

Einde afkoeling Amerikaanse huizenmarkt nog niet in zicht

Na jaren van uitbundige prijsstijgingen en woningbouw, bevindt de Amerikaanse huizenmarkt zich in een fase van afkoeling. Problemen in de risicovolle (*subprime*) hypotheekmarkt kunnen de neerwaartse correctie van de huizenmarkt versterken en verlengen.

Sinds het eerste kwartaal vorig jaar vertoont de Amerikaanse woningmarkt duidelijk tekenen van afkoeling (grafiek 1). Indien het verleden maatgevend is voor wat gaat komen, dan is het einde van de afkoeling nog niet in zicht. Tijdens vorige huizenmarktrecsessies namen de aantallen nieuw te bouwen en opgeleverde woningen met maar liefst veertig à vijftig procent af, over een periode van gemiddeld 35 maanden, ofwel een kleine drie jaar. Verder kwam de geaggregeerde nominale huizenprijsstijging in eerdere correcties bijna tot stilstand. Zorgwekkend is bovendien dat het merendeel van de eerdere correcties voorafging aan een economische recessie.

Een extra reden tot zorg betreft het niveau van de huizenprijzen, waarnaar de huidige huizenmarkt is doorgeschooten. Schattingen gebaseerd op historische relaties tussen huizenprijzen, inkomens, rente en huur suggereren een overwaardering van de huidige huizenprijzen met tien à twintig procent (IMF, 2006 en OECD, 2006).

Enige nuancering is hierbij wel op zijn plaats. Zo is het macro-economische klimaat de afgelopen decennia een stuk minder volatiel geworden, wat heeft bijgedragen aan een daling van de hypotheecaire rente. Lag de rente voor een dertig-jarige hypotheek begin jaren tachtig nog op zeventien procent, in 2006 bedroeg deze rente circa zes procent. Lagere hypotheekrentes vergroten de betaalbaarheid van de woning, gegeven de omvang van de hypotheekschuld. Daarnaast geldt dat de landelijke huizenprijsstijging vooral is gedreven door regionale prijsstijgingen in staten als Californië, Florida, New York en Washington (Cabray en Rosen, 2007). In deze kustgebieden is het huizenaanbod minder elastisch, waardoor woningschaarste al snel leidt tot hogere huizenprijzen.

Implicaties van afkoelende huizenmarkt voor Amerikaanse groei

De afkoeling van de huizenmarkt raakt de groei in de VS voornamelijk via twee kanalen, te weten de woningbouw en de consumptie.

De hoge nieuwbouwactiviteit in de afgelopen jaren heeft mede bijgedragen aan een sterke stijging van

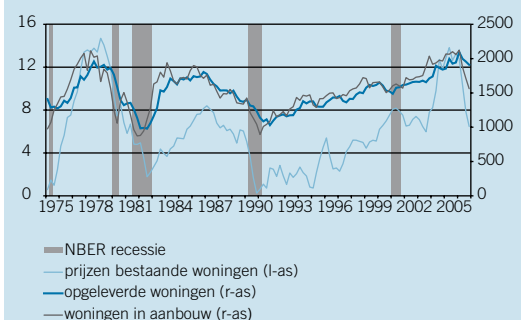
de voorraad te koop staande woningen. In 2006 bedroeg de ratio van de te koop staande woningen op de totale woningvoorraad ruim 2,7 procent, het hoogste niveau sinds 1965. Om een indicatie te krijgen van de mogelijke impact op de economische groei, veronderstellen we bij wijze van gedachte-experiment dat het percentage te koopstaande woningen in verhouding tot de woningvoorraad over een periode van drie jaar lineair zal terugkeren naar 1,7 procent (het gemiddelde niveau van de jaren 1985–2005) en dat dit volledig gebeurt via een daling van de nieuwbouw (tabel 1).

Op basis van de verwachte bevolkingsgroei, het aantal wooneenheden per capita en het aantal vervangende woningen door sloop en brand, veronderstellen wij verder dat de jaarlijkse vraag naar koopwoningen circa 1,7 miljoen bedraagt (Roubini en Menegatti, 2007). Om de huidige voorraad te koop staande woningen in drie jaar tijd te reduceren naar 1,7 procent, zal de voorraad met circa 1,5 miljoen woningen moeten slinken, ofwel 500 duizend stuks per jaar. Dit betekent dat het aantal te bouwen woningen voor de periode 2007–2009 op gemiddeld 1,2 miljoen stuks per jaar komt te liggen. Een daling naar dit niveau in 2007 impliceert dat de bouwactiviteit met dertig procent moet slinken ten opzichte van het niveau eind 2006. Hierdoor komt de groei-bijdrage van de woningbouw in 2007 uit op –1,6 procentpunt, wat enigszins sterker is dan in eerdere huizenmarktrecsessies.

Het tweede kanaal loopt via de consumptie. Carroll, Otsuka en Slacalek (2006) vinden dat schommelingen in huizenprijzen een significant effect hebben op de consumptie in de VS. Na één kwartaal is het effect nog redelijk klein, waarbij een daling van het huizen-

figuur 1

Mutaties huizenprijzen en woningbouw



tabel 1

Scenario analyse

	2006	2007	2008	2009
Investerings				
(1) Te koop staande woningen (%)	2,7%	2,4%	2,0%	1,7%
(2) Veronderstelde woningvraag (duizend)	1.700	1.700	1.700	1.700
(3) Woningbouw (duizend)	1.950	1.280	1.280	1.280
(4) Woning investeringen (USD miljard)	582	350	350	350
(5) Bijdrage bbp-groei (%-punt)	-0,3	-1,6	0,0	0,0
Consumptie				
(6) Vermogenseffect (USD miljard)	350	300	130	0
(7) Bijdrage bbp-groei (%-punt)	0,4	-0,4	-1,4	-1,1
Totaal				
(8) Bijdrage bbp-groei (%-punt)	0,1	-2,0	-1,4	-1,1
(9) NiGEM bbp-groei (%-punt)	0,0	-0,9	-0,5	0,1

Toelichting: Regel (1) veronderstelt een gelijkmatige terugkeer van de te koop staande woningen als percentage van de totale woningvoorraad over een periode van drie jaar. Regel (2) is de veronderstelde vraag naar huizen op jaarbasis. Regel (3) geeft de benodigde jaarlijkse nieuwbouw en regel (4) geeft de resulterende woninginvesteringen in USD miljarden uitgaande van een bbp-bijdrage van circa USD 270 duizend per woning. Regel (5) geeft het investeringseffect in termen van bbp-groei. Regel (6) is het vermogenseffect van de stagnerende huizenprijzen op de consumptie, waarbij een graduele doorwerking van de vermogenswinsten wordt veronderstelt. Voor de komende jaren wordt een stabiele huizenprijs voorzien, zodat het vermogenseffect in 2009 is verdwenen. Regel (8) = (5) + (7). Regel (9) geeft het met NiGEM berekende groei-effect van een 30% lagere groei van de woninginvesteringen in 2007 en een stagnerende huizenprijs.

vermogen met honderd dollar de consumptie met slechts twee dollar vermindert. Maar na drie jaar kan dit effect oplopen tot negen dollar. Bij stagnerende nominale huizenprijzen in de VS, betekent dit een aanzienlijke afname van de impuls die de vermogensgroei de afgelopen jaren aan de consumptie heeft gegeven. Tussen 2002 en 2006 steeg het huizenvermogen van gezinnen met circa 6.000 miljard US dollar (van veertien biljoen naar twintig biljoen US dollar). Deze toename in het huizenvermogen heeft volgens de bovenstaande elasticiteiten de nominale consumptie over deze periode met ongeveer 300 miljard US dollar per jaar geschraagd, ofwel met ongeveer 0,4 procentpunt bbp-groei per jaar. Als we inderdaad aannemen dat in 2007 de huizenprijzen stagneren, dan zal de vermogensimpuls dit en volgend jaar met 0,4 respectievelijk 1,4 procentpunt bbp lager uitvallen als gevolg van het geleidelijk wegvallen van het vermogenseffect (tabel 1). Het totale effect van een sterke daling in de woningbouw en een nominale huizenprijsstagnatie op de bbp-groei komt volgens deze partiële analyse daarmee op circa twee procentpunt in 2007 (1,6 procentpunt woningbouw en 0,4 procentpunt consumptie) en 1,4 procentpunt in 2008.

In werkelijkheid zou de impact van de afkoeling van de huizenmarkt kunnen worden gemitigeerd door een verruiming van het monetaire beleid en een depreciatie van de dollar. Om een indruk te krijgen hoe de groei onder deze omstandigheden uitpakt, hebben we een simulatie met het macro-econometrische model NiGEM uitgevoerd waarin de huizenprijzen in de VS in 2007 nominaal stagneren en de woninginvesteringen in datzelfde jaar met dertig procentpunt dalen. Deze schok lokt een monetaire beleidsverruiming uit waardoor de korte rente met bijna een procentpunt daalt en de reële effectieve wisselkoers met 0,6 procentpunt deprecieert. In dit scenario zal het Amerikaanse bbp-volume in 2007 met circa 0,9 procentpunt lager uitkomen ten opzichte van het basispad. Voor 2008 zou de groei nog 0,5 procentpunt onder het basispad liggen.

Een opwaarts risico in bovenstaand scenario is dat de afname van het woningaanbod de woningprijs kan ondersteunen, waardoor het vermogenseffect minder sterk uitpakt. Daar staat evenwel een neerwaarts risico tegenover: de problemen die zijn ontstaan in de subprime hypotheekmarkt.

De opkomst van de subprime hypotheekmarkt

Eén van de meest in het oogspringende veranderingen in de Amerikaanse huizenmarkt is de opkomst van de zogenaamde subprime hypotheekmarkt. Deze markt bestaat doorgaans uit huishoudens die niet over een sterke krediethistorie beschikken. Binnen tien jaar is het jaarlijkse volume van deze hypotheekmarkt

meer dan verzesvoudigd: van amper 100 miljard US dollar in 1996 naar meer dan 600 miljard US dollar in 2006 (Chomsisengphet en Pennington-Cross, 2006; Wheaton en Nechayev, 2006). Hierbij valt vooral de spectaculaire groei na 2001 op, waarbij in 2005 en 2006 zelfs meer dan twintig procent van alle afgesloten hypothecaire leningen van subprime afkomst was. Door de spectaculaire volumegroei, draagt de pool van subprime leningen nu een kleine 1,2 biljoen US dollar, ofwel zo'n twaalf procent van de totale voorraad uitstaande hypotheekleningen.

Een belangrijke factor achter de groei van subprime hypotheekleningen zijn financiële productinnovaties, waaronder de opkomst van *asset backed securities* (ABS) en *credit default swaps*. Deze instrumenten maken een betere spreiding van rente- en kredietrisico mogelijk, wat ceteris paribus de kosten voor de hypotheeknemer verlaagt. Volgens Wheaton en Nechayev (2006) is de subprime markt verantwoordelijk voor de sterke toename in het eigen woningbezit in de VS. Schommelde dit tussen 1965 en 1995 nog rond de 63–64 procent, na de eeuwwisseling is dit opgelopen tot maar liefst 69 procent in 2006. Zonder deze subprime markt zouden minder kredietwaardige huishoudens ongetwijfeld minder snel in aanmerking zijn gekomen voor hypotheekleningen.

Risico's rond subprime hypotheekmarkt

Maar de explosieve groei van de subprime markt baart ook zorgen. Vooral gelet op de achtergrond waartegen deze groei zich heeft voltrokken: hevige concurrentie tussen banken en andere financiële partijen, historisch lage markttrentes en hoge huizenprijzen. Kredietverstrekkers kunnen in deze omgeving de kredietvoorwaarden te ver hebben versoepeld, met als doel het winnen van marktaandeel. Hierbij is de vrees dat zij de hypotheekgevers niet adequaat hebben gescreend en gemonitord, doordat hoge kredietvolumes dit bemoeilijkten of doordat de juiste prikkels ontbraken, aangezien de hypotheekverstrekkers via securitisatie de onderliggende kredietrisico's kunnen overdragen. Tegelijkertijd hebben huishoudens met een relatief groot inkomensrisico zich mogelijk laten verleiden tot het aanschaffen van exotische hypotheekleningen die de betaalbaarheid van steeds duurder woningen vergemakkelijkten. Deze zorgen zijn niet helemaal ongegrond, kijkend naar de hoeveelheid relatief risicovolle producten die op de hypotheekmarkt zijn gekomen. Waar voorheen de Amerikaanse markt werd gedomineerd door langer lopende hypotheekleningen met een vaste hypotheekrente, zijn in toenemende mate hypotheekleningen met een variabele rente populair (*adjustable rate mortgages*, i.e. ARMs).

Op zichzelf is dit niet alarmerend, indien deze hypotheekleningen worden afgesloten door diegenen met een relatief goede betaalcapaciteit. Maar de exotische hypotheekleningen zijn juist terecht gekomen bij minder kredietwaardige huishoudens, die mogelijk minder goed op de hoogte zijn van de risico's aan deze leningen (FDIC, 2007). Tabel 2 toont dat bijna

zeventig procent van de subprime huishoudens een hybride ARM heeft gekocht. Deze hypotheekken initieel een aantrekkelijk laag rentetarief dat na verloop van tijd wordt omgezet (1–2 jaar) naar een variabel rentetarief. Dit gebeurt inmiddels op grote schaal, vaak tegen hogere tarieven. Omdat de gemiddelde *loan-to-value* (LTV) ratio voor deze groep al op een vrij hoog niveau ligt (94 procent), is herfinanciering voor subprime huishoudens lastig in een omgeving van afnemende huizenprijsstijgingen. Tegen deze achtergrond rijzen nu problemen in het subprime segment, ondanks het feit dat de arbeidsmarkt er in de VS goed voorstaat. Meer dan dertien procent van de huishoudens in deze pool loopt inmiddels betalingsachterstanden op, terwijl meer dan twee procent in het proces zit van verplichte woningverkoop. Deze percentages impliceren een flinke stijging ten opzichte van 1–2 jaar geleden, en het einde van de problemen lijkt nog niet in zicht. Een verdere toename in betalingsachterstanden en gedwongen verkopen ligt op de loer, gelet op de aanzienlijke verkrapping van de kredietvoorwaarden door hypotheekverstrekkers (Federal Reserve Board, 2007) en de hoeveelheid huishoudens die voor 2007 en 2008 nog met een omzetting van de rente te maken krijgt. In een afkoelende woningmarkt komen de subprime problemen op een slecht moment. En omdat het aandeel van subprime leningen in de totale hypotheekvoorraad sterk is gegroeid, kunnen deze problemen sterker doorwerken in de woningmarkt. Om een indruk te geven, veronderstellen wij dat het aantal gedwongen verkopen in de subprime hypotheekmarkt toeneemt naar drie procent van de totale voorraad subprime leningen, gelijk aan het niveau van de laatste recessie in 2001. De huidige voorraad te koopstaande woningen kan in dit geval oplopen van 3,5 miljoen naar circa vier miljoen stuks, waardoor het percentage te koop staande woningen op de totale woningvoorraad in de VS kan oplopen van de huidige 2,7 procent tot ruim drie procent. Om deze additionele overcapaciteit te absorberen, zal de daling in de woninginvesteringen nog wat hoger kunnen uitvallen. De toename van de te koop staande woningen zou ook de neerwaartse druk op de huizenprijzen kunnen vergroten.

Concluderende opmerkingen

De Amerikaanse economie heeft de afgelopen jaren flink geprofiteerd van een bloeiende huizenmarkt. Het eigen woningbezit is in deze periode opgelopen, vooral door de sterke groei van de subprime hypotheekmarkt als gevolg van financiële productinnovaties. Deze innovaties maken het mogelijk de kredietrisico's beter te spreiden, wat de stabiliteit van het financiële stelsel in beginsel ten goede komt. Maar sinds medio 2006 koelt de huizenmarkt af. Het dieptepunt is daarbij nog niet in zicht, als we afgaan op het verleden en de mogelijke positieve afwijking tussen de huidige prijzen en hun *fundamentals*. Bovendien is een

tabel 2

Voorraad gesecuritiseerde hypotheekschuld naar product		
Percentage van respectievelijke categorie, ultimo 2006		
	Subprime	Prime
Vaste rente	8,5	86,7
waarvan alleen rente	0,9	2
ARM	91,5	13,3
waarvan alleen rente	23,2	5
waarvan neg. amortisation	0,4	2,5
waarvan Hybride	67,9	0,5
Totaal	100	100
Gemiddelde LTV	94	71
Volledige documentatie	50	63,6
Onvolledige documentatie	50	36,4

* Toelichting: In het geval van negative amortisation mortgages, betalen huishoudens een rente die niet voldoende is de renteverplichtingen te dekken, waardoor de schuld toeneemt. Onder Hybrid ARM vallen hypotheekken, waarbij de rente bij afsluiting kunstmatig laag via een teaser rate wordt vastgezet voor 1-2 jaar. Daarna wordt de rente omgezet naar een hoger niveau om de schuld af te lossen.

Bron: *Credit Suisse 2007*

neerwaarts risico dat subprime kredietverstrekking te ver is doorgeschoten en dat het afbouwen van deze excessen de komende tijd een verdere druk legt op de huizenprijzen en woningbouw.

LITERATUUR

- Cabray, L. en R. Rosen (2007) Bubble, bubble, toil, and trouble. *Economic Perspectives*, 31 (1).
- Carroll, Ch., M. Otsuka en J. Slacalek (2006) How large is the housing wealth effect? A new approach. Ongepubliceerd manuscript.
- Chomsisengphet S. en A. Pennington-Cross (2006) The Evolution of the Subprime Mortgage Market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, januari/februari 2006.
- Credit Suisse (2007) Mortgage liquidity du jour: underestimated no more. *Equity Research paper*, 12 maart 2007.
- FDIC (2006) Breaking new ground in US mortgage lending. *Federal Deposit Insurance Corporation Outlook*, zomer 2006.
- Federal Reserve Board (2007) The January 2007 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, <http://www.federalreserveboard.gov>.
- IMF (2006) The attractiveness of US financial markets: the example of mortgage securitization, *IMF Article IV US*.
- McCarthy, J. en R. Peach (2004) Are Home Prices the Next 'Bubble'? *FRBNY Economic Policy Review*, december 2004.
- OECD (2006) Recent House Price Developments: the role of fundamentals, *Economics Department Working Papers*, Nr. 475.
- Roubini, N. en Ch. Menegatti (2007) The US housing recession is still far from bottoming out, *RGE Monitor*, <http://www.rgemonitor.com>.
- Wheaton, W. en G. Nechayev (2006) Past housing 'cycles' and the current housing 'boom': what's different this time? Ongepubliceerd manuscript. *Cambridge (Ma): MIT Centre for Real Estate*.