

## Correctie Amerikaanse huizenmarkt nog niet ten einde

*De Amerikaanse huizenmarkt ondergaat een forse correctie. Het aantal nieuwbouwwoningen daalt, het aantal onverkochte woningen stijgt en de huizenprijzen kelderen. De bodem is nog niet bereikt, gelet op de onevenwichtigheden die resteren. Aanhoudende problemen op de huizenmarkt zullen naar verwachting vooral via vermogenseffecten de consumptie afremmen, met negatieve gevolgen voor de economische groei. Zorgelijk is bovendien dat een correctie op de huizenmarkt in het verleden vaak voorafging aan een recessie. Lagere rentes kunnen de correctie op de huizenmarkt niet keren. Wel kunnen ze via onder meer een beperking van de woonlastenstijging de pijn ervan voor veel huishoudens wat verzachten.*

### Bodem huizenmarktcorrectie nog niet in zicht

De Amerikaanse huizenmarkt maakt een forse neerwaartse correctie door. Het aantal in productie genomen nieuwbouwwoningen is in de afgelopen twee jaar met meer dan 40 procent gedaald. Dit is een stevige daling, die in de buurt komt van de aanpassingen in vorige huizenmarktcorrecties. Het beeld is dramatischer als we kijken naar de huizenprijzen, die momenteel een duikeling maken. Volgens de nationale huizenprijsindex (HPI) bedroeg de nominale prijsstijging in het derde kwartaal van 2007 slechts iets meer dan 1 procent, tegen meer dan 13 procent in het vierde kwartaal van 2005. Het prijsbeeld is eigenlijk somberder omdat de HPI onvoldoende rekening houdt met de prijsontwikkelingen van woningen in stedelijke regio's. In dat opzicht geeft de Case-Shiller-index een realistischer beeld. Volgens deze index zijn de nominale huizenprijzen aan het einde van 2007 met 9 procent gedaald (Grafiek 1). Het einde van de huizenmarktcorrectie is echter nog niet in zicht, getuige op het hoge niveau van huizenprijzen, het grote aanbod te koop staande woningen en de problemen in het minder kredietwaardige (subprime) hypotheeksegment. Deze onevenwichtigheden zijn ontstaan in een klimaat van historisch lage markttrentes en een verzwakte kredietdiscipline.

### Hoog niveau huizenprijzen

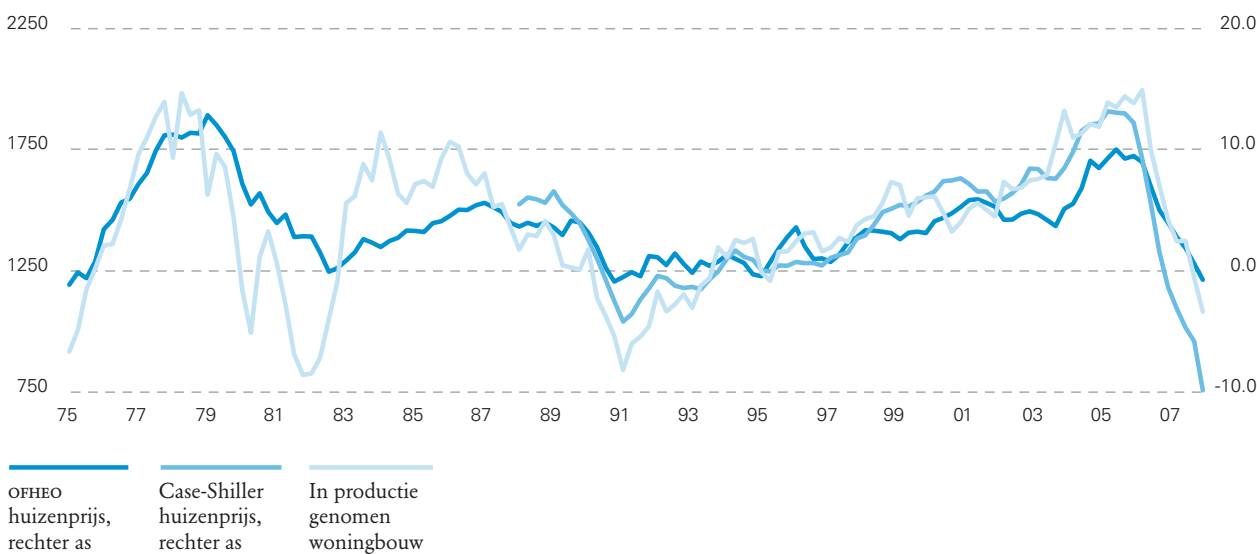
Ondanks de recente afkoeling, is het niveau van de huizenprijzen nog steeds hoog ten opzichte van de inkomens en de huren. Eind 2007 lagen de huizenprijzen in verhouding tot het beschikbare inkomen per hoofd van de bevolking bijna 20 procent boven het historische gemiddelde. In verhouding tot de huurprijzen lagen de huizenprijzen nog hoger, met meer dan 30 procent boven het historische gemiddelde (Grafiek 2). Een terugkeer naar wat normalere niveaus betekent dat de woningprijzen onder sterkere dan wel langere neerwaartse druk komen te staan. Natuurlijk is sinds begin jaren negentig veel veranderd. Zo heeft een lager niveau en de toegenomen stabiliteit van de inflatie geleid tot lagere hypotheekrentes. Gegeven de omvang van de hypotheekschuld vergroot dit de betaalbaarheid van woningen. Maar ondanks deze lagere hypotheekrentes vonden studies van onder meer het IMF eind 2006 nog een overwaardering van de Amerikaanse huizenprijzen met 20 procent.

### Ruim aanbod te koop staande woningen

Al is de woningbouw sterk afgenomen, de hoeveelheid te koop staande woningen is nog steeds ongekend hoog. In verhouding tot de gehele woningvoorraad liep het aantal te koop staande woningen eind 2007 op tot 2,7 procent, het hoogste niveau in veertig jaar. Vooral vanaf

### Grafiek 1 Amerikaanse woningbouw en huizenprijzen

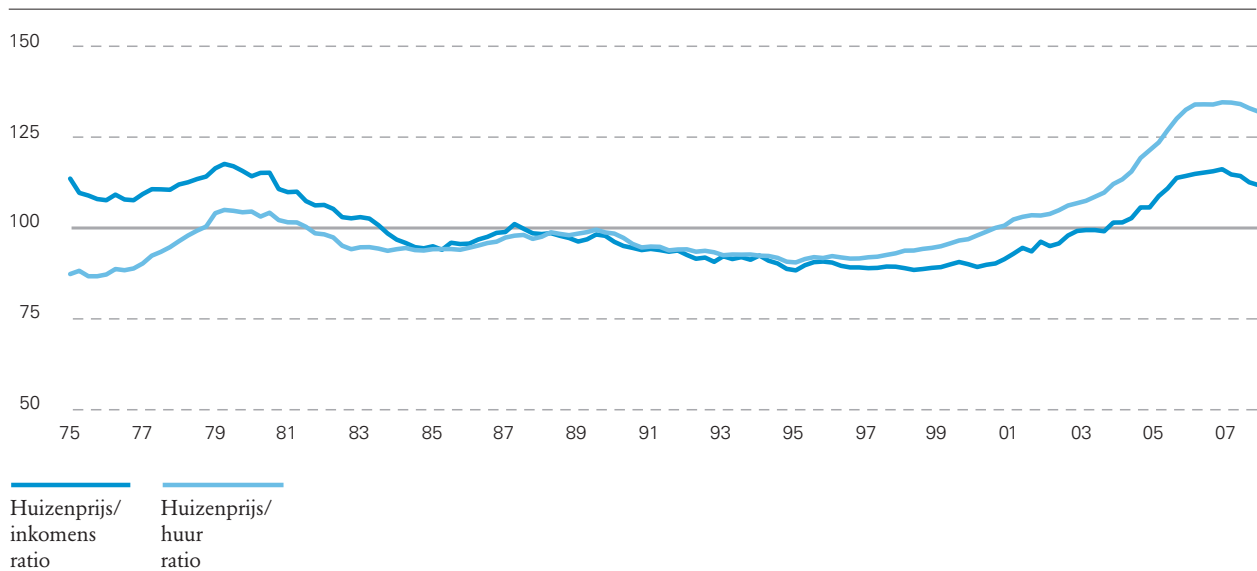
Aantallen woningen (x 1000) op jaarbasis cq procentuele jaarommutatie



Bron: Census bureau, Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) en s&p Case-Shiller.

**Grafiek 2 Huizenprijs/huur en huizenprijs/inkomen ratio's**

Steekproefgemiddelde = 100



Bron: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) en Bureau of Labor Statistics.

eind 2005 zijn veel woningen in de verkoop gezet, die vóór die tijd in een klimaat van lage marktrentes en hoge huizenprijzen nog in grote aantalen werden gebouwd. Het hoge aantal te koop staande woningen zorgt voor aanhoudende negatieve druk op de bouwactiviteit. Als bij wijze van illustratie ervan wordt uitgegaan dat het aantal te koopstaande woningen terugkeert naar het niveau van begin 2005 en dat dit volledig gebeurt via een daling in de nieuwbouw, dan moet de nieuwbouw in 2008 met nog eens 10 procent dalen.<sup>1</sup> Als het aantal te koop staande woningen niet of beperkt afneemt via een daling van de nieuwbouw, dan is de kans groot dat de huizenprijzen verder moeten afnemen om extra vraag uit te lokken.

*Problemen subprime hypotheek*

De hoeveelheid hypotheek aan subprime huishoudens is in de afgelopen jaren spectaculair gegroeid tot 1300 miljard us dollar, zo'n 14 procent van alle uitstaande hypotheek. Het is nu duidelijk dat veel van deze hypotheek zijn verstrekt onder onhoudbare leencondities, getuige de snelle toename van betalingsproblemen. Eind 2007 kampte bijna één op de vijf huishoudens uit deze groep met achterstallige betalingen. Ondanks dat tarieven op hypotheek zijn gedaald door renteverlagingen van de Fed, liggen meer betalingsproblemen op de loer. Dit heeft twee redenen. Ten eerste hebben banken de kredietvoorwaarden aangescherpt vanwege

een minder rooskleurige inschatting van de risico's (Grafiek 3). Voor naar schatting 2 miljoen subprime huishoudens met een variabele rentehypotheek komt daar in 2008 een hoger tarief bovenop omdat zij te maken krijgen met een omzetting van de rente van een kunstmatig laag instap- naar een hoger marktniveau. Ten tweede komen veel subprime huishoudens door dalende huizenprijzen terecht in een situatie waarin de hypotheekschuld de waarde van het huis overtreft. Hierdoor verkleint de mogelijkheid tot herfinanciering van de hypotheek. In de afkoelende woningmarkt komen de subprime problemen op een slecht moment. Aan de ene kant sluiten strengere kredietvoorwaarden veel potentiële kopers uit. Aan de andere kant kunnen ze via meer gedwongen verkopen het aantal te koop staande woningen vergroten. Langs beide wegen ontstaat meer neerwaartse druk op de huizenprijzen. Daarom roept de Amerikaanse overheid de kredietverstrekkers op de omzetting voor bepaalde huishoudens uit te stellen. Omdat onduidelijk is hoeveel kredietverstrekkers hier gehoor aan geven, is het onzeker of deze oproep een wezenlijke bijdrage levert aan het verminderen van de negatieve dynamiek op de huizenmarkt.

## De Amerikaanse huizenmarkt en de reële economie

De gevolgen van huizenmarktcorrecties blijven niet beperkt tot de huizenmarkt, maar raken de reële economie. Tot nog toe heeft dit zich vooral gematerialiseerd in dalende woninginvesteringen. Als gevolg van een daling in de woningbouw bedroeg de negatieve bijdrage van de woninginvesteringen aan de BBP-groei in het afgelopen jaar bijna 1 procentpunt. Voor 2008 zullen de woninginvesteringen waarschijnlijk opnieuw de BBP-groei drukken met naar schatting 0,2-0,4 procentpunt, onder de voorwaarde dat het aantal te koop staande woningen inderdaad terugkeert naar het niveau van begin 2005. Als het bij dalende woninginvesteringen zou blijven, dan vielen de gevolgen voor de Amerikaanse economie nog mee. Maar de kans is groot dat de correctie op de huizenmarkt dit jaar een rem zal zetten op de consumptie. Dit komt op het moment dat ook de reële inkomensgroei afneemt en de werkgelegenheid daalt, waardoor de consumptie ook vanuit deze hoek minder steun krijgt. De aanhoudende problemen op de huizenmarkt kunnen de consumptie raken via stijgende woonlasten en vooral via het wegvallen van vermogens-effecten.

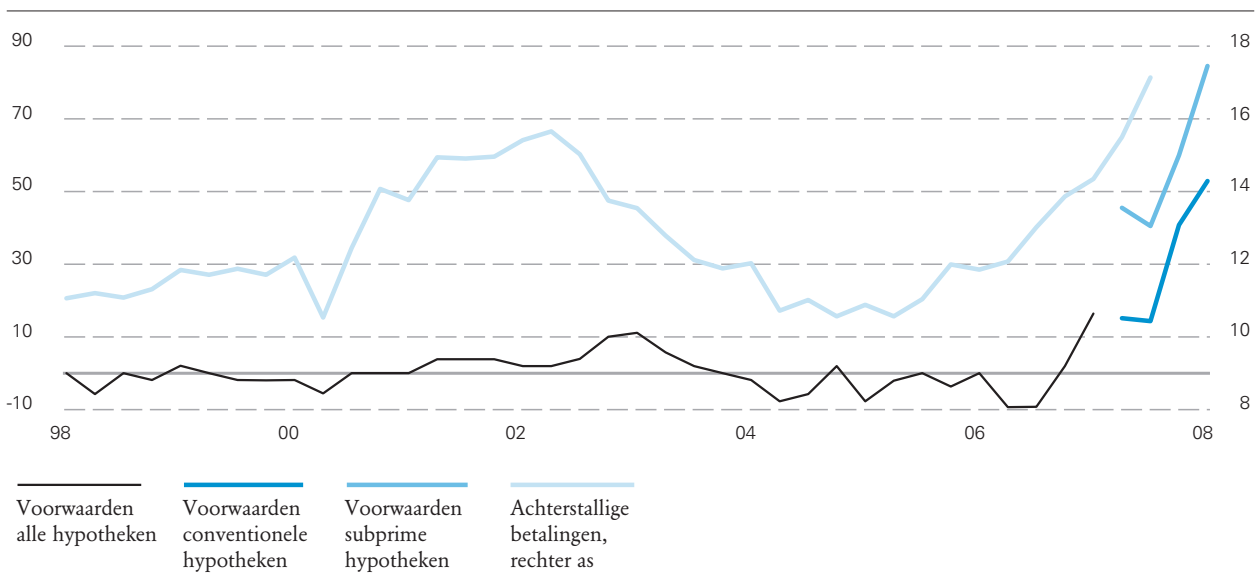
### Stijgende woonlasten

De aanscherping van de kredietvoorwaarden leidt voor bestaande huiseigenaren tot hogere woonlasten, wan-

neer een rentevaste hypotheek afloopt of een variabele rentehypotheek is afgesloten. Hogere woonlasten verkleinen de bestedingsruimte, met mogelijk negatieve effecten voor de consumptie. Dit geldt vooral voor huishoudens met hoge woonlasten in verhouding tot hun inkomen. Voor het gemiddelde Amerikaanse huishouden geldt dat de woonlasten in het afgelopen decennium sterk zijn gestegen, tot bijna 14 procent van het beschikbare inkomen. Deze stijging weerspiegelt een forse toename van de hypotheekschuld. Voor subprime huishoudens liggen de woonlasten soms boven de 40 procent van het beschikbare inkomen, zonder dat daar spaargelden tegenover staan. Nu vooral de rente op hypotheeklen met een kortere looptijd wat is gedaald, is dit voor menig huishouden aanleiding de hypotheek over te sluiten. In het licht van de hoge schulden en het onzekere economische vooruitzicht is het alleen onzeker of deze impuls aan het vrij beschikbare inkomen wordt aangewend voor bestedingen. Ondanks de lagere hypotheekrente, ligt voor veel subprime huishoudens dit jaar een stijging van de woonlasten in het verschiet van 10 procent tot 25 procent door renteomzetting naar hogere tarieven. Omdat deze huishoudens doorgaans weinig reserves én een beperkte toegang tot krediet hebben, gaat deze woonlastenstijging eerder ten koste van de consumptie. Naar schatting kan de BBP-groei dit jaar hierdoor met 0,2 à 0,3 procentpunt lager uitvallen.

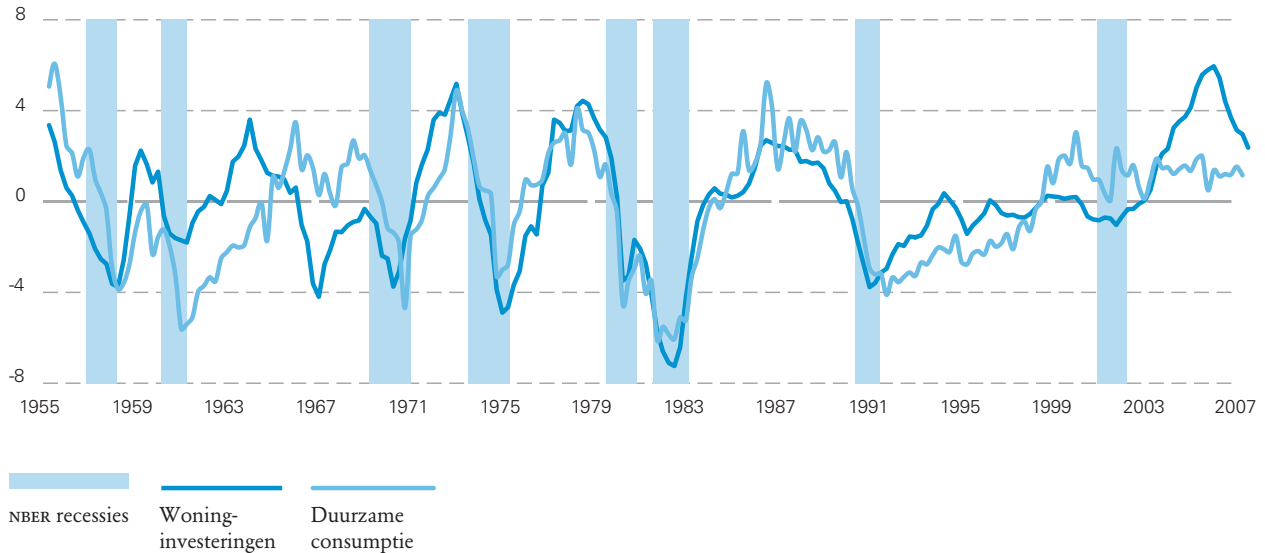
### Grafiek 3 Subprime achterstallige betalingen en hypothecaire kredietvoorwaarden

Percentage van uitstaande subprime hypotheeklen en respectievelijk nettoprocentage respondenten dat voorwaarden verscherpt.



Bron: Mortgage Bankers of America en Loan Officers Survey Federal Reserve.

Grafiek 4 Cyclische component woninginvesteringen en duurzame consumptie afgezet tegen recessies



Bron: Bureau of Economic Analysis en NBER.

#### *Dalend huizenvermogen*

Nog belangrijker dan stijgende woonlasten, is dat dalende huizenprijzen ook de consumptie kunnen raken. In de eerste plaats verkleinen ze de mogelijkheden van huishoudens de overwaarde op hun huis te verzilveren. De ervaring in Nederland aan het begin van dit decennium leert dat zelfs een afvlakking van de huizenprijstijging langs deze weg de consumptiegroei kan vertragen. In de tweede plaats verslechtert het onderpand van huishoudens. Hierdoor kunnen zij minder gemakkelijk krediet krijgen van banken, wat de bestedingen kan afremmen. In de derde plaats kan het consumentenvertrouwen worden ondermijnd doordat huishoudens het gevoel krijgen armer te worden. Dit geldt vooral als vóór de huizenmarktcorrectie de indruk bestond dat huizenprijzen eigenlijk alleen maar kunnen stijgen. Hoe groot de gevoeligheid van consumptie precies is voor schokken in het huizenvermogen varieert per land. Onderzoek voor de VS toont aan dat een stijging in het huizenvermogen van 100 US dollar de consumptie na drie jaar zelfs met 9 US dollar kan schragen (Caroll, Otsuka en Slacalek, 2006). Tussen 2003 en 2006 steeg het huizenvermogen met het duizelingwekkende bedrag van ruim 5 biljoen US dollar. Daarmee zou de stijging van het huizenvermogen over deze periode de consumptie in 2006 met 180 miljard US dollar hebben gesteund, gelijk aan 0,7-0,8 procentpunt BBP-groei. Maar omdat in 2007 de nominale huizenprijzen zijn gedaald, valt dit vermogens-effect nu vrijwel weg. Zonder deze impuls

kan in 2008 de BBP-groei rond de 1 procentpunt lager uitvallen.<sup>2</sup> De omvang van het vermogens-effect kan groter uitvallen, gegeven dat consumenten vaak sterker reageren op vermogensdalingen dan op -stijgingen. Een forse daling van het consumentenvertrouwen sinds de tweede helft van 2007 kan hier een weerspiegeling van zijn.

#### *Relatie huizenmarktcorrecties en recessies*

Door de negatieve groeibijdrage van de woninginvesteringen en de consumptie kan de totale negatieve impuls aan de BBP-groei dit jaar oplopen tot ongeveer 1,5 procentpunt. Deze analyse geeft niet meer dan een grove inschatting van de directe effecten. Geen rekening is gehouden met de monetaire verruiming van de Fed en de indirecte effecten van dalende woninginvesteringen en huizenprijzen. Als hiermee wel rekening wordt gehouden, door een simulatie uit te voeren met een macromodel, komt de BBP-groei in 2008 ongeveer 1,2 procentpunt lager te liggen. Deze exercitie laat dus zien dat problemen op de huizenmarkt negatief kunnen uitpakken voor de groei. Zorgwekkend in dit verband is dat huizenmarktcorrecties in het verleden vaak voorafgingen aan recessies. Kijkend naar het cyclische beloop van de woninginvesteringen in de afgelopen 50 jaar, valt op dat de woninginvesteringen bijna altijd fors afnemen in de kwartalen voordat een recessie begint (Grafiek 4).<sup>3</sup> Verder rijst de indruk dat ook de duurzame consumptie inzakt kort na het inzetten van de daling

in de woninginvesteringen. Consumenten zijn dus terughoudender om ten tijde van een huizenmarktkrach spullen te kopen met een langere levensduur. Tot nog toe bleef de consumptie redelijk overeind, maar tegen de achtergrond van een zwakkere arbeidsmarkt kan de diepere malaise op de huizenmarkt hier een einde aan maken.

### Ter afsluiting

De huidige correctie op de Amerikaanse huizenmarkt is nog niet ten einde, gelet op de hoge huizenprijzen, het grote aantal te koop staande woningen en problemen rondom subprime hypotheeklen. Een aanpassing in deze onevenwichtigheden is onvermijdelijk, maar ook pijnlijk. Dalende huizenprijzen zijn vooral een bedreiging voor de consumptie. In dat opzicht schetsen de problemen op de huizenmarkt een somber vooruitzicht voor de conjunctuur, te meer daar het verleden uitwijst dat deze problemen vaak een voorbode waren voor een recessie. Nu ook de reële inkomens en arbeidsmarkt tekenen van verzwakking vertonen, heeft de Fed het monetaire beleid agressief verruimd. Hiermee is ze erin geslaagd de rentes op vooral hypotheeklen met een kortere looptijd te verlagen. Via onder meer oversluitingen biedt dit huishoudens enige verlichting in de woonlasten. Hoewel renteverlagingen daarmee de pijn van de aanpassing iets verzachten, zullen ze de correctie op de huizenmarkt niet kunnen keren.

### Literatuur

**Caroll, Otsuka en Slacalek** (2006), 'How large is the Housing Wealth Effect? A new approach', NBER WP 12746.

**Roubini and Menegatti** (2007), 'The Housing recession is still far from bottoming out', [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com).

1 De afname in het aanbod geschiedt over een periode van 2 jaar. Dit is gelijk aan de gemiddelde lengte van een correctie op de woningmarkt in het verleden (3,5 jaar) minus de periode die er nu op zit (1,5 jaar). Conform Roubini en Menegatti (2007), wordt een constante jaarlijkse woningvraag van 1,7 miljoen stuks verondersteld.

2 Verondersteld is dat het vermogenseffect geleidelijk oploopt tot 9 dollar, van 1 dollar in het eerste jaar, 5 dollar in het tweede jaar en 9 dollar in het derde jaar.

3 De cyclische component van de woninginvesteringen en de duurzame consumptie wordt verkregen door de reeksen te schonen van hun trend via een HP-filter. Recessies worden door het NBER gedefinieerd als een krimp in de economische activiteit van piek naar dal.