



De stemming van de markt

Auteur(s):

Groeneveld, J.M.
werkzaam bij de Nederlandse Bank

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4135, pagina 38, 16 januari 1998

Rubriek:

Naschrift

Trefwoord(en):

hypotheekmarkt, financiële, markten, w oningmarkt

De hypotheekmarkt wordt beheerst door stemmingen, die gemakkelijk tot onevenwichtigheden kunnen leiden

Het artikel over de huizenmarkt heeft een golf van reacties teweeggebracht en ruime aandacht in de pers gekregen. Het kopen van een huis is nu eenmaal vaak de grootste besteding die particulieren in hun leven doen. Hoewel ik voorgaande analyses van [Kool](#) en [Van Assenbergh](#) over dit zelfde onderwerp in belangrijke mate onderschrijf, vind ik dat hun commentaar niet altijd hout snijdt en dat zij aan de essentie van mijn artikel voorbijgaan. Hieronder zal ik mijn voornaamste kritiekpunten op hun discussiebijdragen uiteenzetten.

Vergelijking jaren zeventig

Allereerst stellen Kool en Van Assenbergh dat ik de huidige situatie op de huizen- en hypotheekmarkt ten onrechte vergelijk met die in de jaren zeventig. Echter, voor de beoordeling van de huidige constellatie is het onontbeerlijk een referentiekader te hanteren. Hierbij besef ik natuurlijk dat de omstandigheden nooit helemaal volkomen identiek zijn. Vandaar dat ik in mijn artikel verschillende keren expliciet heb aangegeven dat aan de huidige situatie tot op zekere hoogte gelijksoortige factoren ten grondslag liggen als in het midden van de jaren zeventig.

Ik ben van mening dat op een hoger abstractieniveau wel degelijk duidelijk parallellen te trekken zijn. Hierbij doel ik met name op institutionele veranderingen (onder andere de tweeverdienersregeling) en de introductie van nieuwe hypotheekvormen. Ook de toepassing van soepelere verstrekkingscriteria door hypotheekgevers, en dan vooral banken, heeft extra vraag op de huizenmarkt uitgelokt, en daarmee de huizenprijzen opwaarts beïnvloed. Het is enerzijds begrijpelijk dat banken hun kredietvoorwaarden aanpassen aan maatschappelijke ontwikkelingen, zoals de opkomst van tweeverdieners en werknemers met flexibele arbeidscontracten. Anderzijds halen banken én kredietnemers zich hierdoor wel grotere risico's op de hals. Er zijn immers geen aanwijzingen dat de spectaculaire toeneming van het aantal (echt)scheidingen in de afgelopen decennia een mitigerende invloed heeft uitgeoefend op de gemiddelde hypotheekverstrekking.

Regressie: niets vreemds?

Anders dan de reacties van Kool en Van Assenbergh suggereren, ben ik het met hen eens dat de huidige hausse op de huizenmarkt vanzelfsprekend deels uit macro-economische ontwikkelingen te verklaren is. Het gunstige renteklimaat heeft bijvoorbeeld ontegenzeggelijk bijgedragen aan de stijging van de huizenprijzen en de hypotheekverstrekking. Met behulp van 'eenvoudige regressievergelijkingen' poogt Kool op kwantitatieve wijze aan te tonen dat er niets vreemds op de huizenmarkt aan de hand is. De ontwikkeling van de waarde en het volume van nieuw afgesloten hypotheekleningen over de periode 1992-'95 blijkt volgens Kool goed te kunnen worden voorspeld op basis van geschatte vergelijkingen voor de periode 1979-'91. Los van het feit dat (a) de hypothecaire kredietgroei sedert eind 1995 juist veel verder is geaccelereerd, (b) de tekens en waarden van de geschatte coëfficiënten curieus zijn (de tijdstrend verschijnt bijvoorbeeld met een negatief teken in beide vergelijkingen) en (c) beide variabelen vanaf begin 1993 juist worden onderschat, zijn de uitkomsten weinig overtuigend. Immers, in de vergelijkingen is de feitelijke gemiddelde reële huizenprijs als verklarende variabele opgenomen. Mijn kritiek is dat deze variabele vooral door de ruime(re) verstrekkingsvoorwaarden flink is gestegen. Dit prijsopdrijvende effect, resulterend in hogere hypothecaire verstrekkingen en een hogere overwaarde waardoor meer (tweede) hypotheekleningen worden afgesloten, komt dus direct in Kools variabele p tot uiting.

Verzilvering van overwaarde

De analyse van de verzilvering van de overwaarde van de huizen bevestigt mijn conclusie dat hierdoor de kwaliteit van de hypotheekportefeuille van banken verslechtert. Ik wil wel aannemen dat woningbezitters de overwaarde op hun onderpand steeds meer als onderdeel van hun totale financiële planning gebruiken. Ik geloof evenwel niet dat de risicopositie meestal verbetert als gezinnen een deel van het vrijkomende bedrag uit de eigen woning in effecten beleggen. Hierdoor kunnen gezinnen net zo goed financieel kwetsbaarder worden. Immers, een rentestijging leidt, ceteris paribus, doorgaans tot een daling van de huizenprijzen en aandelenkoersen!

Vertrouwenseffecten

Kool betoogt verder dat het macro-economische effect van een daling van de huizenprijzen empirisch moeilijk is te vinden. Dit is logisch, aangezien vertrouwenseffecten bij absolute waardedalingen van financiële activa (bijvoorbeeld huizen en aandelen) meestal buiten beschouwing worden gelaten. De hieruit voortvloeiende negatieve bestedingseffecten kunnen niet adequaat worden gemodelleerd, maar spelen in de praktijk een potentieel grote rol. In de context van mijn artikel is het voorts niet logisch om de totale kredietverlening in de analyse te betrekken, zoals Kool propageert: de transmissie van kredietverlening naar de reële sfeer zal voor gezinnen hoofdzakelijk via de hypothecaire verstrekkingen lopen.

Samenvattend heb ik met mijn artikel beoogd tegenwicht te bieden aan de algemene opvatting dat er nauwelijks neerwaartse risico's aan de sterke stijging van de huizenprijzen en hypothecaire leningen kleven. Hoewel de kans op een aanstaande woningmarktcrisis wellicht niet groot is, moet de huidige situatie ook weer niet worden gebagatelliseerd. Eigenlijk ben ik door de discussies alleen maar gesterkt in mijn mening dat enige nuancering van de gepercipieerde 'positieve' stemming op de huizen- en hypotheekmarkt vanuit maatschappelijk perspectief dringend gewenst was en is.

Zie ook:

J.N. Groeneveld, [Een hypotheek op de toekomst](#), ESB, 24 september 1997, blz. 724-726

C.J.M. Kool, [Een hyptheek op de toekomst?](#), ESB, 16 januari 1998, blz. 34-35

W. van Assenbergh, [De ene hypotheek is de andere niet](#), ESB, 16 januari 1998, blz. 36-38