



Een hypotheek op de toekomst?

Auteur(s):

Kool, C.J.M.

*Hoogleraar Geld-, krediet- en bankwezen aan de Universiteit Maastricht. Met dank aan Marthijs Kuipers en Allard Bruinshoofd voor hun aandeel in de verzameling en statistische bewerking van de data.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4135, pagina 34, 16 januari 1998

Rubriek:

Discussie

Trefwoord(en):

hypotheekmarkt, financiële, markten, w oningmarkt

In een recente bijdrage aan ESB waarschuwt Hans Groeneveld van De Nederlandsche Bank voor de gevolgen van al te onstuimige hypothecaire kredietverlening. Zijn zorg lijkt voorbarig.

In zijn ESB-artikel gaat Groeneveld in op de macro-economische gevolgen van de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt. Met name bij een toekomstige prijsdaling van onroerend-goed is er reden tot zorg¹. DNB heeft natuurlijk een reputatie op te houden als onafhankelijke waakhond van macro-economische stabiliteit. In dat perspectief is zo'n waarschuwing wel te begrijpen. Toch is ze naar mijn mening in dit geval misplaatst: hoewel de hypothecaire kredietverlening ontegenzeggelijk sterk gegroeid is de laatste jaren, valt die groei systematisch te verklaren uit een beperkt aantal determinanten. Er is zeker geen sprake van een structurele breuk.

De parallel met 1975-'82

Zowel de huizenprijzen als de hoeveelheid nieuw afgesloten hypotheekleningen zijn in de jaren negentig harder gestegen dan in het daaraan voorafgaande decennium. De vergelijking die Groeneveld trekt met de hausse aan het einde van de jaren zeventig gaat echter op veel punten mank. Toen was er sprake van ruim monetair en budgettair beleid met als gevolg een hoge en stijgende inflatie en een negatieve reële rente. Nu zijn zowel het monetair en budgettair beleid aan de krappe kant, met een stabiele en lage inflatie en een stabiele reële rente van ongeveer drie procent. Toen ook stegen zowel de huizenprijzen als de hypothecaire kredietverlening jarenlang met aanzienlijk hogere percentages dan nu het geval is (zie [figuur 3](#) van Groeneveld).



Figuur 3. Woninghypotheekleningen en huizenprijzen 12-maands procentuele mutaties

Tweede hypotheekleningen en vermogens-effecten

Groeneveld betoogt verder dat vooral de recente veranderingen in de samenstelling van de hypotheekvoorraad negatieve gevolgen kunnen hebben. Hij wijst op het feit dat steeds meer tweede (deel-)hypotheekleningen worden afgesloten. [tabel 1](#) illustreert dit punt duidelijk. Tussen 1990 en 1995 is het aandeel van hypotheekleningen tussen de f 50.000 en f 150.000 met ongeveer 13 procent afgenomen. Anderzijds is het aandeel van hypotheekleningen tussen de f 150.000 en f 500.000 met ruim tien procent gegroeid. Dit lijkt met name veroorzaakt te worden door de stijging van de huizenprijzen. Het aandeel van hypotheekleningen beneden de f 50.000 is gegroeid met ongeveer vier procent.

Tabel 1. Verdeling van nieuw afgesloten hypotheekleningen, 1990 versus 1995, %

Grootteklasse x 1.000	1990	1995
< 50	12,1	16,4
< 100	23,4	20,6
< 150	31,8	21,1
< 250	20,8	29,1
< 500	8,8	11,1
> 500	3,1	1,7

Bron: CBS, Sparen en lenen in Nederland, 1997 en Statistiek van de hypotheekleningen.

Volgens Groeneveld is het vooral die laatste ontwikkeling die de financiële positie van zowel banken als hypotheekgevers verzwakt, omdat de in het onderpand (het huis) aanwezige overwaarde afneemt. Bovendien vindt Groeneveld het zorgwekkend dat een deel van

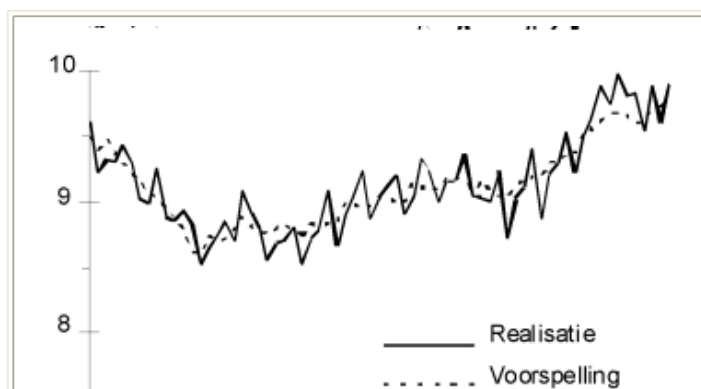
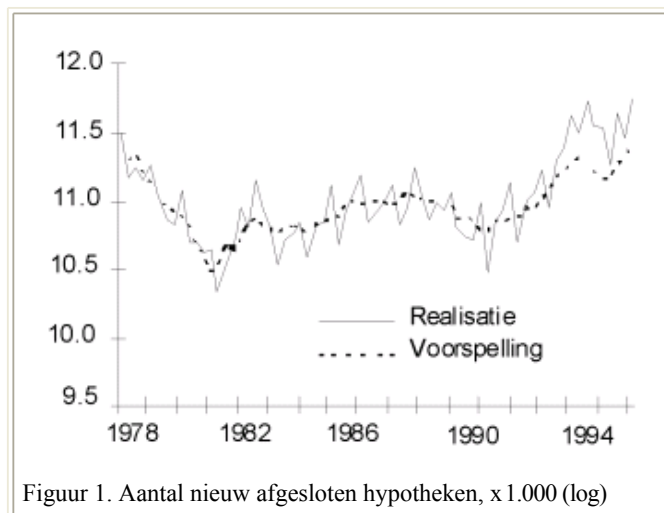
dergelijke kleine hypotheek niet gebruikt wordt voor woningverbetering maar voor andere doeleinden zoals consumptie.

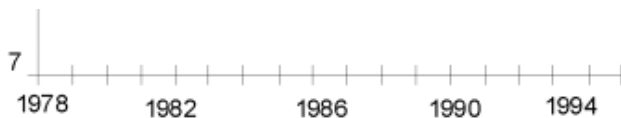
Mijns inziens is deze argumentatie incorrect en onvolledig. Natuurlijk is het waar dat zowel de bank als de huiseigenaar meer risico lopen in geval van een prijsdaling, als de volledige overwaarde via een tweede hypotheek uit het huis wordt gehaald². Het valt echter te betwijfelen of dat scenario een goede weergave van de realiteit is. Wat Groeneveld vergeet is dat huiseigenaren de overwaarde in hun huis sinds de tweede helft van de jaren tachtig enorm hebben zien toenemen. Onder de veronderstelling dat tenminste een deel van de prijsstijgingen van onroerend goed een permanent karakter heeft, impliceert dit een sterke groei van het financieel vermogen van gezinnen in zeer illiquide vorm. De hierdoor ontstane liquiditeitsrestricties hebben volgens de theorie negatieve macro-economische effecten in de vorm van een suboptimaal (te laag) consumptiepatroon en lage economische groei. Volgens bijvoorbeeld de permanente inkomenshypothese is het voor een individuele huiseigenaar dan rationeel om een deel van de illiquide overwaarde om te zetten in meer liquide middelen via een tweede hypotheek. Deze middelen kunnen aangewend worden voor een breed scala van bestedingen en meer liquide beleggingen. Zolang dit geen extreme vormen aanneemt - wat noch in het belang van de huiseigenaar noch in het belang van de bank is -, is dit eerder goed dan slecht voor de economie.

Daarnaast steunt Groeneveld's betoog sterk op de aanwezigheid van balanseffecten op de macro-economie. Hij veronderstelt dat een verslechtering van de reële vermogenspositie van huishoudens bij rentestijgingen en prijsdalingen op de onroerend-goedmarkt belangrijke bestedingseffecten heeft. In feite kiest hij daarmee voor de 'credit-view' in plaats van de 'money-view' als financieel transmissiemechanisme. Recent onderzoek laat echter zien dat dergelijke vermogenseffecten voor de Nederlandse economie moeilijk te vinden zijn³. Mochten specifiek met de kredietmarkt corresponderende transmissiekanalen tussen de financiële en de reële sfeer macro-economisch wel belangrijk zijn, dan zou het bovendien meer voor de hand liggen de totale kredietverlening in de analyse te betrekken. De selectie van slechts één kredietsegment, hoe belangrijk ook, is tamelijk arbitrair. Het lijkt echter waarschijnlijker dat de eerste-orde effecten van de transmissie tussen financiële en reële sfeer via de geldgroei lopen. Deze was in de periode 1990-'96 nauwelijks spectaculair. De groei van de binnenlandse geldhoeveelheid bedroeg gemiddeld zo'n vijf procent, min of meer corresponderend met de groei van het nominaal nationaal inkomen. Die maatstaf biedt dus weinig zorg voor overmatige monetaire expansie nu of voor een daarmee gepaard gaande verkrapping met negatieve effecten later.

Extra empirisch bewijs

Behalve met deze kwalitatieve tegenargumenten, blijkt het ook simpel om met kwantitatief bewijsmateriaal Groeneveld's waarschuwing te ontkrachten. [tabel 2](#) bevat twee eenvoudige regressievergelijkingen waarin respectievelijk het aantal en de guldenwaarde van nieuw afgesloten hypotheek gerelateerd worden aan een constante, een lineaire trend, de hypotheekrente en de gemiddelde huizenprijs, gedefleerd met het nationaal prijspeil. De regressies lopen vanaf het vierde kwartaal van 1978 tot en met het vierde kwartaal van 1991 en leveren behoorlijke resultaten op. De richting van de effecten is als verwacht: een hogere rente leidt tot minder hypotheek, terwijl een hogere reële huizenprijs resulteert in meer hypotheek⁴. Het interessantst zijn de voorspellingen voor de periode 1992-'95 op basis van de tot 1991 geschatte vergelijkingen. Deze worden grafisch gepresenteerd in [figuur 1](#) en [figuur 2](#) voor respectievelijk aantal en waarde van nieuw afgesloten hypotheek. Uit de figuren blijkt dat het verloop van de hypothecaire kredietverlening na 1992 goed verklaard kan worden door de ontwikkeling van rente en huizenprijzen. Wel blijkt dat het aantal nieuw afgesloten hypotheek na 1991 iets te laag voorspeld wordt. Dit weerspiegelt het al eerder geconstateerde fenomeen dat de ontstane overwaarde gedeeltelijk afgerond wordt via kleine (tweede) hypotheek. Een formele statistische toets verwerpt echter voor beide geschatte vergelijkingen de hypothese dat het verband tussen deze drie variabelen na 1991 structureel veranderd is.





Figuur 2. Waarde nieuw afgesloten hypotheek, f mrd (log)

Tabel 2. Hypothecaire krediet-regressies, 1978-1991

					R ² adj	DW
valt =	- 2,99	- 9,25 it	+ 1,25 pt	- 0,01 t	0,61	2,16
	(1,37)	(6,60)	(6,78)	(4,82)		
valt =	- 12,86	- 4,94 it	+ 1,87 pt	- 0,004 t	0,67	2,02
	(5,65)	(3,38)	(9,75)	(2,21)		

vol = aantal nieuw afgesloten hypotheek (in dzd; logaritmisch)
 val = waarde nieuw afgesloten hypotheek (in mln; logaritmisch)
 I = hypotheek rente (in procenten)
 P = huizenprijs gedefleerd met algemeen prijspeil (logaritmisch)
 T = trend

Conclusie

In tegenstelling tot Groeneveld concludeer ik dat de ontwikkelingen op de hypothecaire kredietmarkt tot 1995 niet systematisch afwijken van wat op basis van eerdere jaren verwacht had kunnen worden. Tot 1995 lijkt er noch op basis van kwantitatieve analyse noch op grond van kwalitatieve overwegingen reden voor grote zorg. Natuurlijk telt een gewaarschuwd mens voor twee, maar wellicht telt een tienmaal ten onrechte gewaarschuwd mens maar voor een half.

Zie ook:

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

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

J.N. Groeneveld, [De stemming van de markt](#), *ESB*, 16 januari 1998, blz. 38-3

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

2 Daarnaast overdrijft Groeneveld de risico's van rentedalingen voor de ontwikkeling van de huizenprijzen sterk. Inderdaad bestaat er een sterk negatieve correlatie tussen veranderingen in beide variabelen. Het is echter niet zo dat elke stijging van de rente een daling van de huizenprijzen impliceert. Zijn [figuur 4](#) laat zien dat zelfs een rentestijging van 2 procentpunt de groei van de huizenprijzen slechts afvlakt tot ongeveer nul. Pas bij grotere renteveranderingen ontstaan gemiddeld prijsdalingen op de onroerend goed markt.



Figuur 4. Stijgende rente, dalende prijzen *hypotheekrente en huizenprijzen, 12-maandsmutaties*

3 Zie D.J.C. Smant, *Monetary policy, inflation, and economic activity*, 1997, hfs. 5 en 6.

4 In dit laatste geval werken twee effecten tegen elkaar in: voor een gegeven aankoop leidt een hogere prijs normaliter tot een hoger hypotheekbedrag (prijs effect); anderzijds leiden hogere prijzen wellicht tot minder hypotheek (volume-effect). Uit de regressies blijkt dat het prijseffect overheerst.