere woorden niet zo dat juist op de woningmarkt of bij de vastgoedontwikkeling bijzondere problemen of zwakheden zichtbaar worden, die door de kredietcrisis zijn aangewakkerd en verscherpt. Het probleem dat zich voordoet is dat de vastgoedontwikkeling en de hiermee verbonden bouwproductie zeer conjunctuurgevoelig is en dat de kredietcrisis aangrijpt bij de projectmatige financiering van de activiteiten. In dit licht is het duidelijk dat er zwaar weer op komst is voor de vastgoedsector en dit deel van de bouwproductie.

In onderstaande figuur worden de invloeden van de kredietcrisis op de bouwproductie nog eens schematisch weergegeven.

Figuur 1. Doorwerkingen van kredietcrisis naar bouwproductie



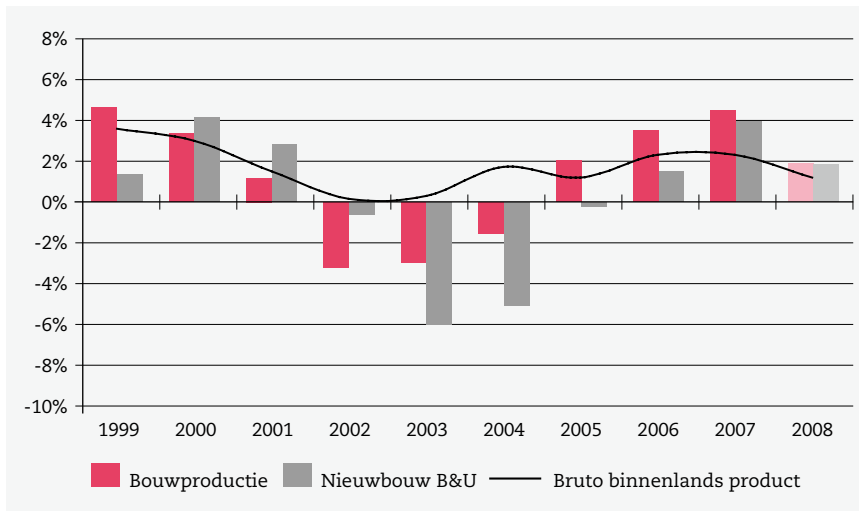
De bouwproductie wordt in belangrijke mate bepaald door de ontwikkeling van de economische groei. Al voor het uitbreken van de kredietcrisis werd rekening gehouden met enige groeivertraging in 2008 na de sterke economische groei in 2006 en 2007, zoals blijkt uit de ramingen van het CPB rond Prinsjesdag 2007. De kredietcrisis heeft als eerste belangrijke invloed haar doorwerking op de (vooruitzichten van) economische groei. Zo heeft het CPB haar raming voor 2009

begin dit jaar verlaagd tot 1,75% en in september opnieuw verlaagd tot 1,25% (CPB, 2008). De meest recente ramingen van de Europese Commissie, die de zeer ongunstige ontwikkelingen in september en oktober van dit jaar (grotendeels) hebben kunnen verwerken, komen voor Nederland nu uit op 0,4% in 2009 (Europese Commissie, 2008).

Geconcludeerd kan worden dat het eerste belangrijke effect van de kredietcrisis een verlaging van de economische groei is. De kredietcrisis heeft effecten op het vertrouwen van consumenten en producenten en werkt door in verwachtingen, risicopremies en rentes en deze hebben via investeringen en consumptie effecten op de totale economische groei. Gelet op het sterke internationale karakter van de kredietcrisis wordt onze export bovendien belangrijk getroffen en dat is voor een kleine open economie als de Nederlandse een factor van betekenis.

De samenhang tussen economische groei en de totale bouwproductie wordt getoond in onderstaande grafiek.

Grafiek 14. Bouwproductie en de groei van het bruto binnenlands product, 1999-2008



Bron: EIB (2008); CPB (2008).

De grafiek laat een duidelijke samenhang zien tussen de bouwproductie en de economische groei en tevens blijkt het sterk cyclische karakter van de bouwproductie. Als de economische groei aantrekt dan profiteert de bouw bovengemiddeld en als de groei terugvalt dan zijn de klappen in de bouw relatief sterk. Tevens valt op dat de nieuwbouw van woningen en utiliteitsgebouwen het meest cyclische deel van de bouwproductie is. Het gaat hier om investeringen die conjunctuurgevoeliger zijn dan het onderhoud van gebouwen en die tevens conjunctuurgevoeliger zijn dan investeringen in infrastructuur, die in belangrijke mate door overheidsbudgetten worden bepaald.

Een economische groei die nauwelijks boven de nul ligt in 2009 en dan in 2010 naar verwachting ook zwak blijft, vertoont zeer veel gelijkens met de situatie in 2002 en 2003. Ook toen bereikten we twee jaar eerder de top van de conjunctuur (vergelijk 2000 met 2007), vlakke de economische groei in 2001 af naar ongeveer 2% (vergelijkbaar met de verwachting voor 2008) en vervolgens zakte deze weg naar een groei van 0,3% en 0,5% in de twee daarop volgende jaren. Bij een ongewijzigde relatie tussen economische groei en bouwproductie zou dan nu ook rekening moeten worden gehouden met een (vrij stevige) krimp van de bouwproductie, zoals die zich in 2002 en 2003 heeft voorgedaan.

De ontwikkeling in de periode 2001-2003 is daarmee een zinvol en belangrijk referentiepunt voor wat ons te wachten kan staan, maar er zijn tenminste twee additionele zaken waar we rekening mee moeten houden. De eerste is die van de 'overige invloeden' in figuur 1. Belangrijk voor de bouwproductie van vandaag en morgen is de invloed van beslissingen die in het verleden zijn genomen. Bij de ontwikkeling van vastgoed kunnen verschillende fasen worden onderscheiden: van planvorming naar ontwerp, naar vergunningverlening en financiering c.q. voorverkoop en tenslotte naar bouwactiviteit en verkoop/exploitatie.

De wijze waarop het proces wordt ingericht verschilt van situatie tot situatie en hangt af van wie de opdrachtgever en initiatiefnemer is, van de complexiteit van het project, het aantal betrokken partijen etc. Voor alle projecten geldt evenwel dat het moment van vergunningverlening een cruciale is. Op dit moment wordt het project door de betrokkenen opgevat als juridisch, economisch en voorzover van toepassing politiek-bestuurlijk haalbaar. Als dit niet zo zou zijn, dan zouden betrokken en onder normale omstandigheden geen vergunning hebben aangevraagd c.q. zou de vergunning niet zijn verleend. De fase

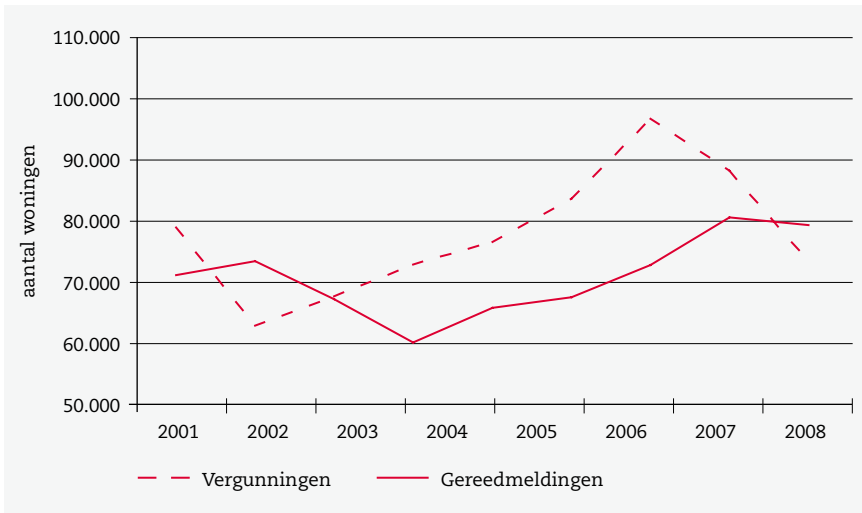
vooraangaand aan de vergunning gaat gepaard met in de tijd toenemende kosten van planvorming en ontwerpkosten van architecten, verkenning van juridische aspecten en onderzoek naar economische haalbaarheid. Met de vergunningverlening is het project vervolgens ook formeel mogelijk geworden. Bezwaarschriften kunnen in de daarop volgende fase nog voor uitstel zorgen, maar als deze hobbel eenmaal is genomen, dan kan het bouwen beginnen. Het is belangrijk om vast te stellen dat de financiering in die fase onder normale omstandigheden geregeld is. Er is ofwel een contract met een vooraf bekende klant – een ziekenhuis, een onderneming, een overheidspartij – of er is – zoals bij de woningbouw gebruikelijk – op prospectus verkocht. In het laatste geval is 60 tot 70% van de te bouwen woningen al verkocht, voordat de bouw start.

Het is belangrijk om hier een onderscheid te maken tussen de bouw, de financiering en het beleggingsaspect van vastgoed. Nadat de bouw van vastgoed eenmaal is gestart, dan zal – behoudens tussentijds stil liggen als gevolg van juridische procedures – het bouwproces vervolgens doorgaan tot oplevering. Hieraan liggen meerdere redenen ten grondslag. De eerste is dat de bouw en de ontwikkeling meestal niet in één hand liggen. De bouwer is dan een opdrachtnemer die een contract heeft en deze zal de opdrachtgever aan dit contract houden; de laatste kan dit niet eenzijdig of kosteloos opzeggen. Alleen bij projecten die in fasen worden aanbesteed, bestaan dergelijke vrijheidsgraden wel. Echter, ook in dergelijke situaties of in situaties waarbij de bouwer tevens ontwikkelaar is, bestaan verschillende contractuele verplichtingen. Dergelijke verplichtingen zijn er voor de diverse actoren naar elkaar toe. Zo is woningbouw vrijwel altijd een samenspel van ontwikkelaars/bouwers en gemeenten, maar vaak ook nog een samenspel met corporaties, provincies en de Rijksoverheid. Deze hebben (niet zelden lastige) onderhandelingen gevoerd, waarbij allerlei condities zijn bepaald en het is niet zo dat een afzonderlijke partij eenzijdig de afspraken zo maar kan veranderen. Dit staat dan uiteraard nog los van het feit dat uitstel of afstel van bouwactiviteiten ook aanvaardbaar zal moeten zijn vanuit het oogpunt van de kwaliteit van de openbare ruimte en dat uitstel renteverlies oplevert en afstel een verhoging van het aandeel van de vaste kosten betekent (bijvoorbeeld bij oplevering van minder woningen).

De centrale conclusie is dat vergunningverlening in het verleden een belangrijke doorwerking heeft op de toekomstige bouwproductie. Daar waar afzetproblemen zich voordoen, zal reeds aangevangen bouwactiviteit maar in geringe mate zijn bij te stellen. Voor de ontwikkelaars en beleggers die bij deze projecten zijn betrokken, betekent dit dat het extra aanbod hieruit dat nog niet is verkocht of nog moet worden verhuurd, gepaard gaat met afnemende opbrengsten. Het duurt langer om de resterende objecten weg te zetten en er ontstaat druk op de prijzen en daarmee ook – in sterke mate – op de marges.

Terugkerend naar de bouwproductie, is de vergunningverlening – zeker voor de woningmarkt – in de achterliggende periode een belangrijk gegeven voor de toekomstige bouwproductie. Zowel de vertraagde doorwerking van vergunningen naar oplevering van woningen als het gegeven dat er nog veel vergunningen in de pijplijn zitten vanuit de periode 2006 en 2007, is te zien in grafiek 15.

Grafiek 15. Vergunningen en gereedmeldingen van woningen, 2000-heden



Bron: EIB (2008).

Moet er – buiten de invloed van de kredietcrisis op het algemene economische klimaat en de grote conjunctuurgevoeligheid van vastgoedontwikkeling en daarmee verbonden bouwproductie – nog rekening worden gehouden met een aparte, bijzondere invloed van de kredietcrisis op de sector? Deze kwestie komt hierna aan bod. Ik ben van oordeel dat dit inderdaad het geval is, maar daarmee is de vraag aangaande de omvang van deze effecten nog niet beantwoord.

4.2 Bijzondere invloeden van de kredietcrisis

De bijzondere invloeden van de kredietcrisis, zoals ik ze definieer, zijn lastig vast te stellen. In alle perioden van sterke conjuncturele neergang spelen afnemend vertrouwen in de economische toekomst een belangrijke rol en zien we bijvoorbeeld de beurskoersen dalen. In de periode 2001-2002 zagen we bijvoorbeeld dat de beurskoersen niet minder scherp daalden dan nu het geval is. We moeten de bijzondere invloed van de kredietcrisis dan ook niet overschatten: veel loopt via de normale transmissiekanalen, zoals we die ook in andere slechte economische tijden ervaren.

De reden voor bijzondere zorg over de toekomstige ontwikkelingen ligt wat mij betreft vooral bij de renteontwikkeling. Perioden van sterke groeivertraging kenmerken zich doorgaans door (snelle) rentedaling. Het is juist op dit punt dat de kredietcrisis zich als bijzondere invloed doet voelen. We zien weliswaar dat de centrale banken het pad van rentedaling hebben ingezet en dat de rente op staatsleningen daalt, maar in tegenstelling tot bijvoorbeeld de periode 2001-2002, volgt de hypotheekrente deze ontwikkeling nog niet. Anders gezegd: de vraaguitval die optreedt in een periode van sterke economische groeivertraging is doorgaans het saldo van negatieve volume-effecten die worden gemitigeerd door opwaartse impulsen vanuit een rentedaling. Voor de meeste consumptieve bestedingen is dit rente-effect van beperkte betekenis, maar voor investeringen en in het bijzonder vastgoedinvesteringen is de ontwikkeling van markrentes belangrijk. Dit is ook de reden dat ik in de vorige hoofdstukken veel aandacht heb besteed aan juist de renteontwikkelingen.

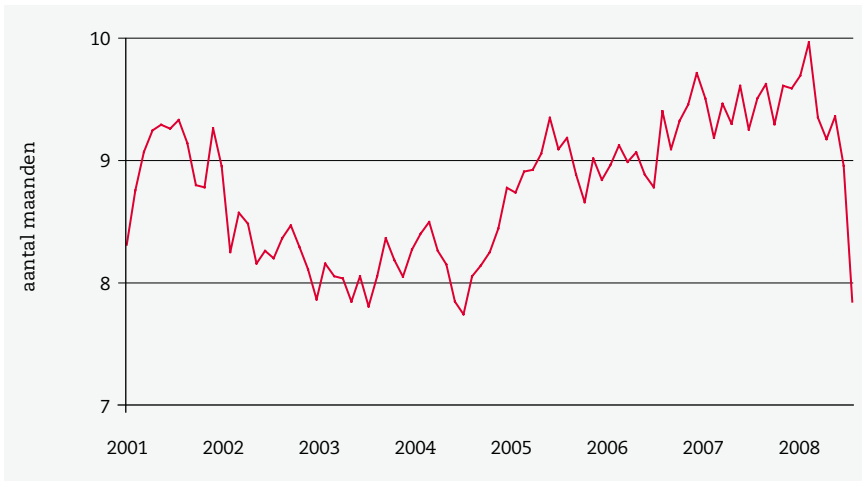
De grote invloed van de rente op bijvoorbeeld de vraag op de woningmarkt, is bekend. Verschillende schattingen voor Nederland indiceren dat een (reële) rentestijging van 1%-punt een negatief effect op de woningprijzen kan hebben in de orde van 10%. De invloed van de rente op de vraag naar eigen woningen, loopt via drie mechanismen. De eerste is die van relatieve prijsstijging: wonen wordt relatief duurder ten opzichte van andere consumptie. Ten tweede is er op de hypotheekmarkt sprake van een zekere mate van kredietrantsoenering: sommigen zouden vanuit de eigen afwegingen bereid zijn relatief meer aan wonen uit te geven, maar kunnen dit niet vanwege het ontbreken van kredietmogelijkheden op dit niveau. Tenslotte heeft een hogere rente zekere negatieve inkomenseffecten, die op alle consumptie en daarmee ook op woonconsumptie invloed heeft.

Hier ligt een punt van zorg, dat zich bovendien al enigszins lijkt te materialiseren. De huizenprijzen staan in ons land voor het eerst sinds bijna een kwart eeuw onder druk. Tijdens de vorige conjuncturele neergang stegen de huizenprijzen door en zelfs vrij stevig, ondersteund door de snelle daling van de hypotheekrente. Hier ligt een bijzonder effect van de kredietcrisis waar rekening mee moet worden gehouden. Ook voor andere vastgoedontwikkeling geldt dat moeilijke toegang tot en hogere kosten van financiering (en hogere eisen bij beleggers) bijzondere problemen met zich meebrengen.

Dat er inderdaad iets bijzonders aan de hand is, blijkt uit het volgende. Het eerste is het signaal dat van vele kanten door bouwers en ontwikkelaars wordt afgegeven, dat de afzet van nog niet verkochte woningen steeds stroever verloopt. Daarbij zou soms zelfs sprake zijn van al verkochte woningen, waar (gedwongen) gebruik wordt gemaakt van de ontbindende voorwaarde van het niet kunnen verkrijgen van financiering. Objectivering van deze signalen kan worden afgeleid uit zowel de ontwikkeling van de prijzen als de sterke afname van het aantal woningtransacties. De woningprijzen lagen volgens het kadaster in januari 2008 nog 4,3% hoger dan een jaar daarvoor, in september liep dit terug tot 2,7% boven het niveau van september 2007 (CBS, statline). De NVM berichtte in oktober dat de huizenprijzen van kwartaal op kwartaal voor het eerst nominaal (weliswaar zeer licht) waren gedaald in het derde kwartaal. Het aantal transacties zou volgens de NVM dit jaar ook sterk terug zijn gelopen (NVM, 2008).

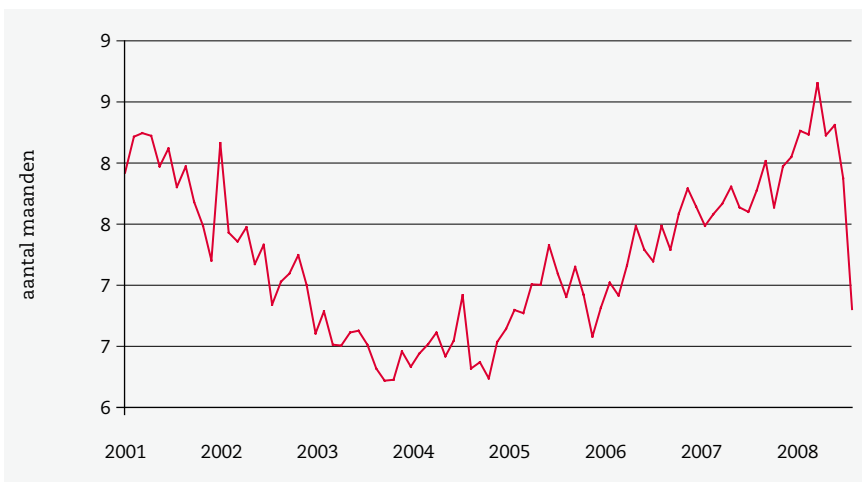
Dit geeft aan dat de vraag op de woningmarkt inderdaad steeds meer onder druk staat. Dit geeft nog geen inzicht in de vraag welke reacties dit bij de projectontwikkeling oproept. Inzicht daarin kan worden ontleend aan de conjunctuurenquête van het EIB, waar maandelijks door 400 hoofdaannemers inzicht wordt gegeven in de ontwikkeling van de orderportefeuilles. De resultaten voor de meest recente maand – de orderportefeuille per ultimo september – zijn uiterst opvallend, zoals blijkt uit onderstaande grafieken.

Grafiek 16. Orderportefeuille woningbouw



Bron: EIB (2008).

Grafiek 17. Orderportefeuille utiliteitsbouw



Bron: EIB (2008).

De uitzonderlijke daling van de orderportefeuilles over de maand september bij zowel de woningbouw als de utiliteitsbouw springt direct in het oog. Het is de grootste daling in deze orderportefeuilles die het EIB ooit heeft waargenomen sinds de invoering van de conjunctuurenquête in 1985.

Daarmee zijn er verschillende aanwijzingen dat er inderdaad iets bijzonders aan de hand is. Dit is theoretisch beargumenteerd aan de hand van de bijzondere ontwikkeling van de rente en wordt bevestigd door empirische informatie over prijzen en transacties op de woningmarkt en door sterk terugvallende orderportefeuilles bij de woningbouw en de utiliteitsbouw.

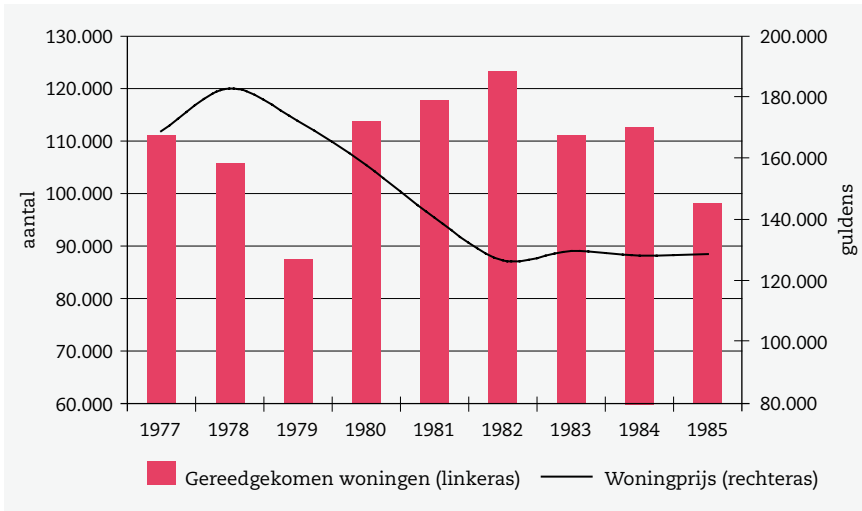
De laatste en lastigste vraag die nu nog openstaat, is die naar de omvang van deze bijzondere effecten van de kredietcrisis. Moeten we rekening houden met betekenisvolle extra effecten in aanvulling op belangrijkere algemene effecten vanuit het economische klimaat of moeten we rekening houden met zeer grote additionele effecten?

In het laatste geval lopen we af op een crisis op de woningmarkt met sterk teruglopende huizenprijzen en een situatie die niet anders kan worden omschreven als een instorting van de bouwproductie in de komende twee jaar. Een dergelijke situatie heeft zich in de moderne geschiedenis van Nederland slechts één keer voorgedaan: in het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw. Het is dan ook deze periode die ik hieronder kort belicht.

4.3 Crisis op de woningmarkt en bij de bouwproductie in de periode 1980-1984

Hoe ingrijpend de situatie in het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw was, wordt getoond in grafiek 18.

Grafiek 18. Woningmarktprijzen en nieuwbouwproductie van woningen, 1977-1985.



Bron: CBS, *Maandstatistiek voor de bouwnijverheid*; OTB (2001)

Meest opvallend aan grafiek 18 is het volledig ontbreken van een relatie tussen aanbod en prijzen. Terwijl de gevolgen van de tweede oliecrisis zich in 1980 begon te manifesteren en de economie in 1981 en 1982 twee jaar achtereen kromp – en de werkloosheid opliep tot 10% van de beroepsbevolking – en daarmee de ergste economische depressie van na de tweede wereldoorlog een feit werd, nam het woningaanbod in deze periode elk jaar verder toe. Dat de prijzen vervolgens in elkaar klappen, wekt dan niet zoveel verwondering. Zoals in de grafiek is te zien, daalden de woningprijzen tussen 1979 en 1983 cumulatief met 30%. Dit is in nominale termen. In reële termen was de prijsdaling nog aanmerkelijk groter. De achtergrond van deze hoogst opmerkelijke ontwikkeling van

het aanbod, moet worden gezocht bij de institutionele ordening van de markt in deze tijd.

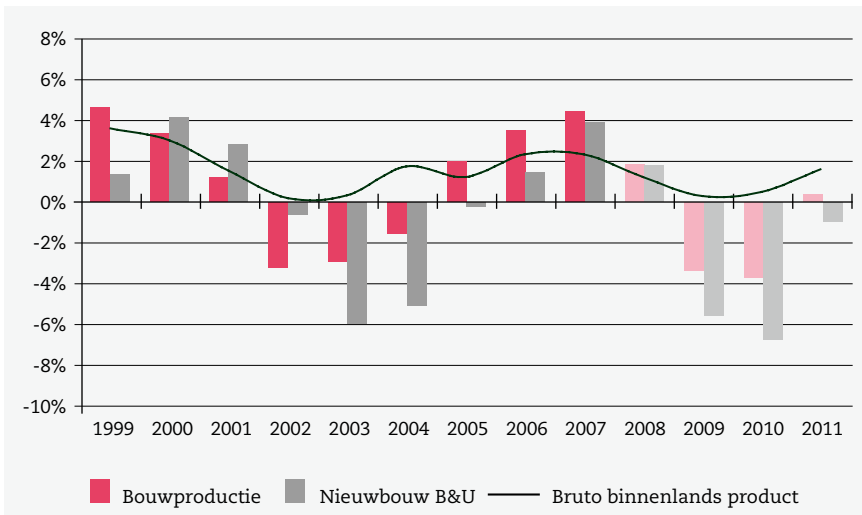
De bouwers voor de markt reageerden op de afnemende vraag en dalende prijzen en het aantal verleende vergunningen daalde hier al in 1979 met 25 duizend woningen, maar door intensivering van de plannen van de overheid en de corporaties liep het totaal aantal verleende vergunningen in dezelfde tijd toch nog fors op. In de jaren 1981 en 1982 liep het aantal ongesubsidieerde woningen met 20.000 terug, terwijl het aantal woningwetwoningen met 25.000 woningen toenam. Dit duidt, zoals eerder gesteld op een sterke overheidsinvloed op het aanbod van woningen in deze jaren.

Uit het voorafgaande kan worden geconcludeerd dat de condities thans heel anders zijn dan in het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw. Niet alleen was de scherpste van de economische crisis een stuk groter dan wat thans wordt geraamd voor de Nederlandse economie, maar ook was de aanbodontwikkeling op de woningmarkt tegengesteld aan die van de vraag. De periode rond het begin van de jaren tachtig is daarmee geen goede referentie voor wat ons nu mogelijk te wachten staat. Tegen deze achtergrond lijken de vertrekpunten voor de ontwikkeling in de komende jaren het beste vorm te geven door rekening te houden met de gebruikelijke relaties tussen bouwproductie en economische groei en daarenboven een sterkere terugval in vergunningen mee te nemen en wat meer uitval van zeer recent verleende vergunningen te veronderstellen. Dit vormt in ieder geval het vertrekpunt voor de ramingen van het EIB die recent zijn opgesteld en die hieronder worden besproken.

4.4 Ramingen voor de woningbouw- en utiliteitsproductie in de periode 2008-2011

Alvorens hieronder de ramingen te presenteren – voor een uitgebreider overzicht zij verwezen naar de website van het EIB, waar een korte rapportage is down te loaden – kan niet genoeg gewezen worden op de belangrijke onzekerheden die er zijn. Deze betreffen niet alleen de gebruikelijke onzekerheden, maar zoals betoogd ook bijzondere onzekerheid over hoe bijzondere effecten van de kredietcrisis doorwerken. In grafiek 19 worden de kernresultaten voor de bouwproductie in beeld gebracht.

Grafiek 19. Bouwproductie en de groei van het bruto binnenlands product, 1999-2008



Bron: EIB (2008); CPB (2008).

Het EIB verwacht dat de totale bouwproductie de komende twee jaar cumulatief zo'n 10% krimpt, waarbij de hardste klappen vallen in de nieuwbouwproductie. De productie van nieuwbouwwoningen daalt in 2009 en 2010 met 20% het sterkst. In de utiliteitsbouw is de krimp van de productie ook fors en zet deze nog door tot in 2011. Binnen de utiliteitsbouw zijn er bovendien grote verschillen tussen de marktsector en de budgetsector. Terwijl in de budgetsector de productie naar verwachting nog stijgt, daalt deze in de marktsector cumulatief met ongeveer 35%.

5. Slotbeschouwing

In het voorafgaande heb ik een aantal punten naar voren willen brengen. Eerst heb ik betoogd dat de achtergronden van de problemen in de VS vaak te eenzijdig worden neergelegd bij overmatige kredietverlening aan onkredietwaardige klanten. Ik heb aandacht willen vragen voor de activistische rentepolitiek van de centrale bank, waarmee de kosten voor het wonen fors opliepen tussen 2004 en medio 2007. Toen de vraaguitval de woningmarktprijzen serieus onder druk zette, probeerden individuele financiers en beleggers hun risico's te beperken door minder kapitaal beschikbaar te stellen en hogere risicopremies te eisen bij investeringen in eigen woningbezit. Daarmee droegen zij zelf – uiteraard ongewild – bij aan verdere vraaguitval en prijserosie. In tijden van dalende huizenprijzen kunnen (gedeeltelijk adaptieve) verwachtingen van woonconsumenten dit proces versterken.

De kredietcrisis in de VS lijkt duidelijk van latere datum te zijn dan de hypotheekcrisis. Weliswaar liepen ook de risico-opslagen in de geldmarktrentes wat op vanaf medio 2007, maar dit stond in geen verhouding tot de stijging van de risico-opslagen bij de hypotheekrente. In het vroege najaar sloeg hier het beeld om en zagen we ook in de interbancaire sfeer ongekend hoge risicopremies optreden: de kredietcrisis was een feit.

In Europa werden de financiële markten ook onrustiger vanaf medio 2007, maar na een aanvankelijke stijging van de risicopremies in de marktrentes zagen we in de lente van 2008 weer een daling optreden, waarbij deze risicopremies weer terugkeerden naar de stabiele niveaus die we in eerdere jaren konden waarmaken. Blijkbaar was ook de ECB van oordeel dat we in rustiger vaarwater terecht waren gekomen en schatte de centrale bank het inflatiegevaar nog altijd hoger in dan die van groeivertraging: het disconto werd in de zomer van 2008 zelfs nog een keer verhoogd met $\frac{1}{4}$ %-punt.⁷

Europa werd vervolgens vooral opgeschrikt door de kredietcrisis, waarbij de risicopremies in de rente over de hele linie werden opgetrokken. De zeer hoge geldmarktrentes die daarbij ontstonden legden als het ware een vloer in de hypotheekmarktrente en er trad een forse verhoging op van de risicopremies die financiers en beleggers hanteren bij investeringen in vastgoed.

De gevolgen zijn op dit moment vooral voelbaar bij de financiers, beleggers en ontwikkelaars van vastgoed. De kapitaalkosten zijn sterk gestegen, terwijl de

⁷ DNB, *Rentetarieven van DNB en ECB*.

afzet van vastgoed naar finale gebruikers van dit vastgoed onder druk staat. De vastgoedprijzen komen daarbij ook onder druk te staan en met (enige) verdere prijsdaling in de komende maanden moet rekening worden gehouden.

De gevolgen voor de bouwsector zijn op dit moment nog wat verschoven naar de toekomst. De bouwproductie profiteert nog van een grote opdrachtenstroom uit de jaren 2006 en 2007. De signalen over de ontwikkeling van de orderportefeuilles spreekt echter boekdelen: de toekomstige bouwproductie in de vastgoedsfeer zal een stevige klap te incasseren krijgen in 2009 en 2010. De verwachting is dat deze klap zelfs groter zal zijn dan tijdens het vorige conjuncturele dal in de periode 2002-2003 vanwege de bijzondere effecten die de kredietcrisis heeft op de nieuwbouw van woningen en utiliteitsbouw ten behoeve van marktpartijen.

De onzekerheden die rond de bouwramingen bestaan zijn dit keer groter dan gemiddeld, juist vanwege de bijzondere en moeilijk in te schatten aanvullende invloeden van de kredietcrisis. Aan de andere kant is er, zoals in de inleiding gesteld, wel de nodige informatie die enig houvast geeft. Zo is moeilijk voor te stellen dat de nieuwbouwproductie niet een stevige negatieve invloed zal ondervinden van de sterke verslechtering van het economisch klimaat. Ook zijn er bepaalde wetmatigheden te ontlenen aan de doorwerking van vergunningverlening uit het verleden, waarbij is aangenomen dat de uitval van recente vergunningen wat hoger zal zijn dan gebruikelijk. Onder deze omstandigheden alleen zal de nieuwbouwproductie van vastgoed naar verwachting de komende twee jaar cumulatief bijna 15% lager uitkomen. De kans dat de terugval in productie hieronder zou kunnen komen te liggen lijkt klein. In de ramingen ligt een productieterugval van bijna 20% besloten, waarbij het verschil heel globaal – men moet nog corrigeren voor samenstellingseffecten en vertraguingsstructuren – zou kunnen worden opgevat als het bijzondere effect van de kredietcrisis. Dit betekent dat de kredietcrisis een betekenisvolle additionele negatieve invloed wordt toegekend, maar geen overheersende invloed in vergelijking met het effect van de algemene verslechtering van de economische groei.

Betoogd is dat als het laatste wel het geval zou zijn, we zouden belanden in een situatie zoals in het begin van de jaren tachtig het geval was, toen de nieuwbouwproductie van woningen in een aantal jaar zeer sterk terugliep. Betoogd is dat de uitgangssituatie in die periode op verschillende punten wezenlijk anders was, waardoor een dergelijke ontwikkeling een te zwart toekomstbeeld zou schetsen vanuit de huidige situatie.

Ook als men deze redenering zou delen, dan neemt dit uiteraard niet weg dat er belangrijke onzekerheden resteren ten aanzien van de door het EIB geschetste ontwikkelingen. Van groot belang is de ontwikkeling van rentes en vastgoedprijzen in de komende maanden. Op de beurzen is het beeld nog altijd erg onrustig, maar aan het rentefront zijn positieve ontwikkelingen waar te nemen. Zowel de geldmarktrentes als de rente op staatsleningen zijn in recente weken betekenisvol gedaald. De daling van de geldmarktrente was duidelijk groter dan de discontoverlaging van de ECB, wat duidt op toenemend vertrouwen in het interbancaire verkeer. Deze meest recente positieve ontwikkelingen aan het rentefront zijn ongetwijfeld voor een belangrijk deel toe te schrijven aan krachtig en overtuigend overheidsoptreden. Het is aan dit optreden te danken dat een kredietcrisis niet is omgeslagen in een spaarcrisis met alle desastreuze gevolgen van dien. Zeer positief is ook dat daar waar zeer snelle grensoverschrijdende samenwerking nodig was, zoals rond Fortis, dit ook is gerealiseerd. Daarmee heeft het overheidsbeleid een belangrijke rol gespeeld in het voorkomen van verder vertrouwensverlies en lijken we nu langzaam weer te kunnen werken aan vertrouwensherstel. In ieder geval lijkt het systeem nu toch een stootje te kunnen hebben. In dit verband viel me op hoe weinig reactie een nieuwe steunverlening aan SNS teweeg bracht. Het was nieuws in de marge – ‘slechts 750 miljoen euro’ – dat in normale tijden ongetwijfeld een zeer grote aandacht van de media zou hebben getrokken. Het is ‘business as usual’ geworden, wat betekent dat nieuwe probleemgevallen de markt nu niet direct meer in beroering brengen.

De financiële markten zouden vanuit deze filosofie ook in de nabije toekomst wat beter nieuws voor de vastgoedsector moeten kunnen brengen. Ten eerste vanuit het monetaire beleid. De ECB heeft een eerste stap gezet middels verlaging van het disconto en het ligt in de rede dat deze koers verder wordt vervolgd in de komende tijd. Nu de grondstoffenprijzen sterk zijn gedaald, de Eurozone officieel in recessie verkeert en de arbeidsmarkten de komende tijd snel zullen verruimen, lijkt er geen sta in de weg voor nieuwe renteverlagingen.

Deze renteverlagingen moeten bij gelijkblijvende risicopercepties kunnen doorwerken in de geldmarktrentes en bij een verder afnemen van de risicopremies, zouden de geldmarktrentes nog wat extra kunnen dalen. Daarmee komt er in beginsel ook lucht om de hypotheekrente te verlagen – waarbij kan worden opgemerkt dat het renteverskil met staatsleningen inmiddels wel zeer omvangrijk is geworden – en daarmee de vraag op de woningmarkt te onder-

steunen. Of het laatste er in betekenisvolle mate ook van komt, zal naar mijn inschatting vooral afhangen van de (verwachte) prijsontwikkeling op de woningmarkt. Als de prijzen voorlopig alleen licht onder druk staan, dan kan renteverlaging worden doorgevoerd, waarmee de kans op verdere prijsdaling wordt beperkt. Als de prijzen de komende maanden betekenisvol gaan dalen, dan kan een type 'vicious circle' ontstaan die wordt gevoed door de prijsdaling zelf. Deze zal ook dan gematigder zijn dan in de VS, maar hier ligt niettemin een risico dat niet moet worden onderschat. In die zin is het belangrijk dat renteverlaging snel tot stand komt, in een situatie dat de prijsontwikkeling op de Nederlandse woningmarkt nog relatief gunstig afsteekt bij andere landen.

Hier ligt dan de eerste belangrijke beleidsimplicatie en wel voor de monetaire autoriteiten, het snel doorvoeren van (enige) renteverlaging en andere vormen van monetaire verruiming. Daarbij geldt wel dat een al te extreme verlaging van renteniveaus tot ver onder de inflatie, niet zonder meer verstandig lijkt. Een belangrijke vraag vanuit de achterliggende periode, is of een activistische rentepolitiek van centrale banken niet meer kwaad dan goed doet. Dit pleit er voor om renteniveaus in tijden van conjuncturele neergang niet extreem te verlagen, om deze in de opgaande conjunctuur weer extreem te verhogen. Misschien moet er in navolging van structureel begrotingsbeleid, ook meer aandacht gaan komen voor structureel monetair beleid. Als men daarin conjuncturele elementen wil inbrengen, dan lijkt het in ieder geval verstandig om meer dan in het verleden ook de situatie op de woningmarkten tijdig in de afwegingen te betrekken.

De vraag rijst vervolgens of ook de nationale overheid – behoudens de belangrijke reeds getroffen maatregelen richting het financiële systeem – in deze bijzondere tijden nog maatregelen zou kunnen of moeten treffen om de terugslag in de vastgoedontwikkeling, en die op de woningmarkt in het bijzonder, te beperken.

In algemene zin ben ik van oordeel dat aan de roep om anticyclisch budgettair beleid in de vorm van allerlei ondersteuning van sectoren – die overigens nadrukkelijker in sommige andere Europese landen is te horen dan in Nederland – niet te gemakkelijk gehoor moet worden gegeven. Perioden van laagconjunctuur wisselen die van hoogconjunctuur af en de saneringen en kostenbesparingen die juist in laagconjunctuur worden doorgevoerd, zijn op lange termijn dienstig aan een gezond en efficiënt bedrijfsleven. Als er in goede tijden geen

bijzondere afroming van voordelen plaatsvindt, dan moet men in slechte tijden ook niet te makkelijk allerlei bijzondere steun verstrekken.

Overheidsinterventies zouden zich in deze filosofie in ieder geval moeten beperken tot maatregelen die betrekking hebben op uitzonderlijke negatieve aspecten van de kredietcrisis, dan ook tijdelijk van aard moeten zijn en bovendien snel en effectief moeten kunnen doorwerken op de markt.

In dit licht bezien zijn er enkele mogelijkheden, die overwogen kunnen worden. Vooraf kan worden opgemerkt dat maatregelen die de vraag ondersteunen, doorgaans zijn te prefereren boven aanbodstimulering. Het meest interessante voorstel in deze richting dat in discussie is, is de verhoging van de grens van de nationale hypotheekgarantie. Dit voorstel voldoet aan een aantal belangrijke criteria. Het grijpt aan bij de bijzondere risico's en risicopremies op de hypotheekmarkt en zorgt zo voor ondersteuning van de vraag naar eigen woningen en helpt daarmee ook om prijsdalingen op de woningmarkt en de daarmee verbonden negatieve spiraalwerking te beperken. Het voordeel van deze maatregel is ook dat deze snel en effectief is door te voeren: het systeem en de hele uitvoering ervan bestaat immers al en het vereist alleen een betrekkelijk eenvoudige aanpassing van de regels. Een dergelijke maatregel zou, zoals ik hierboven heb betoogd, wel tijdelijk moeten zijn. Het lijkt ongewenst om een groot deel van de ondernemersrol van hypotheekverstrekkers in de vorm van risico-beheer structureel over te hevelen naar de semi-publieke sfeer. Een bijkomend voordeel van een tijdelijke regeling is bovendien dat er dan ook een prijs staat op uitstel: het niet langer kunnen profiteren van de extra regeling, waardoor nog wat vraag naar voren kan worden gehaald.

Een andere mogelijkheid aan de vraagzijde ligt bij de rol van de overheid als opdrachtgever. De eerste en belangrijkste kwestie hier is dat de overheid in ieder geval de eigen investeringen en ook het voorziene (groot) onderhoud doorgang laat vinden. Daarnaast zou vastgoedontwikkeling die al gepland is wat naar voren kunnen worden gehaald, als hieraan niet meer dan beperkte meerkosten zijn verbonden. Bij de vastgoedontwikkeling buiten de woningmarkt, liggen de mogelijkheden vooral bij de budgetsectoren: ziekenhuizen, scholen en overheidsgebouwen. Projecten die in de pijplijn zitten en belangrijk worden geacht, zouden wat naar voren kunnen worden getrokken en knelpunten in de sfeer van regelgeving zouden sneller aangepakt kunnen worden om vertraging van reeds voorziene projecten zoveel mogelijk te voorkomen.

Het via (extra) overheidsinterventie lostrekken van woningbouwprojecten, die thans moeilijk van de grond komen vanwege financieringsproblemen, is een lastigere route. Het punt is dat het succesvol lostrekken van deze projecten via kanalen zoals voorverkoop ook extra aanbod tot stand brengt en er daarmee elders aanpassing moet plaatsvinden om vraag en aanbod in evenwicht te brengen. De beste mogelijkheden in de sfeer van de woningbouw liggen dan bij de herstructurering en investeringen in de publieke omgeving. Hier gaat het vooral om kwaliteitsverbetering en investeringen in de publieke ruimte kunnen daarbij ook ondersteunend zijn voor vastgoedprijzen. Niet alleen de acties van de overheid zijn hier van belang. In het kader van de vastgoedontwikkeling op de woningmarkt en in toenemende mate ook in de publieke ruimte, spelen de woningcorporaties een belangrijke rol. Deze kunnen met hun sociaal-maatschappelijke doelstellingen, hun belang bij stabiele vastgoedwaarden en hun sterke vermogenspositie een stabiliserende rol spelen op de markt. Ook in de afgelopen jaren hebben woningcorporaties soms als achtervang voor risico's gefunctioneerd en deze hebben mogelijkheden om hier tijdelijk een actievere rol te spelen. In welke mate dit het geval zal zijn, hangt echter af van individueel beleid van corporaties en de ruimte die de regelgeving hen biedt.

Bij de beleidsmogelijkheden in de sfeer van vastgoed, kan naast de vastgoedontwikkeling ook worden gekeken naar vastgoedbeheer. In de bedrijfsmatige sfeer gaat het dan om regelingen die vervroegde afschrijvingen op renovatie en verbouw mogelijk maken en in de sfeer van het eigen woningbezit om subsidies op groot onderhoud, zoals die vroeger ook hebben bestaan. Het voordeel van dergelijke maatregelen, vooral als ze alleen tijdelijk van toepassing zijn, is dat ze zeer effectief zijn. De vraaguitval waar het in sfeer van vastgoedbeheer om gaat betreft immers voorgenomen investeringen die in de huidige omstandigheden worden uitgesteld. De maatregelen maken het juist aantrekkelijk om deze wel door te laten gaan en kunnen er zelfs toe leiden dat sommige investeringen naar voren worden gehaald om zo van de (tijdelijke) regeling te kunnen profiteren. Het nadeel van dergelijk beleid is ook bekend. Iedereen die ook zonder de maatregel had geïnvesteerd, komt ook voor de regeling in aanmerking. Door dit zogenaamde 'free rider' probleem zijn dergelijke maatregelen kostbaar en scoren ze minder goed in termen van efficiency. Het gaat dan om afwegingen tussen (hoge) effectiviteit en (beperkte) efficiency.

Tenslotte is de vraag welke lessen de private partijen in de sfeer van financieren, beleggen en ontwikkelen van vastgoed kunnen trekken uit de ontstane situatie. Een eerste punt dat althans bij vastgoedontwikkeling op de woningmarkt naar voren komt is dat er meer aandacht nodig lijkt voor het beheersen van het relatieve renterisico. Dit geldt in ieder geval voor de Amerikaanse situatie, maar ook in Nederland is dit mogelijk een punt van aandacht. In het algemeen geldt dat bij woninghypotheken geprofiteerd kan worden van de yield-curve, zodat kort aantrekken en lang uitzetten een rendement genereert. Daarbij loopt de hypotheekverstrekker wel renterisico, dat vervolgens weer wat gemitigeerd kan worden door beleid in termen van diversificatie van de portefeuille in termen van 'maturities'. Via veranderingen in relatieve rentes naar looptijd en via bonusstructuren voor tussenpersonen kan de financiële instelling vervolgens optimaliseren. Wat daarbij in het verleden nog geen optimale aandacht lijkt te hebben gehad is de koppeling tussen individueel kredietrisico van klanten en de door hen gewenste rentevast perioden. Een zeer effectieve bescherming van klanten – en daarmee ook van de kredietverstrekker en bovendien ook van voorkomen van de negatieve doorwerking van gedwongen verkopen naar de markt en de prijsvorming – is het voor lange tijd vastleggen van de hypotheekrente. De hypotheekgever die na 10 jaar met een rentestijging wordt geconfronteerd, heeft 10 jaar nominale inkomensstijging gehad en een vastgoedwaarde die eveneens alleen vanwege inflatie een stuk hoger zal liggen, dan ten tijde van de kredietverstrekking het geval was. Door variabele en korte rentevaste leningen te concentreren bij alleen zeer kredietwaardige klanten, wordt het relatieve renterisico sterk belangrijk beperkt. In de Amerikaanse situatie lijkt hier wel meer te winnen, dan in de Nederlandse situatie waar inkomensstoetsing al plaatsvindt op basis van rekenrentes van langlopende hypotheekleningen en waar de NHG een rol speelt voor risicobeheersing van hypothecair krediet aan relatief minder koopkrachtige inkomensgroepen.

Een dergelijk beleid van meer maatwerk in de sfeer van risicobeheersing lijkt meer succes te bieden, dan het nu zwaar aanzetten van de reguleringseisen voor de kredietverlening. Een dergelijk beleid zou juist een wissel kunnen trekken op de kredietverlening in de komende tijd, wat vervolgens weer een wissel trekt op de vraag naar eigen woningen en andere vastgoedontwikkeling. Het voorkomen van doorschieten van eisen richting financiële instellingen, waartoe het sentiment momenteel uitnodigt, is naar mijn opvatting een belangrijke opgave voor het beleid in de komende tijd. De terechte wens om tot beduidend

meer transparantie te komen – waardoor ook betere inschattingen van risico's en daarmee betere prikkels voor goede afweging en goede allocatie tot stand komen – moet niet verworden tot een zeer risicomijdend financieel systeem, waarbij op de woningmarkt de deur voor meer kwetsbare inkomensgroepen wordt gesloten en bij het financieren en beleggen in vastgoed de rol van secundaire markten sterk wordt teruggedrongen. Bij het laatste is het in ieder geval belangrijk om te onderkennen dat handel en verkoop van (in pakketen samengestelde) vorderingen en eigendom de markt van beduidend meer liquiditeit en ook van een hogere efficiency voorzien, dan een situatie waar deze handel sterk aan banden is gelegd.

Terugkerend naar de acties die marktpartijen bij het vastgoed zelf kunnen ondernemen, moet worden vastgesteld dat de verschillende partijen in uiteenlopende posities zitten en zelf het best in staat geacht mogen worden om hun consequenties te trekken uit de kredietcrisis. Voor beleggers en financiers is risicomanagement een kernactiviteit en deze speelt een niet te onderschatten rol in de concurrentiestrijd. Grote bouwconcerns spreiden hun activiteiten over vastgoedontwikkeling en infrastructuur, over nieuwbouw en het minder conjunctuurgevoelige vastgoedbeheer, sluiten lange termijn contracten en werken met onderaannemers en flexibele arbeidskrachten. Het effect van de huidige crisis zal ongetwijfeld zijn dat de aandacht voor risicomanagement nog verder zal toenemen in de komende tijd. Als de markt voldoende transparant en competitief is, dan liggen de prikkels goed en kunnen de oplossingen het beste worden geleverd door de marktpartijen zelf. Dit uiteraard met inachtneming van de bijzondere positie van banken en de noodzaak om vanuit regulering de stabiliteit van het financiële systeem te borgen.

Literatuur

- Bank of England, Official Bank Rate History. www.bankofengland.co.uk.
- Bank of England, Interest and Exchange Rates. www.bankofengland.co.uk.
- Bloomberg. www.bloomberg.com.
- CBS, Maandstatistiek voor de bouwnijverheid. Maart/april 1983 & oktober 1986. Den Haag.
- CBS, Statline, Index bestaande koopwoningen. www.cbs.nl.
- Council of Mortgage Lenders, Arrears and possessions. www.cml.org.uk.
- CPB (2008), Macro Economische Verkenning 2009. Den Haag.
- Department for Communities and Local Government, Survey of Mortgage Lenders. www.communities.gov.uk.
- DiMartino, D. en Duca, J.V. (2007), The Rise and Fall of Subprime Mortgages. In: Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter, vol. 2, no. 11, november. www.dallasfed.org.
- DNB, Rentetarieven van DNB en ECB. www.dnb.nl.
- DNB, Marktrentevoeten. www.dnb.nl.
- DNB, Rentes van in Nederland gevestigde MFI's. www.dnb.nl.
- EIB (2008), Sterke krimp van de bouwproductie in 2008 en 2009. www.eib.nl.
- Europese Commissie (2008), Vooruitzichten voor de EU-economie, najaar 2008. Brussel.
- Federal Housing Finance Board, Monthly Interest Rate Survey. www.fhfb.gov.
- Federal Reserve, Household Debt Service and Financial Obligations Ratios. www.federalreserve.gov.

Federal Reserve, Open Market Operations. www.federalreserve.gov.

Federal Reserve, Selected Interest Rates. www.federalreserve.gov.

Freddie Mac. www.freddiemac.com.

Het Financieele Dagblad (2008a), ECB: krediet veel moeilijker. 8 november.
www.fd.nl.

Het Financieele Dagblad (2008b), Renten. 15 november, p. 11.

HM Treasury (2008), Mortgage finance: interim analysis. Londen.

HSH Associates, Financial Publishers, Historical Mortgage Rates. www.hsh.com.

Mortgage Bankers Association, www.mortgagebankers.org.

NRC Handelsblad (2008), Meeste Britse gedwongen woningverkoop sinds 1999.
www.nrc.nl

NVM (2008), Actuele woningmarktcijfers, derde kwartaal. www.nvm.nl.

OECD, Financial Indicators. stats.oecd.org.

OTB (2001), Koopprijsontwikkeling en de fiscale behandeling van het eigen huis.
Delft.

Rabobank (2008), Kwartaalbericht Woningmarkt. November.
www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Standard & Poors, S&P/Case Shiller Housing Price Index.
www.standardandpoors.com.

StatBank Denmark, Construction and housing. www.statbank.dk.

StatBank Denmark, Money and capital market. www.statbank.dk.

U.S. Census Bureau, Quarterly Starts and Completions by Purpose and Design.
www.census.gov.

VROM (2007), Cijfers over Wonen 2006. Den Haag.

De donateurs

De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate worden mede mogelijk gemaakt door de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderwijs en Onderzoek in de Vastgoedkunde (SWOOV).

De donateurs van deze stichting zijn:

3W Vastgoed BV
Ahold Vastgoed BV
Akron Group
Altera Vastgoed
AM Wonen BV
AMVEST
ARCADIS Bouw en Vastgoed
Arlington Property Investors Europe BV
bbn adviseurs
Blauwhoed Vastgoed
Boekel De Nerée NV
Boer Hartog Hoofd
Bouwfonds MAB Ontwikkeling
Bouwfonds Property Development
BPF Bouwinvest
De Brauw Blackstone Westbroek
Brink Groep
CB Richard Ellis
Colliers International
Corio
Deloitte
Delta Lloyd Vastgoed
DTZ Zadelhoff

FGH Bank NV
Fortis Vastgoed Beleggingen
Fortis Vastgoed Ontwikkeling NV
Funda NV
Haags Ontwikkelingsbedrijf
Heijmans NV
Homburg NV
Van Hoogevest Groep BV
Houthoff Buruma
ING Real Estate Development
ING Real Estate Finance
ING Real Estate Investment Management
IPMMC Vastgoed
IVBN
Jones Lang LaSalle
Koninklijke BAM Groep nv
KPMG Accountants
Lexence NV
Loyens & Loeff NV
Meeùs
Mn Services
NEPROM
Nieuwe Steen Investments NV
NS Vastgoed BV
NVM
Ontwikkelingsbedrijf

Rechtstaete
vastgoedadvocaten & belastingadviseurs BV
Redevco Europe Services BV
Savills Nederland BV
Schiphol Real Estate BV
Simmons & Simmons
SPF Beheer BV
Stadgenoot
Stec Groep
Strabo BV
Syntrus Achmea Vastgoed
TBI Holdings BV
TCN Property Projects
Ten Hag Groep BV
The IBUS Company
Trimp & van Tartwijk Property Performance NV
Unibail-Rodamco
Uni-Invest
Van Doorne
Verbeek Vastgoed Management BV
Verschuuren en Schreppers
bedrijfsmakelaars BV
Vesteda Groep BV
Volker Wessels Vastgoed

Dura Vermeer Groep NV
DVP Bouwprojectmanagers & Vastgoedadviseurs
Ecorys Nederland BV
Ernst & Young Real Estate Group
Escalier Executive Search

Gemeente Amsterdam
Ontwikkelingsbedrijf Rotterdam
OVG Projectontwikkeling BV
PGGM
PricewaterhouseCoopers NV
Provastgoed Nederland BV

VORM Bouw BV/
Next Real EstateBV
Wereldhave NV
WPM Groep
Yardi Systems BV
Ymere