



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Macro-economische verkenning van de huizenmarkt

van Ewijk, C.; ter Rele, H.

Publication date
2008

Published in
Agenda voor de woningmarkt

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

van Ewijk, C., & ter Rele, H. (2008). Macro-economische verkenning van de huizenmarkt. In F. J. H. Don (Ed.), *Agenda voor de woningmarkt* (pp. 179-210). (Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde; No. 2008). KVS.
<http://www.kvsweb.nl/nl/webmanager/userfiles/file/Preadviezen%202008.pdf>

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Hoofdstuk 7 Macro-economische verkenning van de huizenmarkt

*Casper van Ewijk & Harry ter Rele**

7.1 Inleiding

Tot dusverre heeft de woningmarkt zich in Nederland stabiel getoond. Waar in veel landen de huizenprijzen onder druk staan, nemen woningen in Nederland nog steeds in waarde toe. Dat is anders in de Verenigde Staten, Ierland, het Verenigd Koninkrijk en ook Spanje, waar dalende woningprijzen een bron van zorg vormen voor beleidsmakers. De vrees bestaat dat een verdere daling de aarzelen- de economische ontwikkeling nog meer onder druk zal zetten.

In deze bijdrage nemen wij de Nederlandse woningmarkt onder de loep vanuit een macro-economisch gezichtspunt. Wij kijken naar het belang van de waarde- ontwikkeling van huizen voor de vermogens van gezinnen en de gevolgen daar- van voor de Nederlandse economie. Wij laten zien dat de hausse op de woning- markt in de jaren '90 van de vorige eeuw een belangrijke aanjager is geweest van de economische groei in die periode. De enorme waardestijging van het huizen- bezit heeft echter ook een keerzijde, omdat daarmee de blootstelling aan risico's fors is toegenomen. De geïnvesteerde vermogens in eigen woningen zijn opgelo- pen tot meer dan vier maal het beschikbaar jaarinkomen. Van het totale netto vermogen van huishoudens bestaat thans 54% uit de eigen woning. Dat is meer dan de totale waarde van de pensioenen, die 44 procent van het netto vermogen uitmaken. Niet alleen stijgende prijzen, maar ook dalende huizenprijzen zullen daardoor harder doortikken in de financiële situatie van huishoudens. Dit wordt nog versterkt doordat ook het directe en indirecte (via pensioenfondsen) bezit aan risicovolle beleggingen in diezelfde periode is opgeschroefd. Tussen 1980 en 2007 is het aandeel aan risicovolle beleggingen, inclusief de eigen woning, opge- lopen van 51% tot 85% van de netto vermogens van huishoudens. Gesteund door de fiscus en op jacht naar hogere rendementen heeft de Nederlandse consument zich kwetsbaarder gemaakt voor schokken op de vermogensmarkten en de wo- ningmarkt. Dit heeft vanzelfsprekend ook gevolgen voor de gevoeligheid van de Nederlandse economie voor schokken.

* Universiteit van Amsterdam en CPB; CPB. Met dank aan Henk Kranendonk en Jasper de Jong voor berekeningen van de macro-economische effecten en de analyse van de huizenprijsstijging, Michiel van Leuvensteijn voor zijn bijdrage over de arbeidsmarkt, en Wim Suyker voor de internationale aspecten. Voorts hebben wij veel baat gehad bij de suggesties van Henk Don, Henk Kranendonk, Ruud Okker en Wouter Vermeulen die het stuk kritisch hebben meegelezen. De verantwoordelijk- heid voor de inhoud van dit artikel ligt volledig bij de auteurs.

Huizenprijs en economische groei

De waarde­stijging van de woning­bezit kan vooral worden toegeschreven aan de enorme prijs­stijging. Tegelijkertijd met de prijs­stijgingen (en het gunstige fiscale regime) zijn echter ook de investeringen in woningen gestegen. Daarbij heeft zich een opvallende verschuiving voorgedaan. Terwijl het bouwtempo van nieuwe woningen – mede gerelateerd aan de demografie – een gestaag dalende tendens vertoont, zijn de investeringen in uitbreiding en kwaliteit van woningen aanzienlijk toegenomen. Wat betreft de prijs­stijgingen is een belangrijke vraag of deze een reële afspiegeling van de markt zijn en zich niet een speculatieve beweging heeft voorgedaan. Uit empirische schattingen blijkt dat de prijsontwikkeling zich uitstekend laat verklaren door met name de stijgende inkomens en de dalende reële rente. Van een speculatieve zeepbel lijkt in Nederland – anders dan in sommige andere landen – geen sprake. Dat betekent overigens niet dat de huizen­prijzen in de toekomst niet kunnen dalen. Een combinatie van stijgende reële rente met aarzelende inkomensontwikkeling zal de huizen­prijzen zeker onder druk kunnen zetten.

Hervormingen

Ook hervormingen op de woning­markt kunnen gevolgen hebben voor de huizen­prijzen. Verandering van het fiscale regime waardoor de vraag naar 'wonen' afneemt, of veranderingen in de ruimtelijke ordening waardoor het aanbod toeneemt, kunnen de huizen­prijzen doen dalen. Eerdere studies naar afschaffing van de fiscale begunstiging van de eigen woning geven aan dat de te verwachten effecten beperkt zijn, in de orde van grootte van 5% tot 15% (Van Ewijk et al, 2006). Afgezet tegen het gangbare groeitempo van de huizen­prijzen is dit een bescheiden effect. Niettemin kan ook een daling van de huizen­prijzen significante effecten op de Nederlandse economie hebben. Modelberekeningen in deze bijdrage laten zien dat een waardedaling van 10% van de eigenwoningvoorraad op korte termijn de consumptie doet afnemen met circa 2%. Als gevolg hiervan daalt ook de totale economische activiteit (BBP) met circa ½% en de werkgelegenheid met ¼%. Dit zijn de effecten gemeten na 4 jaar. Op lange termijn echter heeft hervorming van de woning­markt een gunstig effect op de economie omdat het de verstoring op de woning­markt wegneemt en daarmee de efficiëntie van de economie bevordert. Dit doet de welvaart naar schatting met ½% van het BBP stijgen.

Intergenerationele effecten en houdbaarheid

De daling van de huizen­prijs heeft een langdurig negatief effect op de consumptie. Dit komt doordat de lagere huizen­prijs de welvaart van huidige generaties verlaagt. Toekomstige generaties profiteren echter, aangezien zij minder voor de huizen hoeven te betalen. De huizen­markt vormt hierdoor een belangrijk mechanisme voor overdrachten tussen generaties. In zekere zin staat tegenover het verlies voor huidige generaties dus een winst voor toekomstige generaties. Het is echter niet juist om te stellen dat de effecten op de consumptie tegen elkaar weg­

vallen zoals Buitter (2008) suggereert. Omdat toekomstige generaties pas in de toekomst bestaan zal de consumptie nu voor langere duur worden verlaagd, waarna hij weer zal stijgen als toekomstige generaties op de markt komen. Dit intergenerationele effect van hervormingen van de woningmarkt kan ook van belang zijn voor de schuldpolitiek van de overheid en de discussie over houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Wanneer men zou vinden dat de lasten van de hervorming op de woningmarkt te zeer neerkomen bij huidige generaties van woningbezitters, is het mogelijk om dit te verzachten door een ruimere schuldpolitiek waardoor een deel van de lasten wordt doorgeschoven naar toekomstige generaties. Dit zou ook kunnen helpen om de eerder besproken negatieve bestedingseffecten te voorkomen. Door de grote diversiteit in bezit en financiering van de eigen woning zal het echter onmogelijk zijn op individueel niveau alle effecten van hervormingen voor ieder generatie te compenseren. Hiervoor zijn de macro-economische instrumenten te globaal. Wij zullen daarom ook – kort – aandacht besteden aan andere instrumenten om de intergenerationale effecten te verzachten, zoals fasering in de tijd of fasering door onderscheid tussen bestaande woningbezitters en nieuwe kopers.

Vermogens van woningcorporaties en erfenissen

Bij de intergenerationele analyse doen zich twee belangrijke complicaties voor, die wij in deze bijdrage wel aanstippen maar waarvoor wij geen oplossing bieden. De eerste complicerende factor betreft de huizenvermogens die de woningcorporaties bezitten. Deze vermogens vormen effectief een overdracht aan toekomstige generaties. Zij zullen immers ooit in de toekomst tot uitdrukking komen in lagere huren of andere overdrachten aan de generaties die dan leven. Voor zover hervormingen op de woningmarkt gevolgen hebben voor deze vermogens van corporaties dient dat ook in het intergenerationele beeld te worden betrokken.

Een tweede complicerende factor betreft directe overdrachten tussen ouders en kinderen via erfenissen en schenkingen. Deze vallen in beginsel buiten de generatierekeningen. In de discussie over houdbaarheid en intergenerationele verdeling gaat het specifiek over de overdrachten via de overheid of overheidsbeleid. Deze zijn relevant voor alle huishoudens die niet zelf de intergenerationele overdrachten (kunnen) regelen via erfenissen en schenkingen. Dat is de meerderheid van de huishoudens. Niettemin kan het al dan niet bestaan van directe intergenerationele overdrachten binnen huishoudens soms wel van belang zijn. Dat geldt in het bijzonder voor het eigenwoningbezit. Immers, juist bezitters van een eigen woning zullen meer dan gemiddeld erfenissen nalaten en daarmee zelf bepalen hoeveel vermogen zij aan de volgende generatie overdragen. In de ideale situatie zou hier in de maatvoering in de schuldpolitiek mee rekening gehouden worden. Neem bijvoorbeeld het extreme geval waarin alle eigenwoningbezitters na een daling van de huizenprijs het intergenerationele effect ongedaan maken door kleinere erfenissen na te laten. Er is dan geen reden om in de schuldpolitiek van de overheid rekening te houden met de intergenerationele effecten van veranderende huizenprijzen. Deze situatie doet zich echter niet voor. Niet alleen laat

maar een beperkt deel van de huishoudens gericht erfenissen na. Ook verschilt het aantal kinderen per huishouden, waardoor de private overdrachten ongelijk uitpakken. De omvang van deze effecten en de betekenis voor de intergenerationale verdeling is helaas onontgonnen terrein in de economische theorie. Ook in deze bijdrage zullen wij het antwoord op deze vragen schuldig blijven. Indien men gelooft dat de meeste eigenwoningbezitters zelf bewust de intergenerationale overdrachten regelen, dan zal minder gewicht moeten worden gegeven aan de effecten van de eigen woning op de intergenerationale verdeling. Belangrijker worden dan de intergenerationale effecten van de vermogens van woningcorporaties. Voor sociale huurders ligt het immers minder voor de hand om te veronderstellen dat zij in de privé sfeer het voor- of nadeel van huizenprijsveranderingen verrekenen met volgende generaties.

Afbakening en opzet

In deze bijdrage staan de effecten van de stijgende – en dalende – huizenprijzen voor de macro-economische ontwikkeling centraal. Deze effecten lopen vooral via de vermogens en consumptie van huishoudens. De huursector speelt daarbij een beperkte rol. Het eigendom van woningen staat voorop. Daarom besteden wij wel aandacht aan de vermogens van woningcorporaties, maar laten wij (hervormingen in) de huurregulering e.d. buiten beschouwing. Ook de relatie tot de financiële markten valt buiten het kader van deze bijdrage. Onze bijdrage richt zicht vooral op de Nederlandse situatie, waarbij wij de financiële context als gegeven nemen.

De indeling van deze bijdrage is als volgt. In paragraaf 7.2 schetsen wij de belangrijkste ontwikkelingen in de waarde van huizenbezit en de invloed ervan op de vermogens van huishoudens. Paragraaf 7.3 gaat nader in op de oorzaken van de huizenprijsstijging. Vervolgens analyseren wij in paragraaf 7.4 de invloed van de hausse op de huizenmarkt op de economische groei in de jaren '90 en daarna. Ook de keerzijde komt aan bod. De toegenomen gevoeligheid van de economie voor schokken wordt geïllustreerd met een simulatie van de effecten van exogene huizenprijsdaling van 10% op de Nederlandse economie. Vervolgens gaan wij in paragraaf 7.5 in op de macro-economische aspecten van hervorming op de woningmarkt, waarna in paragraaf 7.6 tenslotte de intergenerationale effecten aan bod komen.

7.2 Het macro-economisch belang van de woningmarkt

Na jaren van stijgende huizenprijzen heeft zich in veel landen recent een prijsdaling ingezet. In Ierland is de huizenprijs al met 12% teruggevallen. Zelfs voor het OESO gebied als geheel vertoont de huizenprijs sinds 2007 een dalende tendens (zie de box 'Huizenprijzen dalen internationaal sinds 2007'); dat is voor het eerst

sinds lange tijd. De dalende huizenprijs in de VS vormde het startpunt van de kredietcrisis die de financiële wereld sinds 2007 in een wurggreep houdt. Daar staat tegenover dat de stijgende huizenprijzen in de afgelopen 20 jaar een enorme impuls aan de economie hebben gegeven. De hoge huizenprijzen stimuleerden niet alleen de investeringen in de woningbouw, maar hadden ook een gunstig effect door het vermogenseffect op de consumptie. In deze sectie verkennen wij de betekenis van de huizenmarkt voor de Nederlandse economie. Eerst beschouwen wij de ontwikkelingen in de investeringen en de woningvoorraad. Vervolgens concentreren wij ons op de betekenis van het huizenbezit voor de vermogens van huishoudens. Dit zijn de twee belangrijkste kanalen waarlangs de woningmarkt de economie beïnvloedt. Maar het zijn niet de enige kanalen: de huizenmarkt is bijvoorbeeld ook nauw verbonden met de hypotheekmarkt. Wij laten de financiële aspecten hier buiten beschouwing. Voorts is er een mogelijk direct effect van de woningmarkt op werkloosheid via de kleinere of grotere geografische mobiliteit van werknemers. Ook dit aspect valt buiten het bestek van deze bijdrage. Het wordt slechts aangestipt in een tekstbox.

7.2.1 *Woningproductie*

In de afgelopen decennia vertoont het aantal gereedgekomen nieuwbouwwoningen een dalende tendens (zie Figuur 7.1). In de 80'er jaren was het gemiddelde niveau nog ruim honderdduizend. Door de daling in de jaren '90 bedroeg het aantal in het begin van deze eeuw nog slechts zo'n 60 duizend. In de laatste jaren is weer sprake van een stijging tot ongeveer 80 duizend; het niveau van de jaren tachtig ligt echter nog ver weg. Het beeld van het verloop van de investeringen in woningen is echter anders. Figuur 7.1 presenteert ook deze. Deze variabele is een betere productiemaatstaf omdat de toegenomen kwaliteit van de nieuwbouwwoningen er ook in tot uitdrukking komt en omdat deze variabele ook de sterk gestegen uitgaven aan verbouwingen bevat.¹ Opvallend is dat hier op de lange termijn geen sprake is van een daling maar juist van een stijging, en dat deze stijging juist inzet in de negentiger jaren, de periode dat het aantal nieuwbouwwoningen daalde. De investeringen lijken daarmee samen te gaan met de prijsstijgingen die zich in deze periode voordeden.

¹ Een derde reden is dat deze variabele ook de overdrachtsbelasting bevat. Deze is in de loop der jaren sterk toegenomen in verhouding tot de woningproductie, voor een deel door de toegenomen woningprijzen (zie hierna)

Huizenprijzen dalen internationaal sinds eind 2007

Sinds eind 2007 dalen de reële huizenprijzen gemiddeld in het OESO-gebied, na tien jaar van voortdurende prijsstijgingen.^a De sterkste prijsdalingen doen zich voor in Ierland en de Verenigde Staten, terwijl in Spanje en het Verenigd Koninkrijk de situatie zeer snel verslechtert. In het tweede kwartaal van 2008 lagen de nominale huizenprijzen 12% onder de recente piek in Ierland en 5% in de Verenigde Staten.^b Huizenprijzen begonnen te dalen vóórdat de kredietcrisis in juli 2007 uitbrak. In eerste instantie was de prijsdaling in de Verenigde Staten één van de directe aanleidingen voor de kredietcrisis. De prijsdaling bemoeilijkt het oversluiten van subprime hypotheekleningen tegen gunstiger voorwaarden en leidde daardoor tot achterstand bij het voldoen aan de renteverplichtingen. Vervolgens leidde de kredietcrisis weer via strengere hypotheekvoorwaarden en uithuiszettingen tot een verdere daling van de huizenprijzen.

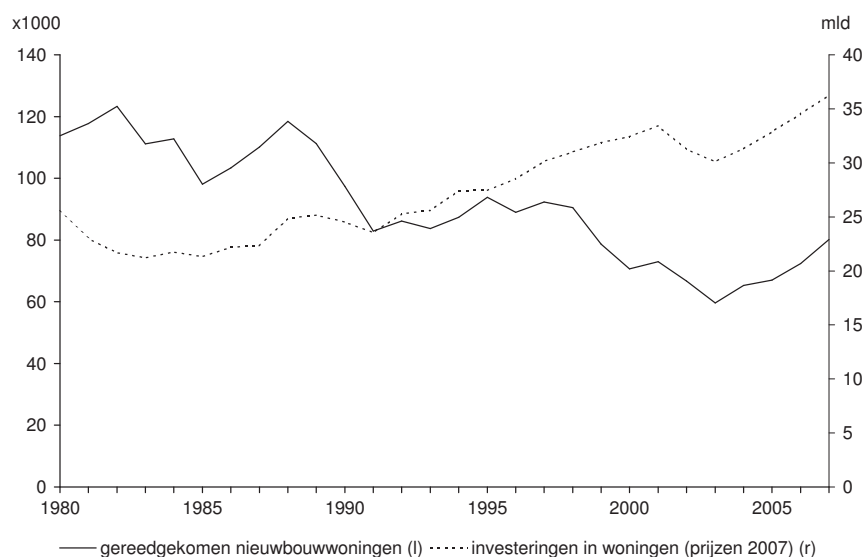
Uit empirisch onderzoek blijkt dat de ontwikkeling van huizenprijzen sterk beïnvloed wordt door de hypotheekrente (na belastingen), beschikbare inkomens en bouwkosten (OESO, 2005). Voor de prijsdalingen die momenteel plaatsvinden en de sterke prijsstijgingen die daaraan vooraf gingen is het gemak waarmee een hypotheek kan worden gekregen een zeer belangrijke variabele (Mian en Sufi, 2008). Helaas ontbreken voor veel landen bruikbare data hierover. De bovengenoemde variabelen verklaren de evenwichtsprijs, maar de feitelijke prijs kan op korte termijn hiervan sterk afwijken door te optimistische of te pessimistische verwachtingen over de toekomstige huizenprijzen. Doordat de evenwichtsprijs moeilijk te bepalen is, kunnen afwijkingen zich langdurig opbouwen, om vervolgens plotseling te verdwijnen; dit is het doorprikken van een zeepbel (Klyuev, 2008).

Daling van huizenprijzen heeft via diverse kanalen een negatieve invloed op de economische groei op korte termijn. Op de eerste plaats leidt een prijsdaling tot lagere investeringen in woningen en daarmee tot lagere economische groei. In de Verenigde Staten dempte de markante daling in de investeringen in woningen de BBP-groei direct met 1%-punt in de eerste helft van 2008. Op de tweede plaats heeft de lagere huizenprijs een negatief effect op het vermogen van gezinnen en daarmee op de particuliere consumptie. Empirisch onderzoek wijst op een beduidend negatief effect: een daling van het gezinsvermogen met 1 dollar vermindert de Amerikaanse consumptie permanent met 3 à 10 dollar cent (OESO, 2004). Dit effect is groter dan dat voor een daling van het vermogen door lagere aandelenkoersen. De gevonden vermogenseffecten zijn voor een deel een puur vermogenseffect en voor een deel een onderpandeffect (Mishkin, 2007). Huizenbezit kan dienen als onderpand voor consumptieve leningen. Tenslotte is er een effect via de bankensector. Huizenprijzdalingen zullen voor banken en andere financiële instellingen leiden tot verliezen op hypotheekleningen. Deze bankverliezen hebben een nadelige invloed op het kredietaanbod en daarmee op de bedrijfsinvesteringen. In de recente kredietcrisis is dit effect sterk uitvergroot door vertrouwenseffecten en transparantie van de werkelijke waarden van financiële titels.

^a Prijsmutatie ten opzichte van het overeenkomstige kwartaal een jaar eerder en op basis van de OESO database. Deze database bevat huizenprijnsindices voor 18 OESO landen.

^b Ierland op basis van de tsb-ESRI index. De Verenigde Staten op basis van de OFHEO-index. Op basis van de Case Shiller index zijn de Amerikaanse huizenprijzen 19% lager. De prijsdaling op basis van de Case Shiller index is groter dan die op basis van de OFHEO-index doordat de Case Shiller index beperkt is tot de twintig belangrijkste stedelijke regio's in de Verenigde Staten en doordat ook verkopen van woningen met een nonprime hypotheek (subprime, Alt-A en jumbo) meewegen.

Figuur 7.1 Aantal nieuwbouwwoningen (linkeras) en investeringsvolume in woningen (rechteras), 1980-2007



7.2.2 Groeiende woningvoorraad

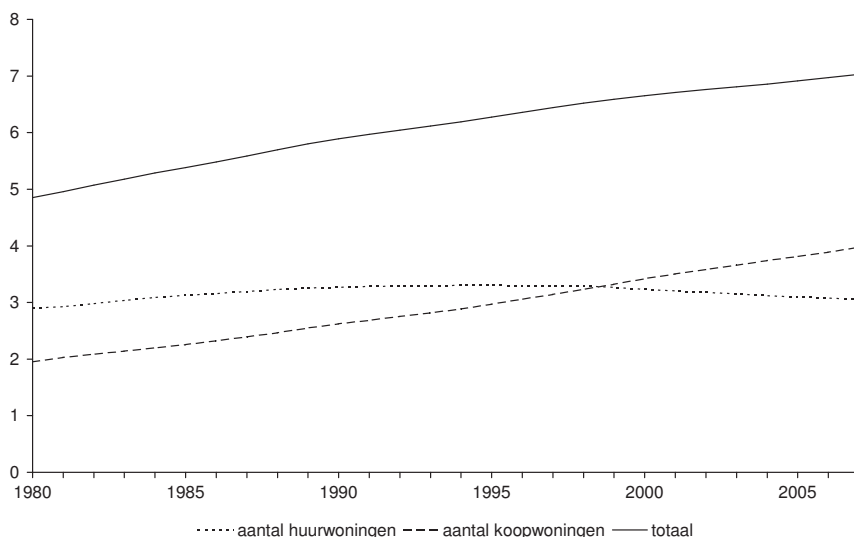
Ondanks de daling in het aantal nieuw gebouwde woningen is de woningvoorraad absoluut gezien de afgelopen 25 jaar per saldo toch sterk toegenomen. In de periode 1980-2007 is de totale woningvoorraad gestegen van 4,9 naar 7,0 miljoen, ofwel met 45% (zie Figuur 7.2). Verreweg het grootste deel hiervan komt voor rekening van de koopwoningen. Het aantal hiervan verdubbelde bijna: van 2,0 naar 3,9 miljoen. Het aantal huurwoningen bleef nagenoeg constant. In deze periode was daardoor ook sprake van een aanzienlijke stijging in het aandeel van koopwoningen in de totale woningvoorraad. Dit steeg van 41% naar 56%.

Een nauwkeurige uitsplitsing van de ontwikkeling van de ontwikkeling van de aantallen woningen in beide sectoren is mogelijk vanaf 1990. Vanaf dat jaar is de uiteenlopende ontwikkeling tussen het aantal koop- en huurwoningen, respectievelijk een toename van 1,4 mln in het aantal koopwoningen tegenover een afname van 200 duizend in het aantal huurwoningen, toe te schrijven aan drie componenten. In de eerste plaats werd er in de koopsector een veel groter aantal nieuwbouwwoningen gerealiseerd, namelijk ruim 1 mln versus 400 dzd. Een tweede factor is dat het aantal gesloopte koopwoningen achterbleef bij het aantal

in de huursector (ca. 80 dzd versus 200 dzd). Een derde, zeer belangrijke, bijdrage is dat in deze periode circa 400 dzd huurwoningen zijn omgezet in een koopwoning.

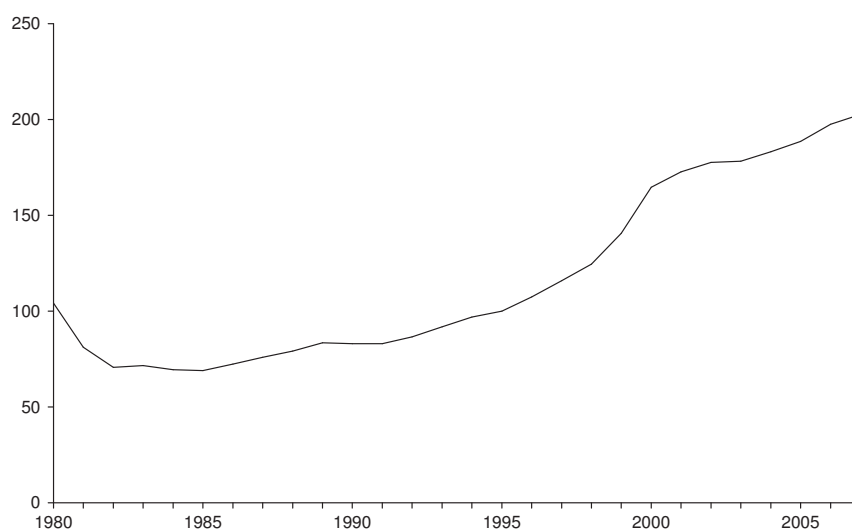
Ook de stijging van de prijs van (koop)woningen is groot geweest, ook indien wordt gecorrigeerd voor inflatie. Dit wordt weergegeven in Figuur 7.3. Na een daling van de reële huizenprijs in de periode 1980-1985 is deze gestegen tot een niveau dat in 2007 ruim het dubbele bedroeg van dat in 1980. De stijging is vooral geconcentreerd in de jaren tussen 1996 en 2002. In paragraaf 7.3 wordt de oorzaak van de prijsstijging sinds 1980 onderzocht.

Figuur 7.2 Totale woningvoorraad, en uitsplitsing in huur- en koopwoningen, 1980-2007 (in mln)



Onze analyse richt zich vooral op de betekenis van het woningbezit voor het vermogen en daardoor voor de consumptie van huishoudens. Er zijn ook andere mechanismen waardoor de woningvoorraad de economie kan beïnvloeden. Zo kan een waardeverhoging van woningen ook een (vermogens)effect hebben op het arbeidsaanbod en de uittredleeftijd van werknemers. Door het gestegen vermogen neemt de vraag naar 'vrije tijd' toe, waardoor het arbeidsaanbod kan verminderen. Oudere werknemers kunnen om dezelfde reden besluiten eerder uit te treden. Dit vermogenseffect is echter in de praktijk vrij gering. Een ander effect van het huizenbezit kan lopen via mobiliteit op de arbeidsmarkt. Een intrigerende hypothese is dat het stijgende aandeel eigenwoningbezit tot grotere werkloosheid leidt omdat huizenbezitters in de regel minder makkelijk verhuizen om een nieuwe baan te vinden dan anderen (zie de tekstbox 'Leidt meer eigenwoningbezit tot grotere werkloosheid?').

Figuur 7.3 Prijsverloop koopwoningen, gecorrigeerd voor inflatie (1995=100), 1980-2007



7.2.3 *Eigen woning en vermogenspositie van huishoudens*

De enorme waardestijging van het woningbezit heeft belangrijke gevolgen voor de vermogens van huishoudens. De waarde van het eigen woningbezit is tussen 1980 en 2007 – in reële termen – ruim verviervoudigd van 301 mld euro in 1980 tot 1239 mld in 2007 (zie Tabel 7.1). Ook uitgedrukt als aandeel van het totale (netto) vermogen van gezinshuishoudens is het belang van de eigen woning sterk toegenomen. Als aandeel van het netto vermogen van huishoudens steeg het eigen woningbezit tussen 1980 en 2007 van 43% naar 55%. Daarnaast nam het aandeel van het pensioenvermogen toe met 14%-punt van 28% naar 42%. Deze toename is ten koste gegaan van het aandeel van het overig vermogen (o.a. spaartegoeden, aandelen); ook is de schuldpositie toegenomen, gestimuleerd door het fiscale regime.

De toegenomen betekenis van het eigen woningbezit is nog duidelijker als deze wordt afgezet tegen het jaarlijkse inkomen. In het onderste deel van Tabel 7.1 zijn de genoemde activa en passiva uitgedrukt als percentage van het beschikbaar gezinsinkomen in de betreffende jaren. Voor een deel is de stijging toe te rekenen aan de vergrijzing. De naderende pensionering van de babyboomers gaat

Leidt meer eigenwoningbezit tot grotere werkloosheid?

De huizenmarkt kan de arbeidsmarkt direct beïnvloeden. Volgens Andrew Oswald (1996, 2008) vormt eigenwoningbezit een belemmering voor een soepel werkende arbeidsmarkt. Immers woningbezitters zitten meer aan hun huis vast en accepteren daardoor minder gemakkelijk een baan buiten de directe omgeving. Oswald laat zien dat landen met meer eigen woningbezit gemiddeld een hogere werkloosheid kennen.

Tegenover deze observatie op macro-economisch niveau staat gemengd bewijs op het niveau van individuele huishoudens. Op grond van de Oswald hypothese zou men verwachten dat eigenwoningbezitters gemiddeld meer werkloos zijn. Dat blijkt echter niet het geval. Recent onderzoek toont aan dat eigenwoningbezitters juist minder vaak werkloos worden dan anderen die een woning huren (zie Van Ewijk en Leuvensteijn (2009) voor een overzicht van recent onderzoek). Ook blijken woningbezitters niet langer werkloos te blijven dan anderen. Eerder omgekeerd. Woningbezitters zijn gemiddeld minder vaak en minder lang werkloos dan huurders.

Deze tegengestelde resultaten tussen macro niveau van landen en micro niveau van individuen, ook wel de Oswald puzzel genoemd, vragen om nadere analyse van de onderliggende mechanismen. Er zijn een aantal factoren van belang:

a. De lagere mobiliteit van eigenwoningbezitters heeft ook een voordeel. Juist doordat woningbezitters minder mobiel zijn, hechten zij zich meer aan hun baan en zijn zij bereid om te investeren in hun carrière binnen het bedrijf. Dit maakt woningbezitters aantrekkelijker voor werkgevers.

b. De mobiliteit van eigenwoningbezitters wordt geremd door transactiekosten. Deze kunnen van land tot land sterk verschillen. De transactiekosten bestaan uit makelaars- en notariskosten, maar ook uit overdrachtsbelasting. In Nederland bedragen de totale kosten ongeveer 12% van de waarde van een woning. De overdrachtsbelasting vormt met 6%-punt hiervan de helft.

c. Kopers op de woningmarkt zijn niet de enigen die te maken hebben met hoge transactiekosten bij verhuizing. Ook sociale huurders hebben door de huurprijsregulering en de bijbehorende wachtlijsten grote kosten als zij naar een andere regio willen verhuizen. Zij verliezen dan in veel gevallen hun plaats op de wachtlijst. Ook voor sociale huurders betekent dit dat zij met name binnen de eigen regio zoeken.

Niettemin resteert de vraag waarom op macro-economisch niveau een ongunstig effect wordt gevonden van eigenwoningbezit op werkloosheid. Deze Oswald puzzel is nog niet opgelost. Eén van de redenen zou kunnen zijn dat op individueel niveau weliswaar eigenwoningbezitters minder vaak werkloos zijn, maar dat het bevorderen van eigenwoningbezit via (dure) fiscale regelingen per saldo toch een ongunstig effect op de werkloosheid heeft. Ook voor Nederland is gewezen op de versturende werking van de fiscale subsidie op eigenwoningbezit (Van Ewijk, Jacobs en de Mooij, 2007) en de bijdrage van Besseling e.a. in deze bundel).

immers gepaard met een stijging van vermogen. Natuurlijk is deze voor een deel geconcentreerd bij pensioenfondsen. Maar ook is deze stijging toe te rekenen aan de aanzienlijke toename van het eigen woningbezit. Als aandeel van het beschikbaar gezinsinkomen is dit namelijk gestegen van 163% tot 439%. Deze vermogensstijging blijkt zelfs iets groter dan die van het pensioenvermogen. In 2007 is daarmee het eigen woningbezit uitgegroeid tot de grootste van de drie hier onderscheiden vermogenscategorieën.

Tabel 7.1 Ontwikkeling van de vermogenssamenstelling van gezinnen, 1980-2007

	1980	1995	2002	2007
Eigen woningvoorraad (mld, euro prijspeil consumptie 2007)	301	441	987	1239
<i>Als % van netto vermogen</i>				
Eigen woning	43	36	53	55
Pensioenvermogen	28	41	38	42
Overig vermogen (o.a. spaartegoeden, aandelen)	46	42	35	33
Schulden (w.o. hypotheke) (-)	- 17	- 19	- 26	- 30
Netto vermogen	100	100	100	100
<i>Als % van beschikbaar gezinsinkomen</i>				
Eigen woning	163	193	359	439
Pensioenvermogen	107	219	253	335
Overig vermogen (o.a. spaartegoeden, aandelen)	173	225	233	268
Schulden (w.o. hypotheke) (-)	- 63	- 103	- 174	- 241
Netto vermogen	380	534	671	801

Bron: CPB

Tabel 7.1 laat ook zien dat de genoemde verschuivingen vooral groot waren in de zeven jaar tussen 1995 en 2002. In deze periode is namelijk sprake van een ruime verdubbeling van de reële waarde van de eigenwoningbezit, van 441 mld tot 987 mld. Als aandeel van het beschikbaar gezinsinkomen ging het om een stijging van 193% tot 359%.

7.2.4 Vermogenspositie van woningcorporaties

Een deel van de stijgende waarde van de woningvoorraad is terecht gekomen bij woningcorporaties. Het aantal huurwoningen is weliswaar ongeveer gelijk gebleven (Figuur 7.2). De waarde ervan is echter sinds de verzelfstandiging van de corporaties (en de brutering van de woningwetningen) flink gestegen. De WOZ waarde kan voor 2006 worden geschat op 378 miljard euro (Romijn en Besse-ling, 2008). Er zijn 2,37 mln corporatiewoningen met een gemiddelde WOZ waarde van 159,6 duizend euro. De WOZ waarde betreft de waarde van de woningen bij verkoop op de vrije markt. Deze waarde is hoger dan de waarde in verhuurde staat. Voor 2005 schat de Stichting Corporatie Vastgoedindex (Ae-dex) de waarde in verhuurde staat op 220 miljard euro. Rekening houdend met

de andere activa en de schulden van de corporaties, die volgens het CFV in 2005 respectievelijk 15 en 65 mld bedroegen, resulteert een netto vermogen die uitkomt op ca. 328 mld bij waardering conform de WOZ waarde en ca.170 mld bij waardering in verhuurde staat.

7.3 Hausse op de woningmarkt in jaren '90²

De generaties die in de jaren '90 een woning bezaten, hebben enorm geprofiteerd van de waardeinstijging van huizen. In zes jaar tijd, tussen 1996 en 2002 zijn de huizenprijzen ruimschoots verdubbeld. Ook na aftrek van de inflatie resteert nog altijd een reële waardeinstijging van niet minder dan 77 procent. De stijging in de huizenprijzen is vergelijkbaar met die van aandelenkoersen, die ook in diezelfde periode meer dan verdubbelden. De aandelenkoersen zijn daarna gedaald. De huizenprijs is verder doorgestegen met circa 5 procent per jaar. Deze ontwikkeling is niet uniek voor Nederland. In de meeste landen om ons heen zijn de huizenprijzen ook sterk gestegen sinds het begin van de jaren '90. Om de betekenis van de huizenprijzenstijging te begrijpen, en ook de kans op een eventuele daling van de huizenprijzen, moeten wij inzicht hebben in de achterliggende factoren.

De gemiddelde huizenprijs in Nederland kan worden verklaard uit de volgende factoren (voor details zie Kranendonk en Verbruggen (2008):

- Reëel beschikbaar looninkomen (L)
- Reële rente(r)
- Financieel gezinsvermogen (W)
- Totale woningvoorraad (V)

Dit leidde tot de volgende lange termijn vergelijking:

$$\ln p = 1,53 \ln L - 5,94 r + 1,63 \ln W - 2,83 \ln V - 6,60$$

(0,18) (1,00) (0,24) (0,24) (0,53)

$$R^2 \text{ (gecorrigeerd)} = 0,97 \quad DW = 1,11 \quad Se = 0,07$$

waarin p de gemiddelde huizenprijs en \ln de natuurlijke logaritme weergeeft (de t -waarden staan tussen haakjes).³ In deze weergave is afgezien van de aanpas-

² Deze paragraaf is gebaseerd op Kranendonk en Verbruggen (2008).

³ In deze vergelijking is geen invloed opgenomen van het fiscale regime ten aanzien van de eigen woning. Wellicht had dit wel moeten. Weliswaar is het fiscale regime in de schattingsperiode weinig veranderd, maar het is denkbaar dat de aftrekbaarheid van de hypotheekrente een groter effect heeft bij hoge nominale rentes, zoals in de jaren zeventig, dan bij een lage rentestand, zoals de laatste jaren het geval is. Het is op dit moment nog niet geheel duidelijk op welke manier en in welke mate deze mogelijke tekortkoming de huizenprijzenvergelijking verstoort. Bij een hervorming van de fiscale

singsdynamiek. In de schatting is de woningvoorraad als gegeven beschouwd.⁴ Het overig financieel gezinsvermogen omvat de spaarrekeningen, beleggingen etc.

Tabel 7.2 geeft op basis van deze vergelijking een uitsplitsing van de gestegen huizenprijzen in de periode 1981-2007. In de eerste subperiode 1981-1995 valt de prijsstijging vooral toe te schrijven aan de groei van het inkomen en het financieel vermogen. Dit opwaartse effect werd in die periode nog grotendeels gecompenseerd doordat de woningvoorraad fors toenam. De stijging van de woningvoorraad bedroeg in deze periode 1,5 miljoen woningen, oftewel circa 3% per jaar. Per saldo resulteerde daardoor een prijsstijging van gemiddeld 2,3% per jaar, bijna gelijk aan de jaarlijkse inflatie.

Tabel 7.2 Oorzaken van de huizenprijsontwikkeling in drie subperiodes

	Gecumuleerde bijdragen		
	1981-1995	1996-2002	2003-2007
	%	%	%
Verklarende variabelen			
Reëel beschikbaar looninkomen	39,1	44,7	10,1
Reële rente	- 7,8	23,0	- 6,6
Overig financieel vermogen gezinnen	65,9	16,2	30,1
Woningvoorraad	- 53,6	- 19,0	- 10,3
Onverklaard	- 2,6	5,9	- 4,9
Totaal (gecumuleerde reële stijging)	- 3,8	77,4	14,1
Inflatie (CPI)	45,5	20,4	8,0
Totaal (gecumuleerde nominale stijging)	39,9	113,6	23,3

In de periode 1996-2002 heeft een sterke versnelling van de prijsstijging van huizen plaatsgevonden. De prijzen stegen met 11,5% per jaar en reëel met gemiddeld 8,5%. Verreweg het grootste deel van deze stijging is veroorzaakt door

subsidie op de eigen woning zal dit vanzelfsprekend invloed hebben op de prijs van woningen; hier komen wij in paragraaf 5 op terug.

⁴ Voor een meer algemene modelmatige aanpak waarin ook de aanbodzijde wordt meegenomen, zie M. Koning e.a.(2006).

de sterke economische groei in die periode, waardoor huishoudens welvarender werden. De huizenprijsstijging is – net als de aandelenprijzen – verder aangewakkerd door de dalende rente. De groei van de woningvoorraad heeft deze versnelling in de vraag niet kunnen bijbenen. De woningvoorraad groeide in deze periode gestaag door met ca. 1% per jaar, maar dat was niet voldoende om de prijsexplosie van woningen te voorkomen. Overigens is het de vraag of prijsstijging van woningen te voorkomen was geweest wanneer de bouwproductie zich – sneller – had aangepast (zie de tekstbox).

Huizenprijsstijging te voorkomen door grotere bouwproductie?

In de tweede helft van de jaren '90 zijn de huizenprijzen in korte tijd verdubbeld. Was dit te voorkomen geweest wanneer de bouwproductie niet was achtergebleven? Het antwoord op deze vraag is: nee. De prijsstijging in de jaren '90 was voor een deel een reflectie van de stijgende waardering en kapitaalgoederen die samenhang met de dalende rente en stijgende inkomens. Extra woningbouw had daarom de prijsstijging wel kunnen afremmen, zoals de geschatte vergelijking voor de huizenprijs impliceert, maar zou een huizenprijsstijging niet hebben kunnen voorkomen.

Dit heeft te maken met het karakter van woningen. De waarde van een huis reflecteert niet alleen de woning zelf, maar ook de locatie waarop de woning staat. Een woning in het hart van Utrecht is vooral duur omdat de locatie zeer gewild is. Omdat locaties unieke 'goederen' zijn, varieert hun prijs onvermijdelijk met het inkomen en de rente. Ter vergelijking, niemand schrijft de stijging van de aandelenprijzen in diezelfde jaren toe aan een – ondoelmatig - gebrek aan investeringen in kapitaalgoederen. Voor kapitaalgoederen en unieke goederen geldt dat de prijs op korte termijn sterk kan fluctueren door veranderingen in de rente en de inkomens(verwachtingen). Of dat tot aanpassing van de productie moet of zal leiden hangt van de specifieke situatie af. Een woning heeft enerzijds kenmerken van een kapitaalgoed: het kost tijd en geld om de voorraad aan te passen. Anderzijds heeft de woningvoorraad kenmerken van een uniek goed: het is nu eenmaal niet mogelijk om het historisch centrum van Utrecht of Amsterdam zomaar in Flevoland te reproduceren.

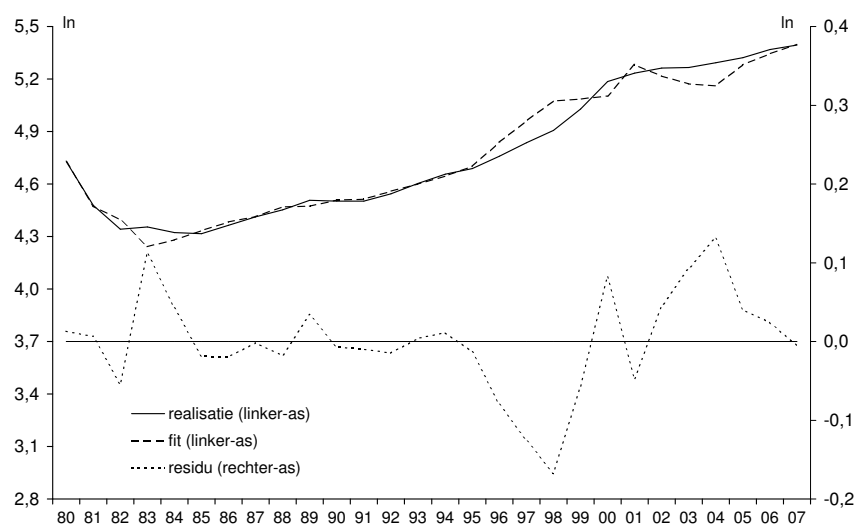
In de periode 2003-2007 is de huizenmarkt weer in rustiger vaarwater terecht gekomen. De huizenprijzen stegen met gemiddeld 4,3% per jaar. Door de terugval in de groei nam de vraag relatief af. Ook de reële rente heeft niet langer een opwaarts effect. De toename van de woningvoorraad is in deze periode betrekkelijk gering, zodat de neerwaartse druk hiervan op de huizenprijs eveneens beperkt is.

Uit de econometrische analyse blijkt dat de ontwikkeling van de huizenprijs goed door deze factoren is te verklaren. Er is daarom geen reden om te veronderstellen dan er anno 2008 sterke irrationele of speculatieve elementen in de huizenprijzen zitten. Dit blijkt ook uit Figuur 7.4. Volgens deze figuur lagen de huizenprijzen weliswaar in 2004 zo'n 10 à 15% boven de door dit model voorspelde waarde, wat zou kunnen duiden op een tijdelijke overwaardering. Dit gat tussen feitelijke en berekende prijs is echter na 2004 geheel verdwenen. Volgens de geschatte vergelijking is er anno 2007 dus geen sprake meer van overwaardering of zeep-

bel en bevindt de feitelijke huizenprijs zich vrijwel op het geschatte lange-termijnniveau.

Dit wil echter niet zeggen dat deze prijzen niet zouden kunnen gaan dalen. Indien de reële rente zou oplopen en of mensen meer pessimistisch worden over het inkomen, dan kan de huizenprijs op korte termijn onder druk komen te staan.

Figuur 7.4 Gerealiseerde en volgens vergelijking berekende niveau van de reële huizenprijs, 1980-2007



7.4 Huizenmarkt en economische groei

7.4.1 Woningbezit als aanjager van economische groei

De prijsstijging van woningen was een belangrijke aanjager van de economische groei in de jaren '90 van de vorige eeuw. De waardeverhoging van de woningen had direct effect op de consumptie van huishoudens. Volgens schattingen van het CPB leidt een waardeverhoging van de eigen woning met bijvoorbeeld 100 000 euro tot een structurele toename van de jaarlijkse consumptie met 3500 euro.⁵

⁵ Zie de beschrijving van het CPB model Saffier in Kranendonk en Verbruggen (2006). Daarnaast houdt de consumptievergelijking er rekening mee dat als de prijzen sneller (langzamer) stijgen dan verwacht, dat tijdelijk leidt tot wat extra (minder) consumptie. Wanneer we naar het structurele verband tussen het huizenvermogen en de particuliere consumptie kijken spelen deze tijdelijke effecten uiteraard geen rol.

Deze daling is in beginsel permanent. Volgens de vermogenstheoretische benadering van de consumptie, of de 'permanent inkomenshypothese' kan de consumptie worden opgevat als een fractie van het totale vermogen. Bij dit vermogenseffect hoort een coëfficiënt van 0,035. Deze is in lijn met de internationale literatuur. Hij is kleiner dan die van vrij opneembare en risicovrije tegoeden (spaarrekeningen, obligaties) maar groter dan die van aandelen.

Tabel 7.3. geeft een overzicht van de invloed van de waardeinstijging van woningen op de totale consumptie in Nederland tussen 1981 en 2007. De tabel toont de gemiddelde jaarlijkse consumptiegroei voor drie deelperiodes. De eerste periode (1981-1995) betreft een tijdspanne met uiteenlopende ontwikkelingen in de huizenprijs: daalde begin jaren tachtig het gemiddelde huis in waarde, aan het eind van de deelperiode stegen de reële prijzen juist. De tweede periode (1996-2002) betreft een serie jaren met forse reële prijsstijgingen, terwijl in de meest recente periode (2003-2007) de huizenprijsstijging niet ver boven de inflatie uitkwam. Voorts geeft de tabel groeibijdrages van vier verschillende onderdelen.

In de periode 1981-1995 groeide de consumptie in een gematigd tempo. Ruwweg de helft van de groei kan worden verklaard door een stijging van het reëel beschikbaar gezinsinkomen. Zowel het huizenvermogen als het overige financiële vermogen van gezinnen droegen in de eerste periode nauwelijks bij. In de deelperiode 1996-2002 was de consumptietoename gemiddeld meer dan 2%-punt hoger dan in de eerstgenoemde deelperiode. Deze groeitoename kwam voor ongeveer de helft voort uit hogere inkomensgroei, terwijl de toename van het huizenvermogen de andere helft van de stijging voor zijn rekening nam. Het huizenvermogen nam scherp toe onder invloed van grote huizenprijsstijgingen van gemiddeld meer dan 10% per jaar. Uiteindelijk kwam ongeveer een derde van de consumptiegroei voort uit de ontwikkeling van het huizenvermogen.

Interessant om te zien is dat, waar de versnelling van de consumptiegroei tussen de eerste en tweede deelperiode voor de helft werd gedragen door het toegenomen huizenvermogen, de vertraging van de groei naar de volgende deelperiode toe voor slechts een kwart het gevolg is van een kleinere groeibijdrage van het huizenvermogen. De overige drie factoren dragen ongeveer proportioneel bij aan de groeivertraging. Dit laat zien dat het belang van het huizenvermogen voor de particuliere consumptie in de loop van de tijd is toegenomen.

De positieve impuls van de huizenprijsstijging op de consumptie werkt ook door op de economische groei en de werkgelegenheid. Globaal bekeken betekent een procentpunt extra particuliere consumptie op korte termijn een derde procentpunt meer economische groei en werkgelegenheid. De stijging van het huizenvermogen heeft in de periode 1996-2002 zo berekend circa 0,4%-punt per jaar bijgedragen aan de BBP-groei, een niet te verwaarlozen effect⁶. Al met al kan worden geconcludeerd dat het verloop van de huizenprijs en het huizenvermogen van

⁶ Deze met SAFFIER gevonden resultaten stemmen redelijk overeen met schattingen van De Nederlandsche Bank (zie Kwartaalbericht DNB, juni 2002). Op basis van het macro-economische model MORCKMON schat DNB voor de jaren 1998-2001 de gemiddelde jaarlijkse bijdrage van de huizenprijsstijging aan de BBP-groei in op maximaal ongeveer 0,5%-punt.

substantiële betekenis is geweest voor het verloop van de conjunctuur. Via de hogere consumptie heeft de vermogensstijging een flinke bestedingsimpuls aan de economie gegeven, waardoor inkomen en werkgelegenheid positief werden gestimuleerd. Op langere termijn ebt de positieve bestedingsimpuls weer weg; de krappe arbeidsmarkt leidt tot loonstijgingen die de uitvoer en productie weer op 'normaal' niveau terugbrengen. De hogere consumptie wordt dan gecompenseerd door een verslechterde netto exportpositie.

Tabel 7.3 Oorzaken van de groei van de particuliere consumptie in drie deelperiodes

	1981-1995	1996-2002	2003-2007
	Gemiddelde procentuele mutaties per jaar		
Particuliere consumptie	1,4	3,5	1,3
Bijdragen (in%-punten)			
Inkomen	0,6	1,7	0,9
Huizenvermogen	0,1	1,2	0,7
Overig vermogen	0,1	- 0,2	- 0,5
Overig/onverklaard	0,7	0,8	0,2

De invloed van huizenprijzen op de conjunctuur kan ook meer in detail worden berekend met het CPB model Saffier. Ter illustratie is in Tabel 7.4 weergegeven wat de macro-economische uitkomsten zouden zijn geweest als de huizenprijs in de periode 1995-2007 met zo'n 2% per jaar minder zou zijn gestegen. In deze situatie zou het huizenvermogen van huishoudens minder zijn gegroeid, waardoor ook de consumptie en het BBP minder zouden zijn toegenomen, met gecumuleerd uiteindelijk resp. 2,1% en 0,5%. Deze cijfers geven een indicatie van het pure vermogens-effect van de huizenprijzen. In werkelijkheid komt de huizenprijsstijging echter niet uit de lucht vallen. Voor een consistente analyse moet men ook naar de onderliggende verklaring van de huizenprijsstijging kijken. Daarom is in de rechterhelft van Tabel 7.4 een tweede exercitie gedaan, waarin de lagere huizenprijsstijging het gevolg is van een vergroting van het aanbod van woningen. Het negatieve effect op de totale bestedingen door de lagere consumptie, wordt nu opgeheven door het positieve bestedingseffect van de grotere investeringen. Per saldo komt het nationaal product (BBP) in 2007 circa een ½ procent hoger uit dan bij een lagere groei van de woningvoorraad. In deze variant is verondersteld dat in de periode 1990-2007 jaarlijks zo'n 25 à 30 duizend woningen extra zouden zijn gebouwd. Daardoor zou de totale woningvoorraad anno 2007 circa 7% groter zijn geweest. De hogere woningbouwproductie zou de woningprijzen gecumuleerd zo'n 20% minder hebben doen stijgen. Per saldo is bij deze fictieve berekening het effect voor het reële BBP anno 2007 nog licht positief. Dit effect ebt zoals gezegd op langere termijn weg. Dit kan ook worden ge-

zien uit de ontwikkeling van de werkgelegenheid, waarvan het effect eerst positief is maar in 2007 is verdwenen.

Tabel 7.4 Macro-economische effecten van huizenprijsstijgingen in 1995-2007

	Bij 2% per jaar minder stijging huizenprijs			Idem bij extra woningbouwproductie		
	1995	2002	2007	1995	2002	2007
Cumulatieve afwijking in %						
Investerings in woningen	0	-0,1	-0,5	18	17	15
Woningvoorraad	0	0	0	2	5	7
Huizenprijs	0	-15	-20	-2	-12	-20
Particuliere consumptie	0	-1,4	-2,1	0,3	-0,4	-1,0
BBP	0	-0,4	-0,5	0,9	0,6	0,5
Werkgelegenheid	0	-0,2	-0,4	0,4	0,0	-0,1
Binnenlands geproduceerde uitvoer	0	0,1	0,1	-0,4	-0,9	-0,8

7.4.2 Keerzijde: kans op negatieve schokken

De veranderde vermogenspositie en vermogenssamenstelling van huishoudens heeft geleid tot een toegenomen blootstelling aan financieel risico. Niet alleen is het eigenwoningbezit aanzienlijk toegenomen, zoals besproken in sectie 2, ook is het bezit van risicodragende financiële activa sterk gestegen. Dit laatste geldt zowel voor de bezittingen in eigen beheer als die van pensioenfondsen. Tabel 7.5 laat deze ontwikkelingen zien. Anders dan in tabel 2.1 is een indeling van de activa gemaakt in risicodragende activa (aandelen en onroerend goed) en niet risicodragende activa (zoals spaartegoeden en obligaties).⁷ Deze indeling laat zien dat de risicodragende activa tussen 1980 en 2007 zijn gestegen van 51% naar 85% van het netto vermogen. In verhouding tot de beschikbare gezinsinkomens is de stijging nog veel groter. Deze verhouding stijgt zelfs met 487%-punt van 191% naar 678%, ofwel met een factor 3,5.

⁷ De risicodragende activa van gezinnen in eigen beheer betreffen aandelen en de eigen woning. Bij pensioenfondsen zijn dit aandelen, onroerende zaken en de post 'overige activa'. Deze laatste post wordt slechts de laatste jaren op de DNB-balansen van pensioenfondsen weergegeven, is relatief klein, en bestaat voor een groot deel uit beleggingen in 'hedge funds'.

Tabel 7.5 Vermogensontwikkeling van huishoudens met uitsplitsing in risicodragende en niet risicodragende activa

	1980	1995	2002	2007
<i>Als % van netto vermogen</i>				
Risicodragende activa	51	59	82	85
- eigen woning	43	36	53	55
- aandelen in eigen beheer	4	9	8	7
- risicodragende activa pensioenfondsen	4	14	21	24
Niet risicodragende activa	65	59	43	45
- in eigen beheer	41	32	26	26
- bij pensioenfondsen	24	27	17	19
Schulden (-)	-17	-19	-26	-30
Netto vermogen	100	100	100	100
<i>Als % van beschikbaar gezinsinkomen</i>				
Risicodragende activa	191	315	551	678
- eigen woning	163	193	359	439
- aandelen in eigen beheer	13	47	51	55
- risicodragende activa pensioenfondsen	15	75	141	184
Niet risicodragende activa	252	322	294	364
- in eigen beheer	160	178	182	213
- bij pensioenfondsen	92	144	112	151
Schulden (-)	-63	-103	-174	-240
Netto vermogen	380	534	671	801

Bron: CPB en DNB voor samenstelling pensioenvermogens

Wat zouden – gegeven dit grotere risicoprofiel – de effecten zijn van een daling van de huizenprijzen, zoals deze zich in veel andere landen heeft voorgedaan? Ter illustratie gaan wij uit van een eenmalige, permanente daling van de huizenprijs met 10%. De conjuncturele effecten – gemeten na 4 jaar – zijn berekend met SAFFIER. De langetermijneffecten zijn op een gestileerde manier bepaald op basis van een welvaartstheoretische benadering (zie Van Ewijk et al. (2006)).⁸ Wij nemen aan dat er geen specifieke oorzaak is van de prijsdaling. De rente en andere determinanten van de huizenprijs blijven in eerste instantie ongewijzigd. Het kan dus worden beschouwd als puur speculatieve beweging, zeg een leeglopende luchtbel. De huidige huizenprijs wordt zo als ‘te hoog’ opgevat door te optimistische verwachtingen op de huizenmarkt.

⁸ De exacte onderbouwing van de lange termijn effecten is op aanvraag verkrijgbaar bij de auteurs.

Opvallend zijn de verschillen tussen de korte en de lange termijn. Op korte termijn zet een prijsdaling van huizen de economie onder druk. Op lange termijn is dit effect uitgewerkt. Voorzover de initieel 'te hoge' huizenprijs tot verstoringen leidt in de vorm van te grote investeringen in huizen, leidt het leeglopen van de zeepbel op lange termijn tot een welvaartswinst en daarmee een – moeilijk exact te kwantificeren – gunstig effect op nationaal inkomen en consumptie.⁹

De effecten op korte termijn zijn weergegeven in de eerste kolom van tabel 7.6. Op korte termijn neem de particuliere consumptie af door het negatieve vermogens-effect van de lagere huizenprijs. De lagere consumptie leidt tot een lagere productie, waardoor er minder werknemers nodig zijn en de werkloosheid oploopt. Door de inzakkende economie daalt de huizenprijs nog verder en nemen ook de investeringen in woningen af. Per saldo vallen het nationaal inkomen en de werkgelegenheid na 4 jaar met ½% terug.

Hierbij is verondersteld dat de overheid de negatieve bestedingseffecten niet compenseert met een ruimer budgettair beleid. Het begrotingssaldo blijft ongewijzigd. Om dat te bereiken zal de overheid – vanwege dalende belastingopbrengsten – de belastingtarieven moeten verhogen, hetgeen een verder drukkend effect op de particuliere consumptie heeft.

Tabel 7.6 Macro-economische effecten van een exogene huisprijsdaling met 10%

	Na 4 jaar	Lange termijn (volgende generatie)
Cumulatieve afwijking in %		
Particuliere consumptie	- 1,8	2
Werkgelegenheid	- 0,4	¼
Nationaal inkomen	- 0,5	¾
Investerings in woningen	- 0,3	- 7
Woningvoorraad	0	- 7

De effecten op de lange termijn, weergegeven in de tweede kolom van tabel 7.6, zijn complexer en hangen nauw samen met wat onder lange termijn wordt verstaan. Wij bedoelen met lange termijn de positie van generaties die leven in de toekomst, zeg de volgende generaties na de huidige. Daarbij nemen wij aan dat die generatie profiteert van de lagere huizenprijzen omdat zij minder aan de huidige generaties hoeven te betalen voor de huizenvoorraad¹⁰. Wij zetten hun situa-

⁹ Wanneer de hoge huizenprijs het gevolg is van een 'te restrictieve' ruimtelijke ordening en de huizenprijsdaling zou ontstaan door het loslaten van deze restrictie (voorzover effectief) ontstaat op lange termijn juist een positieve welvaartswinst bij een grotere productie van woningen.

¹⁰ Merk op dat de lagere prijs op zich geen voordeel biedt, wanneer zij de huizen ook tegen een lagere prijs aan de volgende generatie overdoen. Het gaat alleen om de verandering in de prijs.

tie dus af tegen het alternatief waarin de zeepbel anders tijdens hun leven was uiteengespat en zij zelf met de huizenprijsdaling waren geconfronteerd. Zij hebben dus een 'windfall gain' die gelijk is aan het verlies van huidige generaties. Het effect op de consumptie kan worden benaderd als het vermogenseffect van de lagere huizenwaarde. Dit vermogenseffect wordt internationaal geschat op 2% tot 5% van de verandering in vermogen. De hierboven gehanteerde coëfficiënt van 0,035 ligt binnen deze grenzen. Omdat het huizenvermogen circa 4 maal de consumptie bedraagt, kan het effect van de meevaller op de consumptie van toekomstige generaties worden berekend op zo'n 1½%, namelijk $0,035 \times 0,10 \times 4$. Waarschijnlijk is dit een overschatting omdat een deel van de volgende generatie ook minder erfenissen ontvangt wanneer de huizenprijs nu daalt. Anderzijds houdt deze berekening geen rekening met de gedaalde vermogens van woningcorporaties, waardoor de huren in de toekomst moeten stijgen.

In de tweede plaats kan er een positieve invloed op de consumptie zijn door de verbeterde efficiëntie van de economie. Wij gaan er van uit dat door de zeepbel de huizenprijs – bij gegeven huurwaarde van de woningen – initieel 'te hoog' was, waardoor er een overaanbod van woningen ontstaan is. De te hoge prijs ontstaat dus doordat investeerders te optimistisch zijn over toekomstige huizenprijzen. Anders gezegd, door over-optimisme bij de investeerders in woningen resulteert er een maatschappelijk gezien een overinvestering en daardoor dus ook een te grote consumptie van woondiensten. De te optimistische verwachtingen leiden dus aan de ene kant tot te hoge prijzen van huizen (als kapitaal goed) en aan de andere kant tot een te lage prijs van woondiensten (de huurwaarde).

Deze situatie is vergelijkbaar met die van een (verstoring) subsidie op wonen. Om het welvaartseffect van het opheffen van de overconsumptie te bepalen moeten wij vaststellen hoe groot de initiële verstoring in de aanbodprijs was. Deze is groter dan 10% omdat na het wegvallen van de verstoring het aanbod daalt, waardoor de prijzen weer stijgen. Om per saldo uit te komen op een prijsdaling van 10% kan bij gelijke elasticiteiten voor aanbod en vraag van woondiensten (beide 0,7) worden berekend dat de initiële verstoring 20% moet zijn geweest (wij volgen hier de methodiek van Van Ewijk et al. 2006). Na het wegvallen van deze verstoring krimpt het aanbod van woondiensten in met 7%; dit is het effect van de 10% lagere prijs bij een aanbodselasticiteit van 0,7.

De welvaartswinst van opheffing van deze verstoring kan nu op de gebruikelijke wijze geschat worden als

$$\frac{1}{2} \frac{\varepsilon_s \varepsilon_d}{\varepsilon_s + \varepsilon_d} t^2 H$$

waarbij t de initiële verstoring is en H de huurwaarde. Bij een huurwaarde van de eigenwoningvoorraad van 66 mld euro (Van Ewijk et al. 2006) komt dit neer op een bedrag van ca. ½ mld euro.

Als wij echter aannemen dat de woningmarkt ook al verstoord is door de fiscale subsidie van 20%, zoals berekend in Van Ewijk et al. (2006) dan komt de welvaartswinst aanzienlijk groter uit. De woningmarkt is dan immers dubbel verstoord, enerzijds door de fiscale subsidie en anderzijds door de zeepbel. De ver-

storing wordt in dit geval teruggebracht van 40% naar 20% wat een welvaarts-winst oplevert van 2,5 mld op. Dit is ½% het BBP.

Door de verbeterde efficiëntie in de (woon)consumptie neemt ook de reële waarde van lonen toe, met een positieve impuls voor het arbeidsaanbod en daarmee de werkgelegenheid als gevolg. Dit effect schatten wij op ¼%. Door deze twee effecten samen neemt het nationaal inkomen toe met ¾%. Wij nemen daarbij aan dat de verbeterde consumptie-efficiëntie tot uitdrukking komt in een hoger BBP, zoals bij adequate meting van het BBP het geval moet zijn.¹¹ Nemen wij deze inkomensstijging samen met het eerder besproken vermogenseffect dan komt de totale consumptiestijging uit op 2%.

Door de daling van de huizenprijs valt de woningvoorraad op lange termijn 7% lager uit. Uiteindelijk, in de steady state, zijn ook de investeringen in woningen 7% lager.

7.5 Gevolgen van hervorming fiscaal regime eigen woning

Een daling van de huizenprijs kan ontstaan door een exogene schok, zoals in de Verenigde Staten en andere landen, maar ook door een verandering in het beleid. In dit hoofdstuk bespreken wij de effecten van een versobering van de fiscale subsidie op de eigen woning door beperking van de hypotheekrenteaftrek. Wij sluiten dan aan bij de variant van defiscalisering zoals die is gebruikt in van Ewijk et al. (2006) en Koning et al. (2006). Dit betekent een gedeeltelijke afschaffing van de fiscale subsidie op de eigen woning door het vervallen van de aftrek van de hypotheekrente, het eigenwoningforfait en de overdrachtsbelasting.¹² De netto opbrengst hiervan voor de fiscus wordt teruggesluisd via een uniforme verlaging van de tarieven voor de inkomstenbelasting. In de genoemde studie lag het accent op de welvaartseffecten op lange termijn (zie ook de bijdrage van Besseling et al. in deze bundel).

Hier kijken wij naar de macro-economische effecten op korte termijn en zetten deze af tegen de te verwachten effecten op lange termijn. De centrale vraag is of een hervorming van de woningmarkt tot belangrijke schokeffecten kan leiden op korte termijn. Wij laten hierbij buiten beschouwing dat afschaffing van de overdrachtsbelasting ook een direct effect kan hebben op werkloosheid door verbetering van de dynamiek op de woningmarkt (zie de tekstbox 'Leidt meer eigenwoningbezit tot hogere werkloosheid?' in paragraaf 7.2).

¹¹ Of dit in werkelijkheid zo is, hangt af van de vraag of het BBP gemeten wordt tegen de - verstoorde - marktprijzen of tegen de sociale prijzen die de juiste maatschappelijke waarde van de goederen weerspiegelen. Het CBS hanteert normaliter marktprijzen.

¹² Bij volledige afschaffing van de subsidie wordt de eigen woning in box 3 ondergebracht en belast tegen de vermogens-redementsheffing.

In de genoemde studies wordt berekend dat 'defiscalisering' van de eigen woning naar verwachting tot een permanent lagere huizenprijs leidt van $4\frac{1}{2}\%$ tot $13\frac{1}{2}\%$. De marge hangt samen met de onzekerheid over de mate waarin huizenkopers gewicht geven aan toekomstige opbrengsten. Hier wordt gekozen voor een percentage dat tussen deze beide uitersten in ligt, namelijk 10%. Dit is hetzelfde getal als in de variant met de exogene prijsdaling. Anders dan bij de exogene schok levert de hervorming ook een besparing op voor de overheid. De vrijgekomen middelen worden ingezet voor verlaging van de loon- en inkomstenbelasting. Hierdoor vallen in het Saffier-model de effecten op korte termijn gemiddeld iets gunstiger uit dan in de exogene variant. Dit kan echter niet voorkomen dat ook in dit geval er een negatief effect op de economie is, dat pas op lange termijn omslaat in een positief effect.

De resultaten zijn samengevat in Tabel 7.7. Door de verlaging van de belastingen is er een gunstig effect op het arbeidsaanbod, dat geschat kan worden op 0,25%. Het extra arbeidsaanbod zorgt ervoor dat de werkloosheid op korte termijn verder oploopt dan in de vorige variant. De grotere werkloosheid leidt tot lagere lonen. Het beschikbaar inkomen neemt daardoor per saldo verder af, met als gevolg dat de huizenprijs na enkele jaren wat meer is gedaald dan wanneer er geen toename van het arbeidsaanbod zou zijn geweest.

Evenals in het geval van de exogene huisprijsdaling is op de lange termijn het negatieve bestedingseffect uitgewerkt en profiteren de toekomstige cohorten juist van de lagere huizenprijzen. Ook hier is dus sprake van een positief vermogens-effect dat de particuliere consumptie met ongeveer 1,4% doet stijgen.

De welvaartseffecten kunnen op dezelfde wijze worden bepaald als bij de variant met een exogene prijsdaling. Het maakt echter veel uit welk referentiep pad wordt gekozen, met name de vraag of dan ook initieel sprake van een zeepbel is. Indien dat niet het geval is, dan zijn de welvaartseffecten veel kleiner dan bij de exogene variant. De initiële verstoring op de woningmarkt is immers kleiner. Veronderstelt men daarentegen dat er een langdurige zeepbel op de woningmarkt is die tot en met de volgende generatie aanhoudt, dan zijn de effecten groot en zelfs groter dan bij de exogene prijsdaling omdat behalve de overconsumptie van wonen ook de verstoring van de overdrachtsbelasting op de woningmarkt mobiliteit vervalt.

Wanneer wij afzien van een zeepbel, dan zijn de welvaartseffecten gelijk aan die in de eerdere studie (Van Ewijk, 2006). De effecten bij een aanbodselasticiteit van 0,7 benaderen wij door het gemiddelde te nemen van de effecten bij een volledig elastisch en een volledig inelastisch woningaanbod. De macro-economische effecten zijn weergegeven in de tweede kolom in Tabel 7.7. De effecten op het BBP ($\frac{1}{4}\%$) en de werkgelegenheid ($\frac{1}{4}\%$) zijn klein in vergelijking met de directe intergenerationele vermogenseffecten.

Het totale consumptie-effect komt uit op afgerond $1\frac{1}{2}\%$. Het effect op de woningaanbod en de investeringen is gelijk aan dat in de exogene variant. Ook hier is de aanpassing van de woningvoorraad gelijk aan 7%.

Tabel 7.7 Macro-economische effecten van een huisprijsdaling met 10% als gevolg van defiscalisering

	Na 4 jaar	Op lange termijn
Cumulatieve afwijking in %		
Particuliere consumptie	- 1,7	1½
Werkgelegenheid	- 0,2	¼
Nationaal inkomen	- 0,5	¼
Investerings in woningen	- 0,5	- 7
Woningvoorraad	0	- 7

7.6 Intergenerationele effecten en houdbaarheid

7.6.1 Intergenerationele verdeling

Uit het voorafgaande blijkt dat de macro-economische doorwerking van hogere of lagere huizenprijzen vooral samenhangt met de intergenerationele vermogens-effecten. In dit deel gaan wij hier dieper op in en bespreken ook de relatie met de discussie over houdbaarheid en de schuldpolitiek van de overheid.¹³ Hierbij concentreren we ons op het directe effect. De effecten op de werkgelegenheid e.d. blijven buiten beschouwing. Ook wordt geen rekening gehouden met eventuele veranderingen in de omvang van erfenissen die de huizenprijsdaling met zich mee kan brengen. Omdat (rijkere) huishoudens een deel van de vermogenseffecten kunnen compenseren via erfenissen en schenkingen, kunnen de hier besproken intergenerationele effecten als een bovengrens worden beschouwd. Dat betekent niet dat deze generatierekeningenbenadering minder relevant is. Voor alle huishoudens in de economie die niet bewust zelf aan intergenerationele verevening doen via erfenissen - en dat is de grote meerderheid - blijven de overdrachten via de schuldpolitiek en ander intergenerationeel beleid van het grootste belang.

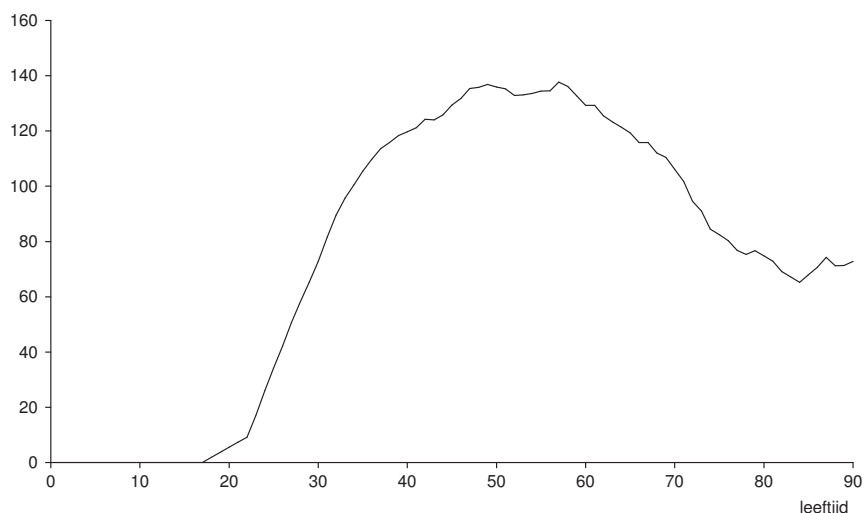
Wij gaan uit van de variant waarbij de huizenprijsdaling het gevolg is van beperking van de fiscale subsidie op wonen. Bij inelastisch aanbod komt de daling van de huizenprijs overeen met de contante waarde van het verlies aan subsidie op de eigen woning over een in beginsel oneindige tijdshorizon. De waarde van de woning wordt immers gekapitaliseerd in de waarde van de betreffende locatie. Bij een gedeeltelijk elastisch aanbod is het effect op de huizenprijs kleiner. Toekomstige generaties slagen er dan minder in om de lagere subsidies af te wente-

¹³ De gevolgde methode in deze paragraaf is ontleend aan Ter Rele (2006).

len op huidige generaties. De opbrengst van deze hervorming voor de schatkist wordt 'generatieneutraal' teruggesluisd, zodat er geen directe inkomensverschuivingen zijn tussen verschillende cohorten.

De intergenerationele effecten van een huisprijsdaling hangen in hoge mate af van de verdeling van het woningbezit over de verschillende generaties op het moment van de prijsdaling. De huidige verdeling is weergegeven in Figuur 7.5. We zien dat de gemiddelde waarde van het eigen woningbezit sterk toeneemt tussen de leeftijd van 20 en 45. Vervolgens is deze waarde constant op ongeveer 135 000 euro tot 55 à 60 jaar. Na de 55-jarige leeftijd treedt een daling op in de waarde van het eigenwoningbezit. Vanaf 75 jaar, blijft deze waarde gemiddeld genomen gelijk op circa 70 000 euro. Het vermogensverlies bedraagt voor deze cohorten dus 10% van deze bedragen.

Figuur 7.5 Waarde van woningbezit per persoon naar leeftijd (gemiddelden), in dzd euro's



Tegenover het waardeverlies van de woning, die samenhangt met de lagere subsidie op wonen, staat echter de winst van de lagere belasting gedurende de resterende levensduur van het huishouden. Het waardeverlies op de woning levert daarom een overschatting op van het vermogensverlies voor huidige generaties. In vermogenstermen staat tegenover dit verlies de contante waarde van de teruggesluisde belastingen. Omdat de waarde van de woning daalt met de contante waarde van de lagere subsidies over een onbeperkte horizon resulteert voor huidige generaties per saldo een vermogensverlies gelijk aan de contante waarde

van de subsidies van generaties die leven na het betreffende huishouden. Voorzover toekomstige subsidies in de huidige huizenprijs worden gekapitaliseerd, wentelen toekomstige generaties hun verliezen dus af op huidige woningbezitters. Het verlies is groot voor huishoudens die aan het eind van de levenscyclus zitten, maar veel kleiner voor huishoudens die nog een heel leven te gaan hebben en daardoor nog een lange tijd profiteren van de lagere belastingen.

Figuur 7.6 laat voor elk cohort de welvaartsverandering zien bij genoemde daling van huizenprijzen met 10%. Het gaat steeds om het gemiddelde effect per persoon van de betreffende leeftijd. De terugsluis is cohort neutraal; d.w.z. dat de belastingvertraging in ieder jaar voor ieder cohort precies opweegt tegen het verlies aan subsidie. Hierbij is afgezien van eventuele welvaartseffecten. De grootste verliezers zijn de groep oudere huisbezitters. Vooral de babyboomers lijden een welvaartsverlies dat oploopt tot (een gemiddelde van) bijna 8000 euro. Overigens is dit ook de groep die het meest heeft geprofiteerd van de huizenprijsstijging in de jaren '90. Bij de cohorten geboren vóór 1945 is het verlies kleiner door de lagere waarde van het woningbezit. Bij cohorten jonger dan geboortjaar 1958 wordt het verlies ook steeds kleiner door de afnemende waarde van het woningbezit en de langere resterende wooncarrière waardoor het (compenserende) voordeel van de lagere vermogenskosten van het woningbezit oploopt. Tot het cohort van 1976 blijft het effect negatief. De groep die na 1976 is geboren profiteert. Bij hen zijn de voordelen van de lagere lasten gemiddeld groter dan het vermogensverlies van de eigen woning. Voor de huidige twintigjarigen (cohort 1988), is de winst met ca. 7000 euro per persoon maximaal. De toekomstige (nog ongeboren) generaties profiteren gemiddeld ongeveer 5000 euro.¹⁴ Dit laatste effect is overigens permanent en treft dus alle toekomstige generaties.¹⁵

7.6.2 Relatie tot houdbaarheid van de overheidsfinanciën

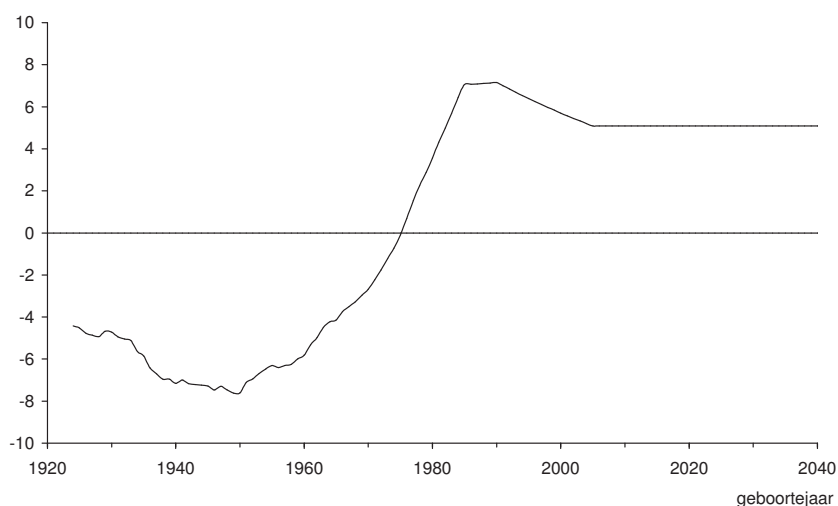
Het bovenstaande duidt op intergenerationele welvaartseffecten van een huizenprijzdaling. Van een verandering van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is echter geen sprake. Het saldo van inkomsten en uitgaven van de overheid wordt immers niet beïnvloed omdat de besparingen op de subsidie worden teruggesluisd via lagere belastingen. De hervorming van de huizenmarkt is een duidelijk geval waar het traditionele concept van houdbaarheid en generatierekningen

¹⁴ Bedacht met wel steeds worden dat deze berekeningen zich richten op het gemiddelde van een cohort. Op individueel niveau kunnen de effecten aanmerkelijk verschillen van dit gemiddelde.

¹⁵ De welvaartseffecten worden hier zo weergegeven dat voor de ongeboren cohorten deze effecten gecorrigeerd worden voor de groei in productiviteit. Het gepresenteerde constante niveau ervan voor deze cohorten blijft daarom 5000 euro. In werkelijkheid stijgen deze kosten vanaf het cohort dat wordt geboren in 2007 met 1,7% per cohort.

een slechte indicatie biedt van de verdeling van de effecten over generaties. Dit punt is al naar voren gebracht door Buitter (1997) na de introductie van het concept van generatierekeningen (Auerbach en Kotlikoff, 1987). De kritiek van Buitter was dat het profijt van de overheid een slechte indicator is wanneer de werkelijke lusten en lasten via kapitalisatie bij andere – in de regel oudere – generaties terecht komt.

Figuur 7.6 Effect van huisprijsdaling van 10% per cohort op gemiddeld levensinkomen per jaar (in dzd euro's)



Vanuit het gezichtspunt van intergenerationele verdeling zouden de vermogens-effecten op de huizenmarkt een reden kunnen zijn om de verdeling van lasten en lusten van de overheid anders vorm te geven. Indien de lasten van hervorming op de fiscale behandeling van de eigen woning vooral de oudere generaties treft, zou dat een argument kunnen zijn om deze generaties minder te belasten met andere hervormingen, zoals aanpassing van de AOW. Hierbij kan ook de schuldpolitiek van de overheid een rol spelen. Door de budgettaire aanpassing naar de toekomst op te schuiven (en dus de schuld minder terug te dringen) worden ook effectief lasten verschoven van huidige generaties naar toekomstige generaties. Daar staat echter tegenover dat de groep van huizenbezitters ook het meest heeft geprofiteerd van de huizenprijsstijging in de jaren '90. Voor het antwoord op de verdelingsvraag is uiteindelijk een politieke afweging vereist.

7.6.3 *Andere overdrachten: erfenissen en vermogens van woningcorporaties*

Er zijn twee belangrijke kanttekeningen te plaatsen bij deze redenering. In de eerste plaats treft een beperking van de woningsubsidies ook de vermogens van de woningcorporaties. Dit gebeurt direct door de daling van de huizenprijzen; ook is het mogelijk dat de vermogens dalen door andere ingrepen van de overheid. Aangezien deze vermogens – zoals hiervoor besproken – een overdracht aan toekomstige generaties vormen, komen de lasten van de hervormingen ook bij toekomstige generaties terecht. Er is dan minder reden om de schuldpolitiek te verruimen. In de tweede plaats schuiven huidige generaties van woningbezitters een deel van het vermogensverlies door de prijsdaling door naar de volgende generatie via erfenissen. Dit effect kan substantieel zijn, omdat met name de huizenbezitters gemiddeld vaker doelbewust een erfenis aan hun kinderen nalaten. Een ruwe indicatie over de omvang van erfenissen kan worden verkregen uit de opbrengst van de successierechten, die circa 2 mld euro bedragen. Bij een gemiddeld tarief van 15% komt dit overeen met een jaarlijkse omvang van erfenissen van 13 mld euro. Over een periode van 20 jaar loopt dit op tot 260 mld euro. Dat is een aanzienlijk bedrag in verhouding tot het vermogensverlies op de woningvoorraad dat 10% van 1240 mld, dus 124 mld bedraagt. Volledig zal de compensatie niet zijn omdat erfenissen sterk geconcentreerd zijn bij een aantal huishoudens. Bovendien is het aantal kinderen per huishouden ook sterk verschillend.

7.7 Fasering en compenserend beleid

Het is een aardige exercitie om na te gaan welk schuldbeleid zou moeten worden gevoerd om de hervorming op de huizenmarkt ‘generatieneutraal’ uit te voeren. Dat wil zeggen, hoe moet de schuldpolitiek eruit zien om de intergenerationele effecten van de lagere huizenprijs teniet te doen? Een dergelijk beleid is in beginsel goed mogelijk, maar heeft wel een ongebruikelijke vorm. Omdat de huidige generaties in één klap worden geconfronteerd met een vermogensverlies, dient generatieneutrale schuldpolitiek dit ook in één keer te compenseren met een vermogensoverdracht aan de huidige generaties. Deze overdracht moet dan gefinancierd worden met een blijvende (constante) verhoging van de belastingen of verlaging van de uitgaven.

De volgende gestileerde exercitie werkt dit meer specifiek uit:

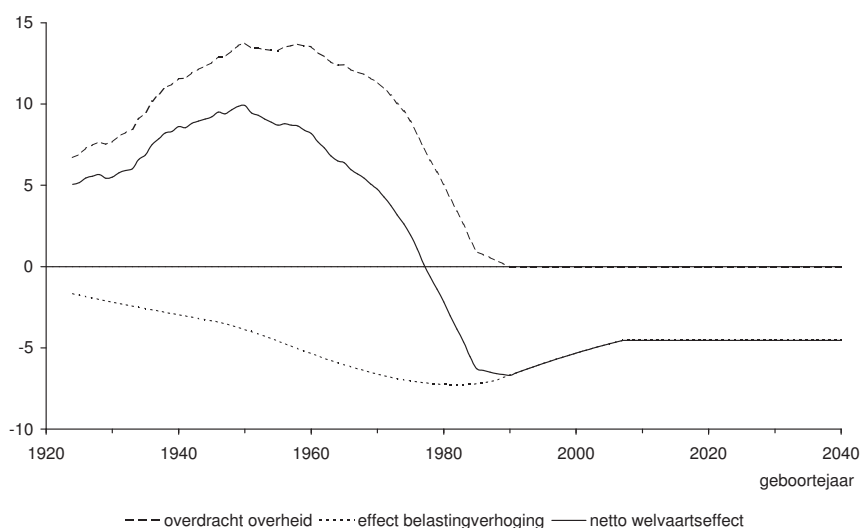
- de overheid compenseert exact het waardeverlies van de woning met een eenmalige vermogensoverdracht aan de cohorten die worden getroffen door de huisprijsdaling. Het hiermee gemoeide bedrag, dat gelijk is aan 124 mld euro

(10% van de waarde van de woningvoorraad), of 22% van het BBP, wordt opgebracht door vergroting van de overheidsschuld.

- de budgettaire lasten hiervan, in de vorm van hogere toekomstige rentebetalingen, worden gedekt door een belastingverhoging. De omvang hiervan zou gelijk moeten zijn aan 0,5% van het BBP. Deze verhoging is permanent. Binnen de huidige generaties dient de verdeling hiervan zoveel mogelijk aan te sluiten bij het verlies aan subsidies op de eigen woning, en dus bij de verdeling van het eigen woningbezit. Dit blijkt bij benadering te kunnen worden bereikt met een proportionele verhoging van inkomstenbelastingen, sociale premies en de indirecte belastingen.

Figuur 7.7 laat zien tot welke intergenerationele effecten deze combinatie van maatregelen leidt. De onderbroken lijn geeft de vermogensoverdracht weer die terechtkomt bij de woningbezittende cohorten. De stippellijn geeft per cohort het (negatieve) effect weer van de belastingverplichtingen. Het netto welvaartseffect per cohort is de som van deze twee. Deze blijkt nagenoeg het omgekeerde effect te hebben van dat van de huisprijzdaling (vergelijk met Figuur 7.6), en daardoor zou deze vorm van schuldpolitiek een bijna volledige compensatie bieden voor de gedaalde huizenprijzen. Een dergelijke operatie zal ook de negatieve macro-economische effecten op korte termijn ongedaan kunnen maken (paragraaf 7.4.2).

Figuur 7.7 Intergenerationele welvaartseffecten van compenserende schuldpolitiek (in dzd euro's)



Uitvoering van een dergelijke schuldpolitiek waarbij het tekort van de overheid gedurende één jaar wordt verhoogd met 124 mld euro (22% BBP) is niet erg waarschijnlijk. Bovendien gaat deze berekening uit van gemiddelden per cohort. In werkelijkheid zijn er binnen cohorten grote verschillen tussen huizenbezitters en huurders, en binnen de groep van huizenbezitters afhankelijk van de omvang van de hypothecaire schuld.

Een alternatief voor schuldpolitiek is fasering van de hervorming.¹⁶ Dit kan op twee manieren: fasering in de tijd of fasering door de maatregelen te differentiëren tussen verschillende (generaties van) huishoudens. Fasering in de tijd ligt voor de hand bij hervorming van de fiscale behandeling van de eigenwoning. Door afbouw van de subsidie over langere tijd uit te smeren, kunnen de lasten voor huidige bezitters enigszins worden verlicht. Echter, aangezien in de waarde van woningen alle toekomstige lasten en lusten worden gekapitaliseerd, is fasering in de tijd minder effectief dan vaak gedacht. Pas bij zeer trage invoering levert fasering in de tijd substantiële verlichting op voor huidige woningbezitters. Meer belovend is daarom fasering door onderscheid te maken tussen verschillende groepen. Voor de hand ligt het onderscheid tussen woningbezitters en niet-woningbezitters. Door bijvoorbeeld de hervorming van de fiscale subsidie alleen in te voeren voor de nieuwe gevallen en de bestaande woningbezitters te ontzien, worden de lasten meer evenwichtig verdeeld. De woningbezitters dragen immers al een belangrijk deel van de lasten door het vermogensverlies op de woning.

7.8 Conclusie

Het risicoprofiel van de Nederlandse economie is in de afgelopen 15 jaar sterk toegenomen. Dit is enerzijds het gevolg van het toenemende aandeel van risicovolle beleggingen van pensioenfondsen, maar anderzijds ook van de enorme waardeverhoging van het eigenwoningbezit. De eigen woning maakt meer dan de helft uit van het gemiddelde financiële vermogen van huishoudens. Samen met de aanzienlijke hypothecaire schulden is de 'risico-exposure' flink toegenomen. Dat huizenprijzen niet alleen stijgen maar ook kunnen dalen, leren de recente ervaringen in het buitenland.

Een daling van de huizenprijs met bijvoorbeeld 10% zal op korte termijn de consumptie met 2% kunnen doen dalen, met als gevolg dat de productie terugloopt en de werkloosheid stijgt. De huizenprijs kan niet alleen dalen door exogene in-

¹⁶ Zie Van Ewijk (2006) voor een uitgebreidere bespreking van faseringsmogelijkheden.

vloeden. Ook hervorming van de – hoge – fiscale subsidies op wonen hebben een weerslag op de huizenprijs. Terwijl op lange termijn een lichte welvaarts-winst (in termen van efficiënte productie) van $\frac{1}{4}\%$ van het nationaal inkomen mag worden verwacht en een consumptiestijging van 2%, zetten de dalende huizenprijzen (10%) op korte termijn de consumptie (- 1,7%) en het BBP (- 0,5%) onder druk. Bij de korte termijn effecten wordt ervan uitgegaan dat de overheid het begrotingssaldo ongewijzigd laat. Om de inkomsten van de overheid bij de inzakkende economie op peil te houden moeten de belastingtarieven worden verhoogd. De bestedingseffecten op korte termijn zouden kunnen worden verzacht door de tegenvallende inkomsten te laten doorwerken in een groter overheidstekort.

Ook vanuit lange termijn perspectief valt er in theorie iets voor te zeggen om een ruimer schuldbeleid te voeren. Doordat de lasten van de hervorming (lagere fiscale aftrek) volledig worden gekapitaliseerd in de huidige huizenprijzen, terwijl de baten (lagere belastingen) over de toekomst worden uitgesmeerd, ondervinden huidige generaties nadeel van de hervorming terwijl de toekomstige generaties profiteren. Anders gezegd, door de daling van de huizenprijs ontvangen huidige generaties minder van toekomstige generaties, waardoor de verdeling ten voordele van toekomstige generaties verschuift. Ook dit kan een reden zijn om bij de schuldpolitiek een tandje minder streng te zijn, en op korte termijn een groter tekort te accepteren.

Er zijn echter andere redenen om niet te hard van stapel te lopen met verruiming van het budgettaire beleid. Ten eerste wordt het vermogensverlies op huizen voor een belangrijk deel al direct doorgeschoven naar toekomstige generaties via lagere erfenissen. Ten tweede leidt de lagere huizenprijs ook via de vermogens van wooncorporaties tot inkomensdaling voor toekomstige generaties. Vroeg of laat moet immers de vermogensdaling van corporaties tot uitdrukking komen in hogere (of minder lage) huren of lagere voorzieningen voor toekomstige generaties. Ten derde kan worden bedacht dat juist dezelfde babyboomers sterk hebben geprofiteerd van de huizenprijsstijgingen in de jaren '90.

Tenslotte is schuldpolitiek een nogal ongericht middel om huidige generaties te ontzien. Immers, niet alleen huizenbezitters maar alle huishoudens profiteren van lagere belastingen (of hogere uitgaven). Het ligt daarom meer voor de hand om meer gerichte oplossingen te zoeken, bijvoorbeeld door fasering in de vorm van onderscheid tussen oude en nieuwe gevallen. Door de hervorming in te laten gaan voor de nieuwe eigenwoningbezitters kan een meer gelijkmatige intergenerationale verdeling van de lasten worden bereikt.

Referenties

- Auerbach, A.J. and Kotlikoff, L.J. (1987), *Dynamic Fiscal Policy*, Cambridge University Press, New York.
- Buiter, W.H. (1997), 'Generational Accounts, Aggregate Saving and Intergenerational Distribution', *Economica*, 64, pp. 605-626
- Buiter, W.H. (2008), 'Housing wealth isn't wealth', NBER-working paper 14204.
- DNB, (2002) kwartaalbericht: juni.
- Ewijk, C. van, M.A. Koning, M.H.C.Lever en R.A. de Mooij, (2006), 'Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning', CPB Bijzondere Publicatie 62.
- Ewijk, C. van, B. Jacobs, en R.A. de Mooij (2007), 'Welfare Effects of Fiscal Subsidies on Home Ownership in the Netherlands', *De Economist* 150, 323-336.
- Ewijk, C. van en M. van Leuvensteijn (eds.) (2009), *Homeownership and the labour market in Europe*, Oxford University Press.
- Klyuev, V. (2008), 'What Goes Up Most Go Down? House Price Dynamics in the United States', IMF working paper 08/187.
- Koning, M.A., R. Saitua en J. Ebregt (2006), 'Woningmarkteffecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning', CPB document 128.
- Kranendonk, H. en Verbruggen, J. (2006), *SAFFIER, een 'multi purpose'-model van de Nederlandse economie voor analyses op korte en middellange termijn*, CPB Document 123.
- Kranendonk, H. en Verbruggen, J. (2008), *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?*, CPB Memorandum 199.
- OESO (2004) 'Housing markets, wealth and the business cycle', *Economic Outlook* 75.
- OESO (2005), 'Recent house price developments: the role of fundamentals', *Economic Outlook, no 78, hoofdstuk 3*.
- Oswald, A. (2008), 'The Housing Market and Europe's Unemployment: A Non-Technical Paper', in C. van Ewijk and M. van Leuvensteijn (eds.): *Homeownership and the labour market in Europe*, Oxford University Press.
- Mian, A. en A. Sufi (2008), 'The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis', NBER working paper 13936.
- Mishkin, F.S. (2007), 'Housing and the Monetary Transmission Mechanism', Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2007-40.
- Rele, H. ter (2006), 'Intergenerationele herverdeling bij afschaffing hypotheek-renteaf trek', *ESB*, jaargang 91-14 juli.
- Romijn, G en P.J. Besseling (2008), *De economische effecten van regulering en subsidiering van de huurwoningmarkt*, CPB Document 165.