

# Einde van de crisis op de woningmarkten? Een internationaal overzicht

V. Baugnet  
P. Butzen  
S. Cheliout  
W. Melyn  
Q. Wibaut

## Inleiding

De gebeurtenissen van de afgelopen jaren hebben nogmaals aangetoond hoe belangrijk de ontwikkelingen op de woningmarkten zijn voor de economie in haar geheel en voor de financiële stabiliteit.

Vanaf het midden van de jaren negentig droegen dynamische woningmarkten in de meeste geavanceerde economieën opvallend bij tot de instandhouding van een stevige economische groei. Lage rentes, financiële innovaties, soepele kredietvoorwaarden, een gestage groei van het beschikbaar inkomen en demografische factoren stimuleerden de vraag naar woningen en zorgden ervoor dat de woningprijzen en de investeringen in woongebouwen fors toenamen. Vermogenseffecten en – althans in sommige landen – praktijken zoals overwaardeverzilvering (*mortgage equity withdrawal*) maakten dat de particulieren hun consumptieve uitgaven opvoerden. Tegelijkertijd klom echter ook de schuldgraad van de huishoudens in bepaalde landen tot ongekende hoogten, wat ze uiterst kwetsbaar maakte voor negatieve schokken.

Omstreeks het midden van het afgelopen decennium raakten de woningmarkten steeds meer oververhit en uiteindelijk deden problemen in het *subprime* segment van de Amerikaanse woningmarkt vanaf 2006 mee de financiële en economische crisis losbarsten waardoor de mondiale economie in de diepste recessie sedert het einde van de tweede wereldoorlog terechtkwam. Ook op andere woningmarkten spatten de zeepbellen uiteen.

In enkele landen is de bodem op de woningmarkt inmiddels blijkbaar bereikt en wijzen een aantal indicatoren zelfs op een aarzelend herstel. In tal van andere landen blijft de teruggang daarentegen duren en wordt de economische groei tot op vandaag flink gedrukt door de correctie van de tijdens de expansiefase opgebouwde excessen. De binnenlandse vraag wordt er nog steeds fors afgeremd door de afbouw van de zware schuldposities van de huishoudens en de verdere daling van de woningprijzen. Landen waar de bouwsector vóór de crisis buitensporige proporties had aangenomen, zien zich bovendien voor de moeilijke opgave geplaatst hun economie grondig te herstructureren.

Tegen die achtergrond rijst de vraag in hoeverre de correctie van de woningprijzen achter de rug is. Teneinde dat te achterhalen, wordt in dit artikel, op basis van enkele eenvoudige maatstaven, gepeild naar de mate van onder- of overwaardering van de woningprijzen. Daarbij wordt vooral aandacht geschonken aan de situatie in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en een aantal landen uit het eurogebied, waaronder België. Het ziet er in dit opzicht naar uit dat de vastgoedprijzen in België in zekere mate overgewaardeerd blijven, gelet op de gestage toename van de vastgoedprijzen tijdens de periode vóór de crisis, de beperkte correctie begin 2009 en de snelle terugkeer naar een relatief sterke groei. Deze eenvoudige waarderingsmethoden hebben echter hun beperkingen en de resultaten ervan moeten dus omzichtig en bij voorkeur samen met een gedetailleerde analyse van landenspecifieke factoren worden geïnterpreteerd. Bovendien

blijven nog verschillende risico's bestaan, die een precair herstel alsnog in de kiem zouden kunnen smoren.

Dit artikel is als volgt gestructureerd. In hoofdstuk 1 worden de kenmerken geanalyseerd van de laatste cyclus van woningprijzen en investeringen in woongebouwen. Vervolgens wordt in hoofdstuk 2 een verklaring gezocht voor de hausse tijdens het afgelopen decennium. Hieruit blijkt dat zowel gemeenschappelijke als landenspecifieke factoren een rol hebben gespeeld. In hoofdstuk 3 wordt getracht om op basis van een aantal maatstaven het huidige niveau van de woningprijzen te evalueren. In hoofdstuk 4 worden enkele risicofactoren voor de woningmarkten besproken.

## 1. Verloop van de woningprijzen en van de investeringen in woongebouwen

In de geavanceerde landen vertonen de woningprijzen<sup>(1)</sup> over een lange periode een opwaartse tendens. Dat kan worden toegeschreven aan, onder meer, de gestegen vraag naar woningen als gevolg van de bevolkingstoename en de verhoging van de reële koopkracht, alsook aan de almaar schaarser wordende bouwgronden, de bouwkundige voorschriften en de kwaliteitsverbeteringen. Rond deze langetermijntrend wordt op middellange termijn evenwel een cyclisch verloop opgetekend. De laatste cyclus begon medio jaren negentig. In verschillende landen klommen de woningprijzen aanvankelijk tot ongekende hoogten, waarna ze vanaf 2007 scherp neerwaarts werden gecorrigeerd.

In de OESO-landen verschilt die laatste opwaartse fase van de doorsnee opgaande fase die er gemiddeld tijdens de voorbije decennia werd opgetekend:

- ze bestreek een zeer lange periode, namelijk een tiental jaar (van eind 1996 tot en met het eerste kwartaal van 2007), terwijl een volledige cyclus gemiddeld beschouwd slechts zes en een half jaar duurde, waarvan drie en een half jaar voor de opgaande fase;
- de hausse was uitzonderlijk qua omvang. In het verleden stegen de woningprijzen met gemiddeld ongeveer 15%. Gedurende de periode 1996-2007 trokken ze echter met 44% aan. Er waren wel grote verschillen tussen de landen onderling, met Japan (een daling met 28%) en Ierland (een stijging met 175%) als uitersten. Behalve in Ierland stegen de prijzen ook zeer sterk

in het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Frankrijk, waar ze meer dan verdubbelden. Ook België, Finland, de Verenigde Staten en Nederland, waar de versnellingsfase eerder had ingezet, zagen de reële vastgoedprijzen gestaag oplopen, zij het minder sterk dan in de eerste vier vermelde landen;

- de stijging van de woningprijzen was meer algemeen verspreid en verliep meer synchroon dan voordien. In meer dan 75% van de OESO-landen liepen de prijzen fors op. Duitsland en Japan waren opvallende uitzonderingen. Tijdens voorgaande opgaande fases bleef dat percentage veeleer beperkt tussen 30 en 50%;
- de uitzonderlijk lange duur van de laatste opgaande fase impliceert ook dat het synchroon verloop van de reële woningprijzen en de economische conjunctuur, dat in eerdere cycli werd vastgesteld, werd doorbroken: terwijl de economische groei vanaf 2000 vertraagde, bleven de woningprijzen in een versneld tempo toenemen.

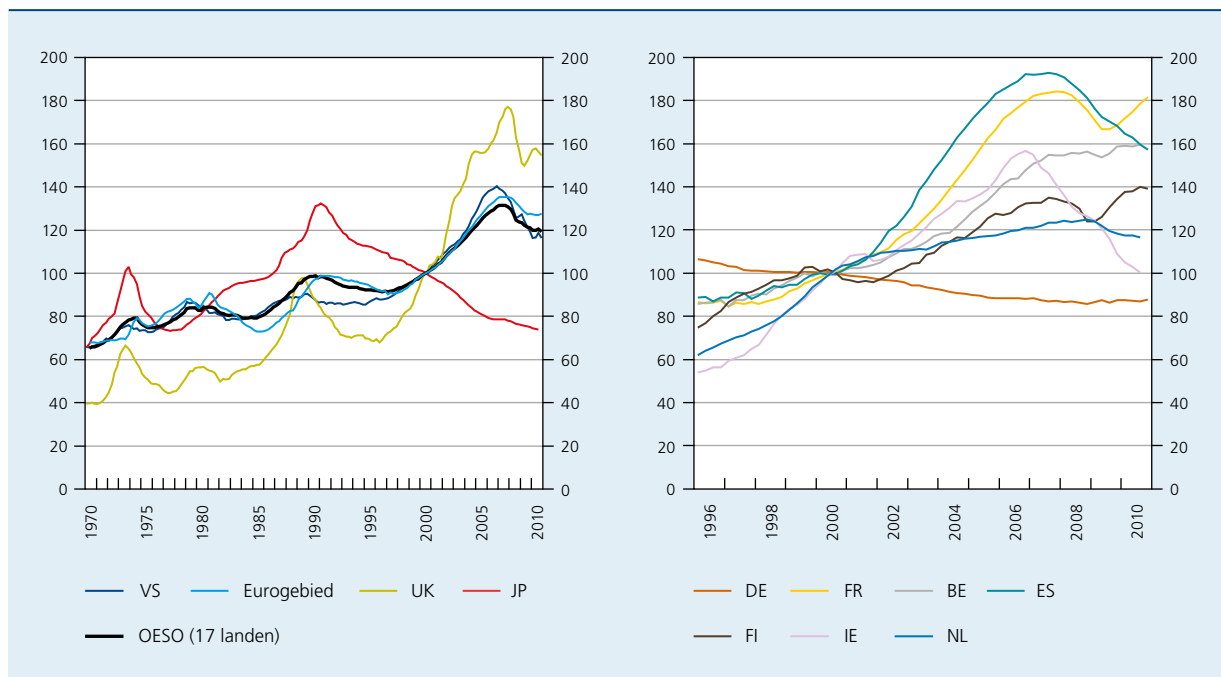
In de loop van 2007 zette de neergaande fase van de huidige cyclus in onder invloed van de aantrekkende rente en de financiële en economische crisis. Sedertdien zijn de woningprijzen in de geavanceerde landen met gemiddeld 9% gedaald. Dat is méér dan tijdens eerdere neergaande fases sedert de jaren zeventig.

In vergelijking met de voorafgaande opwaartse fase, werd een verlaging vastgesteld van het niveau van synchronisatie tussen de verschillende landen. In de VS bereikten de prijzen reeds gedurende het vierde kwartaal van 2006 een piek. De woningverkoop was er zelfs reeds in de loop van 2005 beginnen terug te lopen. Een belangrijke verklaring hiervoor was de renteverhoging. De Federal Reserve trok haar belangrijkste beleidsrentetarieven immers vanaf juni 2004 tot juni 2006 met in totaal 425 basispunten op. Ook de langetermijnrente liep op, zij het in mindere mate. Zo nam de gemiddelde contractuele hypothecaire rente tijdens deze periode met ongeveer 100 basispunten toe. Voorts speelde ook de vertraging van de economische groei in de VS vanaf de tweede helft van 2004 een rol. Mede als gevolg van deze factoren begonnen de achterstallige betalingen op hypotheekleningen en meer bepaald die op *subprime* leningen zich reeds in de loop van 2005 te accumuleren. Deze ontwikkeling lag mee ten grondslag aan de financiële crisis die in de zomer van 2007 uitbrak. In de meeste andere landen nam de correctie op de woningmarkten pas in de loop van 2007 of 2008 een aanvang.

Zo zette een fase van neerwaartse prijsaanpassing in, die van het ene tot het andere land verschilde qua intensiteit. De gecumuleerde prijsdaling beliep in Ierland meer dan 35%, en in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk

(1) De OESO-woningprijzen die in dit artikel worden gebruikt, zijn verkregen door, aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie uit de nationale rekeningen, de nominale woningprijzen te corrigeren voor het verloop van het algemeen prijspeil. Vanuit economisch oogpunt is het vaak verkieslijk reële woningprijzen te bestuderen, aangezien er op die manier gemakkelijk een verband kan worden gelegd met andere reële economische grootheden zoals investeringen in woongebouwen.

**GRAFIEK 1 REËLE WONINGPRIJZEN <sup>(1)</sup>**  
(kwartaalgegevens; indexgegevens 2000 = 100)



Bron: OESO.  
(1) Nominale woningprijzen gedeïfloreerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie.

en Spanje werd een daling met 15 à 20 % opgetekend. In Frankrijk, Nederland en Finland lag de gecumuleerde prijsdaling tussen 5 en 10 %. Tot slot zij opgemerkt dat de correctie van de reële prijzen in België het meest beperkt was in de tijd (twee opeenvolgende kwartalen) en qua omvang (-1,8 %).

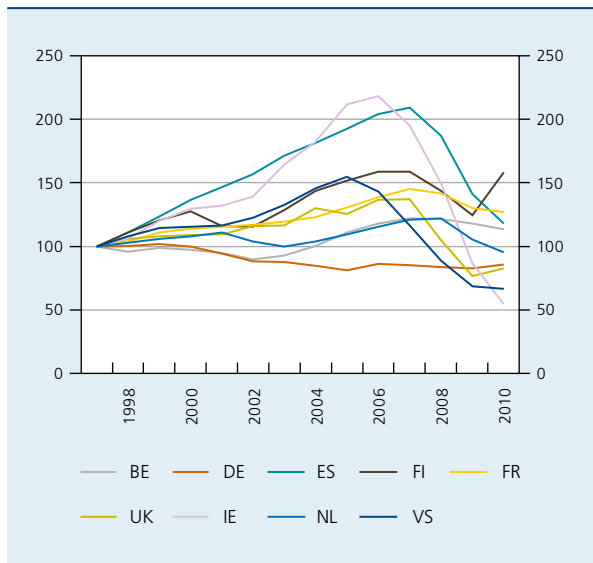
Uit de ontwikkelingen tijdens de afgelopen kwartalen blijkt dat de vastgoedmarkten na de crisis heterogeen reageerden. Sommige landen, namelijk Frankrijk, Finland en België, gingen reeds in de loop van 2009 of 2010 een fase van stabilisatie of herstel in. Andere landen, daarentegen, bevonden zich in het laatste kwartaal van 2010 nog volop in een fase van prijscorrectie.

Interessant is dat de grootste en meest persistente aanpassingen die momenteel aan de gang zijn, precies plaatshebben in een aantal landen die tijdens de periode vóór de crisis de grootste prijsstijgingen hadden laten optekenen, namelijk Spanje en Ierland. Hoewel een forse stijging van de vastgoedprijzen een gevolg kan zijn van het verloop van de economische *fundamentals*, wijzen de opgetekende prijsstijgingen veeleer op buitensporige ontwikkelingen die a posteriori een veel ingrijpendere en langdurigere aanpassing vergen.

Doorgaans wordt een positief verband vastgesteld tussen het verloop van de vastgoedprijzen en de investeringen in woongebouwen. Bij de keuze tussen de aankoop van een bestaand goed en de bouw van een nieuwe woning speelt de zogeheten Tobin's Q. Deze ratio vergelijkt de prijzen op de secundaire markt met de kosten voor nieuwbouw. Een toename van de marktwaarde van bestaande gebouwen ten opzichte van de bouwkosten stimuleert de investeringen in nieuwbouw. Zo zijn ook de investeringen in woongebouwen in de meeste ontwikkelde landen vanaf de jaren 2000 fors toegenomen. In Spanje en Ierland, waar de prijsstijging bijzonder sterk was, trokken de investeringen eerder en uitermate krachtig aan. In die beide landen nam het gewicht van de bouwsector in de totale toegevoegde waarde snel toe. Elders – met name in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, België en Nederland – namen de investeringen in woongebouwen vrij gematigd toe in vergelijking met de forse prijsstijgingen. Dit wijst erop dat de reactiviteit (of elasticiteit) van het woningaanbod ten opzichte van de prijzen op de secundaire markt van het ene land tot het andere kan variëren.

De OESO heeft recentelijk de prijselasticiteit op lange termijn voor verschillende landen geraamd. Volgens deze raming is het aanbod van nieuwe woningen in de Verenigde Staten, Finland en Ierland relatief flexibeler, terwijl het in de landen

**GRAFIEK 2**      **INVESTERINGEN IN WOONGEBOUWEN**  
(jaargegevens, indexcijfers 1997=100, naar volume)



Bron: OESO.

van het Europese vasteland (waaronder België) en het Verenigd Koninkrijk rigider is. De reactiviteit van het aanbod is sterk afhankelijk van het overheidsbeleid, met name van de stedenbouwkundige voorschriften en de regels inzake ruimtelijke ordening. Afhankelijk van de reactiviteitsgraad van het aanbod, sorteert een positieve schok van de vraag naar woningen verschillende macro-economische effecten. Wanneer de bedrijvigheid in de bouwrijverheid snel en/of sterk reageert op de initiële schok van de vraag, is de druk op de prijzen gematigd; dit zorgt echter wel voor grotere veranderingen in de economische bedrijvigheid. Wanneer het aanbod van nieuwe woningen zich pas laat en/of zwak aanpast aan de toename van de vraag, dreigt de druk op de prijzen te verzwaren en kunnen deze volatieler worden, wat negatieve gevolgen kan hebben voor de betaalbaarheid van woningen.

Op de forse groei van de investeringen in woongebouwen volgde een daling die zich in de Verenigde Staten en in Ierland sneller voordeed dan in de andere landen. De crisis leidde tot een algemene daling van de investeringen in woongebouwen, die qua omvang evenwel verschilde van het ene land tot het andere. De daling was onder andere veel markanter in de landen waar die investeringen het sterkst waren toegenomen, namelijk Ierland en Spanje; ze was ook aanzienlijk in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. De aanpassing in de Verenigde Staten, Ierland en het Verenigd Koninkrijk zorgde ervoor dat de investeringen in woongebouwen er zakten tot onder het niveau van vóór de laatste vastgoedcyclus.

In verschillende ontwikkelde landen namen de regeringen, in het kader van de herstelplannen na de economische en financiële crisis, maatregelen om de instorting van de vastgoedmarkt in te dijken. Het betrof, enerzijds, ondersteuningsmaatregelen voor de bouw via een verlaging van de btw of een versnelling van de sociale woningbouwprogramma's en, anderzijds, maatregelen om de huishoudens die schulden hadden, te helpen, bijvoorbeeld door hun de kans te bieden de terugbetaling van de rentebetalingen op hypothecair krediet uit te stellen teneinde een wanbetaling te voorkomen, of door meer middelen ter beschikking te stellen voor leningen met een lage rente. Deze maatregelen werden in sommige landen geleidelijk afgebouwd naarmate het economisch klimaat verbeterde.

## 2. Belangrijkste determinanten van de woningprijzen

### 2.1 Theoretische overwegingen

Gelet op de vermelde rigiditeit van het aanbod op korte termijn, worden de woningprijzen op korte en zelfs op middellange termijn veeleer bepaald door de vraag. Het aantal huishoudens is de meest evidente determinant van de schommelingen in de vraag naar woningen. Dat aantal wordt op zijn beurt beïnvloed door andere demografische variabelen, zoals de grootte van de huishoudens en de migratiestromen.

Wat huisvesting betreft, kan een huishouden kiezen tussen huren of kopen. Deze afweging gebeurt door de gebruikskosten verbonden aan een koopwoning te vergelijken met de huurprijs. De investeerder, voor wie de huurprijs een return vormt, maakt dezelfde afweging. De gebruikskosten bestaan uit de rentelasten berekend op de waarde van het goed, de kosten in verband met het onderhoud van het goed (met inbegrip van de belastingen), en de meer- of minwaarde in geval van wederverkoop van het goed. Indien de gebruikskosten van een woning aanzienlijk hoger liggen dan de huurprijs voor een vergelijkbaar goed, dan verdient huren de voorkeur. Deze afweging wordt uiteraard in hoge mate beïnvloed door de aankoopprijs van woningen, alsook door het huurgeld. De verhouding tussen aankoopprijs en huurprijs (*price-to-rent ratio*) vormt derhalve een proxy van deze afweging die voor de twee markten een stabiliserende werking heeft. De ratio wordt vaak gebruikt om de graad van onder- of overwaardering van de woningprijzen te meten (zie infra). De substitutie tussen de beide woontypes en het belang van dit stabilisatiemechanisme van de prijzen worden echter door verschillende factoren beperkt:

- de transactiekosten van een onroerend goed zijn vaak zeer hoog. In dat opzicht kunnen de huishoudens, op een zeer flexibele arbeidsmarkt, de voorkeur geven aan huren boven kopen;
- de fiscale behandeling van een woningaankoop is doorgaans zeer gunstig;
- het aanbod van (kwaliteits-) huurwoningen is vaak beperkt;
- huren beperkt in hoge mate de tijds horizon. Het huishouden hoeft zich bijgevolg geen precies beeld te vormen van het toekomstig verloop van zijn beschikbaar inkomen (op 10 of 20 jaar), zijn verblijfplaats, zijn grootte, enz. Dit voordeel is dus recht evenredig met de macro-economische onzekerheid;
- ten slotte is het cultureel gangbaar dat huishoudens, zelfs bij gelijke gebruikskosten, liever eigenaar worden van hun woning, gelet op de sociale status die eraan verbonden is of op de mogelijkheid om het goed vrij te beheren.

De huurprijs en de aankoopprijs zijn dus niet de enige factoren die een invloed hebben op de beslissing van een huishouden om een woning te kopen of te huren. De andere variabelen die in deze beslissing meespelen, zijn:

- het beschikbaar inkomen van het huishouden<sup>(1)</sup>: een huishouden moet de aankoop van een woning financieel aankunnen. De ratio woningprijs/beschikbaar inkomen, waar in de literatuur naar wordt verwezen als de *crude affordability*, is ook een maatstaf die vaak wordt gebruikt om de haalbaarheid van een eigen woning te evalueren, en dus de mate waarin woningprijzen onder- of overgewaardeerd zijn (zie verderop);
- de rente<sup>(2)</sup>, aangezien in de meeste gevallen een lening wordt afgesloten om de aankoop van een woning te financieren. Deze variabele verwijst meer specifiek naar de afbetalingslast van een lening en, in combinatie met de woningprijs en het beschikbaar inkomen, geeft ze een idee van de *interest-adjusted-affordability*;
- de rentelasten vormen slechts een deel van de kosten die verbonden zijn aan een investering in een woning. Er dient ook rekening te worden gehouden met andere kosten, bijvoorbeeld administratieve kosten en kosten voor het onderhoud van de woning, alsook met de fiscale behandeling van de aankoop van een woning. Deze kosten of fiscale voordelen moeten worden vergeleken met die welke verbonden zijn aan andere soorten van reële en financiële beleggingen of investeringen;
- dat een onroerend goed een reëel actief vormt, impliceert, zoals reeds gezegd, dat het verwachte toekomstige rendement ervan een sleutelrol kan spelen in de beslissing tot aankoop of behoud. De verwachte schommelingen van de vastgoedprijzen spelen derhalve een essentiële rol ten aanzien van de vraag. Deze schommelingen kunnen nieuwe prijsstijgingen met zich

brengen alsook een proces op gang brengen dat op termijn speculatieve zeepbellen doet ontstaan. In dit verband zij opgemerkt dat uit enkele studies is gebleken dat deze verwachtingen van de huishoudens adaptief van aard waren en in het verlengde lagen van de vroegere tendens van het prijsverloop. Hoewel een stijging van de reële prijzen initieel het gevolg kan zijn van de *fundamentals* (rentetarieven, inkomen, enz.), berust de voortzetting van die stijging vaak op de verwachting dat die beweging zal aanhouden. De stijging van de huidige prijzen lokt dus de toekomstige stijging uit. De situatie in Duitsland en Japan illustreert de omgekeerde werking van dit mechanisme. In die landen zijn de prijsverwachtingen neerwaarts gericht. Het verwachte verloop van de vastgoedprijzen is een van de belangrijkste redenen waarom de reële vastgoedprijzen gedurende een lange periode op- of neerwaarts kunnen afwijken van hun « fundamentele » waarde. Een opwaartse tendens kan aanhouden tot wanneer een externe factor een, soms bruuske, prijsdaling veroorzaakt, die gepaard gaat met een daling van de vraag naar residentiële goederen en van het kredietaanbod;

- het mechanisme van de verwachtingen kan nog worden versterkt door het effect ervan op het bankkrediet. Als banken – tegen de achtergrond van een continue prijsstijging – ook van mening zijn dat ze in geval van staking van terugbetaling slechts een beperkt financieel risico lopen, kan dit er hen toe aanzetten de voorwaarden inzake kredietverlening te versoepelen (de ratio van het bedrag van de lening tot de waarde van het goed (de *loan-to-value ratio*), de ratio van de terugbetalinglast tot het beschikbaar inkomen, de looptijd van de lening, enz.); de werking van de kredietmarkten is dus een belangrijke determinant van de vraag naar woningen.

## 2.2 Gemeenschappelijke factoren

De wereldwijde toename van de woningprijzen sinds het midden van de jaren negentig werd zowel door gemeenschappelijke als door landenspecifieke factoren aangedreven. Het belang van beide soorten van factoren verschilt van land tot land.

(1) Vermits de beslissing tot aankoop een beslissing op lange termijn is, is niet het huidige beschikbaar inkomen van belang, maar wel het permanent inkomen, met andere woorden het gemiddeld beschikbaar inkomen dat wordt verwacht gedurende de periode dat het goed in bezit wordt gehouden (of op zijn minst gedurende de terugbetalingsperiode van de hypothecaire lening). Aangezien dat permanent inkomen niet waarneembaar is, wordt algemeen gebruik gemaakt van het huidige beschikbaar inkomen. In dit geval dient echter voor ogen te worden gehouden dat zowel de verwachte groei van dat inkomen als de volatiliteit ervan een cruciale rol spelen in het bepalen van de vraag.

(2) Idealiter zou hierbij moeten worden uitgegaan van de over de looptijd van de lening verwachte reële rente, maar aangezien er over de inflatieverwachtingen op lange termijn geen erg betrouwbare informatie beschikbaar is, wordt doorgaans gebruik gemaakt van de geldende nominale hypothecaire rente min de verandering van de consumptieprijsindex over het afgelopen jaar.

### 2.2.1 Rentetarieven

De daling van de rentetarieven was een van de belangrijkste ondersteunende factoren van de vastgoedmarkt. Deze ontwikkeling paste in het kader van de daling van de inflatie die na de jaren zeventig op gang kwam en die kon worden verklaard door de sterkere verbintenis van het monetair beleid om prijsstabiliteit na te streven, een voorzigtiger budgettair beleid en de voortgaande liberalisatie van de product- en arbeidsmarkten, die een scherpere concurrentie teweegbracht. Door de daling van de inflatie en de vermindering van de volatiliteit ervan liepen zowel de nominale als de reële rentetarieven over deze periode aanzienlijk terug.

Bovendien valt de gestage daling van de reële rentetarieven ook te verklaren door een mondiaal spaaroverschot of *saving glut*. Na de Azië-crisis van 1997-1998 werd de rente wereldwijd gedrukt door de accumulatie van een spaaroverschot door de opkomende landen, met name China, en door de olie-exporterende landen sinds de hausse van de prijs voor een vat ruwe aardolie in de jaren 2000.

De trendmatige wereldwijde daling van de rentetarieven ging gepaard met een convergentieproces van de nominale tarieven op Europees niveau; dit laatste kwam vooral ten goede aan de landen van Zuid-Europa. De aankondiging van de invoering van de euro bevorderde

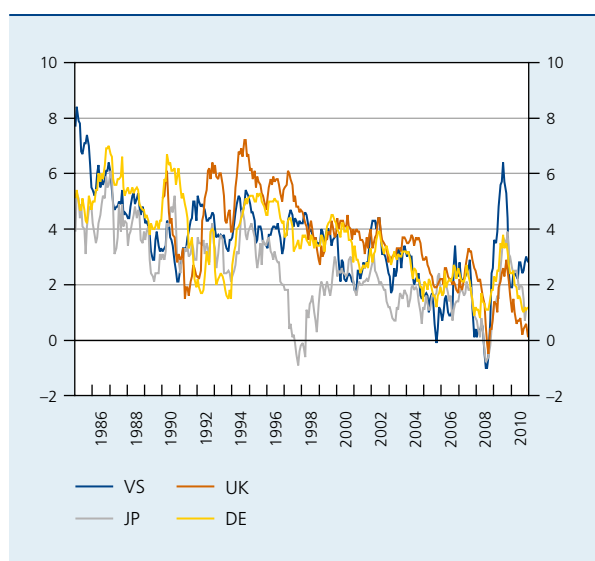
de convergentie van de langlopende nominale rentetarieven. Deze convergentie was in 1998 zogoed als voltooid voor de landen die in 1999 de euro zouden invoeren. Rekening houdend met de verschillen in inflatiegraad, zagen tal van landen – waar de langlopende reële rentetarieven tot dan toe die van Duitsland hadden overschreden – hun reële rente zakken tot onder het Duitse niveau. Deze verschillen bleven bestaan tot wanneer in 2008 de financiële crisis uitbrak. Het groei-ecart van die landen werd doorgaans in de hand gewerkt door de uitzonderlijk lage reële rentetarieven, die de binnenlandse vraag en de toename van de activaprijzen – vooral in de vastgoedsector – ondersteunden.

### 2.2.2 Deregulering en financiële innovaties

Ook het dereguleren van de financiële markten sinds het begin van de jaren tachtig droeg bij tot de expansie van de woningmarkten. Daarbij speelde productinnovatie een belangrijke rol. Sommige ontwikkelingen op de kredietmarkten zorgden ervoor dat de leencapaciteit van de huishoudens toenam, waardoor hun koopcapaciteit groter werd, wat de prijsstijgingen compenseerde. Hierbij zij melding gemaakt van onder meer:

- de verlenging van de looptijd voor leningen, tot zelfs 50 jaar in bepaalde landen waaronder Frankrijk, Spanje en het Verenigd Koninkrijk;
- de verhoging van de leenquotiteit (*loan-to-value ratio*) die in tal van landen vaak de gebruikelijke limiet van 80% overschreed. In Nederland en het Verenigd Koninkrijk werden heel wat contracten gesloten met een leenquotiteit van meer dan 100%;
- een groter beroep op hypothecaire kredieten tegen variabele rente. In deze formule moet het initieel voordeel worden afgewogen tegen het risico van een mogelijke renteverhoging;
- de ontwikkeling van formules voor de terugbetaling van de hoofdsom in één keer aan het einde van de leenperiode. Oorspronkelijk waren deze formules gekoppeld aan een investeringsproduct dat de terugbetaling van de hoofdsom op termijn mogelijk moest maken (zoals in het Verenigd Koninkrijk en Nederland). Meer recentelijk zijn ook identieke formules ontwikkeld, maar dan zonder koppeling aan een investeringsproduct (in Ierland en de Verenigde Staten);
- de ontwikkeling van de *mortgage equity withdrawal* (vooral in de Angelsaksische landen) stelde de huishoudens in staat hun financieringsdruk te verlichten door een soepeler gebruik van hun woning als onderpand: door hun woning geheel of gedeeltelijk te hypothekeken, konden ze goedkoop krediet verkrijgen om hun consumptie te financieren;
- tot slot, en vooral, heeft de ontwikkeling van effectivering (*securitization*) en van het *originate-to-distribute*

GRAFIEK 3 REËLE LANGE RENTE<sup>(1)</sup>  
(maandgegevens, in %)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Rendement van de overheidsobligaties op tien jaar, gedeeld door de inflatie, gemeten op basis van de CPI.

model het pad voor een kredietexpansie geëffend, vooral in de Verenigde Staten. Het *originate-to-distribute* model ontnam kredietverschaffers de motivering om hun centrale rol bij het toekennen van krediet correct te vervullen: het selecteren van de beste risico's en het uitvoeren van controle op de schuldenaars. In de andere landen van de OESO was het aandeel van de geëffectiseerde hypothecaire kredieten beperkter, met daarbij aanzienlijke verschillen tussen de landen. In Europa deed de effectisering, als gevolg van het strenger prudentieel toezicht, het incitatief kader van de banken minder ontsporen.

In combinatie met de zeer lage rentetarieven, heeft een versoepeling van de voorwaarden inzake kredietverlening vaak geleid tot een significante stijging van de woningprijzen en van de schuldenlast van de huishoudens op lange termijn. Deze schuldenlast (waarvan de hypothecaire schuld het grootste gedeelte vertegenwoordigt) is de afgelopen jaren in de meeste landen van de OESO sterk verzwaaard. Eind 2010 beliep de langetermijnschuld van de huishoudens meer dan 80 % bbp in Spanje, Portugal, Ierland en Nederland, en tussen 2002 en 2010 nam ze er vaak aanzienlijk toe. Hierdoor werden de huishoudens met schulden ook kwetsbaarder in geval van schokken op het beschikbaar inkomen of op de rentetarieven, afhankelijk van het type hypothecaire lening en van de kenmerken van de huishoudens. Door de vlottere toegang

tot krediet kon in sommige landen een groter percentage huishoudens eigenaar worden van een woning, omdat bevolkingslagen met lagere inkomens de kans kregen een lening aan te gaan.

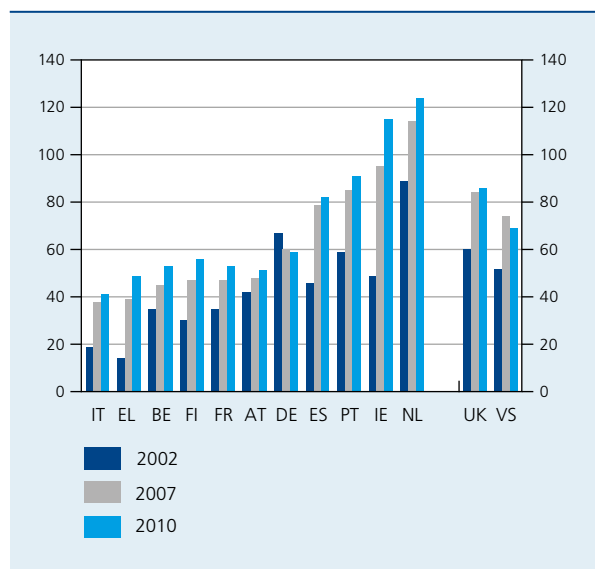
### 2.2.3 Beschikbaar inkomen

Tussen het midden van de jaren negentig en 2007 maakten de meeste ontwikkelde landen een periode van zogeheten *great moderation* door. Het reëel gemiddeld groeitempo van het bbp trok aan en het werd minder volatiel vergeleken met de periode 1980-1995. De huishoudens stelden hun inkomensverwachtingen opwaarts bij en hun perceptie van de economische onzekerheid werd neerwaarts aangepast, waardoor hun permanent inkomen steeg. Dat ondersteunde in de meeste landen de vraag naar woningen.

### 2.2.4 Demografie

In de meeste ontwikkelde landen was ook de demografie een gemeenschappelijke factor achter het verloop van de vastgoedprijzen. De groei van de bevolking als gevolg van, onder meer, immigratie, was in de landen van de OESO positief gecorreleerd met de stijging van de reële prijzen.

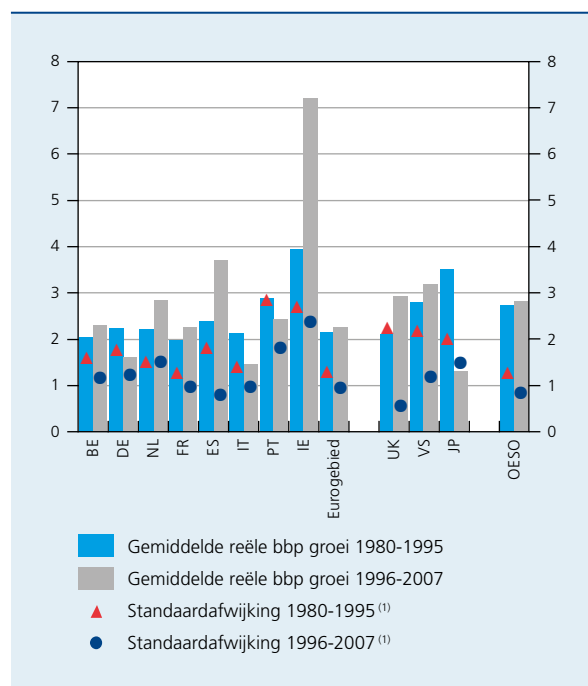
**GRAFIEK 4** SCHULD OP LANGE TERMIJN<sup>(1)</sup> VAN DE HUISHOUDENS  
(in % bbp)



Bronnen: EC, Federal Reserve, ECB.

(1) Uitstaande bedragen in het vierde kwartaal van elk jaar, behalve voor 2010 (waar het derde kwartaal betreft). Voor de Verenigde Staten: hypothecaire schuld in plaats van totale schuld op lange termijn.

**GRAFIEK 5** GROEI EN VOLATILITEIT VAN DE ECONOMISCHE BEDRIJFVIGHEID  
(jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bron: OESO.

(1) In procentpunt.

Japan en Duitsland, daarentegen, waar de demografische groei uitermate zwak was, zagen hun reële vastgoedprijzen dalen. In Ierland ging de sterke demografische groei gepaard met een structureel effect van de leeftijds piramide, omdat het aandeel van de bevolking dat de leeftijd bereikte om een huishouden te stichten, aan het begin van de jaren 2000 fors toenam.

Daarnaast is in de OESO-landen, tijdens de beschouwde periode, ook het aantal huishoudens gestegen. Deze laatste zijn immers, gemiddeld beschouwd, kleiner geworden als gevolg van de daling van het aantal kinderen per gezin, de toename van het aantal eenoudergezinnen en de grotere zelfredzaamheid van ouderen.

In een aantal Europese landen, waaronder Frankrijk en Spanje, is ook de vraag naar woningen vanwege niet-ingezetenen een steeds grotere rol gaan spelen.

### 2.3 Landenspecifieke factoren

Wat de laatste opwaartse fase van de woningprijzen betreft, kan behalve op de hierboven vermelde gemeenschappelijke factoren, ook worden gewezen op een aantal landenspecifieke factoren. Bovendien hebben de gemeenschappelijke factoren niet in elk land in dezelfde mate een rol gespeeld. Hieronder worden voor een beperkt aantal landen de factoren toegelicht.

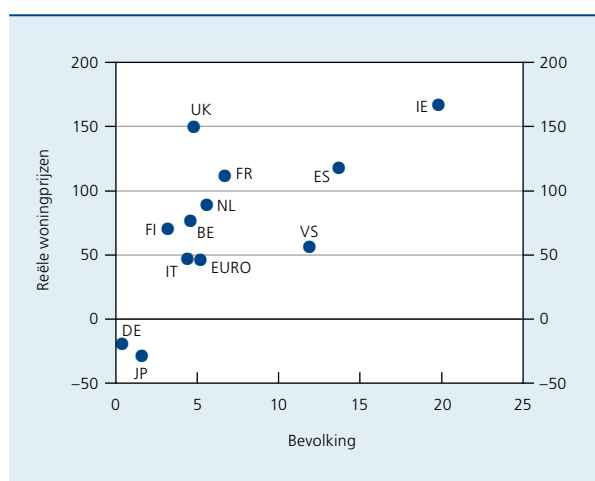
### VERENIGDE STATEN

In de Verenigde Staten, droegen de volgende factoren bij tot de prijsverhoging:

- het reëel beschikbaar inkomen per hoofd en het bevolkingscijfer namen in de Verenigde Staten sterker toe dan in de meeste andere geavanceerde landen: gedurende de periode 1996-2007 bedroeg de gemiddelde jaar-op-jaar groei respectievelijk 2,3 % en 1,0 % (in het eurogebied respectievelijk minder dan 2 % en 0,4 %);
- er werden enkele extra maatregelen genomen om het woningbezit te stimuleren: vanaf 1997 werden de bij de verkoop van een woning gerealiseerde meerwaarden meestal fiscaal vrijgesteld en daarnaast werd de ontwikkeling van de zogenoemde *non-conforming* hypothecaire sector (Alt-A en *subprime* leningen) aangemoedigd;
- na het uiteenspatten, in 2000, van de dotcom-zeepbel op de beurs verlaagde de Federal Reserve op drastische wijze het streeftarief van de *federal funds rate*, meer bepaald van 6,5 % in december 2000 tot 1 % in juni 2003, een monetaire versoepeling die ingrijpender was dan die in de andere geavanceerde landen;
- de kredietvoorwaarden op de Amerikaanse hypothecaire markt werden vanaf 2003 en sterker dan in andere landen versoepeld. Dat was het gevolg van onder meer: de hierboven vermelde expansie van de *non-conforming* sector; minder strenge criteria inzake inkomen en waarborgen, vermits de kredietverstrekkers zich meer concentreerden op de toename van de onderliggende waarde van het gehypothekeerde goed; praktijken zoals *teaser* rentes (aanvankelijk lage rentetarieven die vervolgens fors stijgen) en *interest only* leningen (waarbij tijdens de initiële fase van de lening enkel rente wordt betaald) die leningen betaalbaarder maakten; een groter aantal tweede hypotheek en een sterke toename van de *loan-to-value ratio* voor nieuwe leningen;
- een stevige speculatieve vraag (voornamelijk in grootsteden en populaire vakantiebestemmingen). Het aandeel hiervan in de totale vraag naar woningen werd voor 2004 op 15 % van de totale aankopen geraamd, vergeleken met het langetermijngemiddelde van 5 %.

De stijging van de woningprijzen werd echter afgeremd door de sterke en snelle toename van de investeringen in woongebouwen (hoge prijselasticiteit), waardoor de hausse van de woningprijzen in de Verenigde Staten gedurende de periode 1996-2006 naar internationale maatstaven al met al matig bleef.

**GRAFIEK 6 REËLE WONINGPRIJZEN EN BEVOLKING**  
(gecumuleerde veranderingen gedurende de periode 1996-2007, in %)



Bronnen: OESO, Wereldbank.



**DUITSLAND**

Duitsland is een atypisch geval. De vastgoedprijzen hadden er veeleer de neiging om te dalen tijdens de afgelopen 15 jaar, dit in scherp contrast met de elders vóór 2007 of 2008 opgetekende hausse. Parallel daarmee werd de Duitse bouwsector getroffen door een structurele crisis: sedert medio jaren negentig zijn de investeringen in de residentiële woningbouw onafgebroken teruggegaan en ze hebben zich pas recentelijk gestabiliseerd. Deze ontwikkelingen kunnen door verschillende factoren worden verklaard.

Aan de aanbodzijde zorgde de Duitse eenmaking aanvankelijk voor een versnelling van de investeringen in woongebouwen. Daardoor ontstond na het midden van de jaren negentig een overtollige capaciteit (vooral in de oostelijke Länder). Het gevolg was een langdurig aanpassingsproces, dat tot uiting kwam in de zwakte van de bouwsector.

Aan de vraagzijde bleven de innovaties op het gebied van hypothecaire producten beperkt in vergelijking met de andere Europese landen. De belangrijkste uitzondering was de verlenging, tot 30 jaar, van de terugbetalingstermijn voor leningen. Ook de schommelingen van het beschikbaar inkomen van de Duitse huishoudens verklaren voor een deel de lusteloosheid op de vastgoedmarkt. Tijdens het decennium vóór de crisis had de vertraging van de werkgelegenheids groei ervoor gezorgd dat het beschikbaar inkomen van de huishoudens trager toenam dan in de andere Europese economieën. Voorts ligt het percentage eigenaars in Duitsland bijzonder laag, terwijl de huurmarkt een belangrijk gedeelte van de vastgoedmarkt vertegenwoordigt. Daardoor wordt de huurmarkt aantrekkelijker, wat wellicht de vraag naar vastgoed mede heeft gematigd. Wat, tot slot, het fiscaal aspect betreft: de fiscale aftrekbaarheid die in 2004 werd ingevoerd voor eerste kopers (*Eigenheimzulage*), werd in 2006 afgeschaft. Bovendien werden de kosten voor nieuwbouw opgedreven door de algemene verhoging, in 2007, van het btw-tarief van 3% tot 19%. Ten slotte is ook de zwakke demografische groei een factor die de vraag naar woningen heeft afgeremd.

**SPANJE**

De Spaanse vastgoedmarkt was tot in 2007 een van de meest dynamische vastgoedmarkten in het eurogebied. Dat had onder meer te maken met het feit dat het beschikbaar inkomen van de huishoudens in Spanje zeer fors steeg als gevolg van de economische inhaalbeweging na de integratie van het land in de Europese Unie. De groei van de inkomens werd tevens

geschraagd door de krachtige toename van de werkgelegenheid, die werd gestimuleerd door hervormingen op de arbeidsmarkt. Wat de kredietvoorwaarden betreft, liepen de rentetarieven bovendien zeer scherp terug. Spanje trok immers in hoge mate profijt van de convergentie van zijn nominale rentetarieven in het vooruitzicht van zijn toetreding tot de Economische en Monetaire Unie en kon door zijn inflatieverschil ten opzichte van het gemiddelde van het eurogebied voordeel halen uit lagere reële rentetarieven, zelfs na de invoering van de euro. De daling van de rente speelde wellicht een niet te verwaarlozen rol in de toename van de schuldenlast van de huishoudens, waardoor de expansie van de vastgoedmarkt in de hand werd gewerkt. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat de aankoop van woningen werd vergemakkelijkt en gestimuleerd door de wijziging in het hypothecair landschap als gevolg van de invoering van innoverende producten (bv. de mogelijkheid om de looptijd van een lening te verlengen tot 50 jaar), de deregulering van de banksector, alsook een accommoderende fiscaliteit bij de aankoop van onroerende goederen (bv. verschillende vormen van fiscale aftrekbaarheid voor de kopers, alsook een speciale btw-verlaging voor de aankoop van nieuwe woningen tot 7%). Ten slotte was in Spanje de demografische factor zeer belangrijk aangezien de uit Europa afkomstige niet-ingezetenen en de toestroom van immigranten er de vraag extra ondersteunden.

**FRANKRIJK**

Tot 2007 was de Franse vastgoedmarkt een van de meest florerende van het eurogebied. De vraag werd er ondersteund door met name de dynamiek van de inkomens en de werkgelegenheid, een gevolg van de tenuitvoerlegging van op de arbeidsmarkt gerichte beleidsmaatregelen. Bovendien nam het percentage woningeigenaars, dat relatief laag was, toe en ondersteunde het de vraag. Ook de vraag vanwege uit Europa afkomstige niet-ingezetenen oefende wellicht een opwaartse druk uit op de prijzen, zij het in mindere mate dan in Spanje. Net als in andere landen waren er ook hier een aantal innovaties op de hypothecaire markt, bijvoorbeeld de mogelijkheid om de looptijd van een lening te verlengen tot 50 jaar, alsook het toenemende beroep op kredieten met variabele rente, waardoor de kredietvoorwaarden konden worden versoepeld. Bovendien werd de vraag naar koopwoningen ondersteund door financieringsbronnen die door de Staat werden gesubsidieerd, bijvoorbeeld de reeds in 1995 ingevoerde *Prêt à Taux Zéro*, die in 2005 opnieuw werd geactiveerd en die eigendom voor eerste eigenaars met een bescheiden inkomen betaalbaarder maakte. In 2007, kort vóór het einde van de boom, werd een belastingkrediet op de rente van leningen geïntroduceerd.

## IERLAND

Tijdens de opwaartse fase van de laatste vastgoedcyclus profileerde Ierland zich als outsider, met prijzen die sinds 1996 bijna verdrievoudigd waren ondanks aanzienlijke investeringen in woongebouwen. Deze prijsstijging was het resultaat van een levendiger vraag dan in de rest van het eurogebied, die deels haar oorsprong vond in demografische ontwikkelingen: een forse groei van een jonge bevolking, een netto-immigratie en een veranderde levenswijze (het uiteenvallen van de familiale kern). Daarnaast kwam vanaf de jaren negentig een dubbele inhaalbeweging op gang, niet alleen wat het beschikbaar inkomen van de huishoudens betreft, maar ook op het vlak van de woningprijzen, die zich op een relatief lager niveau bevonden dan die in de Europese buurlanden. Bovendien was het belastingstelsel voor de aankoop van vastgoed gunstig. De financieringsdruk van de huishoudens werd verlicht, wat de vraag naar hypothecair krediet stimuleerde. Enerzijds zorgde het convergentieproces in het vooruitzicht van de toetreding van Ierland tot de EMU voor een daling van de nominale en reële rentetarieven, waardoor het aangaan van een lening heel wat goedkoper werd. Anderzijds werd de markt voor hypothecair krediet in de loop van de jaren tachtig en negentig geliberaliseerd en gedereguleerd. Terwijl dergelijke innovaties ook op andere Europese markten plaatsvonden, veroorzaakte de agressieve verkoop van hypothecaire kredieten in Ierland een recordschuld van de particulieren. Het businessmodel van de Ierse banksector onderscheidt zich namelijk van andere Europese modellen door zijn overmatige blootstelling aan de vastgoedmarkt. Het feit dat de hoge openheidgraad van Ierland veel kapitaal aantrekt, alsook het beroep op de internationale wholesale financieringsmarkten (*international wholesale funding*), maakten dat de financiële sector er toegang had tot een overvloedige liquiditeitspool en aldus de uitgifte van kredieten makkelijk kon financieren. Zo is in de Ierse economie in haar geheel het gewicht van de financiële sector aanzienlijk toegenomen.

## NEDERLAND

In Nederland trokken de vastgoedprijzen in eerste instantie vanaf de tweede helft van de jaren negentig snel aan; tijdens het decennium 2000 stegen ze vervolgens meer gematigd. De ontwikkelingen op de vastgoedmarkt gingen tijdens de eerste periode gepaard met een sterke werkgelegenheidscreatie en een forse toename van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Gedurende de hele periode werd de stijging van de vastgoedprijzen tevens in de hand gewerkt door de toenemende concurrentie tussen de aanbieders van hypothecaire kredieten en door de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt

(waaronder het toenemende beroep op kredieten met variabele rente). Bovendien ligt de leenquoteit (*loan-to-value ratio*) in Nederland bijzonder hoog (in de buurt van 100 %) ten opzichte van de andere landen van het eurogebied, waar die ratio in 2007 gemiddeld 79% beliep. Ook een accommoderend belastingstelsel, dankzij onder meer een belastingkrediet voor de rente op leningen, stimuleerde mogelijks de hypothecaire schuldvorming. Al deze factoren droegen er wellicht toe bij dat de hypothecaire schuldenlast van de huishoudens tot een recordniveau klom in vergelijking met die in het eurogebied. Net als in Frankrijk heeft het bijzonder lage percentage woningeigenaars ten opzichte van andere landen (waaronder België, Spanje of Ierland) er mogelijkwijs voor gezorgd dat de vastgoedprijzen sterker stegen dan de huurgelden.

## VERENIGD KONINKRIJK

De specifieke kenmerken van de woningmarkt in het Verenigd Koninkrijk hebben zowel betrekking op het aanbod als de vraag. In de eerste plaats is het aanbod van woningen er vooral ten opzichte van de prijzen opvallend weinig elastisch, omdat het sterk wordt beperkt door de strikte reglementering inzake ruimtelijke ordening en door de stedenbouwkundige voorschriften. Die regelgeving wordt hoofdzakelijk op lokaal vlak vastgesteld, wat kan verklaren waarom ze zo streng is, aangezien de plaatselijke bevolking er belang bij kan hebben de woningdichtheid in haar buurt te begrenzen. In 2004 publiceerde een parlementaire onderzoekscmissie zelfs een rapport (het Barker Report) waarin aanbevelingen werden geformuleerd om, specifiek, het aanbod van nieuwe woningen te vergroten en, meer in het algemeen, de werking van de woningmarkt te versoepelen.

Terwijl het aanbod beperkt was, hebben verschillende specifieke factoren de vraag naar woningen mede geschraagd en prijsstijgingen in de hand gewerkt. Net als in de Verenigde Staten groeide het beschikbaar inkomen van de Britse huishoudens sneller dan in de meeste andere geavanceerde landen. Bovendien werd de toegang van de huishoudens tot de kredietverlening er sterk vergemakkelijkt door een zowel vroegtijdige als diepgaande financiële deregulering en door een scherpe concurrentie tussen kredietinstellingen, die resulteerde in zeer soepele kredietvoorwaarden.

Deze combinatie van een beperkt woningaanbod en een vraag die krachtig werd ondersteund door een agressief kredietaanbod maakt dat de situatie in het Verenigd Koninkrijk sterk overeenstemt met die in Nederland. In beide landen waren de schommelingen in de woningprijzen groter dan gemiddeld in de andere geavanceerde economieën.

## BELGIË

Tijdens het decennium vóór de economische crisis, en meer bepaald tijdens de periode 2004-2007, droegen in België enkele specifieke factoren bij tot de stijging van de vastgoedprijzen.

Om te beginnen, is de vastgoedfiscaliteit in ons land dermate geëvolueerd dat ze het verwerven van eigendom heeft vergemakkelijkt en het aantal transacties ter zake heeft gestimuleerd. Zo werden de registratierechten in Vlaanderen en Brussel in 2002 en 2003 verlaagd<sup>(1)</sup>; in Vlaanderen ging die verlaging van de registratierechten gepaard met de overdraagbaarheid ervan, waardoor (jonge) huishoudens worden aangemoedigd om relatief vroeg te investeren in een eerste onroerend goed, zelfs al besluiten ze later een duurder goed aan te kopen naar mate hun inkomen zulks mogelijk maakt. Dat het kadastraal inkomen op bestaande woningen nagenoeg niet mee evolueert met de markt, versterkt nog de voorkeur voor oude woningen boven nieuwe.

Ten tweede zette de in 2005 ingevoerde maatregel met betrekking tot de eenmalige bevrijdende aangifte (EBA) de Belgische huishoudens ertoe aan hun geld te repatriëren. Een gedeelte daarvan werd ongetwijfeld geherinvesteerd in vastgoed, wat ten grondslag ligt aan de sinds 2005 duidelijke stijging van de persoonlijke inbreng in het kader van de aankoop van een onroerend goed.

Ten derde hebben de federale staat en de gewesten fiscale stimulansen ingevoerd ter verbetering van de energie-efficiëntie van de woningen. Als gevolg daarvan investeerden de huishoudens hogere bedragen voor het renoveren van hun woning. In 2008 en 2009, toen de woningbouw een aanzienlijke achteruitgang liet optekenen die ook in 2010 aanhield, zij het in mindere mate, bleven de investeringen in renovatie gestaag toenemen. Renovatie leidt tot een betere kwaliteit van de woningen, wat hun wederverkoopwaarde verhoogt.

### 3. Maatstaven voor de evaluatie van de woningprijzen

#### 3.1 Algemeen

De empirische literatuur vermeldt een aantal methoden om het verloop van de vastgoedprijzen te relateren aan die van fundamentele determinanten. Op basis van die methoden kan de waardering van de vastgoedmarkten worden beoordeeld.

Volgens een eerste benadering wordt het prijsverloop vergeleken met het verloop van het beschikbaar inkomen (*price-to-income*) om de betaalbaarheid van woningen (*affordability*) weer te geven. Deze maatstaf kan worden gecorrigeerd teneinde rekening te houden met het renteverloop (meer bepaald het verloop van de hypothecaire rente), omdat die rente de afbetalingslast en, derhalve, de leencapaciteit van de particulieren sterk beïnvloedt. Men spreekt dan van *interest-adjusted-affordability*. Daarnaast kan de invloed van demografische factoren – bij een constant aanbod oefent de bevolkingsaanwas een opwaartse druk uit op de woningprijzen – in een dergelijke maatstaf worden verwerkt, waardoor die de voornaamste macro-economische determinanten van de vraag naar woningen omvat.

In een tweede benadering worden de vastgoedprijzen vergeleken met de huurgelden (*price-to-rent*); het achterliggende idee is de keuze van de persoon die op zoek is naar een woning: aankoop of huur.

Op lange termijn keren die ratio's (*price-to-income*, *price-to-rent*, *interest-adjusted-affordability*) meestal terug naar hun evenwichtswaarde, terwijl ze er op korte (en middellange) termijn min of meer significant van kunnen afwijken. Aanzienlijke afwijkingen van die ratio's ten opzichte van hun evenwichtswaarde wijzen derhalve op een onder- of overwaardering van de vastgoedprijzen. Wanneer de prijs en/of de afbetalingslast van een woning stijgen in vergelijking met het beschikbaar inkomen van de huishoudens, wordt het voor deze laatste dus veel moeilijker om vastgoed te verwerven; hun vraag neemt af, wat de prijzen drukt en de ratio weer naar de evenwichtswaarde stuurt. Indien de aankoopprijs van onroerende goederen aanzienlijk sneller stijgt dan de huurgelden, wordt het voor de gegadigden ook interessanter een woning te huren, waardoor de huurgelden stijgen, terwijl de prijzen op de secundaire markt dalen.

Het grootste voordeel van deze methoden is de eenvoudige berekeningswijze ervan en het feit dat ze macro-economische gegevens hanteren die relatief snel worden gepubliceerd en die beschikbaar zijn voor tal van landen. De internationale instellingen (OESO, ECB, IMF) verwijzen in hun analyse van de woningmarkten trouwens vaak naar concepten zoals *price-to-income* en *price-to-rent*.

Deze instrumenten vertonen echter ook heel wat tekortkomingen, die maken dat de resultaten omzichtig moeten worden geïnterpreteerd. Om te beginnen, worden sommige belangrijke determinanten van de woningprijzen niet in aanmerking genomen en voor andere moeten vaak benaderende waarden worden gebruikt: dat is het geval

(1) In Wallonië werden de registratierechten pas in 2009 verlaagd.

voor de fiscaliteit (bv. de aftrekbaarheid van de rentelasten waardoor een woning betaalbaarder wordt), de kenmerken van de hypothecaire contracten (een langere looptijd van de lening of een hogere leenquotiteit verhoogt de betaalbaarheid), de huurgelden<sup>(1)</sup>, enz.

Ten tweede valt het begrip evenwichtswaarde zelf, waar de omvang van de onder- of overwaardering aan wordt afgemeten, moeilijk te bepalen. Over het algemeen wordt daartoe een langetermijngemiddelde gebruikt. Die gemiddelde waarde hangt echter af van de gekozen periode, enerzijds, en het is niet zeker dat de evenwichtswaarde constant is in de tijd, anderzijds. Dat is met name het geval als er mettertijd veranderingen optreden in het fiscaal stelsel, de werking van de hypothecaire markten (quotiteit, looptijd, enz...), of nog, de voorkeuren van de actoren. Zoals reeds vermeld, gaven de ontwikkelingen op de hypothecaire markten tijdens het afgelopen decennium aanleiding tot onder meer een verlenging van de looptijd van de leningen en een stijging van de *loan-to-value*. Bij wijze van voorbeeld<sup>(2)</sup>, in België werd de gemiddelde looptijd van de kredieten traditioneel op 20 jaar geraamd, maar de gegevens van de Centrale voor kredieten aan particulieren, die alle nieuwe contracten voor hypothecaire kredieten registreren die aan ingezeten huishoudens zijn verleend (uitgesplitst naar looptijd en gemiddeld bedrag), wijzen op een verlenging. Zo werd de gemiddelde looptijd van de hypothecaire kredieten voor een bedrag tussen € 100.000 en € 150.000 in 2007 op 266 maanden geraamd, dat is 22,2 jaar of een verlenging van de gemiddelde looptijd in de periode vóór de crisis. De gemiddelde looptijd is sindsdien niet verder gestegen en in 2010 bedroeg hij iets minder dan 22 jaar.

Tot slot zij er op gewezen dat die methoden ex post indicatoren van de waardering verstrekken, maar niet aangeven of eventuele afwijkingen in de nabije toekomst aanleiding kunnen geven tot fundamentele correcties.

(1) Wat meer bepaald de maatstaf betreft die het prijsverloop relateert aan het verloop van de huurgelden, is er een groot conceptueel verschil, in die zin dat de woningprijzen (in de teller) berekend worden op basis van de nieuwe transacties op de secundaire markt en dus de marktvoorwaarden weerspiegelen, terwijl de huurgelden (in de noemer) die, bijvoorbeeld in België, overeenstemmen met de component huurgelden van de HICP, meestal het verloop van de huurgelden in de bestaande huurovereenkomsten weergeven, veeleer dan de huurgelden in de nieuwe huurovereenkomsten. De bestaande huurgelden worden over het algemeen geïndexeerd aan de hand van het gezondheidsindexcijfer en ze vallen onder verschillende wettelijke voorschriften die de aanpassingen van het huurgeld in de loop van een meerjarig contract beperken.

(2) Inzake leenquotiteit heeft België blijkbaar een ander verloop laten optekenen dan de andere landen, namelijk een daling van de leenquotiteit tijdens de afgelopen 15 jaar. Tervijl de leenquotiteit van 1996 tot 2004 rond 80 % schommelde, begon deze ratio vanaf 2005 fors te dalen; in de eerste helft van 2010 bedroeg ze 65 %. Met andere woorden, de eigen bijdrage bij de aankoop van een vastgoed steeg van ongeveer 20 % medio jaren 2000 tot 35 % in de recente periode. Een van de vaak aangevoerde redenen hiervoor is de repatriëring van middelen in het kader van de in 2005 uitgevoerde fiscale regulariseringsoperatie (EBA) waarvan een gedeelte geherinvesteerd werd in vastgoed. Bovendien zij aangestipt dat de hierboven toegelichte ontwikkelingen als gemiddelde worden opgetekend. De stijging van de gemiddelde eigen bijdrage in de loop van de afgelopen 15 jaar sluit niet uit dat voor een toenemend aantal huishoudens een eigen woning moeilijker realiseerbaar is geworden.

(3) Voor deze ramingen is uitgegaan van een lening met een gemiddelde looptijd van 20 jaar en een leenquotiteit van 80%. De resultaten worden uitgedrukt in afwijkingen ten opzichte van de periode 1995-2010.

Gelet op wat voorafgaat, kan uit die methoden beter lering worden getrokken om het verloop, veeleer dan het niveau, van de betaalbaarheid van een woning te beoordelen. Het is ook vanuit dat oogpunt dat de landen met elkaar moeten worden vergeleken.

### 3.2 Internationale vergelijking

Zowel de OESO als de ECB heeft recentelijk de vastgoedmarkten in verschillende landen beoordeeld aan de hand van de betaalbaarheidsindicatoren. De Bank heeft soortgelijke berekeningen gemaakt op basis van een *interest-adjusted-affordability* model<sup>(3)</sup>. Zoals blijkt uit tabel 1, kunnen de resultaten aanzienlijk verschillen afhankelijk van die indicatoren. Naargelang de gevolgde benadering wijzen de maatstaven voor België, voor het derde en vierde kwartaal van 2010, op een gemiddelde overwaardering tussen 15 en 66 % ten opzichte van hun langetermijnwaarde. Dit geeft de mate van onzekerheid aan waarmee die maatstaven omgeven zijn. Volgens de benaderingen prijs/beschikbaar inkomen of prijs/huurgelden, waarbij geen rekening wordt gehouden met de rentetarieven, blijkt uit een internationale vergelijking dat België tot de meest overgewaardeerde landen behoort (van 48 tot 66 %). De prijzen zijn blijkbaar ook flink overgewaardeerd in Frankrijk (tussen 36 en 48 %), Spanje (tussen 22 en 35 %) en Nederland (tussen 21 en 41 %). In Duitsland, Japan en, volgens één maatstaf, de Verenigde Staten zouden ze daarentegen onder hun evenwichtsniveau liggen. De invoering van de rentetarieven vermindert de overwaardering van de prijzen met gemiddeld ongeveer tien procentpunt in de landen die een overwaardering vertonen. In België zou de overwaardering van het residentieel vastgoed hierdoor gereduceerd worden tot circa 15 %.

De betaalbaarheid zou in België van 2004 tot het derde kwartaal van 2008 sterk zijn verslechterd als gevolg van, in hoofdzaak, de forse prijsstijging; in september 2008 waren de vastgoedprijzen ten belope van nagenoeg 25 % overgewaardeerd. Tussen eind 2008 en het tweede kwartaal van 2009 werden woningen vervolgens snel meer betaalbaar; dat kwam doordat de prijsstijging op de secundaire markt eerst vertraagde en vervolgens de prijzen daalden en doordat de rentetarieven flink zakten, en ondanks de vertraging in de groei van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Iets minder dan de helft van de sinds 2004 geaccumuleerde overwaardering zou aldus zijn weggewerkt. Sinds de tweede helft van 2009 is de betaalbaarheid van woningen min of meer stabiel gebleven, aangezien de stijging van de prijzen gecompenseerd werd door de aanhoudende rentedaling. Sinds het derde kwartaal van 2010 werden woningen opnieuw minder betaalbaar; dat

**TABEL 1** MAATSTAVEN VAN DE WAARDERING VAN DE VASTGOEDPRIJZEN: INTERNATIONALE VERGELIJKING

 (afwijking in % ten opzichte van het langetermijngemiddelde<sup>(1)</sup>; gemiddelde van het 3<sup>e</sup> en 4<sup>e</sup> kwartaal van 2010)

	ECB				OESO		NBB
	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen	Ratio gecorrigeerd voor de rente en de bevolkingsgroei	Ratio woningprijs / huurprijs	Ratio gecorrigeerd voor de rente	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen	Ratio woningprijs / huurprijs	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen gecorrigeerd voor de rente en de bevolkingsgroei
Verenigd Koninkrijk . . . . .	20	22	-17	-8	29	42	-2
Frankrijk . . . . .	47	1	48	13	36	42	13
België . . . . .	-	-	-	-	48	66	15
Spanje . . . . .	28	1	22	14	25	35	-12
Ierland . . . . .	-	-	-	-	7	22	-30
Nederland . . . . .	21	7	25	6	41	38	6
Finland . . . . .	4	6	22	10	3	39	-15
Italië . . . . .	20	13	10	9	18	7	-9
Verenigde Staten . . . . .	-	-	-	-	-8	7	-25
Duitsland . . . . .	-28	-1	-13	-2	-24	-21	-
Japan . . . . .	-	-	-	-	-36	-36	-

Bronnen: ECB (2011), OESO, NBB (eigen berekeningen).

(1) Gemiddelde voor de periode 1980-2010 voor de indicatoren van de ECB en de OESO; gemiddelde voor de periode 1995-2010 voor de indicator van de NBB.

kwam doordat de prijzen opnieuw opliepen, terwijl de rentetarieven lichtjes begonnen te stijgen.

## 4. Risico's

### 4.1 Algemene risicofactoren

Ondanks de reeds verrichte prijscorrectie en de geleidelijke consolidatie van de economische groei in tal van landen, zijn er op mondiaal niveau verschillende factoren die op korte tot middellange termijn zouden kunnen wegen op het verloop van de woningmarkten.

Ten eerste is er de normalisering van de rentetarieven. Zoals reeds vermeld, waren tijdens het afgelopen decennium de rentetarieven zeer laag als gevolg van verschillende factoren, bijvoorbeeld een zeer accommoderend monetair beleid en het spaaroverschot afkomstig uit de opkomende landen in Azië en uit de olie-exporterende landen. Die beweging ging gepaard met een toename van de schuldenlast van de niet-financiële private sector, met name de huishoudens, en een accumulatie van macro-economische evenwichtsverstoringen in tal van

economieën. De financiële crisis gaf aanleiding tot een nieuwe versoepeling van de monetaire voorwaarden wereldwijd. Om op mondiaal niveau een nieuw en meer evenwichtig groeimodel te bewerkstelligen, is er een normalisatie nodig van het monetair beleid en de reële rentetarieven, zowel op korte als op lange termijn. Dit zal uiteraard het beroep op hypothecair krediet neerwaarts beïnvloeden – de vraag ernaar zal wellicht slinken – en de terugbetalingslasten van de leningen tegen variabele rente doen toenemen, wat betekent dat in de landen waar vaak een beroep wordt gedaan op dat type van lening het percentage wanbetalingen zou kunnen stijgen.

De tweede risicofactor heeft betrekking op de potentiële groei van het bbp die lager zou kunnen uitvallen dan tijdens het voorgaande decennium. Een vertraging van de potentiële groei zal op haar beurt aanleiding geven tot een minder snelle stijging van het beschikbaar inkomen van de huishoudens en de vraag naar woningen drukken. Twee belangrijke redenen voor een vermindering van de potentiële groei zijn:

1. de hierboven vermelde normalisering van de reële rentetarieven zou, vergeleken met de periode vóór de crisis, een rem kunnen zetten op de investeringen; dat effect zou nog worden versterkt door het

noodzakelijke proces van *deleveraging* (schuldafbouw) wat in geval van de financiële instellingen hun kredietaanbod zou kunnen beperken;

2. de als gevolg van de crisis gestegen werkloosheidsgraad kan, indien die zich bestendigt (hysteresis), een vernietiging van menselijk kapitaal teweegbrengen. Een grote en persistente onzekerheid op de arbeidsmarkt remt ook rechtstreeks de vraag naar woningen af.

De financiële crisis heeft ten slotte geleid tot een snelle stijging van de publieke schuldenlast in de meeste geavanceerde economieën. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën vergt een snelle correctie van de begrotingstekorten. Deze kan leiden tot een economische vertraging op korte termijn en kan wellicht het beschikbaar inkomen van de huishoudens drukken. Dit risico moet echter niet worden overdreven: de begrotingssanering kan ook het vertrouwen van de huishoudens en de ondernemingen verbeteren en hun consumptie en investeringen ondersteunen. Op middellange termijn zou dat positieve effect op de geaggregeerde vraag (*crowding-in*) de recessieve effecten van de sanering kunnen overtreffen.

## 4.2 Specifieke risico's

In dit hoofdstuk worden de specifieke risicofactoren voor de woningmarkten in de Verenigde Staten en in België behandeld.

### 4.2.1 Verenigde Staten

De analyse van de waardering toont aan dat de woningprijzen in de Verenigde Staten zich momenteel, op basis van een aantal fundamentele factoren zoals het beschikbaar inkomen of de huurprijzen, plusminus op een evenwichtsniveau bevinden. Rekening houdend met het rentepeil bevinden de woningprijzen zich zelfs aanzienlijk onder dat niveau. In dergelijke omstandigheden zou een opleving van de woningsector mogen worden

verwacht. Tussen het voorjaar van 2009 en dat van 2010 trad er weliswaar een beleidsgestuurd herstel op, maar na het aflopen van de meeste ondersteuningsmaatregelen liepen zowel de bedrijvigheid als de prijzen terug. Aangezien de financiële en economische crisis van 2007-2009 haar oorsprong had op de Amerikaanse woningmarkt en daar ook hard toesloeg, nam de overheid in die periode tal van maatregelen ter ondersteuning van deze sector<sup>(1)</sup>.

De Amerikaanse woningsector vertoont tot dusver geen tekenen die wijzen op een duurzaam herstel. Hij is derhalve een van de weinige sectoren die niet tot de huidige economische opleving bijdragen. Dit staat in schril contrast met het verleden toen de woningsector steeds een van de stuwende krachten achter de opleving was. Enkele belangrijke factoren blijven tot op vandaag een domper zetten op het herstel.

Om te beginnen, is er op dit ogenblik een ruime voorraad niet-verkochte woningen. Dat heeft voor een deel te maken met de grote prijselasticiteit van het aanbod in de Verenigde Staten, waardoor het aanbod (te) sterk reageert op de wijziging in de onderliggende vraag. Uit een simulatie van de BIB blijkt dat, op basis van de veranderingen in een aantal *fundamentals* (reëel beschikbaar inkomen per hoofd en bevolkingsaantal), het overaanbod in de periode 2000-2006 op 1,1% bbp kon worden geraamd<sup>(2)</sup>. Hierdoor nam de voorraad niet-verkochte woningen toe van circa 2 miljoen in 2000 tot meer dan 4 miljoen gedurende het grootste deel van de afgelopen jaren. Uitgedrukt in aantal maanden verkopen, was er een toename van ongeveer vier tot meer dan acht maanden. Naast deze voorraad kan er ook een zogeheten schaduwvoorraad worden berekend (woningen die normaliter binnen afzienbare tijd op de markt komen). Die berekening gebeurt op basis van het totaal van de hypothecaire leningen die een aanzienlijke betalingsachterstand (90 dagen of meer) vertonen en van de *foreclosures* (inbeslagnames van gehypothekeerde goederen). Deze schaduwvoorraad wordt momenteel op meer dan 2 miljoen woningen geraamd. Tot slot zijn er heel wat eigenaars die een hypothecaire lening hebben met *negative equity* (dit betekent dat het uitstaande saldo van de hypothecaire lening groter is dan de marktwaarde van het onderliggend onroerend goed) als gevolg van de prijsdalingen tijdens de afgelopen jaren. Door de zogeheten *non-recourse* regeling<sup>(3)</sup> die in enkele staten van kracht is, zouden sommige huishoudens het aantrekkelijker kunnen vinden hun hypotheeklening stop te zetten en hun woning over te laten aan hun hypotheekmaatschappij. Uit cijfers voor het derde kwartaal van 2010 blijkt dat het percentage dergelijke leningen bijna 25% van het totaal uitmaakt.

(1) Naast initiatieven zoals een verlaging van de beleidsrente en een overvloedige en soepele liquiditeitsverschaffing aan financiële instellingen en markten, initiatieven die ook ten goede kwamen aan de woningsector, nam de Federal Reserve een aantal gerichte maatregelen om specifiek de hypotheekrente te doen dalen en de werking van de kredietmarkten te verbeteren (overname van een deel van de schuld van de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen, onder meer Fannie Mae en Freddie Mac, en aankoop van een aanzienlijk bedrag aan door hypothecaire kredieten gedekte effecten van deze instellingen). Ook de federale overheid nam enkele belangrijke maatregelen. Via het Making Home Affordable programma werd de terugbetaling van hypothecaire leningen vergemakkelijkt door onder meer een herschikking van de leningslast. Voorts werd in 2009 bij aankoop van een woning een belastingkrediet ingevoerd dat in de lente van 2010 afliep.

(2) Ellis L. (2008) stelt dat de investeringen in woongebouwen in de Verenigde Staten gedurende deze periode gemiddeld 4,9% bbp beliepen, vergeleken met een geschatte ratio van 3,8% op basis van de *fundamentals*.

(3) Dit betekent dat in een situatie van *negative equity* de kredietverstrekker geen recht heeft op terugbetaling van het volledig bedrag van de lening, maar enkel op de waarde van het onderliggend onroerend goed.

Een tweede risicofactor voor de woningmarkt heeft betrekking op de huidige onzekerheid omtrent de hervorming van deze sector. De crisis heeft immers aangetoond dat de manier waarop deze markt functioneert, structureel moet worden gewijzigd. De Federal Reserve heeft de afgelopen jaren dan ook herhaaldelijk aangedrongen op een ingrijpende hervorming van de Amerikaanse hypothecaire markten<sup>(1)</sup>. Ook enkele internationale instellingen zoals het IMF en de OESO hebben verschillende voorstellen geformuleerd voor een hervorming van het woningbeleid<sup>(2)</sup>. De afgelopen jaren is immers duidelijk geworden dat het huidige systeem van overheidssteun, vergeleken met dat in andere landen, complex en duur is, en bovendien slecht georiënteerd als het de bedoeling is het bezit van een eigen woning te stimuleren en betaalbaar te houden. Internationaal beschouwd, is het woningbezit in de Verenigde Staten immers niet uitzonderlijk groot. Medio februari 2011 stelde de Amerikaanse minister van Financiën een overheidsplan voor om de hypotheekmarkt te hervormen<sup>(3)</sup>. Dat plan is voornamelijk bedoeld om de overheidsinmenging af te bouwen via de geleidelijke ontmanteling van Fannie Mae en Freddie Mac<sup>(4)</sup>. Het plan bevat ook voorstellen voor een vlottere werking van de hypotheekmarkt en voor een nieuwe invulling van de overheidsrol in de woningsector. Het Congres moet over deze voorstellen nog uitspraak doen.

**GRAFIEK 7** BESTAANDE VOORRAAD NIET-VERKOCHTE WONINGEN IN DE VS



Bron: Thomson Reuters Datastream.

#### 4.2.2 België

Net zoals in een aantal andere Europese landen, zoals Frankrijk of Finland, onderscheidde de vastgoedmarkt in België zich door de beperkte prijscorrectie tijdens de financiële crisis en door de mate van overwaardering zoals die uit meerdere indicatoren naar voren komt. In dat verband rijst de vraag of de factoren die tot dusver de prijzen mee hebben ondersteund, in de toekomst een dergelijk effect zullen blijven uitoefenen. Sommige van deze factoren die tot medio jaren 2000 de prijzen mee ondersteunden, zouden kunnen omslaan. Naast de eerder genoemde algemene risico's, en vooral dan het risico verbonden aan de stijging van de rente, kan worden vermeld:

- dat de belastingen op onroerend vermogen, via een hervorming van het kadastraal inkomen of door een verlaging van de fiscale aftrekbaarheid van leningen, zouden kunnen worden verhoogd, vooral tegen de achtergrond van de begrotingssanering op lange termijn. De aanbevelingen van bepaalde internationale instellingen (in het bijzonder de OESO) gaan in die richting;
- dat bepaalde steunmaatregelen voor renovatie en bouw reeds afgebouwd of zelfs afgeschaft zijn. Dit proces zou kunnen worden geïntensifieerd, wat zou wegen op de investeringen in woongebouwen, vooral op die met betrekking tot renovatie.

Andere factoren kunnen daarentegen de prijzen op middellange termijn blijven schragen:

- de algemene economische vooruitzichten en dus ook die ten aanzien van de werkloosheid en van het beschikbaar inkomen van de huishoudens lijken op dit ogenblik in België vrij positief, en iets beter dan gemiddeld beschouwd in het eurogebied;
- hoewel de schuldenlast van de huishoudens in België de afgelopen twee jaar is blijven oplopen – in tegenstelling tot die in het eurogebied, waar hij zich sedert begin 2009 stabiliseert – blijft het niveau ervan laag (55 % bbp eind 2010) in vergelijking met dat in het eurogebied (65 % bbp);
- de wanbetalingsgraad op hypothecaire kredieten is tot dusver relatief laag gebleven. Na in 2007 en tot medio 2008 te zijn teruggelopen tot een minimum van 1,65 %, ging de wanbetalingsgraad in de tweede helft van 2008, in 2009 en tot in april 2010 opnieuw stijgen, toen hij 1,72 % beliep. Sedertdien is de wanbetalingsgraad lichtjes gedaald, en bedroeg hij 1,67 % in april 2011.

(1) Zie onder andere Hoenig T. (2010).

(2) IMF (2010c), OECD (2010b).

(3) Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development (2011).

(4) Fannie Mae en Freddie Mac zijn door de overheid gesponsorde hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen die een belangrijk deel van de Amerikaanse hypotheekmarkt in handen hebben.

**GRAFIEK 8** WANBETALINGSGRAAD OP HYPOTHECAIRE KREDIETEN IN BELGIË

(in % van de uitstaande contracten<sup>(1)</sup>)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan particulieren).

(1) Op basis van het aantal contracten.

Tot slot blijft het effect van een aantal factoren op het toekomstig verloop van de vastgoedprijzen onzeker:

- bovenop de vermoedelijke stijging van de rentetarieven, zouden de banken er kunnen toe besluiten hun (andere) kredietvoorwaarden (looptijd van de lening, leenquotiteit, gevraagde waarborgen, enz.) te verstrengen. Zoals eerder vermeld, blijkt uit de door de banken aan de Centrale voor kredieten aan particulieren meegeedeelde gegevens onder meer dat de gemiddelde looptijd van de nieuwe hypothecaire kredieten sedert 2008 niet meer stijgt en blijkbaar zelfs verkort is. De meest recente enquêtes bij de Belgische banken naar de kredietvoorwaarden (Bank Lending Survey) wijzen echter niet op een tendens tot verscherping van de voorwaarden voor hypothecaire kredieten. De heroriëntering van de banken naar hun corebusiness ondersteunt ongetwijfeld mee de hypothecaire activiteit;
- volgens de demografische vooruitzichten van het Federaal Planbureau zou de totale bevolking tijdens het volgende decennium jaar-op-jaar sterker blijven groeien (met 0,64 % per jaar) dan tijdens de afgelopen vijftien jaar (0,45 % per jaar). De tijdens de afgelopen tien jaar negatieve groei van de voor potentiële vastgoedkopers meer representatieve bevolkingsgroep van 25 tot 44 jaar, zou vanaf 2013 positief worden. Tot slot zou het aantal huishoudens sneller kunnen blijven aantrekken dan de algemene demografische ontwikkelingen, aangezien de grootte van de huishoudens structureel afneemt;
- het woningaanbod zou overigens in 2011 en 2012 tijdelijk kunnen toenemen, naarmate de in 2010

aangevraagde bouwvergunningen worden uitgereikt, voor een deel onder invloed van de – inmiddels afgeschafte – btw-verlaging op de eerste schijf van € 50.000. Mocht de vraag naar woningen tegelijkertijd vertragen (bv. als gevolg van een rentestijging), dan zou het deflator effect op de prijzen kunnen worden versterkt.

## Conclusie

De laatste hausseperiode van de woningprijzen, die in de meeste geavanceerde landen omstreeks medio jaren negentig aanving, onderscheidt zich van vroegere opwaartse fases door haar uitzonderlijke duur, omvang en mate van synchronisatie. Lage rentes, financiële innovaties, soepele kredietvoorwaarden en demografische factoren voedden de vraag naar woningen en leidden tot een forse toename van de woningprijzen en van de investeringen in woongebouwen. De woningprijzen namen het sterkst toe in het Verenigd Koninkrijk, Spanje, Ierland en Frankrijk. Ze stegen ook aanzienlijk, zij het in mindere mate, in België, Finland, de Verenigde Staten en Nederland. In Spanje en Ierland gaf dit verloop bovendien een krachtige impuls aan de vraag naar nieuwe woningen en aan de bedrijvigheid in de bouwsector, waarvan het aandeel in de totale toegevoegde waarde buitengewone proporties aannam. Tegelijkertijd steeg echter ook de schuldgraad van de huishoudens tot ongekende hoogten, wat hen uiterst kwetsbaar maakte voor negatieve schokken.

De woningmarkten raakten omstreeks het midden van het afgelopen decennium steeds meer oververhit en uiteindelijk lagen problemen in het *subprime* segment van de Amerikaanse woningmarkt vanaf 2006 mee ten grondslag aan de financiële en economische crisis die de mondiale economie in de diepste recessie sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog stortte. Ook elders spatten de zeepbellen op de woningmarkten uiteen.

In vergelijking met de opwaartse fase van de cyclus, verzwakte de synchronisatie van het prijsverloop. In enkele landen (België, Finland en Frankrijk) werd de bodem inmiddels bereikt en trokken de prijzen aan sinds de tweede jaarhelft van 2009. In andere landen (Ierland, Nederland en Spanje), daarentegen, blijven de prijzen dalen. De tijdens de expansieperiode opgebouwde excessen hebben tot op vandaag een duidelijke impact op de economische groei. Zo wordt de dynamiek van de binnenlandse vraag nog steeds afgeremd door de afbouw van de hoge schuldpositie van de huishoudens en door de daling van de woningprijzen in verschillende landen. Landen zoals Spanje en Ierland zien zich bovendien voor



de moeilijke opgave geplaatst hun economie te herstructureren als gevolg van de malaise in de bouwsector.

Op basis van enkele eenvoudige maatstaven werd in dit artikel nagegaan in welke mate de woningprijzen onder- of overgewaardeerd zijn. Wordt rekening gehouden met fundamentele determinanten zoals het beschikbaar inkomen, de bevolkingsgroei en met het op dit ogenblik uiterst lage rentepeil (*interest-adjusted-affordability*), dan lijkt in de meeste landen het huidige niveau van de woningprijzen niet al te sterk af te wijken van het evenwichtsniveau. Onder meer in België zou er nog een zekere overwaarding zijn. Deze simpele methoden hebben echter hun beperkingen en de resultaten ervan dienen dus omzichtig te worden geïnterpreteerd. Bovendien is het niet denkbeeldig dat het lage rentepeil, waardoor een hogere *affordability* zou kunnen worden verklaard, niet langer een goede proxy blijkt voor de algemene kredietvoorwaarden, die sedert de crisis in de meeste landen toch aanzienlijk zijn verstrengd. Naast de onzekerheid over een mogelijk blijvend negatieve impact van de crisis op de potentiële groei en over het effect van de sanering van de overheidsfinanciën, is een normalisatie van dat rentepeil een van de voornaamste risicofactoren voor de woningmarkt.

Hoewel uit voorgaande analyse blijkt dat de woningprijzen in de Verenigde Staten voldoende zijn gedaald om het verstoorde evenwicht uit het verleden te corrigeren, zullen een aantal factoren op korte tot middellange termijn het herstel van de woningmarkt wellicht blijven hinderen. Zo is er momenteel nog een grote effectieve en schaduwvoorraad van niet-verkochte woningen, bestaat er onzekerheid over de hervorming van de Amerikaanse hypothecaire markten en blijft de hoge werkloosheid het vertrouwen van de Amerikaanse huishoudens aantasten. Wat België betreft, zullen de factoren, vooral van fiscale aard, die de prijzen tijdens het laatste decennium ondersteunden, in de toekomst wellicht niet meer hetzelfde effect sorteren. Aangaande het inkomen en de schuld van de huishoudens blijft de algemene economische situatie

evenwel gezond. Tegen een dergelijke onzekere achtergrond zullen de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt verder nauwgezet moeten worden gevolgd.

De crisis heeft, ten slotte, onmiskenbaar aangetoond dat de financiële sector behoefte heeft aan een efficiënter toezicht en strengere regels. Op internationaal en Europees niveau werden in dat opzicht reeds een aantal initiatieven genomen. Internationale instellingen zoals het IMF en de OESO hebben voor verschillende landen ook aanbevelingen geformuleerd die gericht zijn op het hervormen van het woningbeleid en op de werking van de woning- en hypothecaire markten.

Voorts heeft de overheidsschuldencrisis die het eurogebied vanaf 2010 trof, de aanzet gegeven tot een krachtiger economische *governance* binnen de Europese Unie. Het was immers duidelijk geworden dat, om excessen te voorkomen en de stabiliteit van de EMU te verzekeren, de Europese Unie nood had aan een steviger budgettaire, structurele en macro-economische *governance*. Naast de strengere begrotingsdiscipline, via een versterkt stabiliteits- en groeipact, wordt ook een nieuw toezichtsmechanisme inzake macro-economische evenwichtsverstoringen en concurrentievermogen een essentiële pijler in deze nieuwe economische *governance*. In de preventieve fase van dit nieuwe mechanisme zullen de risico's jaarlijks worden beoordeeld aan de hand van een waarschuwingssignaal dat werkt op basis van een scorebord met een beperkt aantal indicatoren. In het licht van de ontwikkelingen die zich sedert de millenniumwissel in het eurogebied hebben voorgedaan, kunnen de vastgoedmarkten worden beschouwd als een belangrijke oorzaak van onevenwicht en divergentie; het vroegtijdig opsporen van eventuele zeepbellen op deze markten is derhalve cruciaal. Om die reden wordt het verloop van de reële huizenprijzen een mogelijke indicator op het scorebord. De kwetsbaarheid van de private sector zou blijken uit de verhouding van de schuld van de private sector tot het bbp, of nog, door de toename van de kredietverlening aan de private sector.

## Bibliografie

André C. (2010), *A bird's eye view of OECD housing markets*, OECD Economics Department, Working Paper 746, January.

Andrews D. (2010), *Real house prices in OECD Countries: The role of demand shocks and structural and policy factors*, OECD Economics Department, Working Paper 831, December.

Bernanke B. (2011), *The economic outlook and macroeconomic policy*, Lecture at the National Press Club, Washington D.C., 3 februari.

BIS (2004), « What drives housing price dynamics: Cross-country evidence », *BIS Quarterly Review*, March.

BNP Paribas (2010), *Banques irlandaises: retour sur le mirage celte*, Conjoncture, décembre.

Caldera Sanchez A. en A. Johansson (2011), *The price responsiveness of housing supply in OECD countries*, OECD Economics Department, Working Paper 837, January.

CoreLogic (2010a), *Shadow inventory jumps more than 10 percent in one year*, November 22.

CoreLogic (2010b), *US housing and mortgage trends*, November.

De Bandt O., L. Ferrara en O. Vigna (2010), « Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », Banque de France, *Bulletin* 179, 1<sup>er</sup> trimestre.

Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development (2011), *Reforming America's housing finance market, A report to Congress*, February.

Deutsche Bank (2010a), *German residential property: Back in fashion with good reason?*, Deutsche Bank Research, September 3.

Deutsche Bank (2010b), *Residential property in Germany: Investment opportunities despite demographic risks*, Deutsche Bank Research, December 21.

ECB (2009), *Housing Finance in the euro area*, Occasional Paper 101, March.

ECB (2010), « De invloed van overheidssteun op de recente ontwikkelingen in de Amerikaanse huizenmarkt », *ECB Maandbericht*, Kader 1, 12-15, September.

ECB (2011), *Financial Stability Review*, June.

Ellis L. (2008), *The housing meltdown: Why did it happen in the United States*, BIS, Working Paper 259, September.

ERA (2010), *Market trends 2009 vs 2008 & outlook*, June.

Girouard N. et al. (2006), *Recent house price developments: The role of fundamentals*, OECD Economics Department, Working Paper 475, January.

Gobierno de España, *Ministro de vivienda (2010), Informe sobre la situación del sector de la vivienda en España*, April.

Goldman Sachs (2010), *L is (still) for housing*, US Economics Analyst, October 29.

Hoening T. (2010), *Reforming US housing finance*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Igan D. en P. Loungani (2010), « Bouncing between floors? Prospects for house prices in major economies », *IMF Survey Magazine*, October.

IMF (2010), « Dismal prospects for the real estate sector », *IMF World Economic Outlook*, Box 1.2, October.

IMF (2010a), *United States Staff Report for the 2010 Article IV Consultation*, July.

IMF (2010b), « The US government's role in reaching the American dream », in *IMF Selected Issues Article IV Consultation of the United States*, July.

IMF (2010c), *Global Financial Stability Report*, Box 1.4, October.

IMF (2010d), *Global Financial Stability Report*, Box 1.3, April.

ING (2009), *De vastgoedmarkt in 2009: correctie in zicht*, ING Focus – Belgian Real Estate, februari.

ING (2010), *Wat komt er na het herstel?*, ING Focus – Belgian Real Estate, november.

ING (2011), *Bestendigheid in een roerende omgeving*, ING Focus – Belgian Real Estate, januari.

Klyuev K. (2008), *What goes up must come down? House price dynamics in the US*, IMF, Working Paper 187, July.

Lane R. P. (2011), *The Irish crisis*, CEPR, Working Paper 8287, March.

Loungani P. (2010), « Housing Prices: More room to fall? », *IMF Finance & Development*, March.

Malzubris, J. (2008), *Ireland's housing market: Bubble trouble*, ECFIN Country Focus, Volume 5, Issue 9, September.

Ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement (2009), *Les aides financières au logement*, octobre.

Moëc G. (2006), « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », Banque de France, *Bulletin* 148, avril.

OCDE (2008), *Étude économique de l'Irlande 2008*, avril.

OCDE (2009), *Étude économique de l'Irlande 2009*, novembre.

OCDE (2010), *Étude économique de l'Espagne 2010*, décembre.

OCDE (2010a), « Housing Market Developments », *OECD Economic Outlook*, Box 1.2, November.

OCDE (2010b), « Rebalancing the economy away from overinvestment in housing and increasing the resilience of the mortgage market », in *OECD Economic Surveys United States*, September.

OCDE (2011), *Étude économique de la France 2011*, avril.

OCDE (2011), « Housing and the economy: Policies for renovation », in *Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth*, January.

Présidence de la République Française, Elysée (2010), *Présentation de la réforme des aides à l'accession à la propriété*, Dossier de presse, 14 septembre.

Rae D. en P. van den Noord (2006), *Ireland's housing boom: What has driven it and have prices overshot?*, OECD Economics Department, Working Paper 492, June.

Royal Institution of Chartered Surveyors (2010), *2010 European housing review*, RICS Research, January.