

Deze uitgave wordt mede mogelijk gemaakt door:



REAL ESTATE RESEARCH QUARTERLY SEPTEMBER 2017 JAARGANG 16 NUMMER 3

REAL ESTATE RESEARCH QUARTERLY



SEPTEMBER 2017 jaargang 16 nummer 3

THEMA: RISICO'S OP DE VASTGOEDMARKT

Verkopen boven de vraagprijs: Buitensporig of nieuwe werkelijkheid?
door Hans R.A. Koster en Jan Rouwendal

Betaalrisico's in de huursector: oorzaken en oplossingsrichtingen
door Frans Schilder, Carola de Groot en Johan Conijn

Prijstdynamiek van commercieel vastgoed in de EU: cheaper is better
door Dorinth van Dijk, David Geltner en Alex van de Minne

Real Estate Research Quarterly is een onafhankelijke uitgave van de Vereniging van Onroerend Goed Onderzoekers Nederland (VOGON) in samenwerking met Amsterdam School of Real Estate en PropertyNL



REAL ESTATE RESEARCH QUARTERLY

SEPTEMBER 2017 jaargang 16 nummer 3

Real Estate Research Quarterly is een onafhankelijke uitgave van de Vereniging van Onroerend Goed Onderzoekers Nederland (VOGON) in samenwerking met Amsterdam School of Real Estate en PropertyNL



COLOFON

Real Estate Research Quarterly signaleert nieuwe ontwikkelingen in de wetenschapsgebieden die relevant zijn voor de vastgoedsector. Daarnaast worden in Real Estate Research Quarterly wetenschappelijke inzichten toegepast om aanbevelingen te doen voor commerciële vastgoedpartijen, overheden, maatschappelijke instellingen en vastgoedopleidingen. Real Estate Research Quarterly biedt een podium voor analyses en discussies die kunnen bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de vastgoedsector.

Real Estate Research Quarterly is een onafhankelijke uitgave van VOGON in samenwerking met ASRE en PropertyNL, en wordt mede mogelijk gemaakt door bijdragen van sponsors die op de achterzijde vermeld staan.

Redactieadres

Real Estate Research Quarterly
Postbus 75485
1070 AL Amsterdam
tel. 020-575 3317
e-mail vogon@propertynl.com

Hoofredactie

drs. Paul Wessels MRICS

Raad van Advies

prof. dr. Tom Berkhout (Nyenrode Business University), prof. dr. Jan de Haan (OTB/TU Delft),
prof. dr. Pieter Tordoir (Ruimtelijk Economisch Atelier Tordoir)

Redactie

Voorzitter Prof. dr. J. Rouwendal (VU Amsterdam), drs. Lucas Ligtenberg (eindredactie), dr. Edwin Buitelaar (Planbureau voor de Leefomgeving), dr. ir. Tom Daamen (TU Delft), drs. Bart Louw (a.s.r. Vastgoed Vermogensbeheer), dr. Erik Louw (TU Delft), dr. Huub Ploegmakers (Radboud University), drs. Wim van der Post (Amsterdam School of Real Estate), Mr. Ramon Pasma (Baker McKenzie), drs. Kaj Deana (Bouwfonds Investment Management), drs. Maarten Donkers (Rabo Real Estate Finance)

Verder werken mee

Prof. dr. Ed Nozeman

Vormgeving

Antonysen.nl

Druk

Grafisch Bedrijf Tuijtel

Real Estate Research Quarterly wordt toegestuurd aan de abonnees van PropertyNL en aan de leden van de VOGON.

ISSN 1570-7814

Thema: risico's op de vastgoedmarkt

- 4 **Inleiding**
- 6 **Verkopen boven de vraagprijs: Buitensporig of nieuwe werkelijkheid?**
door Hans R.A. Koster en Jan Rouwendal
- 19 **Betaalrisico's in de huursector: oorzaken en oplossingsrichtingen**
door Frans Schilder, Carola de Groot en Johan Conijn
- 29 **Prijsdynamiek van commercieel vastgoed in de EU: cheaper is better**
door Dorinth van Dijk, David Geltner en Alex van de Minne

Verder in dit nummer:

- 38 **Rectificatie artikel Droës en Francke in RERQ juni 2017, nummer 2**
- 40 **Call for papers**

Thema: Risico's op de vastgoedmarkt

We hadden ons een paar jaar geleden niet kunnen voorstellen dat prijzen op de woningmarkt weer zo zouden gaan stijgen als momenteel het geval is. Volgens de prijsindex van de NVM bevinden de prijzen van koopwoningen zich inmiddels boven het niveau van het topjaar 2008. Ook de prijzen van commercieel vastgoed stijgen sinds bijna twee jaar weer, zij het minder snel dan op de koopwoningmarkt en nog ver verwijderd van het precrisisniveau, zo blijkt uit de ASRE-prijsindex. Dit is ook niet verwonderlijk. De opname van winkels en kantoren mag dan op sommige plekken weer aantrekken, deze markten zijn in z'n geheel nog altijd te kwalificeren als 'ontspannen'.

Voor verkopende en verhuurende partijen zijn de huidige prijsstijgingen bijzonder goed nieuws. De verliezen op vastgoed en de restschuldensproblematiek op de woningmarkt, die in de crisisperiode centraal stonden, lijken inmiddels al ver achter ons te liggen. Maar wat betekent het voor kopers en huurders? En gaan die huidige prijsstijgingen niet te hard, ontstaan er zo geen bubbels? Daar gaat dit themanummer over: risico's op de vastgoedmarkten.

Van bubbels is sprake wanneer prijzen – ruim – uitstijgen boven de 'intrinsieke waarde' van het onderhavige vastgoed (Glaeser & Nathanson, 2014). Factoren als een lage rente, een beperkt aanbod en een plotselinge populariteit van een bepaalde markt of marktsegment kunnen hiertoe bijdragen. Maar hoe weet je of prijzen te hoog zijn, hoger dan de daadwerkelijke waarde? Oftewel, of er van een bubbel sprake is? Dat is nog niet zo eenvoudig vast te stellen. Niet elke sterke prijsstijging betekent meteen dat er sprake is van een bubbel. Helaas

komen we vaak achteraf er pas achter of iets een bubbel was, wanneer die plotseling knapt. Dan weet je het zeker, dat was er dus één. Toch zouden we graag eerder inzicht willen krijgen in risico's en bubbels, zodat we daarnaar kunnen handelen. Hier ligt een belangrijke taak voor vastgoedonderzoek.

DNB (2017) bracht eerder dit jaar een rapport uit over stedelijke woningmarkten waarin ze concludeerde dat er in de Nederlandse steden weliswaar sprake is van een oververhitting van de woningmarkt, maar (nog) niet van een 'kredietgedreven bubbel'. DNB ziet de 'oververhitting' vooral als het gevolg van een inhaalslag na de crisis en als de prijs van de trek naar de stad. Wellicht geen bubbel, al dan niet kredietgedreven, maar dit wil nog niet zeggen dat er niet nu al grote risico's voor individuen of groepen vastgoedbezitters en -gebruikers zijn. Daarom is het goed die risico's onder de loep te nemen. In drie bijdragen wordt ingegaan op verschillende aspecten van risico's op de huurwoningmarkt, de koopwoningmarkt

en de markten voor commercieel vastgoed. Frans Schilder, Carola de Groot en Johan Conijn gaan in op betaalarisico's op de huurwoningmarkt. Het gaat hierbij om het risico dat huurders hun huurwoning niet meer kunnen betalen doordat hun inkomen minder is dan de som van de netto woonlasten en de meest noodzakelijke kosten van levensonderhoud. Die risico's zijn de laatste jaren toegenomen. Momenteel hebben ongeveer 250.000 huurders een betaalarisico. De toename hangt voor een belangrijk deel samen met het gevoerde woonbeleid: verhuurders verhoogden de huren met meer dan de inflatie en huurtoeslaggerechtigden moesten een groter deel van hun huur zelf betalen als gevolg van een verlaging van de subsidiepercentages.

Het artikel van Hans Koster en Jan Rouwendal richt zich op de koopwoningmarkt en verkent het fenomeen van bieden boven de vraagprijs. Dit komt in Nederland steeds vaker voor. Uiteraard in Amsterdam, maar ook steeds vaker in andere steden. De auteurs laten zien dat deze praktijk maar zeer beperkt voortkomt uit de 'hitte' op de woningmarkt. Het is vooral een nieuwe verkoopstrategie. En, naar het blijkt, een bijzonder lucratieve strategie voor de verkoper: woningen die boven de vraagprijs zijn verkocht blijken een lagere vraagprijs te hebben, een kortere verkooptijd en een 3,5% hogere verkoopprijs dan vergelijkbare woningen.

Tot slot richten Dorinth van Dijk, David Geltner en Alex van de Minne zich op de markten voor commercieel vastgoed in de Europese Unie. Zij komen tot de – vanuit de economische theorie – contra-intuïtieve conclusie dat goedkoper en kleiner vastgoed een betere risico-rendementsverhouding heeft dan duurder en groter vastgoed, met name tijdens de crisisperiode. In een efficiënt functionerende markt zou dat niet kunnen; geld stroomt dan moeiteloos van het

ene segment naar het andere, waardoor er geen verschillen zouden mogen bestaan in de verhouding tussen risico en rendement. Maar de intransparantie van de markt voor commercieel vastgoed biedt hier mogelijk een verklaring. Hierdoor zijn de – verborgen – transactiekosten, waaronder informatie- en zoekkosten, van kleinere objecten relatief hoog, maar maken deze geen deel uit van de gebruikte statistieken.

Edwin Buitelaar

Redactielid RERQ en werkzaam bij het Planbureau voor de Leefomgeving en de Universiteit Utrecht

REFERENTIES

- DNB (2017), *De woningmarkt in grote steden*. Amsterdam: De Nederlandse Bank.
- Glaeser, E.L. & C.G. Nathanson (2014), *Housing bubbles*, NBER Working Paper No. 20426.

Verkopen boven de vraagprijs: Buitensporig of nieuwe werkelijkheid?*

In 2016 werd in Amsterdam meer dan de helft van de aangeboden woningen verkocht boven de vraagprijs. Ook in andere Nederlandse steden lag dit percentage hoog. Waarom zou je meer betalen dan de vraagprijs? In deze paper bekijken we eerst waarom men hoger zou kunnen bieden dan de vraagprijs. Vervolgens laten we zien dat bieden boven de vraagprijs vooral een ruimtelijk fenomeen is en niet specifiek is voor bepaalde woningtypes. Tenslotte laten we zien dat objecten die boven de vraagprijs zijn verkocht een lagere vraagprijs hebben, een kortere verkooptijd en een 3,5% hogere verkoopprijs dan vergelijkbare woningen. Dit betekent dat insteken op een lagere verkoopprijs lucratief is voor de verkoper, maar nadelig is voor de koper. Het feit dat bieden boven de vraagprijs slechts beperkt gecorreleerd is met andere marktindicatoren suggereert dat er sprake is van een nieuwe manier van een woning verkopen: er lijkt dus sprake van een 'nieuwe werkelijkheid'.

Hans R.A. Koster en Jan Rouwendal

In 2016 werd in Amsterdam meer dan de helft van de aangeboden woningen verkocht boven de vraagprijs. Dit percentage is nog nooit zo hoog geweest. In eerdere hoogtijdagen voor de woningmarkt (1999 en 2007) lag het rond de 25%. In de vier grote steden samen werd in 2016 bij ongeveer één derde van de transacties een prijs betaald die boven de vraagprijs ligt, terwijl in perifere regio's, zoals de Achterhoek dit slechts in 3% van de transacties het geval was. In een aantal steden, zoals Groningen, maar ook in Almere en Utrecht, wordt tegenwoordig vaak een 'vanaf'-prijs bepaald: er wordt door de verkopende partij al van uitgegaan dat de koper meer moet betalen dan de vraagprijs.

Maar waarom zou je meer betalen dan de vraagprijs? In de supermarkt betaal je toch ook niet meer dan de aangegeven prijs voor een zak aardappelen? Ook bij aanschaf van dure consumptiegoederen zoals auto's wordt er eigenlijk nooit meer betaald dan de vraagprijs. Bij goederen die je niet dagelijks aanschaf, verwacht je juist dat er onderhandeld wordt over de prijs tussen koper en verkoper en dat de uiteindelijke verkoopprijs tussen het openingsbod en de vraagprijs in ligt (zie bijvoorbeeld Wheaton, 1990).

Loopt de verkoper achter de feiten aan, of is de vraagprijs niet de echte waarde die de verkoper voor het te verkopen object verwacht te ontvangen? Waarschijnlijk

speelt hier inderdaad de verkoopstrategie een belangrijke rol. Zowel theoretisch als empirisch onderzoek op buitenlandse data suggereert dat door een lagere vraagprijs er meer potentiële kopers op het te verkopen object afkomen. Als er veel gegadigden zijn, neemt de onderhandelingsmacht van de koper af en zal de verwachte verkoopprijs toenemen. Meer specifiek, als er veel kandidaten zijn voor een woning en er onzekerheid is over de kwaliteit, voorspelt de economische theorie dat de hoogste bieder altijd te veel betaalt; de zogenoemde 'vloek van het winnende bod'. Als iedereen een inschatting maakt van de waarde van een woning, is de gemiddelde inschatting waarschijnlijk redelijk correct. Echter, aangezien de winnaar een relatief hoge – en waarschijnlijk incorrecte – inschatting heeft gemaakt betaalt hij te veel voor het gekochte object. De vraag is natuurlijk of een vloek van het winnende bod een rol speelt bij verkopen boven de vraagprijs.

Dit artikel hoopt meer inzicht te geven in het wat en hoe van verkopen boven de vraagprijs. Eerst gaan we, de economische literatuur in ogenschouw nemend, in op de vraag *waarom* men meer dan de vraagprijs zou betalen. Vervolgens laten we zien *waar* verkopen boven de vraagprijs – vooral voorkomen en *wanneer* dat gebeurt. Daarna bekijken we *welke* woningen vooral boven de vraagprijs verkocht worden. Tenslotte gaan we in op de verschillen in vraagprijs, verkooptijd en verkoopprijs tussen woningen die uiteindelijk boven de vraagprijs verkocht zijn en andere woningen. Met andere woorden: is een strategie om in te steken op een lagere vraagprijs lucratief voor de koper? We sluiten af met enkele conclusies.

Waarom bieden boven de vraagprijs?

Een van de eerste economische analyses van de rol van de vraagprijs op de woningmarkt is afkomstig van Horowitz (1992). In zijn theorie geeft de vraagprijs een signaal

in de richting van mogelijke belangstellenden over de onderhandelingspositie die de verkoper inneemt. Een hogere vraagprijs schrikt een deel van de belangstellenden af en kan het daarom moeilijker maken om de woning daadwerkelijk te verkopen.¹ Het is Horowitz niet ontgaan dat sommige huizen verkocht worden voor een bedrag dat hoger ligt dan de vraagprijs. In de data die hij gebruikt is dat het geval bij 3,8% van de waarnemingen.² Zijn theorie biedt daar geen verklaring voor omdat hij aanneemt dat er op enig moment slechts één vrager kan bieden op een te koop staande woning. Hij merkt echter op dat, als er twee of meer vragers tegelijk kunnen bieden, ze tegen elkaar moeten opbieden en indien de waarde die zij aan de woning toekennen boven de vraagprijs ligt, kan die in zo'n geval overschreden worden. Horowitz (1992) werkt deze suggestie echter niet uit.

De geringe aandacht voor verkopen boven de vraagprijs hangt hoogstwaarschijnlijk samen met het feit dat dit in het verleden inderdaad een betrekkelijk weinig voorkomend verschijnsel was. Merlo en Ortalo-Magné (2004) analyseren bijvoorbeeld ongebruikelijk gedetailleerde Engelse data over het verkoopproces van woningen halverwege de jaren 1990. In slechts 3,8% (30 van de 780) waarnemingen vinden zij een transactieprijs die hoger ligt dan de vraagprijs. In al die gevallen blijkt sprake te zijn van – wat zij aanduiden als – veilingen. Dat wil zeggen: meerdere vragers die tegelijk bieden op een woning, hetgeen de suggestie van Horowitz (1992) bevestigt.

Han en Strange (2014) zijn de eersten die uitgebreid aandacht schenken aan verkopen boven de vraagprijs. Zij documenteren dat die tot ongeveer het jaar 2000 weinig voorkwamen in Amerikaanse stedelijke woningmarkten. Daarna is er een forse stijging waar te nemen tot de piek in de woningprijzen omstreeks 2007 wordt bereikt.

Dan volgt weliswaar een daling, maar er is geen sprake van een terugkeer naar het niveau van voor 2000. Dat suggereert dat verkopen boven de vraagprijs niet simpelweg samenhangen met een sterk aantrekkelijke vraag die door de verkopers wordt onderschat. Er lijkt eerder sprake van een meer structurele verandering in de wijze waarop transacties tot stand komen op de woningmarkt. Het zou bijvoorbeeld zo kunnen zijn dat verkopers en makelaars meer dan in het verleden geneigd zijn om meerdere belangstellenden tegelijk in aanraking te brengen met een verkopende partij, terwijl men in het verleden gewoon was om de onderhandeling tussen verkoper en één vragende partij te faciliteren en pas als dat op niets uitliep een andere vrager aan bod te laten komen. Dergelijke veranderingen in de organisatie van het verkoopproces zullen niet overal even snel en in de zelfde mate plaatsvinden, hetgeen kan verklaren waarom Han and Strange (2014) forse lokale verschillen waarnemen in het aandeel verkopen boven de vraagprijs.

Albrecht et al. (2016) hebben het idee dat de gelijktijdige aanwezigheid van meerdere vragers via het tegen elkaar opbieden frequent aanleiding geeft tot verkopen boven de vraagprijs uitgewerkt in een evenwichtsmodel dat door Han en Strange (2016) als uitgangspunt van een empirische analyse wordt genomen. Bij een flink deel van hun waarnemingen blijkt de transactieprijs precies gelijk te zijn aan de vraagprijs, hetgeen overeenkomt met de theorie die suggereert dat deze prijs een gidsfunctie heeft, maar dat de transactieprijs – afhankelijk van de marktomstandigheden, zowel hoger als lager uit kan vallen. In de gebruikte data zijn er in bijna 90% van de gevallen meerdere bidders aanwezig als de transactieprijs hoger ligt dan de vraagprijs. In een opgaande markt, met veel vragers, worden meer woningen verkocht boven de vraagprijs en bij woningen met afwijkende kenmerken

waarvoor de markt dunner is, komt dat minder vaak voor.

Oosterling (2015) analyseert een verandering in de Zweedse woningmarkt die licht werpt op de rol van het verkoopproces. De Zweedse makelaars gingen over van het gebruik van de vraagprijs als 'lokprijs' – die gemiddeld 25% onder de transactieprijs lag – op een meer reële inschatting van de verkoopprijs. Zo ongeveer het omgekeerde van wat in de VS plaatsvond. Deze gedragswijziging leidde tot een *daling* van de transactieprijs met ongeveer 5% en een toename van de verkooptijd met bijna een kwart (het duurde ongeveer een week langer voor de huizen verkocht waren). Deze analyse bevestigt dat alleen bij gelijktijdige aanwezigheid van meerdere vragers voor hetzelfde object een lagere vraagprijs resulteert in hogere verkoopprijzen.

Eén en ander roept vragen op over wat nu de 'echte' waarde van een woning is. Volgens de modellen van Albrecht et al. (2016) en Han en Strange (2016) handelen de vragers en aanbieders rationeel. Als er slechts één vrager is, komt de transactieprijs ergens tussen de reservatiewaarden van koper en verkoper uit. Als er meerdere vragers tegelijkertijd bieden ligt de transactieprijs hoger, mits de reservatiewaarden van de vragende partijen hoog genoeg zijn. Er zijn echter ook aanwijzingen dat het aanbieden van producten via een veiling tot te hoge prijzen kan leiden. Dat is met name het geval wanneer onzekerheid bestaat over de waarde van het te veilen object. Geïnteresseerden die die waarde te hoog inschatten, hebben, als ze die waarde ook daadwerkelijk bieden, een grotere kans op het winnen van de veiling en komen vervolgens tot de ontdekking dat ze zich vergist hebben. Deze 'vloek van het winnende bod' kan vermeden worden als bidders zich bewust zijn van dit verschijnsel en daarmee rekening houden bij het bepalen van hun biedingen.³ Dat vereist echter

nogal wat mentale inspanning en het kan dan ook worden betwijfeld of deelnemers aan veilingen er in slagen systematische fouten te vermijden. Malmendier en Lee (2011) hebben overtuigend laten zien dat veilingen aanleiding kunnen zijn tot irrationeel hoge biedingen: ze bekeken het gedrag van deelnemers aan een veiling die het geveilde product ook altijd konden kopen voor een vaste prijs.⁴ Het bleek echter dat een aantal bieders desondanks bereid was in de veiling een hogere prijs te betalen. Het is in dit geval niet de moeilijkheid om op de juiste manier rekening te houden met ontbrekende informatie. In het vuur van het proces van tegen elkaar opbieden zien sommige vragers over het hoofd dat het begeerde object altijd ook nog op een andere manier tegen een vaststaande prijs kan worden verkregen. Deze verschijnselen zouden zich ook op de woningmarkt kunnen voordoen als de bieders zich niet realiseren dat er ook nog andere woningen met vergelijkbare kenmerken en wellicht een lagere prijs op dit moment of binnenkort te koop zijn. Het is – al met al – dus niet duidelijk hoe de transactiepreizen die boven de vraagprijs uitkomen moeten worden gewaardeerd.

Tenslotte zou bieden boven de vraagprijs kunnen samenhangen met de financieringsbeperkingen van de koper. Aangezien in Nederland tegenwoordig niet meer dan 101% van de marktwaarde mag worden geleend hebben mensen die geen eigen financiële middelen hebben minder mogelijkheid om het bedrag te bieden wat ze willen betalen. Een recent rapport van Van der Harst en De Vries (2017) suggereert dat sinds 2006 steeds meer mensen (en/of beleggers) met eigen geld een woning financieren. Deze groep heeft meer vrijheid om ook boven de marktwaarde te kunnen bieden, wat aantrekkelijk is als de verwachte huuropbrengsten een voldoende cash-flow zullen genereren (dus als huren hoog zijn relatief tot de woningprijzen) en als

TABEL 1 ► GEMEENTES MET HET HOOGSTE AANDEEL VERKOPEN BOVEN VRAAGPRIJS IN 2016

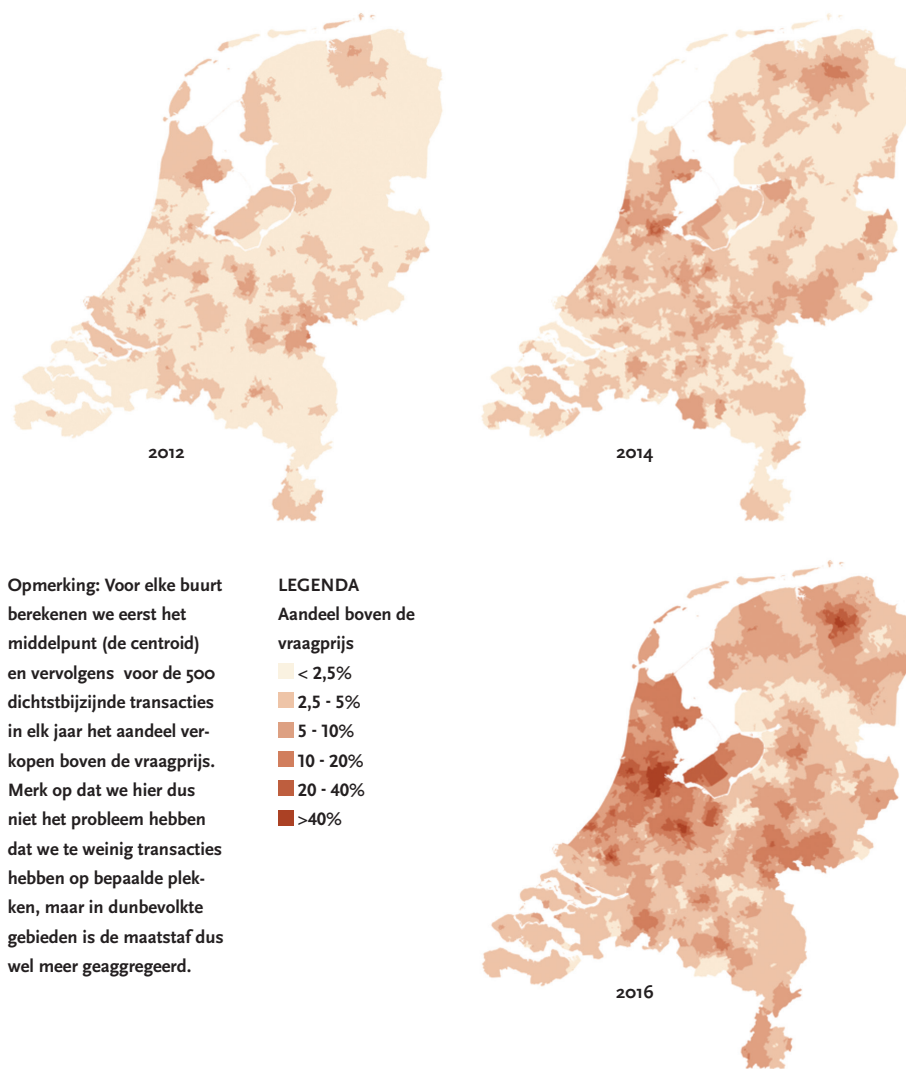
	Gemeente	% Transacties boven vraagprijs	Aantal transacties
1	Amsterdam	53,3%	6792
2	Amstelveen	47,5%	903
3	Groningen	40,2%	2761
4	Utrecht	34,5%	5320
5	Diemen	33,4%	335
6	Haarlem	33,3%	2633
7	Almere	28,7%	2746
8	Rozendaal	27,8%	18
9	Oostzaan	26,4%	87
10	Amersfoort	25,4%	2399

het verwachte rendement van bijvoorbeeld beleggen of sparen relatief laag is. Zou dit kunnen verklaren waarom we zo'n enorme toename zien in het bieden boven de vraagprijs? Misschien dat het een rol speelt, maar Van der Harst en De Vries (2017) laten ook zien dat sinds 2014 het aandeel aankopen met eigen geld weer iets is gedaald, terwijl het aandeel verkopen boven de vraagprijs enorm is gestegen. Met andere woorden, andere oorzaken lijken een belangrijker rol te spelen.

Waar wordt boven de vraagprijs verkocht?

Het is geen verrassing dat Amsterdam vanuit het hoogste percentage verkopen boven de vraagprijs kent. In 2016 was dit meer dan de helft. Het gaat echter niet louter om een hoofdstedelijk verschijnsel. In Tabel 1 geven we de top 10 gemeentes met het hoogste aandeel boven de vraagprijs weer in 2016. We maken hierbij gebruik van transactiedata van de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM). Voor meer informatie over de gebruikte data en enkele beschrijvende statistieken verwijzen we naar Koster en Rouwendal (2017).

FIGUUR 1 ► RUIMTELIJKE SPREIDING VERKOPEN BOVEN VRAAGPRIJS



Gemeentes grenzend aan Amsterdam (Amstelveen, Diemen, Oostzaan) staan hoog in de lijst; daar wordt ook al meer dan een kwart van de woningen boven de vraagprijs verkocht. Andere steden waarbij veel boven de vraagprijs wordt geboden zijn Groningen, Utrecht, Haarlem en Amersfoort.

Behalve Groningen zijn dit allemaal steden in de Randstad. Groningen en Utrecht zijn studentensteden met een relatief groot aantal starters in de woningmarkt. Voor alle steden geldt dat er een aantrekkelijk historisch centrum is waar – begrijpelijk – weinig nieuwbouw plaatsvindt waardoor er

schaarste is in het woningaanbod. Er zijn twee echt grote verrassingen in Tabel 1. De eerste is Rozendaal (boven Arnhem), waar bijna 28% boven de vraagprijs is verkocht. Hier moet echter bij worden opgemerkt dat er in het afgelopen jaar slechts 18 woningtransacties zijn geregistreerd, dus we moeten hier niet te veel uit afleiden. Ook Almere wekt verbazing aangezien dit een stad is waar veel nieuwbouw is gepleegd zodat men kan verwachten dat er relatief veel aanbod is van woningen. Is hier sprake van overloop van de dure Amsterdamse woningmarkt; met andere woorden is dit een olievlékwerking? Of spelen lokale verschillen in de wijze van aanbieden – al dan niet via een ‘veiling’ waarbij meerdere belangstellenden na bezichtiging kunnen bieden – een grote rol?

We hebben dit verder uitgezocht door het aandeel verkopen boven de vraagprijs te plotten over de ruimte voor 2012, 2014 en 2016. Het resultaat is weergegeven in Figuur 1. In 2012 wordt nog erg weinig verkocht boven de vraagprijs. Opvallend is echter dat in en rond Hoorn en rond Nijmegen het percentage het hoogst ligt.³ In 2014 zien we al het patroon dat in de grote steden het percentage verkopen boven de vraagprijs rond de 10% ligt. In 2016 heeft dit patroon zich verder versterkt; inderdaad lijkt Almere min of meer onderdeel te zijn van de Amsterdamse woningmarkt, aangezien in alle gemeentes rond Amsterdam het aandeel verkopen boven de vraagprijs hoog ligt.

Wanneer wordt boven de vraagprijs verkocht?

Het jaar 2016 was uitzonderlijk voor wat betreft verkopen boven de vraagprijs. In deze paragraaf plaatsen we het in perspectief. In Figuur 2 plotten we trends in een viertal belangrijks woningmarktindicatoren voor de periode 1990-2016. In de grafiek linksboven concentreren we ons op verkoopprijzen, die we indexeren door middel van de

consumentenprijsindex. Opvallend is dat huizen tussen vooral 1995 en 2000 snel duurder zijn geworden in reële termen. Dit zien we terug in de grafiek rechtsboven: de prijsgroei lag toen boven de 10% per jaar. In recente jaren lag de prijsgroei nog steeds ver onder dat niveau: in 2016 zo rond de 5% in heel Nederland en 7% in de grote steden. Hoewel er samenhang is tussen prijsgroei en verkopen boven de vraagprijs, lijkt er dus ook in Nederland sprake van een onderliggende trend die te maken kan hebben met een verandering in het functioneren van de woningmarkt.

In de grafiek linksonder kijken we naar de verkooptijd – het verschil tussen het moment dat de transactie werd aan- en afgemeld bij NVM. Opvallend is dat er over het algemeen een positieve correlatie is tussen prijzen en verkooptijd ($\rho = 0,459$), maar een negatieve tussen prijsgroei en verkooptijd ($\rho = -0,596$). Met andere woorden, in tijden dat de vraag groeit, kunnen de vraagprijzen ‘achter de feiten aanlopen’ zodat woningen relatief sneller worden verkocht omdat ze ‘te goedkoop’ zijn. Juist in zulke periodes verwachten we dat verkopen boven de vraagprijs meer voorkomen. Andersom geldt hetzelfde: als de vraagprijzen zich niet snel aanpassen als de markt minder gaat, verwacht je dat woningen langer te koop staan: dit is wat we zagen in 2013, waar woningen snel zo’n 8 maanden te koop stonden.

Tenslotte plotten we in Figuur 2, rechts-onder, het aandeel objecten dat boven de vraagprijs is verkocht. Tot 1996 was bieden boven de vraagprijs een zeldzaam fenomeen, zowel in de vier grote steden als in de rest van het land. In 1999 zien we de eerste piek in het aandeel transacties met een hogere verkoopprijs dan vraagprijs en in 2007 de tweede piek. Opvallend is dat in 1999 deze piek gecorreleerd is met de sterke prijsgroei terwijl we in 2007 een minder sterke prijsgroei te zien is. In 2016

TABEL 2 ► LEVEREN WONINGEN DIE BOVEN DE VRAAGPRIJS ZIJN VERKOCHT MEER OP?

Afhankelijke variabele:	Vraagprijs (log)			Verkooptijd (log)			Verkoopprijs (log)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Alle observaties	Jaren met prijsgroei	Observaties in 4G	Alle observaties	Jaren met prijsgroei	Observaties in 4G	Alle observaties	Jaren met prijsgroei	Observaties in 4G
Boven de vraagprijs verkocht	-0,0353*** (0,00506)	-0,0330*** (0,00657)	-0,0408*** (0,0118)	-0,467*** (0,0838)	-0,352*** (0,109)	-0,413** (0,167)	0,0344*** (0,00506)	0,0356*** (0,00638)	0,0263** (0,0125)
Woningkenmerken (6)	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Woning vaste effecten	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Straat x jaar vaste effecten	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observaties	2.779.364	2.086.074	390.031	2.779.364	2.086.074	390.031	2.779.364	2.086.074	390.031
R ²	0,994	0,995	0,995	0,882	0,891	0,874	0,994	0,995	0,994

Opmerkingen: *** en ** geeft aan dat een coëfficiënt significant is op 1% of 5%, respectievelijk.

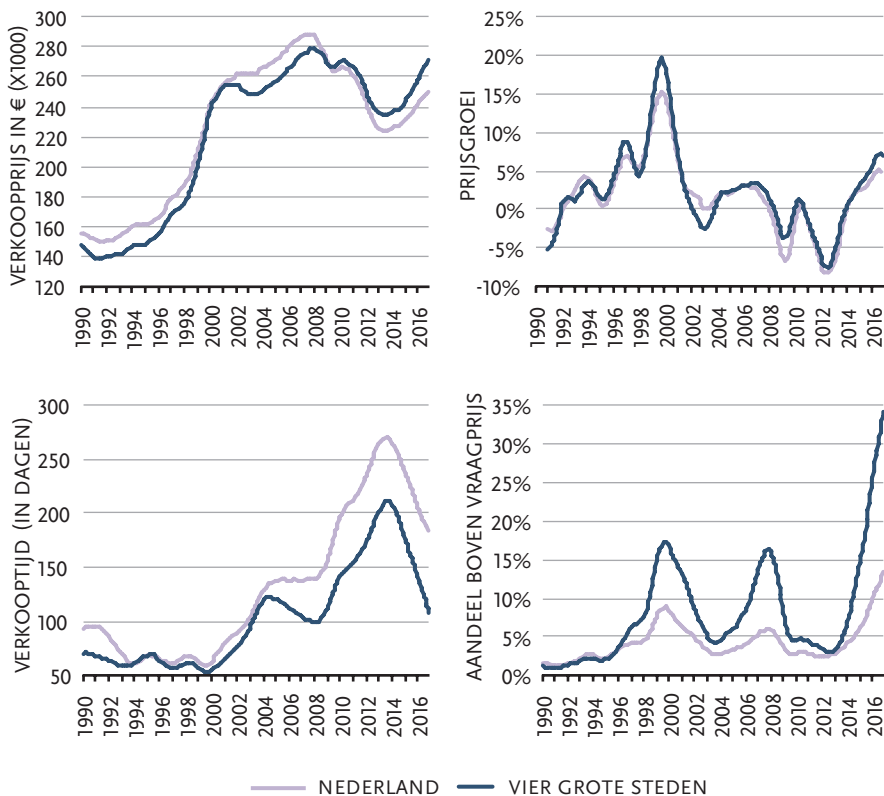
zien we een ongekend aandeel transacties dat boven de vraagprijs is verkocht: voor de vier grote steden bedraagt dit bijna 35% van de transacties en voor heel Nederland is dit zo'n 13%. Net als in de VS lijkt er dus sprake van een verandering in het functioneren van de woningmarkt, die in de Nederlandse context al in 1996 optreedt. De piek in 2016 is echter ook in vergelijking met de huizenmarkten in de VS in 'boom'-periodes ongekend hoog.

Om welke woningen gaat het?

We hebben ook bekeken of bepaalde typen woningen vaker boven de vraagprijs worden verkocht dan andere. Dat blijkt nauwelijks

het geval. Verkopen boven de vraagprijs is vooral een ruimtelijk fenomeen: het komt in sommige gebieden meer voor dan in andere en dan beperkt het zich niet tot specifieke woningen. Vermeldenswaard is dat vooroorlogse woningen niet per se eerder boven de vraagprijs worden verkocht als rekening wordt gehouden met lokale verschillen. Met andere woorden, de observatie dat jaren '30 woningen vaak boven de vraagprijs worden verkocht heeft vooral te maken met de locatie van deze woningen, en met het feit het – in de steden – vaak tussenwoningen zijn, dan met het 'jaren '30' label. We bespreken de methoden en regressieresultaten uitgebreider in de Appendix.

FIGUUR 2 ► TRENDS IN HUIZENMARKTINDICATOREN



Effecten voor koper en verkoper

In deze sectie toetsen we drie hypothesen. Woningen die boven de vraagprijs zijn verkocht, in vergelijking met een identieke andere woning rond dezelfde tijd:

- (i) hebben een lagere vraagprijs
- (ii) verkopen sneller
- (iii) verkopen voor een hogere transactieprijs

De eerste hypothese vloeit voort uit de theorie: verkopers die een hoge verkoopprijs willen realiseren lokken geïnteresseerden naar zich toe door een relatief lage vraagprijs en laten ze vervolgens tegen elkaar opbieden. We weten niet welke woningen via een inschrijvingsprocedure verkocht worden,

maar deze inschrijving vinden snel na het te koop zetten van de woning plaats en als ze inderdaad tot het gewenste resultaat leiden zal de verkoop dus ook sneller plaatsvinden. Vandaar de tweede hypothese. De derde hypothese gaat na of de strategie succes heeft voor de verkoper in die zin dat inderdaad een hogere verkoopprijs wordt gerealiseerd dan bij vergelijkbare woningen die worden verkocht voor een bedrag dat onder of op de vraagprijs ligt.

Om de drie hypothesen te toetsen schatten we de volgende regressievergelijking:

$$\log y(i,j,t) = \beta_1 b(i,j,t) + \beta_2 x(i,j,t) + \psi(i) + \omega(j,t) + \epsilon(i,j,t)$$

waar $y(i,j,t)$ is de afhankelijke variabele (i.e. vraagprijs, verkooptijd of verkoopprijs) van woning i in straat j in jaar t , $b(i,j,t)$, is een dummy variabele die gelijk is aan één als een transactie boven de vraagprijs is verkocht, $x(i,j,t)$ zijn woningkenmerken die veranderen over de tijd, $\psi(i)$ zijn vaste effecten voor elke woning en $\omega(j,t)$ zijn straat \times jaar vaste effecten. $\epsilon(i,j,t)$ is het onverklaarde deel van de variatie en de β_i is de te schatten coëfficiënt waar we geïnteresseerd in zijn.

Omdat we vaste effecten per woning gebruiken, tellen alleen woningen mee die tenminste tweemaal verkocht zijn in onze data. Dat betekent dat we controleren voor alle woningkenmerken die over de tijd hetzelfde blijven. We houden bovendien rekening met mogelijke veranderingen in een aantal kenmerken die we waarnemen in de data, zoals grootte, isolatie en monument-status ($x(i,j,t)$). Omdat we ook vaste effecten voor straat-jaarcombinaties meenemen vergelijken we alleen dicht bij elkaar gelegen woningen die in hetzelfde jaar in dezelfde straat zijn verkocht. Door deze specificatie te gebruiken sluiten we een groot aantal mogelijke oorzaken van vertekening van de resultaten af, zoals het feit dat aantrekkelijke woningen een hogere vraag- en verkoopprijs en kortere verkooptijd zullen hebben.⁶

In Tabel 2 rapporteren we de resultaten. In de eerste drie kolommen kijken we naar de verkoopprijs van woningen die uiteindelijk boven de vraagprijs zijn verkocht. Als we alle transacties in beschouwing nemen, in kolom (1), vinden we dat woningen die uiteindelijk boven de vraagprijs zijn verkocht inderdaad een lagere vraagprijs hebben: het verschil is gemiddeld zo'n 3,5 procent. Men zou kunnen beargumenteren dat het meenemen van alle observaties niet valide is omdat bieden boven de vraagprijs vooral voorkomt in jaren met prijsgroei (en dus niet in crisisjaren). In kolom (2) nemen

we daarom alleen transacties mee die plaatsvinden in jaren waarin er prijsgroei optreedt. Dit maakt voor de resultaten nagenoeg niets uit. Als we de regressie alleen doen met transacties in de vier grote steden (kolom 3) vinden we, opnieuw, vergelijkbare resultaten.

In de kolommen (4)-(6) kijken we of huizen die boven de vraagprijs worden verkocht ook sneller van de hand gaan. We vinden inderdaad een sterk effect: transacties met een lagere vraagprijs die uiteindelijk boven de vraagprijs worden verkocht, worden ($\exp(-0,476)-1$) 38% sneller verkocht dan objecten die uiteindelijk niet boven de vraagprijs worden verkocht. Voor de gemiddelde verkoopduur van 144 dagen betekent dit dus dat een woning die boven de vraagprijs is verkocht ongeveer anderhalve maand sneller wordt verkocht. Dit effect is wat kleiner als we ons alleen concentreren op transacties die plaatsvinden in jaren met prijsgroei (zie kolom (5)). Kolom (6) neemt alleen transacties mee in de grote steden en laat een vergelijkbaar effect zien.

Tenslotte kijken we naar de uiteindelijke verkoopprijs in kolommen (7)-(9). Kolom (7) laat zien dat er inderdaad een positieve *premium* is voor transacties die boven de vraagprijs zijn verkocht. Ondanks de over het algemeen lagere vraagprijs blijken dergelijke transacties uiteindelijk bijna 3,5% meer op te hebben geleverd dan vergelijkbare woningen die op of onder de vraagprijs van de hand zijn gegaan. Kolom (8) controleert of dit resultaat standhoudt als we ons concentreren op jaren met prijsgroei, wat het geval blijkt. Kolom (9) gaat na of de premie nog groter is in de vier grote steden. Dit blijkt *niet* het geval: transacties die uiteindelijk boven de vraagprijs zijn verkocht vergeleken met identieke woningen die niet boven de vraagprijs zijn verkocht, leveren uiteindelijk 2,6% meer

op. Als we ons alleen zouden concentreren op Amsterdam zouden we een effect vinden van 4%, dus het effect is niet per se veel groter als het vaker voorkomt.

Conclusie

De analyse die we hebben uitgevoerd, spoot goed met de onderzoeksresultaten voor (vooral) de Verenigde Staten die in de literatuur zijn gerapporteerd. Er lijkt sprake te zijn van een verandering in de wijze waarop woningen worden verkocht: er wordt de laatste jaren vaker gebruikgemaakt van veilingachtige constructies waarbij meerdere belangstellenden tegelijk kunnen bieden op een woning. Ook al nemen we in de Nederlandse situatie niet rechtstreeks waar of er meerdere bidders tegelijk aanwezig zijn, er is moeilijk een andere verklaring voor te vinden. Met andere woorden: de resultaten suggereren een 'nieuwe werkelijkheid' in plaats van een tijdelijk kortdurend fenomeen in een huizenmarkt met sterke prijsgroei. Dat zorgt ervoor dat niet alleen de vraagprijs van de verkoper, maar ook het verwachte bod van de concurrerende bidder bepalend wordt voor de transactieprijs. De verkoper die genoeg belangstelling verwacht, kan de vraagprijs dan juist laag houden om het aantal tegen elkaar opbiedende belangstellenden nog wat groter te maken. We hebben gezien dat verkopen boven de vraagprijs vooral een ruimtelijk fenomeen is, wat niet alleen voorbehouden is aan Amsterdam, maar ook in de andere grote steden vaak voorkomt.

Onze resultaten bevestigen dat het voor een verkoper de moeite kan lonen om de woning met een lagere verkoopprijs de woning in de markt te zetten. Bij de woningen die boven de vraagprijs verkocht werden was de vraagprijs inderdaad lager dan bij andere woningen, terwijl de transactieprijs juist hoger lag en de woning ook nog eens aanzienlijk sneller verkocht werd.

Voor kopers is de nieuwe wijze van woningen aanbieden slecht nieuws. Ze betalen uiteindelijk meer. Aangezien de kans op overbieden – ten opzichte van de feitelijke eigen waardering – door beperkte informatie en de spanning van het biedingsproces niet denkbeeldig is, is het belangrijk het hoofd koel te houden. De WOZ en, indien beschikbaar, de taxatiewaarde, kunnen waardevolle informatie geven over de gemiddelde waardering van een woning en het is verstandig om goed na te denken, alvorens veel meer dan deze richtwaarden te bieden. De omstandigheden op de Nederlandse woningmarkt zijn momenteel zodanig dat gemakkelijk wat meer geboden kan worden. Het is heel goed mogelijk dat bij stijgende rente of een nieuwe recessie vanuit de aanbodzijde minder ruimte wordt geboden voor hoge biedingen omdat het kredietplafond bereikt is. Ook is denkbaar dat op den duur meer bidders zich door een aankoopmakelaar zullen laten adviseren. Voorlopig lijkt een situatie waarin de vraag naar woningen zo krachtig is dat 'bidding wars' regelmatig voorkomen echter de nieuwe werkelijkheid.

OVER DE AUTEURS

Hans R.A. Koster is verbonden aan de Afdeling Ruimtelijke Economie, Vrije Universiteit Amsterdam. Koster is ook geaffilieerd met het Tinbergen Instituut, The Centre for Economic Performance op de London School of Economics en The Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Jan Rouwendal is hoogleraar Ruimtelijke Economie, Vrije Universiteit Amsterdam. Rouwendal is ook geaffilieerd met het Tinbergen Instituut en de Amsterdam School of Real Estate (ASRE).

VOETNOTEN

- * Deze paper is gebaseerd op een recent rapport van de Amsterdam School of Real Estate, working paper 2017 – 05. We verwijzen naar dit rapport voor meer achtergrondinformatie, indien nodig. Frank Harleman en Johan Conijn worden bedankt voor commentaar.
- 1 Merk op dat de vragers ook een reservatieprijs hebben. Dat is de maximale prijs die zij bereid zijn te betalen. Als die substantieel onder de vraagprijs ligt, heeft het weinig zin om belangstelling te tonen.
 - 2 Horowitz (1992), pagina 118.
 - 3 Zie Thaler (1988).
 - 4 Deze prijs werd continu getoond op dezelfde webpagina.
 - 5 Merk op dat dit *niet* komt doordat er (te) weinig transacties zijn omdat we voor elke buurt naar de dichtstbijzijnde 500 transacties hebben gekeken en daar het percentage hebben berekend dat boven de vraagprijs is verkocht.
 - 6 De 'vaste effecten' zorgen ook voor de zeer hoge R^2 .
 - 7 Anders gezegd: het is een dummy en omdat we de verwachte waarde als percentage interpreteren hebben we die de waarden 0 en 100 in plaats van 0 en 1 gegeven.

LITERATUUR

- Albrecht, J., Gautier, P. A., en Vroman, S. (2016). Directed Search in the Housing Market. *Review of Economic Dynamics*, 19, 218–231.
- Han, L., en Strange, W. (2014). Bidding Wars for Houses. *Real Estate Economics*, 42, 1–32.
- Han, L., en Strange, W. C. (2016). What is the Role of the Asking Price for a House? *Journal of Urban Economics*, 93, 115–130.
- Horowitz, J. L. (1992). The Role of the List Price in Housing Markets: Theory and an Econometric Model. *Journal of Applied Econometrics*.
- Koster, H. R. A., en Rouwendal, J. (2017). *Verkopen Boven de Vraagprijs: Buitensporig of Nieuwe Werkelijkheid* (Amsterdam School of Real Estate No. 2017–5).
- Malmendier, U., en Lee, Y. H. (2011). The Bidder's Curse. *American Economic Review*, 101(April), 749–787. <http://doi.org/10.1257/aer.101.2.749>
- Merlo, A., en Ortalo-Magné, F. (2004). Bargaining over Residential Real Estate: Evidence from England. *Journal of Urban Economics*, 56(2), 192–216.
- Oesterling, A. (2015). *Does the Asking Price Matter? Evidence from a Natural Experiment in Residential Real Estate*. Stockholm.
- Thaler, R. H. (1988). Anomalies: The Winner's Curse. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 191–202.
- Van der Harst, F., en De Vries, P. (2017). *Wie Kopen er Hypotheekloos?* Kadaster.
- Wheaton, W. C. (1990). Vacancy, Search, and Prices in a Housing Market Matching Model. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1270–1292.

APPENDIX

Welke woningen worden boven de vraagprijs verkocht – resultaten

Om een onderscheid tussen locatie en karakteristieken te maken, maken we gebruik van regressiemethoden waarbij we de te verklaren variabelen regresseren op woningkenmerken en locatie. We maken ge-

bruik van de volgende regressievergelijking: $b(i,t) = \beta_1 s(i,t) + \beta_2 c(i,t) + \beta_3 t(i,t) + \omega(i,t) + \epsilon(i,t)$ waar $b(i,t)$ geeft het aandeel (0-100%) woningen weer dat boven de vraagprijs is verkocht, $s(i,t)$ is de grootte van de woning, $c(i,t)$ het bouwjaar en het $t(i,t)$ type (appartement, rijtjeshuis, semi-vrijstaand, vrij-

TABEL A1 ► WELKE WONINGEN WORDEN BOVEN DE VRAAGPRIJS VERKOCHT?

	(1)	(2)	(3)	(4)
	1999-2016	2016	1990-2016	2016
Grootte woning 75-100m ²	-0,351*** (0,0532)	0,768*** (0,107)	-0,692** (0,317)	2,394*** (0,517)
Grootte woning 100-125m ²	0,114** (0,0577)	0,974*** (0,121)	-1,150*** (0,326)	1,874*** (0,557)
Grootte woning 125-150m ²	0,386*** (0,0607)	0,964*** (0,129)	-1,406*** (0,344)	2,128*** (0,597)
Grootte woning 150-200m ²	0,720*** (0,0664)	1,036*** (0,144)	-1,644*** (0,362)	1,602** (0,630)
Grootte woning 200-250m ²	1,084*** (0,0939)	1,090*** (0,205)	-2,279*** (0,482)	1,289 (0,861)
Tussenwoning	-2,748*** (0,0446)	-5,105*** (0,253)	-0,344** (0,140)	1,726*** (0,591)
Geschakelde woning	-3,658*** (0,0457)	-8,406*** (0,255)	-0,204 (0,143)	2,215*** (0,597)
Vrijstaande woning	-5,250*** (0,0520)	-13,28*** (0,283)	-0,875*** (0,167)	0,139 (0,693)
Bouwjaar <1945	0,795*** (0,0663)	6,966*** (0,253)	-2,271*** (0,220)	-0,768 (0,634)
Bouwjaar 1945-1959	-2,191*** (0,0743)	2,497*** (0,356)	-2,533*** (0,241)	0,242 (0,861)
Bouwjaar 1960-1970	-3,244*** (0,0645)	-0,802*** (0,265)	-2,886*** (0,226)	-1,693** (0,759)
Bouwjaar 1971-1980	-3,332*** (0,0630)	-2,016*** (0,241)	-2,784*** (0,223)	-0,374 (0,749)
Bouwjaar 1981-1990	-3,076*** (0,0648)	0,171 (0,275)	-2,973*** (0,224)	-0,877 (0,785)
Bouwjaar 1991-2000	-3,454*** (0,0646)	-0,602** (0,254)	-2,600*** (0,210)	-1,012 (0,679)
Correctie voor locatie	Nee	Nee	Ja	Ja
Observaties	2.779.364	185.018	2.779.251	185.018
R ²	0,028	0,028	0,609	0,607

Opmerkingen: De afhankelijke variabele heeft de waarde 0 of 100 en geeft aan of een transactie boven de vraagprijs is verkocht. ***, ** en * geeft aan dat een coëfficiënt significant is op 1%, 5% of 10%, respectievelijk.

staand). $\omega(i,t)$ zijn opnieuw postcode vaste effecten en is $\epsilon(i,t)$ het onverklaarde deel. De β 's zijn de te schatten coëfficiënten.

Tabel A1 geeft de resultaten weer zoals gepresenteerd en bediscussieerd in Sectie 5. De afhankelijke variabele is hier een variabele 0 of 100 die aangeeft of een transactie boven de vraagprijs is verkocht.⁷ De coëfficiënt geeft dus de procentuele kans aan dat een woning meer of minder boven de vraagprijs wordt verkocht ten opzichte van de referentiecategorie. Bijvoorbeeld, de eerste coëfficiënt linksboven suggereert dat woningen tussen de 75 en 100 m² 0,351 procentpunt minder boven de vraagprijs verkocht worden dan woningen kleiner dan 75 m².

In kolommen (1) en (2) corrigeren we *niet* voor locatie. In kolom (1) nemen we alle observaties mee, terwijl kolom (2) alleen het laatste jaar meeneemt, om zo na te gaan of huidige situatie anders is dan de afgelopen 25 jaar. Als we naar de *R*-kwadraat kijken zien we dat maar een klein deel van de variantie verklaard wordt. Dit verandert substantieel als we corrigeren voor locatie; meer dan 60 procent van de variantie in de variabele die aangeeft of een woning boven de vraagprijs is verkocht wordt verklaard (zie kolommen (3) en (4)). Dit suggereert dat bieden boven de vraagprijs dus in eerste instantie een *ruimtelijk fenomeen* is, en niet zozeer wordt verklaard door het type woning.

Betaalrisico's in de huursector: oorzaken en oplossingsrichtingen

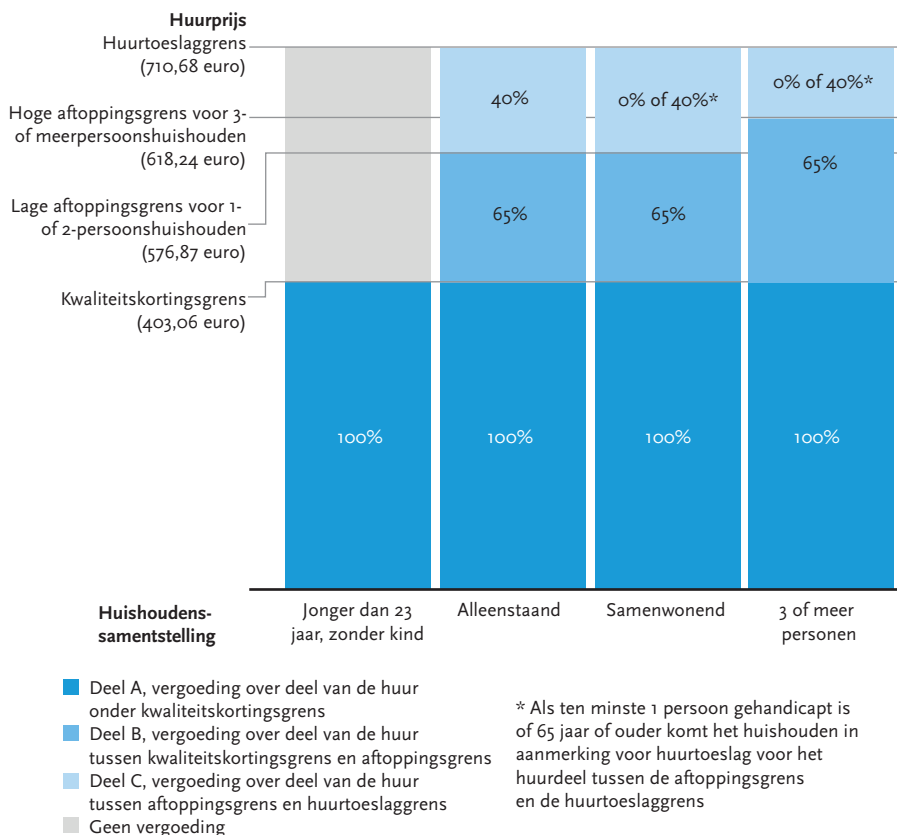
Sinds het begin van deze eeuw zijn er steeds meer huurders die onvoldoende inkomen hebben voor de maandelijkse netto woonlasten en de meest noodzakelijke uitgaven voor het levensonderhoud. Deze huishoudens hebben een 'betaalrisico': zij lopen het risico dat zij de maandelijkse woonlasten niet kunnen betalen. In 2015 gold dit voor zo'n 246.000 huurders.¹ Tot 2012 hingen de toenemende betaalrisico's vooral samen met factoren in het inkomensdomein (De Groot et al. 2014). In de periode 2012-2015 spelen echter ook beleidswijzigingen in het woondomein een rol. Sinds 2013 mogen de huren sterker stijgen dan de inflatie. Tegelijkertijd moeten huurders een groter deel van de huur zelf betalen door de verlaging van de subsidiepercentages (zie ook De Groot & Schilder 2016). In deze verkenning wordt gekeken naar het mogelijke effect van deze beleidswijzigingen en naar verschillende opties om het aandeel en aantal huishoudens met een betaalrisico te verminderen. Er wordt zowel verkend in hoeverre een generieke huurverlaging de betaalrisicoproblematiek kan verminderen, als naar mogelijkheden binnen de huurtoeslageregeling.

door Frans Schilder, Carola de Groot en Johan Conijn

Of een huurder in aanmerking komt voor huurtoeslag en zo ja, voor hoeveel, hangt in belangrijke mate af van het huishoudensinkomen, de huurprijs van de woning en de huishoudensamenstelling. De huurtoeslageregeling kent vier huurprijscategorieën en naarmate de huurprijs in een hogere categorie valt, wordt een lager percentage van de huur gesubsidiëerd.² Binnen de regeling worden daarnaast twee inkomensgrenzen gehanteerd. De

eerste is de maximale inkomensgrens van de huurtoeslag. Is het belastbaar huishoudensinkomen hoger dan deze grens, dan heeft het huishouden in principe geen recht op huurtoeslag. Is het inkomen lager, dan is het huishouden wél huurtoeslaggerechtigd. Voor huurtoeslaggerechtigden geldt in grote lijnen het principe: hoe lager het inkomen, des te hoger de huurtoeslag. Maar om te voorkomen dat socialeminimaproblemen worden 'afgewenteld' op het woondomein

FIGUUR 1 ► HUURTOESLAGREGELING VOOR HUURDEEL BOVEN BASISHUUR, 2015



Bron: Aedes 2014, bewerking PBL

wordt ook een minimuminkomensijkpunt gehanteerd; deze grens weerspiegelt het sociale minimum. Huishoudens met een inkomen lager dan dat ijkpunt moeten hoe dan ook een bepaald bedrag zelf aan huur betalen en over dit bedrag krijgen zij geen huurtoeslag.³

In 2015 had circa 16% van alle huurders een betaalarisico; dit is fors meer dan in 2012, toen had 8% van alle huurders een betaalarisico. Dit is het risico dat een huishouden moeite heeft de maandelijkse woonlasten te betalen. Dit risico ontstaat als het huis-

houdensinkomen ontoereikend is voor de maandelijkse woonlasten en de meest basale uitgaven voor het levensonderhoud zoals voeding, elektra, water en verzekeringen.⁴ De betaalarisico's hangen sterk samen met het huishoudensinkomen. Blijkens tabel 1 hebben huurders die te veel verdienen voor de huurtoeslag nauwelijks problemen om de woonlasten en de reguliere uitgaven aan het levensonderhoud te betalen. Vooral huurders met een heel laag inkomen, dat wil zeggen: lager dan het minimuminkomensijkpunt van de huurtoeslagregeling, hebben relatief vaak een betaalarisico. Van

TABEL 1 ► AANDEEL HUURDERS MET BETAALRISICO, 2012 – 2015

	onder min ijkpunt		tussen minimum inkomensijkpunt en maximale inkomensgrens		boven max inkomen		totaal	
	2012	2015	2012	2015	2012	2015	2012	2015
tot kwaliteitskortingsgrens	14%	35%	1%	1%	0%	0%	5%	13%
tot aftoppingsgrens	23%	40%	1%	5%	0%	0%	8%	15%
tot liberalisatiegrens	27%	43%	3%	11%	0%	1%	8%	15%
boven liberalisatiegrens	76%	88%	42%	53%	3%	3%	17%	22%
totaal*	25% (742)	44% (721)	4% (325)	10% (543)	1% (1.418)	1% (1.169)	8% (2.485)	16% (2.433)

* Tussen haakjes is het totale aantal huurders weergegeven (100%; aantallen x 1.000).

Bron: WoON2012, WoON2015, bewerking auteurs

TABEL 2 ► HUISHOUDBOEKJE VAN DE HUURDER: HUUR EN TOESLAG, 2012 EN 2015*

	basishuur		individuele huurtoeslag		netto huur	
	2012	2015	2012	2015	2012	2015
huurtoeslagontvangers	455	510	167	170	288	340
geen huurtoeslagontvangers	433	501	0	0	433	501

*) Gegevens zijn niet gecorrigeerd voor samenstellingseffecten

Bron: WoON2012, WoON2015, bewerking auteurs

de huishoudens met een inkomen binnen de inkomensgrenzen van de huurtoeslag had ongeveer 11% een betaalrisico in 2015; een verdubbeling ten opzichte van 2012. De betaalrisico's namen vooral toe onder huurders van dure gereguleerde huurwoningen en huurders van 'betaalbare' huurwoningen.⁵ Voorts geldt dat naarmate de huurprijs hoger is, het aandeel huurders met een betaalrisico ook hoger is.

Eerdere PBL-studies laten zien dat het aandeel en aantal huurders met een betaalrisico eigenlijk al vanaf 2002 toeneemt. Tot 2012 werd deze toename vooral verklaard door factoren in de inkomenssfeer en de gestegen kosten van het levensonderhoud (zie bijvoorbeeld De Groot et al. 2014). Dat de betaalrisico's ná 2012 verder zijn geste-

gen lijkt echter ook samen te hangen met de beleidswijzigingen in het woondomein. Sinds 2013 mogen de huren sterker stijgen dan de inflatie.⁶ Tegelijkertijd moeten huurders een groter deel van de huur zelf betalen doordat de subsidiepercentages in 2012 zijn verlaagd (zie ook De Groot & Schilder 2016). Hoe heeft dit uitgedaakt? Blijkens tabel 2 steeg de gemiddelde huur van 455 euro in 2012 naar 510 euro in 2015. Tegelijkertijd ontvingen huurtoeslagontvangers in 2012 gemiddeld 167 euro aan huurtoeslag en in 2015 170 euro. Een stijging van de huur met gemiddeld 55 euro is derhalve gecompenseerd met 3 euro extra huurtoeslag. In diezelfde periode steeg het gemiddelde besteedbare inkomen van huurtoeslaggerechtigde huishoudens met 37 euro terwijl de minimale uitgaven aan het levensonder-

houd met 40 euro stegen. Qua koopkracht stonden de huurtoeslagontvangers er in 2015 dus als groep minder florissant voor dan de huurtoeslagontvangers in 2012. Immers: de lasten namen met 95 euro toe (55 euro aan huur + 40 euro aan levensonderhoud) terwijl de inkomsten met 40 euro toenamen (40 euro aan inkomen + 3 euro aan huurtoeslag).

Oplossingsrichtingen

Het woonbeleid van de afgelopen jaren heeft dus in bescheiden mate bijgedragen aan de toename van het aandeel huurders met een betaalarisico, naast de achterblijvende inkomensontwikkeling en de toename van de kosten van het levensonderhoud (zie ook Blijie et al. 2016; Schilder & De Groot 2017). De vraag is dan ook in hoeverre er binnen het woondomein effectieve beleidsknoppen zijn om de betaalarisico's onder huurders (wezenlijk) te verminderen.

In een eerder onderzoek op basis van gegevens over 2012 lieten wij zien dat het financieel passend huisvesten van huurtoeslaggerechtigde woningzoekenden een positief effect heeft op de betaalbaarheid van de maandelijkse woonlasten. Financieel passend refereert daarbij aan een huurprijs lager dan de voor het huishouden geldende aftoppingsgrens (zie ook voetnoot 2 en figuur 1). Binnen de regels van het passend toewijzen wordt de aftoppingsgrens beschouwd als de toewijzingsgrens voor huurtoeslaggerechtigde woningzoekenden. Het onderzoek liet voorts zien dat de mate waarin de passendheidsnorm ook betaalarisico's kan voorkomen in sterke mate samenhangt met het huishoudensinkomen. Huurtoeslaggerechtigden met een inkomen beneden het sociale minimum houden namelijk relatief vaak een betaalarisico, zelfs als zij in een financieel passende huurwoning zouden wonen (PBL 2016). Aanvullende berekeningen met gegevens over 2015 laten eenzelfde beeld zien. Daarbij is

gekeken in hoeverre de betaalarisico's onder huurtoeslaggerechtigde huurders lager waren geweest als alle financieel niet-passend wonende huurtoeslaggerechtigden⁷ een huurwoning hadden gehuurd met een huurprijs nét onder de voor hen geldende aftoppingsgrens. Onder huishoudens met een inkomen binnen de inkomensgrenzen van de huurtoeslag zou het aandeel met een betaalarisico halveren van 11% in 2015 naar 6%. Onder huishoudens met een inkomen beneden het minimuminkomensijkpunt van de huurtoeslagregeling (maar boven 60% van het sociale minimum) zou het aandeel met een betaalarisico dalen van 44% in 2015 naar 37%. Het totale aandeel huurders met een betaalarisico zou uitkomen op 13% in plaats van de eerder gerapporteerde 16%. In totaal is dit een vermindering van bijna 78 duizend huishoudens met een betaalarisico. Al met al valt te verwachten dat het passend toewijzen van huurtoeslaggerechtigde woningzoekenden op de langere termijn resulteert in een daling van het aandeel huurders met een betaalarisico.

Gegeven de constatering dat de betaalarisico's deels zijn toegenomen door ontwikkelingen in de huurprijs en de huurtoeslagsystematiek, verkennen we in het vervolg van het artikel het effect van het verhogen van de subsidiepercentages in de huurtoeslagregeling en een generieke huurverlaging.

Verhoging subsidiepercentages en betaalarisico's
De huurtoeslag is een zeer effectief instrument om de betaalarisico's onder huurders te reduceren (PBL 2016). In 2012 zijn de subsidiepercentages echter verlaagd. Sinds 2012 wordt het huurdeel tussen de kwaliteitskortingsgrens en de aftoppingsgrens niet meer voor 75% maar voor 65% vergoed. Het huurdeel tussen de aftoppingsgrens en de liberalisatiegrens wordt niet meer voor 50% maar voor 40% vergoed. De vraag is dan ook in hoeverre het terugdraaien van de verlaging van de subsidiepercentages kan

TABEL 3 ► AANDEEL HUURDERS MET BETAALRISICO BIJ VERHOOGING SUBSIDIEPERCENTAGES (SCENARIO 1) EN VERLAGING BASISNORMHUUR (SCENARIO 2), 2015

	onder min ijkpunt			tussen min ijkpunt en max inkomen			boven max inkomen			totaal		
	basis	scenario 1	scenario 2	basis	scenario 1	scenario 2	basis	scenario 1	scenario 2	basis	scenario 1	scenario 2
tot kwaliteitskortingsgrens	35%	35%	32%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	13%	13%	12%
tot aftoppingsgrens	40%	39%	39%	5%	4%	4%	0%	0%	0%	15%	14%	14%
tot liberalisatiegrens	43%	39%	41%	11%	8%	9%	1%	1%	1%	15%	13%	14%
boven liberalisatiegrens	88%	88%	88%	53%	53%	53%	3%	3%	3%	22%	22%	22%
totaal	44%	43%	42%	10%	9%	9%	1%	1%	1%	16%	15%	15%
	721	721	721	543	543	543	1.169	1.169	1.169	2.433	2.433	2.433

* Tussen haakjes is het totale aantal huurders weergegeven (100%; aantallen x 1.000).

Bron: WoON2015, bewerking auteurs

bijdragen aan het verminderen van het aandeel huurders met een betaalrisico.

Uit tabel 3 blijkt dat het verhogen van de subsidiepercentages naar het niveau van voor 2012 de betaalrisico's onder huurders slechts in beperkte mate kan verminderen (scenario 1). Een verhoging van de subsidiepercentages resulteert in een vermindering van het aandeel huurders met een betaalrisico van 1 procentpunt (15% t.o.v. 16%). In absolute aantallen gaat het om ongeveer 17,5 duizend huishoudens. Onder huurtoeslaggerechtigden is het effect vanzelfsprekend iets groter. In 2015 had circa 11% van de huishoudens in een dure gereguleerde huurwoning en een inkomen binnen de inkomensgrenzen van de huurtoeslag een betaalrisico. Het verhogen van de subsidiepercentages betekent voor deze groep dat niet 11% maar 8% van hen een betaalrisico zou hebben.

In 2017 heeft het kabinet ervoor gekozen om de uitgaven voor de huurtoeslag structureel te verhogen met 150 miljoen euro. Hiertoe is de opslag op de normhuur die leidt tot de basishuur (ie: de huur die iedereen hoe dan ook moet betalen) verlaagd met 10,50 euro per maand. De invloed van deze maatregel is beperkt (scenario 2 in tabel 3). Onder huishoudens met een duurdere gereguleerde huurwoning, zowel tussen de inkomensijkpunten als eronder, neemt het aandeel huishoudens met een betaalrisico iets af. Ook onder huishoudens met de laagste inkomens in de goedkoopste huurwoningen daalt het aandeel huurders met een betaalrisico wat. In absolute aantallen gaat de verlaging van de normhuur tot ongeveer 18 duizend minder huishoudens met een betaalrisico. Het iets grotere aantal huishoudens dat door deze maatregel geen

betaalrisico meer loopt is toe te schrijven aan de afname onder de huishoudens die buiten de inkomensgrenzen van de huurtoeslag vallen.

Generieke huurverlaging

De Woonbond riep in aanloop naar de afgelopen verkiezingen voor de Tweede Kamer op tot een huurverlaging van gemiddeld 10%, die budgettair gedekt zou kunnen worden uit het netto resultaat van de corporatiesector (€ 3,5 miljard in 2015) en/of de verhuurderheffing. We rekenen een drietal varianten door die én min of meer generiek zijn én optellen tot de omvang van de verhuurderheffing. In de eerste variant wordt uitgegaan van een algemene huurverlaging voor alle huurders (scenario 3). In de tweede variant wordt uitgegaan van een huurverlaging voor huurtoeslaggerechtigde huurders (scenario 4). Tot slot is er nog een derde variant doorgerekend waarin alleen huurtoeslaggerechtigde huurders met een zeer laag inkomen een huurverlaging krijgen; zij hebben een inkomen onder het minimuminkomensijpunt van de huurtoeslagregeling (scenario 5). Aangezien onze gegevens betrekking hebben op 2015 hanteren we niet de € 1,7 miljard die de heffing i op moet leveren. In plaats daarvan hanteren we een totale huurkorting van € 1,35 miljard, gebaseerd op de Evaluatie Verhuurderheffing van de Rijksoverheid (Ministerie BZK 2016). Voor de exercitie is uitgegaan van de huurders van corporatiewoningen en van gereguleerde woningen van particuliere verhuurders⁸, omdat de dekking van de huurverlaging uit de verhuurderheffing komt en vooral deze verhuurders deze heffing opbrengen. Hiermee ontstaat echter wel een zekere onbalans vanuit het perspectief van de huurder, aangezien de inkomensafhankelijke huurverhoging ook door verhuurders die geen verhuurderheffing betalen kan zijn opgelegd. De exercitie geeft echter hoe dan ook een aardig beeld van de effectiviteit van huurverlagingen op het aandeel huurders met betaalrisico's.

Uit tabel 4 volgt dat een algemene huurverlaging ter waarde van € 1,35 miljard (scenario 3) resulteert in een vrij beperkte daling van het aandeel huurders met een betaalrisico (van 16% naar 13%). Dit resultaat ligt in lijn met een eerder onderzoek van het PBL waarin werd aangetoond dat generieke huurverlagingen weinig effectief zijn in het verminderen van de betaalrisicoproblematiek. De kosten van een dergelijke maatregel zijn relatief hoog, doordat huurders die geen betaalrisico hebben ook een lagere huur krijgen (Schilder et al. 2015; PBL 2016). Wanneer dezelfde huurkorting uitsluitend wordt verdeeld onder huurders met een inkomen tot de maximale inkomensgrens van de huurtoeslagregeling (scenario 4) dan daalt het aandeel huurders met een betaalrisico verder tot 12%. In scenario 5 wordt de huurkorting alleen verdeeld onder huurders met een inkomen onder het minimuminkomensijpunt. Een dergelijke verdeling betekent dat circa 12% van de huurders een betaalrisico zou hebben. In 2015 had 10% van de huurtoeslaggerechtigden met een inkomen tussen de inkomensgrenzen van de huurtoeslagregeling een betaalrisico. Als er een huurverlaging zou worden gegeven aan alle huurtoeslaggerechtigde huurders van corporaties en particuliere verhuurders ter waarde van € 1,35 miljard (scenario 4), dan zou dit aandeel met 4% fors kleiner zijn geweest. De sociale minima (met een inkomen beneden het minimuminkomensijpunt van de huurtoeslagregeling) houden daarentegen in alle scenario's relatief vaak een betaalrisico; ook als de huurkorting uitsluitend aan hen ten goede komt (scenario 5). Dit komt doordat veel van hen een zeer groot tekort op het huishoudensbudget hebben. Zelfs een huurverlaging van ongeveer 35% is voor een derde van hen nog altijd onvoldoende om uit de 'min' te raken. Wel is het zo dat het bedrag waarmee zij in de min staan vanzelfsprekend lager is in het vijfde scenario, omdat in de eerste twee scenario's de huurkorting over een grotere groep

TABEL 4 ► EFFECT HUURVERLAGING OP AANDEEL HUURDERS MET BETAALRISICO NAAR INKOMENSGROEP PER SCENARIO, 2015

	basis	scenario 3	scenario 4	scenario 5
	Onder minimuminkomensijpunt			
tot kwaliteitskortingsgrens	35%	34%	33%	28%
tot aftoppingsgrens	40%	38%	35%	33%
tot liberalisatiegrens	43%	37%	34%	30%
boven liberalisatiegrens	88%	64%	54%	46%
totaal* (721)	44% (721)	39% (721)	36% (721)	33% (721)
	Tussen min.ijpunt en max. inkomensgrens			
tot kwaliteitskortingsgrens	1%	1%	1%	1%
tot aftoppingsgrens	5%	3%	1%	5%
tot liberalisatiegrens	11%	7%	4%	11%
boven liberalisatiegrens	53%	30%	22%	53%
totaal* (543)	10% (543)	6% (543)	4% (543)	10% (543)
	Boven maximale inkomensgrens			
tot kwaliteitskortingsgrens	0%	0%	0%	0%
tot aftoppingsgrens	0%	0%	0%	0%
tot liberalisatiegrens	1%	0%	1%	1%
boven liberalisatiegrens	3%	2%	3%	3%
totaal* (1.169)	1% (1.169)	1% (1.169)	1% (1.169)	1% (1.169)
	Totaal			
tot kwaliteitskortingsgrens	13%	13%	12%	10%
tot aftoppingsgrens	15%	13%	12%	12%
tot liberalisatiegrens	15%	12%	11%	11%
boven liberalisatiegrens	22%	16%	13%	16%
totaal* (2.433)	16% (2.433)	13% (2.433)	12% (2.433)	12% (2.433)

* Tussen haakjes is het totale aantal huurders weergegeven (100%; aantallen x 1.000).

Bron: WoON2015, bewerking auteurs

huurders wordt verdeeld. In die zin verbetert de betaalbaarheid van de maandelijkse woonlasten wel.

De huurtoeslag is bedoeld als volkshuisvestelijk instrument en dient de toegankelijkheid en betaalbaarheid van het wonen voor huurders te garanderen. (Kromhout & Van der Schaar 2008). De recente wijzigingen in de huurtoeslag hebben een relatief beperkte impact op het aandeel huurders met een betaalrisico, onder meer doordat een groot deel van de huishoudens met een betaalrisico een inkomen heeft dat onder de grenzen van de huurtoeslagregeling valt. In aanvulling op de bovenstaande maatregelen worden daarom twee scenario's doorgerekend waarin de huurders met inkomens onder het minimumijkpunt van de huurtoeslagregeling extra worden ondersteund. In scenario 6 wordt het minimumnormhuurbedrag (inclusief taakstellingsbedrag) gehalveerd voor alle huurders met een inkomen onder het minimumijkpunt; in scenario 7 wordt deze groep huurders geen enkel minimumnormbedrag gerekend. Het gesubsidieerde deel van de huur neemt hierdoor fors toe. Voor huurders binnen en boven de inkomensgrenzen van de huurtoeslag verandert niets: de resultaten worden voor deze groepen daarom niet gepresenteerd.

Tabel 5 toont dat bij het halveren van de minimumnormhuur voor de groep huishoudens met de allerlaagste inkomens het aandeel huurders met een betaalrisico in deze groep meer dan halveert. Het totaal aantal huurders met een betaalrisico daalt daarbij van 16% naar 9%. Deze maatregel zou leiden tot een toename van het totale huurtoeslagbudget met 826 miljoen euro per jaar. Een verdere daling van het totale aandeel huurders met een betaalrisico tot 7% door de minimumnormhuur voor de laagste inkomens nog verder te verlagen is relatief duur en kost 1,6 miljard euro extra huurtoeslag ten opzichte van het basisse-

nario. Deze hoge extra kosten geven een indicatie voor de omvang van de betaalrisicoproblematiek bij de groep huishoudens met de allerlaagste inkomens: zelfs een extra subsidie van bijna 200 euro per maand helpt nog lang niet alle huurders uit deze groep uit de betaalrisico's.

Conclusies

De afgelopen jaren zijn de betaalrisico's onder huurders gestegen. In de periode 2012-2015 zijn de betaalrisico's ook toegenomen onder huurtoeslaggerechtigden met een inkomen binnen de inkomensgrenzen van de huurtoeslagregeling. Deze toename hangt voor een deel samen met het gevoerde woonbeleid in die periode: verhuurders verhoogden de huren sterker dan de inflatie en huurtoeslaggerechtigden moesten een groter deel van de huur zelf betalen als gevolg van een verlaging van de subsidiepercentages door de Rijksoverheid. Tegelijkertijd zijn huurders in deze periode geconfronteerd met een achterblijvende inkomensontwikkeling (IBO Sociale huur 2016). De vraag blijft daardoor of de betaalrisicoproblematiek nu vooral een inkomens- of een volkshuisvestelijk probleem is en wat dit betekent qua oplossingsrichting. Veranderingen in de huurtoeslagssystematiek of huurverlagingen hebben een relatief beperkt effect op het aandeel huurders met een betaalrisico onder degenen met een inkomen onder het minimumijkpunt van de huurtoeslagregeling. Mogelijk dat de relatief hoge betaalrisico's onder deze groep beter te bestrijden zijn met oplossingen in het domein van het armoedebeleid of bijvoorbeeld het werkgelegenheidsbeleid in plaats van de volkshuisvesting (De Groot et al. 2014).

De stijging van het aandeel huishoudens met een betaalrisico binnen de inkomens- en huurgrenzen van de huurtoeslagbeleid suggereert evenwel dat de betaalrisicoproblematiek in ieder geval niet alleen een inkomensprobleem is. De huurtoeslag, een

TABEL 5 ► EFFECT VERLAGING MINIMUMNORMHUUR OP AANDEEL HUURDERS MET BETAALRISICO NAAR INKOMENSGROEP PER SCENARIO, 2015

	onder min ijkpunt			totaal		
	basis	scenario 6	scenario 7	basis	scenario 6	scenario 7
tot kwaliteitskortingsgrens	35%	12%	6%	13%	5%	3%
tot aftoppingsgrens	40%	12%	7%	15%	5%	3%
tot liberalisatiegrens	43%	21%	10%	15%	9%	6%
boven liberalisatiegrens	88%	88%	88%	22%	22%	22%
totaal*	44%	21%	14%	16%	9%	7%
	(721)	(721)	(721)	(2.433)	(2.433)	(2.433)
huurtoeslag (x € mln)	1.636	2.462	3.291	2.413	3.239	4.069
huurtoeslag p.p.p.m. (€)	189	285	380	83	111	139

* Tussen haakjes is het totale aantal huurders weergegeven (100%; aantallen x 1.000).

Bron: WoON2015, bewerking auteurs

volkshuisvestelijk instrument gericht op het garanderen van de toegankelijkheid en betaalbaarheid van het wonen, heeft immers niet kunnen voorkomen dat een groter deel van de doelgroep van de regeling een betaalrisico loopt. Doordat de samenstelling van de groep huurders tussen 2012 en 2015 is veranderd is aanvullend onderzoek nodig om een definitief oordeel te kunnen vellen over de achtergrond van de toename van de betaalrisico's onder huurtoeslagontvangers.

Uit de analyses in dit artikel volgt dat de huurtoeslag een veel effectiever instrument is in het terugdringen van betaalrisico's dan generieke huurverlagingen: het halveren van de minimumnormhuren voor huishoudens met inkomens onder het minimum-ijkpunt van de huurtoeslag (scenario 6) kost aanzienlijk minder dan de huurverlaging voor deze groep in scenario 5, én het reduceert het aandeel huishoudens met betaalrisico's veel verder. Dit komt doordat bij een huurverlaging ook de huurtoeslag voor deze huishoudens lager uitvalt en een deel van

de beoogde subsidie verdampt. Of het wenselijk is om betaalrisico's op deze manier te bestrijden of toch via inkomensondersteuning is een politieke vraag; effectief is de aanpak via de huurtoeslag in ieder geval.

OVER DE AUTEURS

Frans Schilder is programmamanager Wonen bij het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) en researchfellow aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE)

Carola de Groot is onderzoeker Wonen bij het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL)

Johan Conijn is bijzonder hoogleraar Woningmarkt aan de Universiteit van Amsterdam en verbonden aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) en verder directeur bij Ortec Finance

VOETNOTEN

- 1 Eerder constateerde het PBL dat er in 2015 circa 500.000 huurders een betaalarisico hadden (De Groot & Schilder 2016). In die berekening werden ook alle huurders met een inkomen beneden het sociale minimum meegenomen. In deze verkenning zijn alleen huurders meegenomen met een inkomen boven 60% van het sociaal minimum, in lijn met de definities zoals gehanteerd in het IBO Sociale huur (2016). Hiermee wordt een eventuele vertekening van het gepresenteerde beeld door ruis in de data verminderd. Daarnaast is in deze verkenning uitgegaan van de berekende huurtoeslag (en niet de feitelijke huurtoeslag) om te corrigeren voor het niet-gebruik van de huurtoeslagregeling (zie PBL 2016 voor een toelichting op de methodiek). Hierdoor daalt het aantal huurders met een betaalarisico iets (in 2012 van 13% naar 11%: PBL 2016).
- 2 In de huurtoeslagsystematiek worden vier huurprijscategorieën gehanteerd: tot de kwaliteitskortingsgrens (subsidie van 100%), van de kwaliteitskortingsgrens tot de aftoppingsgrens (subsidie van 65%), van de aftoppingsgrens tot de maximale huurprijsgrens van de huurtoeslag, welke voor 23-jarigen en ouder gelijk is aan de liberalisatiegrens (subsidie van 40% voor ouderenhuishoudens, alleenstaanden en gehandicapten) en boven de liberalisatiegrens (geen subsidie). Binnen de systematiek worden twee aftoppingsgrenzen gehanteerd: een lagere voor een- en tweepersoonshuishoudens en een hogere voor huishoudens bestaande uit 3 personen of meer (zie ook figuur 1).
- 3 In 2015 gold voor alleenstaanden tot 65 een maximale inkomensgrens van 21.950 euro. Het minimuminkomenspunt bedroeg 15.175 euro.
- 4 In deze benadering en in de analyses is uitgegaan van het besteedbare huishoudensinkomen en de netto woonlasten (de maandelijkse basishuur, verminderd met een eventuele huurtoeslag). Voor de noodzakelijke uitgaven inzake het levensonderhoud is uitgegaan van de minimale bedragen uit de voorbeeldbegrotingen van het Nibud, exclusief de uitgaven voor sociale activiteiten zoals uitgaan en vakanties. Betaalarisico's zeggen alleen iets over potentiële, en niet over de werkelijke, betaalachterstanden. Zo zullen sommige huishoudens wellicht nog een spaarpotje hebben waarmee ze het 'tekort' al dan niet tijdelijk kunnen dichten (zie ook De Groot & Schilder 2016). Een uitgebreide toelichting op de gehanteerde methodiek is te vinden in De Groot et al. (2014).
- 5 Huurwoningen met een huurprijs tussen de zogenoemde kwaliteitskortingsgrens en de aftoppingsgrens worden in de beleidspraktijk ook wel gezien als betaalbare huurwoningen. Huurwoningen met een huurprijs tussen de aftoppingsgrens en de liberalisatiegrens worden aangeduid als dure gereguleerde huurwoningen (zie ook PBL 2016).
- 6 De verruiming van het huurbeleid wordt vaak in één adem genoemd met de eveneens in 2013 ingevoerde verhuurderheffing. In de eerste jaren van de verhuurderheffing zagen corporaties zich veelal genoodzaakt de huren sterk te verhogen om de verhuurderheffing te kunnen bekostigen.
- 7 Dit wil dus zeggen in een dure gereguleerde huurwoning of in een geliberaliseerde huurwoning.
- 8 In lijn met de BZK-rapportages over het WoON worden hiertoe zowel institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) gerekend als particuliere personen die een woning (of woningen) verhuuren.

LITERATUUR

- Blijie, B., K. Gopal, R. Steijvers en W. Faessen (2016) *Wonen in beweging: de resultaten van het WoonOnderzoek Nederland 2015*. Delft: ABF Research.
- De Groot, C., F. Schilder, F. Daalhuizen & F. Verwest (2014) *Kwetsbaarheid van regionale woningmarkten. Financiële risico's van huishoudens en hun toegang tot de woningmarkt*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- De Groot, C. & F. Schilder (2016) *Betaalarisico's in de huur- en koopsector, 2002-2015* (indicator 2174, versie 02 , 14 april 2016). www.compendiumvoordeleefomgeving.nl. CBS, Den Haag; Planbureau voor de Leefomgeving, Den Haag/Bilthoven en Wageningen UR, Wageningen.
- IBO Sociale huur (2016) *De prijs voor betaalbaarheid: opties voor meer doelmatigheid en effectiviteit in de huurtoeslag en het beleid voor de sociale huur*. Den Haag: Ministerie van Financiën.
- PBL (2016) *Betaalbaarheid van het wonen in de huursector: verkenning van beleidsopties*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Schaar, J. van der & S. Kromhout (2008), *Een essay over de huurtoeslag. Instrument van woonbeleid of inkomenspolitiek?*, in opdracht van het ministerie van VROM-DGW, Amsterdam: RIGO Research en Advies BV.
- Schilder, F. en C. de Groot (2017) *Inkomensdynamiek en de betaalbaarheid van het wonen: een verkenning van de ontwikkeling van betaalarisico's en passend wonen aan de hand van de verhuismodules van het WoON-onderzoek 2009 en 2012*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Schilder, F., C. de Groot en J. Conijn (2015) *Corporaties en betaalarisico's van huurders: kwantitatieve analyse naar de handelingsperspectieven van corporaties in het beperken van betaalarisico's van huurders*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.

INZICHTEN IN RISICO-RENDEMENTSVERHOUDINGEN

Prijzdynamiek van commercieel vastgoed in de EU: cheaper is better

Sinds de crisis is er aanzienlijk meer aandacht voor de risico's op de vastgoedmarkt. Risico's zijn inherent verbonden aan rendement: meer risico gaat gepaard met meer rendement. Dit artikel laat zien dat er opmerkelijke verschillen zijn in de verhouding tussen risico en rendement voor Europees commercieel vastgoed per marktsegment. De resultaten suggereren dat de verhouding voor goedkoper vastgoed beter is dan voor duurder vastgoed. Tijdens de crisis was dit verband nog sterker aanwezig.

door Dorinth van Dijk, David Geltner en Alex van de Minne

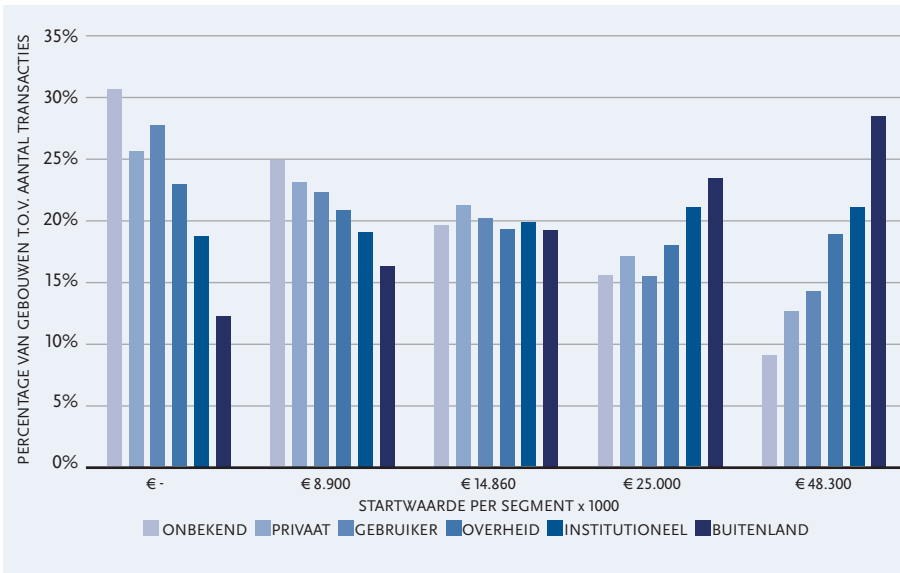
Een prijsindex voor vastgoed vertegenwoordigt normaal gesproken een 'gemiddeld' gebouw. Aan de hand van zo'n index kunnen vervolgens het rendement en risico worden berekend: meer risico meer rendement, is normaliter het devies. Door prijsindices per prijssegment op te stellen, laten wij zien dat prijsdynamiek en risico per prijssegment anders zijn. Het is interessant om naar prijsdynamiek van verschillende segmenten te kijken omdat verschillen in de risico-rendementsverhouding iets kunnen aangeven over marktsegmentatie. Omdat een substantieel deel van Nederlandse investeerders actief is buiten Nederland in de Europese Unie (EU), wordt in dit artikel de prijsdynamiek van Europees commercieel vastgoed onder de loep genomen. Naar ons beste weten is dit het eerste artikel dat het risico en rendement van verschillende segmenten van Europees commercieel vastgoed analyseert. De resultaten suggereren dat er voor Euro-

pees commercieel vastgoed sprake is van marktsegmentatie die wordt bepaald door het prijsniveau. De verschillen tussen deze marktsegmenten zijn opmerkelijk: goedkopere gebouwen kennen hogere rendementen, maar niet meer risico. Tijdens de crisisperiode wordt dit verband vele malen sterker. Dit wijst erop dat investeerders die in staat zijn om in meerdere segmenten te kunnen opereren hun investeringsstrategieën hierop kunnen aanpassen. Vooral tijdens crisisperiodes zou dit voordelig uit kunnen pakken.

Prijzdynamiek

Prijzdynamiek van vastgoed is van fundamenteel belang voor vastgoedinvesteerders. Kenmerken van prijsdynamiek zijn langetermijntrends, volatiliteit, momentum, cycliciteit en correlaties. Aan de hand hiervan kan men het risicoprofiel bepalen voor een investering. Het risico bepaalt – gecombineerd met gegevens over rendementen

FIGUUR 1 ► PERCENTAGE VAN GEBOUWEN (VAN AANTAL TRANSACTIES) GEKOCHT NAAR TYPE INVESTEERDER, PER VIJF MARKETSEGMENTEN.



Bron: Real Capital Analytics

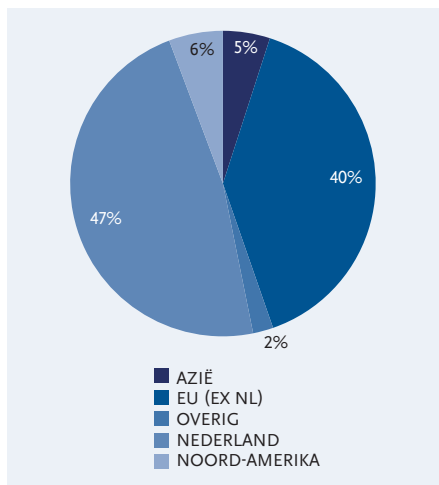
zoals het bruto of netto aanvangsrendement – de investeringsbeslissing. Echter, niet alle investeerders zullen geïnteresseerd zijn in vastgoed uit hetzelfde prijssegment. Zo zullen buitenlandse en institutionele investeerders meer geïnteresseerd zijn in het hoogste prijssegment, terwijl private investeerders en eigenaar/gebruikers meer interesse hebben voor vastgoed in lagere prijssegmenten (Figuur 1).

In dit artikel schatten wij prijsindices voor verschillende prijssegmenten en onderzoeken wij of, en zo ja, hoe de prijsdynamiek anders is per prijssegment. Daarnaast wordt tevens het netto aanvangsrendement (NAR) per prijssegment bestudeerd. Hierdoor kunnen er relaties tussen risico en rendement voor verschillende prijssegmenten worden opgesteld en kan de vraag worden beantwoord of er verschillen zijn in de risico-rendementsverhouding per prijssegment.

Databeschrijving en methodiek

Wij gebruiken transactiedata van Real Capital Analytics (RCA) van Europees commercieel vastgoed. RCA is specifiek geïnteresseerd in de transacties van vastgoedinvesteerders, en verzamelt derhalve alleen data over gebouwen van boven de € 2,5 miljoen. Uit gegevens van RCA blijkt dat tussen 2007 en 2016 ongeveer 87% van het bedrag aan investeringen van groter dan € 10 miljoen van Nederlandse beleggers in de EU heeft plaatsgevonden, waarvan iets minder dan de helft buiten Nederland (Figuur 2). Dit geeft het belang voor Nederlandse beleggers aan om de prijsdynamiek van commercieel vastgoed op Europees niveau te bestuderen. De steekproefperiode loopt van 2005 tot en met 2015 en bevat iets meer dan 100.000 transacties in commercieel vastgoed, hetgeen een marktaandeel is van ongeveer 85% van alle transacties boven de € 2,5 miljoen.

FIGUUR 2 ► AANDEEL NEDERLANDS KAPITAAL IN BUITENLAND (2007-2016) VOOR PANDEN VAN BOVEN DE € 10M.



Bron: Real Capital Analytics

Voor 25.000 transacties hebben we voldoende informatie over de gebouwkenmerken om de analyse uit te kunnen voeren. De gemiddelde transactieprijs is € 21 miljoen en het gemiddelde NAR is 6,6%. In de analyse corrigeren we voor grootte van het gebouw, leeftijd, type (kantoor, retail, woningen, industrieel), een dummy voor onderontwikkelde percelen, en het land door middel van dummyvariabelen. Tevens wordt er nog onderscheid gemaakt tussen CBD-locaties voor drie groepen van landen ('West-Europa', 'Verenigd Koninkrijk', 'Scandinavië' en 'rest').

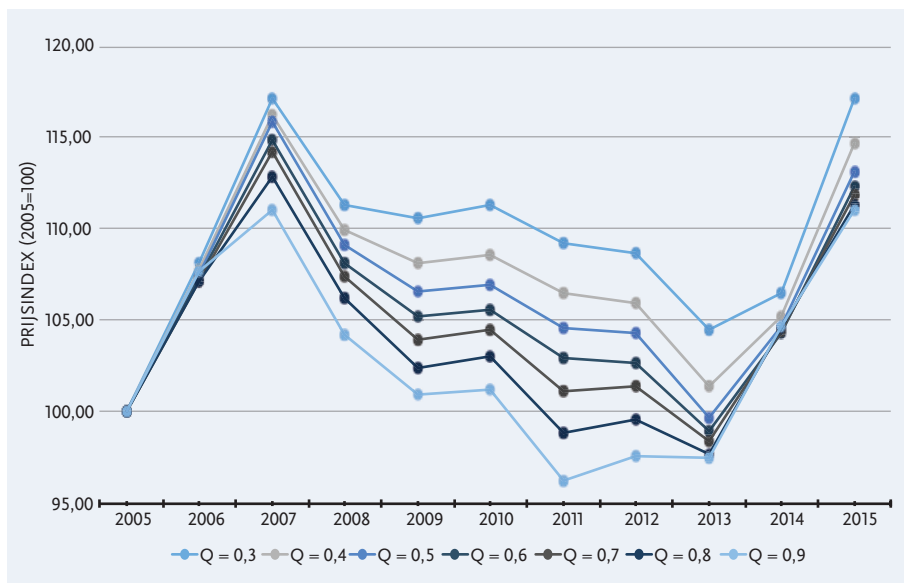
In een conventionele benadering is het mogelijk om verschillende (hedonische of herhaalde verkopen) indices te schatten per prijssegment. Aan deze methodiek kleven echter meerdere nadelen, waaronder de volgende twee. Ten eerste, door grote verschillen in prijzen en steekproefgrootte per prijssegment zijn deze indices gevoelig voor schattingsfouten en ruis (Francke, 2010; Bokhari & Geltner, 2012; Francke & Van de Minne, 2017). Ten tweede, de onder-

en bovengrens van de prijssegmenten zijn over een langere periode niet constant en daardoor zijn de indices niet van constante kwaliteit. Door bijvoorbeeld een verdeling te maken gebaseerd op de gehele steekproef, kan het zijn dat tijdens de crisis er veel meer 'goede' gebouwen in lagere segmenten terecht komen. Hierdoor kan er een bias optreden in de indices.

De prijsindices in dit artikel zijn geschat aan de hand van een kwantiel regressie met een 'representative property simulation'. De methodiek is gedetailleerder uitgewerkt in Geltner & Van de Minne (2017) en de daarbij behorende online Appendix. In dit artikel beperken we ons tot de hoofdlijnen van de driestapsprocedure. In essentie wordt de gehele steekproef gebruikt in iedere periode om een volledige distributie van prijzen per periode te schatten. Er wordt gesimuleerd dat elk pand in iedere periode wordt verkocht en de transactieprijs wordt geschat aan de hand van de gebouwkenmerken en de in dat jaar bijbehorende hedonische coëfficiënten. Het onderscheidende van deze methodologie is dat de volledige steekproef ieder jaar wordt gebruikt bij het bepalen van indices. Een voordeel ten opzichte van traditionele benaderingen is dat de onder- en bovengrens, en dus de kwaliteit, per kwantiel gelijk blijft. Daarnaast is er per segment een groter aantal observaties beschikbaar waardoor er minder ruis is. Het nadeel van dergelijke simulatietechnieken is dat de resultaten per 'run' kunnen verschillen. Deze verschillen zijn echter zeer minimaal en worden kleiner naar mate de steekproefgrootte toeneemt.

1. In stap (1) worden de coëfficiënten van de hedonische kenmerken per jaar en per kwantiel (100 kwantielen in totaal) berekend. Hier wordt bijvoorbeeld de waarde per m² bepaald per prijssegment, constant voor de andere gebouwkenmerken in de data.
2. In de tweede stap wordt er een 'representative property simulation'

FIGUUR 3 ► PRIJSINDICES VOOR VERSCHILLENDE KWANTIENEN VOOR COMMERCIEEL VASTGOED IN EUROPA TUSSEN 2005 EN 2015.

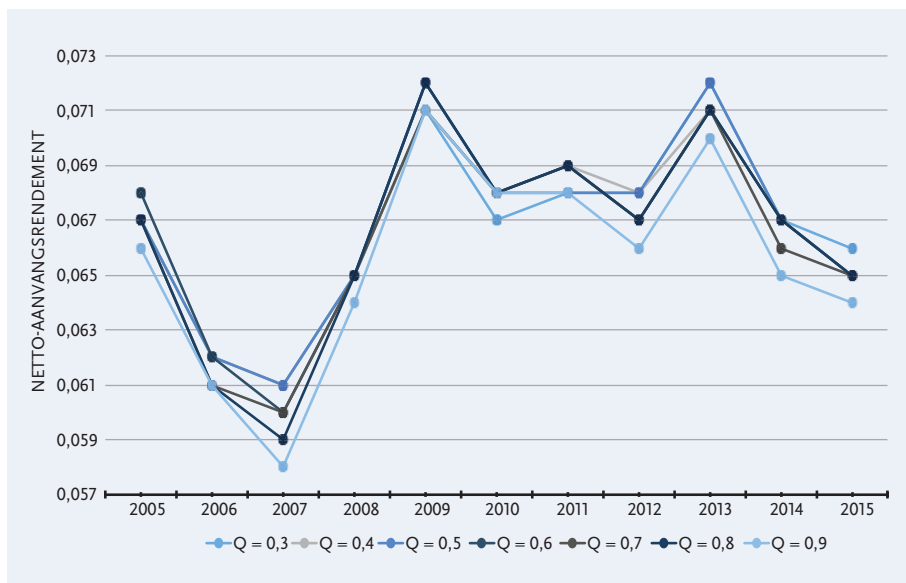


TABEL 1 ► BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN OVER DE RENDEMENTEN VAN DE PRIJSINDICES VAN VERSCHILLENDE METHODES VOOR VERSCHILLENDE SEGMENTEN.

Kwantiel	Kwantilen Index						
	Gemiddeld	Gemiddeld*	Std. Dev.	Gemiddeld	ACF1	ACF2	Crisis
q = 0,3	0,016	0,014	0,051	0,040	0,138	-0,276	-0,068
q = 0,4	0,014	0,013	0,053	0,043	0,163	-0,288	-0,087
q = 0,5	0,013	0,012	0,052	0,043	0,190	-0,285	-0,097
q = 0,6	0,012	0,010	0,051	0,042	0,207	-0,272	-0,103
q = 0,7	0,011	0,010	0,049	0,041	0,216	-0,226	-0,113
q = 0,8	0,011	0,009	0,050	0,042	0,198	-0,147	-0,125
q = 0,9	0,010	0,009	0,050	0,042	0,195	-0,068	-0,133

Gemiddeld* is het geometrisch gemiddelde, gemiddeld het aritmetische gemiddelde, Std. Dev. is de standaarddeviatie van de rendementen, |Gemiddeld| staat voor het gemiddelde van het absolute rendement, ACF1 en ACF2 staan voor de autocorrelatie van respectievelijk 1 en 2 vertragingen. Crisis geeft het percentage verschil weer tussen het hoogtepunt voor (2007) en het dieptepunt tijdens (2013) de crisis.

FIGUUR 4 ► CAP RATE INDICES VOOR VERSCHILLENDE KWANTIENEN VOOR COMMERCIËEL VASTGOED IN DE EU TUSSEN 2005 EN 2015.



uitgevoerd. Eerst worden er, per jaar, 200.000 keer de hedonische coëfficiënten getrokken uit stap (1).¹ Vervolgens worden er per jaar 200.000 gebouwen inclusief karakteristieken getrokken uit de *volledige* steekproef. Daarna worden er per jaar 200.000 'voorspelde' prijzen berekend door de getrokken karakteristieken te vermenigvuldigen met de getrokken coëfficiënten. In feite wordt er dus elk jaar gesimuleerd dat elk pand wordt verkocht. De verdeling van deze prijzen staat dan voor een verdeling van de prijzen van *alle* gebouwen per jaar, dus niet alleen van de gebouwen die zijn verhandeld in de periode.

- Als laatste worden de verschillen tussen de verdelingen per jaar uitgerekend. Door bijvoorbeeld ieder jaar naar het gemiddelde te kijken krijg je een traditionele prijsindex. Maar omdat de volledige verdeling beschikbaar is, is het ook mogelijk om voor elk ander

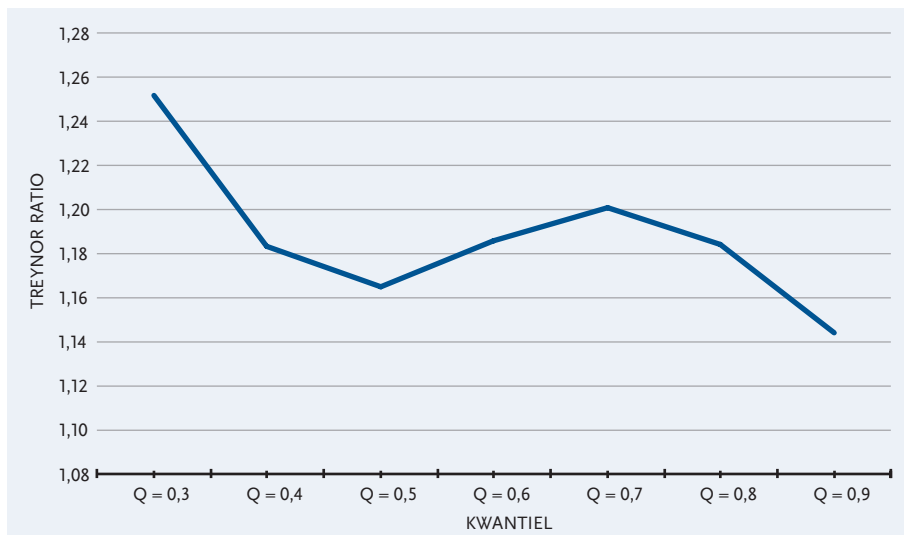
punt in de verdeling een prijsindex te maken.

Resultaten

Prijsindices

De prijsindices gebaseerd op de kwantiel regressie zijn opgenomen in Figuur 3.² Enkele beschrijvende statistieken over rendement en risico zijn opgenomen in Tabel 1. Hieruit blijkt dat de rendementen in de lagere kwantielen substantieel hoger zijn geweest dan de rendementen in de hogere kwantielen. Normaal gesproken gaat een hoger rendement gepaard met een hoger risico. Echter, uit de statistieken blijkt dat de standaarddeviaties niet of nauwelijks verschillen tussen de kwantielen. De verschillen in de verliezen tijdens de crisis tussen de segmenten zijn ook opvallend. Zo was het verlies in de nasleep van de crisis (2007-2013) vele malen kleiner voor 'goedkoper' vastgoed. Deze bevindingen zijn in lijn met de bevindingen voor Amerikaans vastgoed in Geltner & Van de Minne (2017).

FIGUUR 5 ► TREYNOR-RATIO'S VOOR VERSCHILLENDE KWANTIENEN MET VOLATILITEIT ALS RISICOMAATSTAF OVER DE PERIODE 2005-2015



Uit een analyse van Geltner & Van de Minne (2017) blijkt voor de Amerikaanse markt dat goedkoper vastgoed niet alleen beter rendert (rendement op kapitaal, dus exclusief inkomen) ten opzichte van het risico, maar dat prijsontwikkelingen ook beter voorspelbaar zijn. Echter, de autocorrelatiestatistieken van de verschillende segmenten zijn min of meer vergelijkbaar. Daarom geldt dit niet voor Europees commercieel vastgoed.

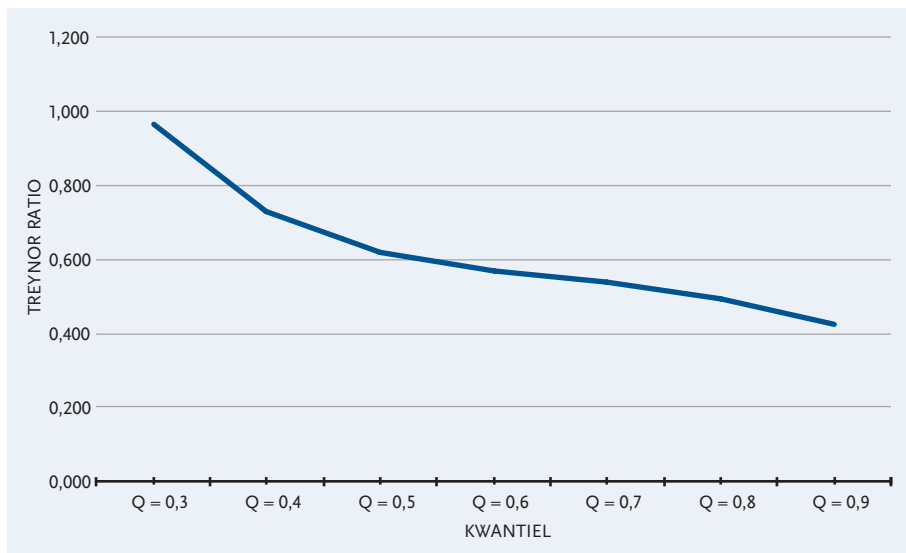
Totaal rendement

Een verklaring voor de lagere prijsgroei in de goedkopere segmenten kan zijn dat het aanbod in deze segmenten elastischer is. Goedkope en kleinere panden zijn eenvoudiger en sneller te ontwikkelen waardoor het aanbod en vervolgens de huren zich sneller kunnen aanpassen (Harter-Dreiman, 2014; Saiz, 2010). Dit kan zich vertalen in een hoger nettoaanvangsrendement (cap rate of NAR). Zo impliceert een stijging van het NAR met 100 basispunten over alle segmenten een toename in de prijs van 20% voor een NAR van 5% en 11% voor een NAR van 9%.

Om de segmenten goed te kunnen vergelijken, is het van belang om niet alleen naar het prijsrendement te kijken, maar ook naar het totale rendement. Het totale rendement bestaat uit het NAR + prijsrendement. Om het NAR te bepalen zijn er 'cap rate indices' geschat per segment. Deze geven het NAR per segment per jaar weer. De prijsrendementen worden bepaald aan de hand van de prijsindices per segment. Aangezien prijzen en aanvangsrendementen in evenwicht gezamenlijk worden bepaald, worden de indices in een seemingly unrelated regressie-ramwerk (SUR) geschat. Feitelijk is dit een regressie met de aanvangsrendementen aan de linkerkant, waar voorheen de prijzen stonden. De cap rate indices zijn opgenomen in Figuur 4. Alle NAR's liggen tussen de 5,8% en 7,2%. De NAR's in hogere segmenten zijn over het algemeen iets lager, al zijn de verschillen verwaarloosbaar.

De vergelijking tussen de segmenten wordt gemaakt door de Treynor-ratio te berekenen:³

FIGUUR 6 ► TREYNOR-RATIO'S VOOR VERSCHILLENDE KWANTIENEN MET DE PRIJS-DALING GEDURENDE EN NA DE CRISIS (2007-2013) *CRASH MAGNITUDE* ALS RISICOMAATSTAF



$$T_q = \frac{R_{tot,q} - R_f}{Risk_q}$$

waar q het segment aangeeft, R_{tot} het totale rendement (NAR + prijsrendement) en R_f de risicovrije rente.⁴ Voor $Risk$ nemen we als maatstaf de volatiliteit van de prijsindices. Hoe hoger de Treynor-ratio, hoe beter de performance van het portfolio. De ratio's voor verschillende prijssegmenten zijn opgenomen in Figuur 5. De relatie tussen de ratio's en kwantielen is aanwezig, maar is minder sterk dan voor Amerikaans vastgoed (zie Geltner & Van de Minne, 2017). Over het algemeen geldt echter nog steeds: hoe duurder het segment hoe lager de ratio. Met andere woorden, ook als we kijken naar het totale rendement blijkt dat, gecorrigeerd voor het risico, goedkoper vastgoed beter rendeert dan duurder vastgoed.

Als we dezelfde exercitie uitvoeren met een andere risicomaatstaf, *crash magnitude*,

komt dit beeld veel sterker naar voren. Risicomaatstaf *crash magnitude* is gedefinieerd als het totale verlies (in %) gedurende en direct na de crisis. Er lijkt nu bijna een lineair verband te zijn tussen de Treynor-ratio en het segment (Figuur 6).

Verklaringen en conclusie

De bevindingen suggereren dat goedkoop vastgoed, gecorrigeerd voor het risico, beter heeft gereendeerd dan duurder vastgoed. Dit is in strijd met een efficiënte markt. Aangezien het aannemelijk is dat geld tussen segmenten kan stromen, kan dit leiden tot arbitrage. Dit geldt louter voor investeerders die de mogelijkheid hebben om in meerdere segmenten te kunnen opereren.

Er zijn echter ook alternatieve verklaringen te bedenken. Zo zou het kunnen dat bepaalde gebouwen relatief veel of weinig verborgen kosten bevatten. Denk hierbij bijvoorbeeld aan transactie-, zoek-, informatie- en financieringskosten. Over het algemeen zijn deze hoger voor kleiner en goedkoper

vastgoed dan voor groter en duurder vastgoed. Zo zijn de transactiekosten van een pand van € 25 miljoen over het algemeen lager dan de transactiekosten van tien panden van € 2,5 miljoen. Daarnaast kan het vinden van huurders lastiger zijn in het tweede geval of is het moeilijker om überhaupt tien geschikte panden te vinden (zoekkosten). Daarnaast kunnen ook de informatiekosten per segment verschillen. Het zou bijvoorbeeld kunnen dat er meer en nauwkeuriger informatie beschikbaar is over grotere en duurder panden. De verschillende verborgen kosten kunnen ook met elkaar te maken hebben. Zo hebben financieringskosten te maken met informatiekosten, aangezien banken eerder geneigd zijn uit te lenen tegen een lagere rente als er meer en betrouwbaardere informatie beschikbaar is. Een laatste belangrijke verklaring kan zijn dat investeringsuitgaven (capex) als percentage van de waarde van de panden verschillend kan zijn over de kwantielen. Wij beschikken helaas niet over de data om dit te testen.

Al met al blijkt dat prijsdynamiek verschilt per prijssegment in de EU. De resultaten suggereren dat commercieel vastgoed in goedkopere segmenten een betere risicorendementsverhouding heeft dan vastgoed

in duurder segmenten. Mogelijke verklaringen zijn verschillen in de beschikbaarheid van informatie en verborgen kosten. Het is vooralsnog niet mogelijk om deze redenen uit te sluiten. Feit blijft wel dat de verschillen, met name tijdens de crisisperiode, relatief groot zijn en er bijna een lineair negatief verband lijkt te bestaan tussen de hoogte van het prijssegment en de Treynor-ratio. Dit suggereert dat er serieuze mogelijkheden tot arbitrage bestaan voor investeerders die de mogelijkheid hebben om in meerdere segmenten te kunnen opereren.

OVER DE AUTEURS

Dorinth van Dijk is promovendus aan de Universiteit van Amsterdam (UvA) en econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB).

David Geltner is hoogleraar Real Estate Finance aan het MIT Center for Real Estate, Department of Urban Studies & Planning, Massachusetts Institute of Technology.

Alex van de Minne is hoofd van het Real Estate Price Dynamics Platform van het MIT Center for Real Estate.

VOETNOTEN

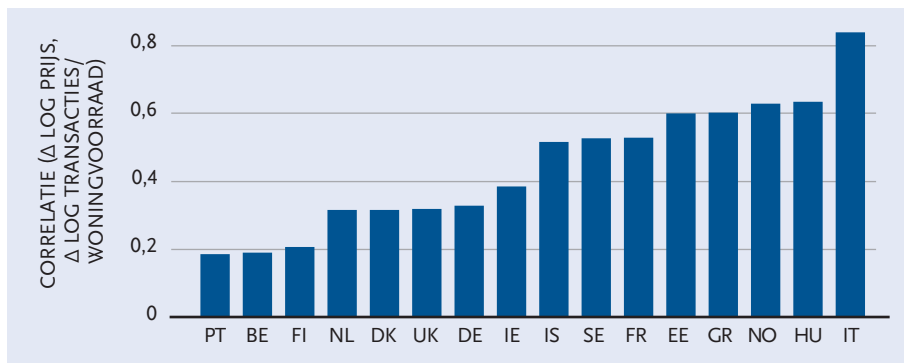
- 1 Dit is effectief het aantal simulaties per periode. Dit zijn genoeg repetities om betrouwbare indices te creëren, maar niet te veel om in de problemen te komen qua rekenkracht.
- 2 Dit is equivalent aan de 'quasi Fisher Index' in Geltner & Van de Minne (2017). De overige twee indices 'Laspeyeres' en 'Paassche' waarin respectievelijk wordt getrokken uit gebouwen van het eerste en laatste jaar zijn beschreven in Geltner en Van de Minne (2017). De resultaten zijn echter nagenoeg identiek, waardoor er in dit artikel wordt gefocust op de quasi Fisher index.
- 3 Zie dat de 'Treyner-Ratio' hetzelfde is als de 'Sharpe-Ratio'. Feitelijk komt dit doordat het 'risico' (dat van belang is voor de kapitaalmarkten) proportioneel is tot volatiliteit en prijsdaling gedurende de crisis van de type activa die we hier bestuderen. Zie ook Geltner & Van de Minne (2017).
- 4 Als risicovrije rente nemen we het gemiddelde rendement op de 30-daagse T-bills: 1,3%. Aangezien de risicovrije rente voor ieder segment gelijk is, maakt de keuze van de rente niks uit voor de rangorde van de segmenten uitgedrukt in de Treyner-ratio.

LITERATUUR

- Bokhari, S. and D. Geltner (2012), 'Estimating real estate price movements for high frequency tradable indexes in a scarce data environment' *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45 (2), 522-543.
- Francke, M. K. (2010), 'Repeat sales index for thin markets: a structural time series approach' *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 41, 24-52.
- Francke, M. K. and A.M. van de Minne (2017), 'The Hierarchical Repeat Sales Model for Granular Commercial and Residential Property Price Indices' *Journal of Real Estate Finance and Economics* (forthcoming).
- Geltner, D. and A.M. van de Minne (2017), 'Do Different Price Points Exhibit Different Investment Risk and Return Commercial Real Estate' *The Journal of Portfolio Management* (forthcoming).
- Harter-Dreiman, M. (2004), 'Drawing inferences about housing supply elasticity from house price responses to income shocks' *Journal of Urban Economics*, 55(2), 316-337.
- Saiz, A. (2010), 'The geographic determinants of housing supply' *Quarterly Journal of Economics*, 125(3).

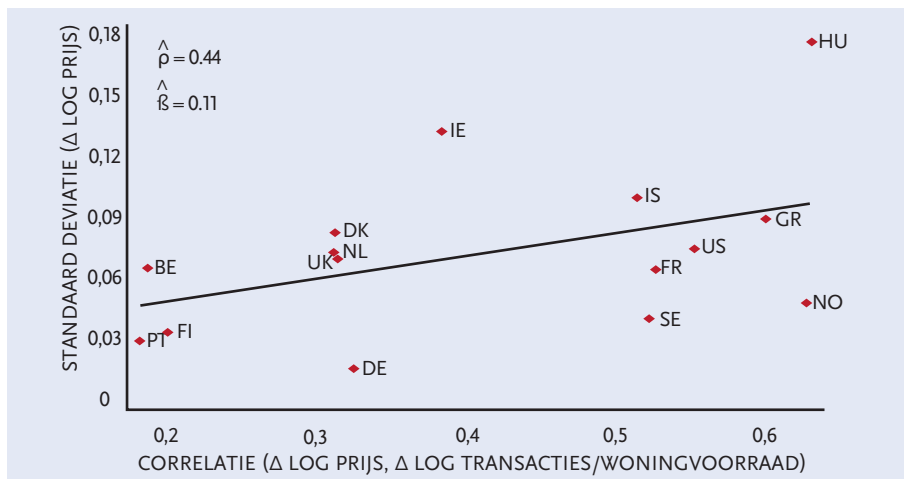
In het artikel 'De relatie tussen prijzen en transactievolumes in Europese woningmarkten' van Martijn Droës en Marc Francke zijn onjuistheden geslopen in de drie figuren en tabel 2. Wij herplaatsen deze daarom in correcte vorm.

FIGUUR 1 ► DE CORRELATIE TUSSEN WONINGPRIJZEN EN TRANSACTIEVOLUMES (1999-2013).



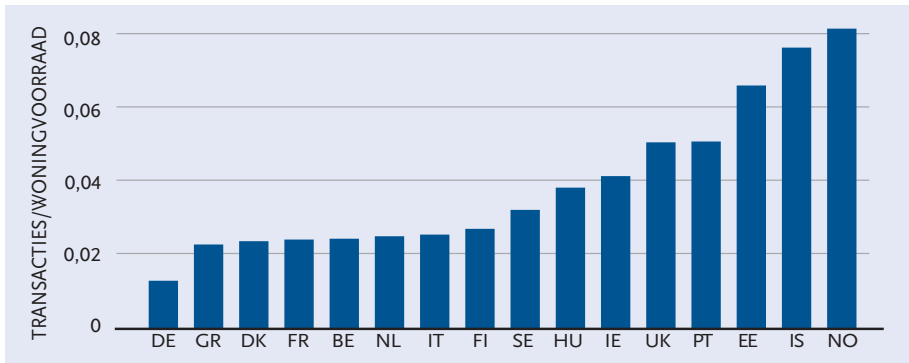
Noot: Dit figuur laat de correlatie tussen woningprijsveranderingen (in logaritme, bij benadering een procentuele verandering) en veranderingen in transactievolumes zien voor 16 Europese woningmarkten. De transactievolumes zijn genormaliseerd naar de woningvoorraad. De landenafkortingingen zijn: DE (Duitsland), GR (Griekenland), DK (Denemarken), FR (Frankrijk), BE (België), NL (Nederland), IT (Italië), FI (Finland), SE (Zweden), HU (Hongarije), IE (Ierland), UK (Verenigd Koninkrijk), PT (Portugal), EE (Estland), IS (IJsland), NO (Noorwegen).

FIGUUR 2 ► VOLATILITEIT IN WONINGPRIJZEN EN DE CORRELATIE TUSSEN PRIJZEN EN TRANSACTIEVOLUMES (1999-2013).



Noot: Dit figuur laat zien dat er een positieve relatie is tussen de standaarddeviatie van jaarlijkse woningprijsveranderingen (y-as) en de correlatie tussen woningprijsveranderingen en veranderingen in transactievolumes (x-as). De transactievolumes zijn genormaliseerd naar de woningvoorraad. De landenafkortingingen zijn: DE (Duitsland), GR (Griekenland), DK (Denemarken), FR (Frankrijk), BE (België), NL (Nederland), IT (Italië), FI (Finland), SE (Zweden), HU (Hongarije), IE (Ierland), UK (Verenigd Koninkrijk), PT (Portugal), EE (Estland), IS (IJsland), NO (Noorwegen).

FIGUUR 3 ► AANTAL TRANSACTIES T.O.V. DE TOTALE WONINGVOORRAAD



Noot: Het transactievolume is ten opzichte van de totale woningvoorraad (inclusief huursector), per land gemiddeld over de periode 1999-2013. De landenafkortingen zijn: DE (Duitsland), GR (Griekenland), DK (Denemarken), FR (Frankrijk), BE (België), NL (Nederland), IT (Italië), FI (Finland), SE (Zweden), HU (Hongarije), IE (Ierland), UK (Verenigd Koninkrijk), PT (Portugal), EE (Estland), IS (IJsland), NO (Noorwegen).

TABEL 2 ► DE PRIJS-VOLUMECORRELATIE IN EUROPESE WONINGMARKTEN (MODEL SCHATTINGEN)

	(a) Volledig model		(b) Kernmodel	
	$\Delta \log$ prijs	$\Delta \log$ tr.	$\Delta \log$ prijs	$\Delta \log$ tr.
$\Delta \log$ woningprijzen [t-1]	0,520*** (0,112)	-0,307 (0,248)	0,341*** (0,088)	-0,737*** (0,129)
$\Delta \log$ tr./voorraad [t-1]	0,340** (0,15)	0,414* (0,223)	0,240* (0,136)	0,595* (0,151)
Δ rentevoet nieuwe hypotheeklen [t]	-0,008** (0,004)	-0,065*** (0,01)	-0,006 (0,004)	-0,044*** (0,009)
$\Delta \log$ BBP [t]	0,215* (0,13)	1,177*** (0,373)	0,379*** (0,092)	1,135*** (0,255)
Δ uitstaande hypotheekbalans/BBP [t]	-0,001 (0,009)	-0,002 (0,003)		
Δ aandeel bevolking tussen 18 en 30 jaar [t]	-1,817 (1,378)	1,946 (3,745)		
$\Delta \log$ bevolking [t]	1,113* (0,634)	-1,91 (1,215)		
$\Delta \log$ HICP [t]	0,188 (0,449)	-0,938 (1,103)		
Δ jaar trends	Ja	Ja	Ja	Ja
Aantal observaties	177	172	160	160
Centered R ²	0,546	0,524	-	-

Noot: Gebaseerd op data van 1999-2013 voor 16 Europese woningmarkten. Afhankelijke variabelen: het logaritme van woningprijzen en het logaritme van het genormaliseerde transactievolume. Geclusterde (landen) standaardfouten staan tussen haakjes. *, **, *** geeft de statistische significantie op 10%, 5%, en 1% significantieniveau. Omdat het meenemen van vertraagd afhankelijke variabelen in panel data modellen leidt tot een vertekende schatting van de regressie

coëfficiënten, wordt er een instrumentele variabelen methode toegepast à la Arellano-Bond (1991). In specificatie (b) zijn woningprijzen, de rentevoet, en het BBP in reële termen en worden de vergelijkingen in één keer geschat. Het voordeel van deze methode is dat er toegelaten wordt dat (niet direct geobserveerde) schokken die prijzen bepalen ook transactievolumes bepalen. Naast het feit dat dit intuïtief logisch is, levert het ook als voordeel efficiëntere schattingen op.

CALL FOR PAPERS

Real Estate Research Quarterly signaleert nieuwe ontwikkelingen in de wetenschapsgebieden die relevant zijn voor de vastgoedsector: economie, sociale geografie, bouwkunde en planologie, maar ook bijvoorbeeld bestuurskunde. De uitgave biedt een podium voor onderzoek, analyses en discussies die bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de vastgoedsector.

Bijdragen moeten zijn gebaseerd op wetenschappelijk onderzoek of toegepast onderzoek, of becommentarieerd onderzoek.

Auteurs die een bijdrage willen leveren, kunnen een korte opzet van het artikel inzenden.

Correspondentieadres:

vogon@propertynl.com