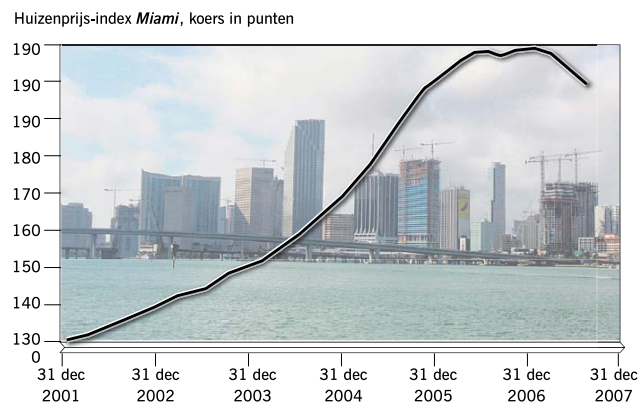
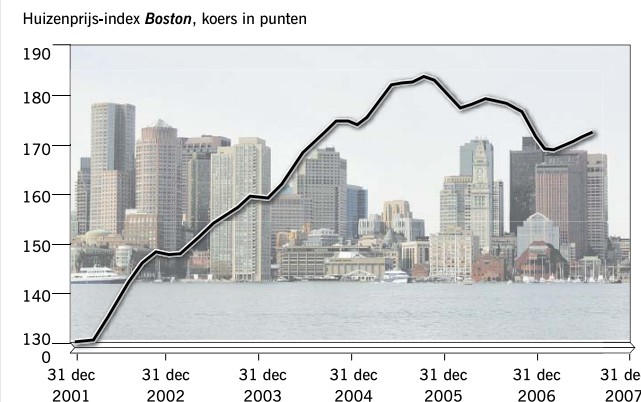
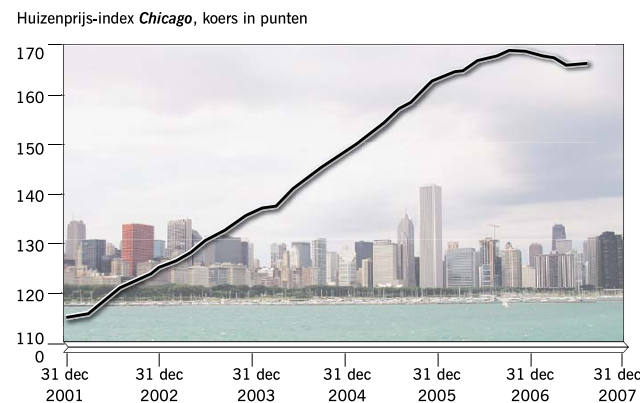
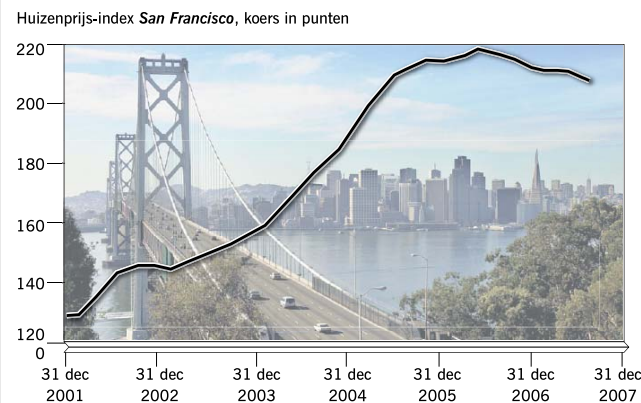


‘Huizenmarkt wordt onze achilleshiel’

Robert Shiller, een van Amerika's bekendste economen, zag „het debacle” van de huizenmarkt ver van tevoren aankomen. Beurskoersen herstellen zich misschien alweer, volgens de Yale-hoogleraar staat de VS – en Nederland – het ergste nog te wachten. „Speculeren op de huizenmarkt is een epidemie. Het is besmettelijk.”

Freek Staps

Volgens index van Shiller zijn explosieve stijgingen van huizenprijzen overal in de VS over hun hoogtepunt heen



NRC Handelsblad 130907 / BG / Bron: S&P/Case-Shiller-index / Foto's: Bloomberg

Gedragseconoom Shiller maakt zich niet geliefd met adequate, pessimistische voorspellingen

Robert Shiller mag niet meer lachen van zijn vrouw. „Ik zat te gniffelen op tv toen ik de malaise op de huizenmarkt aan het uitleggen was. Dat is nu eenmaal mijn standaard gezichtsuitdrukking. Maar mijn echtgenote denkt dat mensen dan kwaad op me worden.”

Toch heeft u reden tot opgewektheid: u heeft het hem weer geflikt. Gefeliciteerd.
„Je bedoelt het debacle voorspellen? Het is nog te vroeg om er zeker van te zijn, maar de Amerikaanse huizenprijs daalt, ja.”

Wat wist u dat anderen niet wisten?
„Ik heb over de menselijke natuur nagedacht.” Weer die lach. „Het zijn ongebruikelijke tijden. Op de een of andere manier heb ik mezelf midden in deze crisis, deze grote crisis, weten te manoeuvreren.”

Econoom Robert Shiller is niet bij iedereen geliefd. Dat komt door zijn sceptisch getinte boodschap, niet zijn werk als wetenschapper en econoom. Hij kreeg vorige maand twee gewilde uitnodigingen om te komen spreken op de internationale bankiersconferentie van de Amerikaanse centrale bank in de stad Jackson Hole en in het Congres te Washington. Vriend en vijand beschouwen Shiller als 's lands kundigste voorspeller van economische zeebellen. Drie ervaringen hebben hem die reputatie bezorgd.

Ervaring één. In 1981 weersprak hij in een stuk in *American Economic Review* het concept van efficiënte markten – dat ervan uitgaat dat markten economische veranderingen tijdig zien aankomen en zich daarop aanpassen. Volgens Shiller baseren beleggers en handelaars hun gedrag minder op rationele afwegingen dan we denken, meer op emoties. Een markt kan nog zo efficiënt zijn, van collectieve psychologie wint de beurs het niet. Het werd voor kennisgeving aangenomen. Toen zes jaar later op Zwarte Maandag plots de aandelenmarkten de grootste klap sinds 1914 te verwerken kregen, won zijn school van gedragseconomie aan gezag.

Ervaring twee. Shiller werd uitgenodigd door toenmalig centralebankier Alan Greenspan om over de technologiehuuse op de beurs van eind jaren negentig te komen praten. Shiller beschreef die situatie met de woorden „irrational exuberance”, irrationele overdaad, en twee dagen later herhaalde Greenspan de term in het openbaar. Het werd opgevat als waarschuwing en een wereldwijde koersdaling volgde. Volgens *The Wall Street Journal* schreef Shillers vrouw daarop een kerstkaart aan vrienden: „Bob wordt de laatste tijd geplaagd door de gedachte een wereldwijde beurscrash te hebben veroorzaakt.”

Shiller publiceerde niet veel later een boek met de gelijknamige titel, waarin hij waarschuwde voor de zeebel van technologie-aandelen. Het verscheen in maart 2000 en werd een bestseller. Nog geen maand na ver-

schijnen – toeval, volgens de gedragseconoom zelf – verloren beleggers het vertrouwen en spatte de internetzeepbel uit elkaar.

En dan nu ervaring drie, de ingestorte Amerikaanse huizenmarkt. Shiller begon er zes jaar geleden al over. Deze dagen is het eenvoudig bewijslast te vinden voor zijn theorie dat de veelbesproken maar in omvang beperkte groep huiseigenaren met riskante subprime-hypotheken niet meer dan de opmaat voor een economische crisis was.

De gemiddelde huizenprijs van alle Amerikaanse woningen daalde in augustus met 8 procent ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Het is de grootste prijsafname van de laatste 37 jaar. In sommige steden lopen de prijzen zelfs met een vijfde terug. Woningen blijven onverkocht, nieuwbouwprojecten staan half afgemaakt in de steigers. In augustus werd een kwart miljoen gezinnen wegens wanbetaling hun huis uit gezet.

Zodra huiseigenaren de waarde van hun vastgoed zien dalen, gaan ze minder uitgeven. Bedrijfsinkomsten verdampen, de ondernemingen schrappen investeringen en ontslaan werknemers – zo luidt de theorie. De economie komt dan piepend tot stilstand. De aandelenmarkten kunnen zich inmiddels wel hersteld hebben van de roerige maand augustus en opnieuw records breken, Shiller verwacht dat de zaak hiermee nog lang niet is afgedaan.

Wat is uw verklaring voor het uitkomen van uw afwijkende theorieën?

„Het komt allemaal neer op hoe deskundigen afwegingen maken. Ik las een indrukwekkend boek over groepsgedrag, ben even de titel kwijt. Daarin stond een aantal praktijkvoorbeelden van foute beoordelingen. Zijn conclusie is dat zodra experts met elkaar in gesprek raken, er een afgebakende manier van redeneren ontstaat. Mensen met afwijkende denkbeelden passen niet in dat systeem. En zullen hun gedachten daarop ook minder kunnen en willen uiten.

„In 2000 hield ik bijvoorbeeld een praatje bij een groep institutionele beleggers. Na afloop stapte een van hen op me af. Hij zei: ‘Over de beurs, hè, ik denk dat je gelijk hebt, ik zou moeten verkopen. Maar dat doe ik niet. Want ik kan dat intern niet verdedigen op basis van de uitlatingen van één persoon.’

„Daar komt nog bij dat het eenvoudig is fouten te maken als theorieën niet cijfermatig te onderbouwen zijn. Als het om opinies gaat. Er zijn genoeg mensen die het einde van de internetzeepbel zagen aankomen. Er zijn ook genoeg verhalen over mensen die wegens het uit-

spreken van die gedachten hun baan zijn kwijtgeraakt.”

U bedoelt: het was toen net zo min sociaal geaccepteerd als om nu pessimistisch te zijn over de huizenmarkt?

„Het is overduidelijk dat zowel de internetboom als de wereldwijde huizenhuuse zijn aangejaagd door de psychologie van de deelnemers. Dat mag voor velen een open deur zijn, voor deskundigen is dat nieuw.”

U bent bij herhaling een verrader genoemd. Iemand die langskomt om het feestje te verpesten.

Berustend: „Yeah, I know. Weet je: elke succesvolle economie heeft vertrouwen nodig. Dus er is een gevoel dat je niet moet praten over slecht nieuws. Daar ben ik het natuurlijk mee oneens. Want het kan ook gewaarschuwd zijn de markt alleen maar positief te benaderen. Dat zien we nu weer in de VS.”

Je ontmoet maar weinig makelaars die zeggen: 'koop maar even niet'.

„Volgens mij bestaán ze niet eens.” Hij buldert het uit.

Shiller ontvangt in zijn werkkamer in een vrijstaand huis op de bosrijke campus van Yale. Buiten lopen studenten met boeken onder de arm over het gras, binnen staat de open haard vol met dozen met paperrassen. Al een paar keer heeft Shiller zich richting zijn computer bewegen, hij wil iets laten zien. Of beter: hij wil iets vragen. „Hoe spreek je dit uit? Gaergoedt? Waermond?” Hij laat een Nederlands pamflet uit 1637 zien, op het hoogtepunt van de tulpenmanie. Gaergoedt (oud-Nederlands voor geldwolf) is sinds kort tulpenhandelaar, Waermond (hij die de waarheid spreekt) is een vriend. Voor zover Shiller weet, is het document het oudste bewijs van de mondelinge overdracht van opwinding die zo eigen is aan zeebellen – of het nou om internetaandelen, doorzonwoningen of tulpenbollen gaat.

Shiller wordt van vragensteller weer docent en loopt hardop door de vertaalde tekst heen:

„– Gaergoedt: U kunt amper 10 procent winst maken met investeren in uw beroep, maar met de tulpenhandel kan dat 10 of 100 of soms zelfs 1.000 procent zijn.

– Waermond: Maar kan ik u wel op uw woord geloven?

– Gaergoedt: Dat wat ik net zei, daar sta ik ook voor.

– Waermond: Maar ik vrees dat als ik er nu nog aan begin, ik al te laat ben, omdat de handel nu kostbaar is.

– Gaergoedt: Het is nooit te laat om winst te maken, u zult slapend geld verdienen.”

Shiller: „Ik geloof in de besmettelijkheid van dit soort speculatie over de huizenmarkt. Het is een epidemie. Die komt ook onverwacht, die ontstaat en verspreidt zich razendsnel, meestal in de winter, als mensen in moeilijke tijden bij elkaar zitten.”

Shiller verwijst daarmee naar de nadagen van de internetzeepbel. In die tijd verplaatsten particulieren hun spaargeld van slechter presterende aandelen naar vastgoed – waarmee de basis werd gelegd voor de huizenhuuse.

„Dat psychologische effect van de Amerikaanse woningmarkt is daarop overgeslagen naar de rest van de westerse wereld. Andersom geredeneerd werkt het net zo. De malaise in de markt in de VS, van zichzelf al een invloedrijk land, slaat nu in de vorm van een negatieve boodschap over op andere landen.”

Nederland bewijst uw ongelijk. Daar is de prijstoename misschien afgevlakt, maar is nog steeds sprake van groei.

„Ook in Nederland kan de huizenprijs nog flink onderuitgaan. In Nederland is de prijstoename de laatste jaren zelfs groter geweest dan in de VS. Elk land kijkt naar zichzelf en denkt: wij doen iets speciaals. Nee hoor. We maken allemaal deel uit van dezelfde wereld.”

Shiller geeft een illustratie van die bewering: „In 2004 daalden de prijzen in Londen. Paniek. Maar het herstel kwam snel. Ik heb de Britse kranten uit die tijd er nog eens op nagekeken. Daarin werd flink naar de Amerikaanse huizenhuuse gewezen. En naar de Nederlandse successen. Dan vragen huiseigenaren zich al snel af: waarom zouden de prijzen hier dalen, ze nemen verder toch overal toe? Dat is dan het keerpunt.”

Volgens Shiller zijn al maar stijgende huizenprijzen simpelweg eindig. Voor Amerika baseert hij dat op twee cijfers. De huizenprijs in de VS ligt in grote delen van het land zes tot negen keer zo hoog als het doorsnee inkomen – het wordt dus steeds moeilijker nieuwe kopers te vinden voor almaar

meer kostbare huizen. Daarnaast blijft een woning maar zelden zo profijtlijk als huiseigenaren denken: ondanks de prijsexplosies in Amerika komen de voor inflatie gecorrigeerde rendementen niet veel boven 1 procent per jaar uit.

Waarom is het zo moeilijk mensen ervan te overtuigen dat een huis niet per definitie een slimme investering is?

„Dat vraag ik me ook al jaren af. Vroeger was een huis kopen gewoon het juiste om op een bepaald moment in je leven te doen. Om een kind op te voeden, om deel uit te maken van een gemeenschap. Nu denken kopers, of beleggers, graag dat het een natuurwet is dat de prijzen omhooggaan. Omdat het zo lekker is om je rijker te voelen en jezelf als slimme investeerder te zien. Niemand wil meer bij de werkende klasse horen, iedereen zegt liever trots een investering voor later te hebben. Helemaal volgens de klassieke winnaarsmentaliteit.” En dan volgt de waarschuwing. „In de internethuuse voelden velen zich ook een winnaar.”

U zegt dus dat huiseigenaren minder rijk zijn dan ze denken?

„Juist ja. Het is makkelijk te vergeten dat we door stijgende huizenprijzen alleen maar zelf rijker worden. Als individu. Niet als collectief. Daar kom je pas achter als we allemaal aan het verlopen slaan. Wanneer dat is? Zodra we de indruk hebben dat de prijs gaat dalen. En zoals je in de VS ziet is er niet veel voor nodig om de balans te laten omslaan. Er is voor immense bedragen absurd overdadig gespeculeerd hier, totdat het opgetelde bezit 23 miljard dollar waard werd. Het gevolg is dat we nu voor miljarden dollars aan waarde kwijttraken.”

Hoe problematisch is dat?

„Problematisch genoeg om de Amerikaanse economie in een recessie te storten. Ik vrees dat dit de heftigste huizenhuusecrash sinds de Grote Depressie wordt. Dit soort afnames heeft een belangrijke rol gespeeld in alle recessies van de laatste vijftig jaar. Consumptieve uitgaven krimpen als huizenprijzen dalen. We zullen merken dat dit vertrouwen waarop de groei-economie van de laatste jaren gebaseerd was onze achilleshiel blijkt te zijn.

„Ik wil niet zeggen dat dit allemaal nog dit jaar gaat gebeuren, ik weet het ook niet zeker. En bovendien zou het geen ramp zijn. Als de huizenprijzen met 90 procent dalen, zijn we gewoon terug op het niveau van 2000. En het ging prima met ons in 2000.”

Vanwaar opeens dat voorbehoud?

„Omdat ook ik het niet altijd bij het juiste einde heb. En bovendien is het nogal iets, wat ik nu zeg: de huizenmarkt in Amerika gaat naar beneden en de rest van de wereld gaat daarop ook weg. Maar dat is echt heel goed mogelijk.”