

# Risicomanagement in de Nederlandse woningmarkt

Hervormingen op de Nederlandse koopwoningmarkt zijn tot nu toe vooral gericht op het terugdringen van de schulden die worden aangegaan bij de aanschaf van een woning. Het niet kunnen verzekeren tegen de gevolgen van prijsschommelingen is tot op heden nog onderbelicht. Dit is een groot potentieel risico als de eigen woning bijvoorbeeld in de toekomst onderdeel gaat uitmaken van de pensioenvoorziening.

## RUBEN COX

Vastgoedeconoom  
en toezichthouder  
bij de Autoriteit  
Financiële Markten

**N**a vijf jaar dalende prijzen van koopwoningen en oplopende hypotheekachterstanden lijken de eerste lichtpuntjes in de huizenmarkt weer zichtbaar. De daling van de huizenprijzen lijkt af te zwakken terwijl het aantal transacties in de markt weer langzaam toeneemt (CBS, 2013).

Met de maatregelen die de politiek de afgelopen jaren heeft genomen ten aanzien van het geleidelijk terugbrengen van het aftrekbare deel van de betaalde hypotheekrente en het terugschroeven van de maximale schuld ten opzichte van de onderpandwaarde – de zogenaamde *loan-to-value*-ratio – gaat de woningmarkt een nieuwe fase in. Hierbij is getracht de financiële stabiliteit en houdbaarheid van het systeem naar de toekomst toe te borgen. Zowel voor huishoudens als voor geldverstrekkers moet het afbouwen van schulden op de eigen woning ervoor zorgen dat het risico op verliezen daalt en dat bereikbaarheid van financiering voor hypothecair krediet via de internationale kapitaalmarkt beschikbaar blijft.

Een vraag die open blijft is of deze hervormingen afdoende zijn. Demografische ontwikkelingen kunnen ervoor zorgen dat de eigen woning in de toekomst een andere rol gaat

spelen in het huishoudboekje. Zo zou deze op termijn via de zogenaamde omgekeerde hypotheek een onderdeel kunnen worden van de financiering van zorgkosten of van de pensioenvoorziening (Eichholtz *et al.*, 2011). In deze gevallen, maar ook in de huidige situatie waarin veel huizenbezitters ‘vastzitten’ in hun woning, zou het wenselijk zijn om risico’s die ontstaan door prijsschommelingen in de woningmarkt te kunnen afdekken (Shiller, 2009).

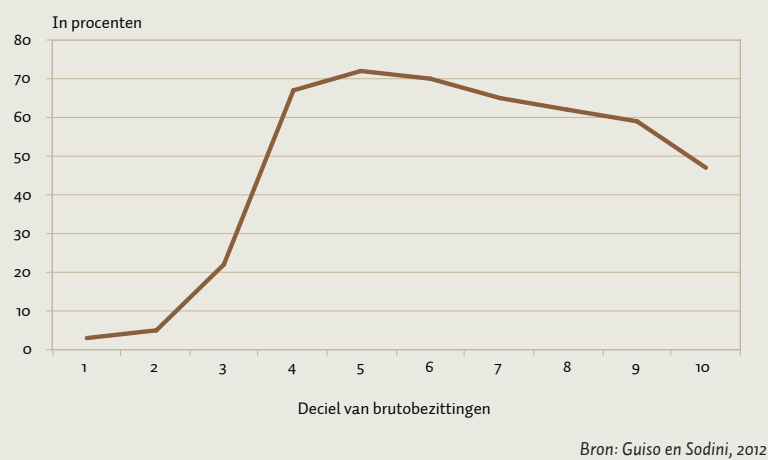
## PORTFOLIOPERSPECTIEF

Om het belang van dit risico te duiden is het inzichtelijk om het bezit van een koopwoning te beschouwen vanuit een portfolioperspectief. Figuur 1 illustreert dat voor het gros van de huishoudens de koopwoning ook het grootste deel uitmaakt van het totaal aan bezittingen (Guiso en Sodini, 2012). Andere activa, zoals financiële bezittingen in de vorm van aandelen en spaargeld, vormen maar een relatief klein onderdeel van de totale portfolio ten opzichte van de omvang van het onroerend goed. Dit geldt voor alle decielen, behalve de meest welgestelde huishoudens die aanzienlijke andere bezittingen hebben en de armste huishoudens die geen koopwoning bezitten.

De blootstelling aan de prijsontwikkeling van onroerend goed zou men idealiter afdekken, zeker op het moment dat de woningwaarde bepalend wordt voor toekomstig pensioeninkomen. Het klassieke voorbeeld voor de manier waarop dit kan is dat van de graanboer die een futures-contract op graan afsluit. Hierin legt hij de prijs vast die hij in de toekomst zal ontvangen voor het graan en daarmee dekt hij dus zijn inkomensrisico af, waarbij uiteraard aangenomen wordt dat de wederpartij haar verplichtingen nakomt. Opmerkelijk genoeg is een dergelijk product niet beschikbaar voor prijsrisico’s die voortvloeien uit de eigen woning. Ondanks dat er in economisch onderzoek stappen zijn gezet naar het ontwikkelen en vermarkten van derivaten die onroerendgoedrisico’s kunnen afdekken (Shiller en Weiss, 1999), lijkt er vooralsnog een gebrek aan interesse of mogelijkheden te zijn om deze produc-

## Aandeel eigenwoningbezit in het totaal van huishoudbezittingen

FIGUUR 1



ten succesvol te lanceren. Omdat er weinig inzicht is of een gebrek aan interesse aan de vraagkant, dan wel aan de aanbodkant, hier debet aan is (Shiller, 2009), is het interessant om te analyseren hoe de vraag eruitziet naar producten die op dit moment wel beschikbaar zijn om risico's gerelateerd aan de eigen woning af te dekken.

### EEN EMPIRISCHE ANALOGIE

In Nederland kan hiervoor de vraag naar de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) beschouwd worden. Ondanks dat de NHG het prijsrisico inherent aan eigenwoningbezit niet direct afdekt – zoals het futures-contract dat voor de graanboer doet – biedt zij in indirecte zin wel bescherming tegen nadelige financiële gevolgen van een huizenprijsdaling. De NHG neemt een restschuld over indien een huishouden zijn woning gedwongen en buiten zijn schuld om moet verkopen, en de opbrengsten daarvan lager zijn dan de op dat moment uitstaande hypotheeksom.

Ondanks dat de verzekering niet fungeert als een kapitaalverzekering, heeft de NHG een aantal unieke eigenschappen die het een interessant onderwerp van analyse maken. Zo hebben huishoudens de vrije keuze om al dan niet te verzekeren, terwijl men bijvoorbeeld in de Verenigde Staten vanaf een bepaald niveau verplicht is de hypotheek te verzekeren. De afwezigheid van dit soort aanbodfactoren in Nederland maakt het mogelijk om specifiekere inzicht te krijgen in factoren die de vraagkant beïnvloeden.

Bovendien is uit eerder onderzoek gebleken dat huishoudens slechte verzekeraars zijn (Laury *et al.*, 2009): ze spelen op zeker door risico's te verzekeren die zij zelf kunnen dragen – zoals het kapot gaan van elektronische apparatuur – terwijl zij zich onderverszekeren tegen risico's die hen financieel in problemen kunnen brengen – zoals een mogelijke restschuld.

Figuur 2 geeft weer welk gedeelte van de huishoudens als percentage van de huishoudens die in aanmerking komen, zijn hypotheek bij NHG verzekerde tussen 1995 en 2009. Deze periode is interessant om te analyseren, omdat in de gunstige jaren op de huizenmarkt consumenten beperkt rekening hielden met het risico op negatieve prijsontwikkelingen. Daarnaast was er ook vanuit de aanbodkant geen grote noodzaak om te verlangen dat hypotheekten werden verzekerd, omdat de kans op betalingsachterstanden en eventueel daaruit voortvloeiende verliezen klein was door de lage werkloosheid en de positieve ontwikkeling van de huizenprijzen.

Tot het moment dat de neergang in de Nederlandse woningmarkt inzette, verzekerde gemiddeld maar de helft van de huishoudens zijn hypotheek. Zelfs voor een van de weinige beschikbare producten voor prijsrisico's in de woningmarkt blijkt dus maar relatief weinig interesse te zijn. Het argument in het onderzoek van Shiller (2009) zou dus kunnen verklaren waarom er geen producten op de markt zijn om huizenprijrisico's af te dekken: de vraag ernaar is maar beperkt. Figuur 2 laat echter ook zien dat vanaf 2009 er aanzienlijk meer huishoudens hun hypotheek verzekerden.

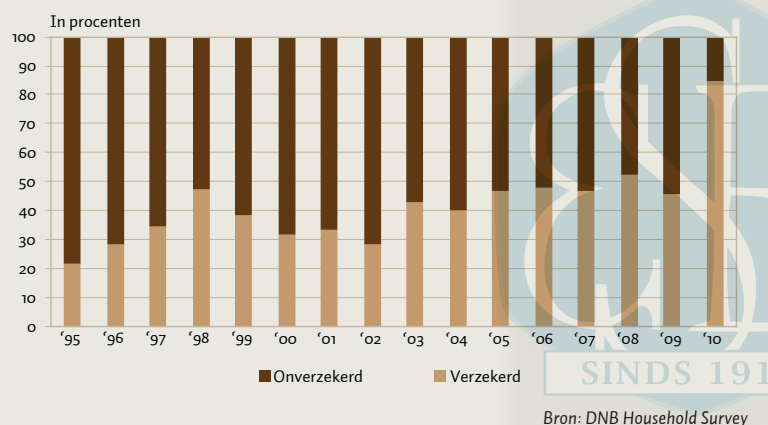
Er is geanalyseerd welke factoren de vraag voor het NHG-product beïnvloeden (tabel 1). Gezien de bevindingen uit eerder onderzoek, ligt de focus in de analyse nadrukkelijk op het gedragsmatige aspect van verzekeren (Cox en De Jong-Tennekes, 2012). In de logistische analyse, met als afhankelijke variabele een dummyvariabele die gelijk is aan 1 voor verzekerde huishoudens, wordt rekening gehouden met demografische factoren die verzekeringskeuzes kunnen beïnvloeden, alsmede de hoogte van het inkomen en de omvang van de bezittingen. De gegevens zijn afkomstig van het DNB Household Survey voor de periode 1995–2009.

Uit de resultaten valt af te lezen dat gedragsfactoren een significante invloed hebben op de kans dat huishoudens verzekeren. De mate waarin huishoudens hun financiële kennis onder- of overschatten en hun bereidheid om nu geld uit te geven – een maatstaf voor het vertrouwen in de ontwikkeling in de nabije toekomst – blijken de verzekeringskans negatief te beïnvloeden. Opmerkelijk genoeg blijkt er geen groot effect te zijn van ervaring op de koopwoningmarkt of de verwachtingen ten aanzien van de prijsontwikkeling van de woning.

De analyse laat zien dat als huishoudens de vrije keuze krijgen, ze het slachtoffer kunnen worden van hun eigen optimisme. Immers, hun optimistische inschatting met betrekking tot (kennis van) toekomstige ontwikkelingen en risico's

## Aandeel hypotheekten verzekerd bij NHG

FIGUUR 2



verlagen de kans dat zij zich zullen verzekeren. Dit gebrek aan vraag op het moment dat er geen direct zicht is op de omvang en consequenties van prijsrisico's kan een verklarende factor zijn waarom het niet interessant is om producten die prijsrisico's in de eigenwoning afdekken in de markt te zetten. Dit wordt versterkt als de woningmarkt zich weer langzaam begint te herstellen en consumenten zich nog minder snel zullen verzekeren.

## CONCLUSIE

Na vijf jaar van prijsdalingen lijkt de Nederlandse woningmarkt weer voorzichtig uit het dal te kruipen. Ondanks dat er werk is gemaakt van het verduurzamen van de financiering van de Nederlandse woningmarkt, is er slechts beperkt aandacht geweest voor de consequenties die prijsvolatiliteit in woningprijzen voor huishoudens in de toekomst kunnen hebben. Het scenario waarbij de eigen woning onderdeel wordt van de oudedagsvoorziening of financiering van zorgkosten, noopt tot het nadenken over de gevolgen die prijsrisico's dan kunnen hebben voor huishoudens. Maar zelfs in het geval dat alles bij het oude blijft, is de ongediversifieerde portfolio van het gros van de eigenwoningbezitters een bron van zorg.

Een analyse van de vraagkant voor dit soort producten, waarbij de bijzondere propositie van de Nationale Hypotheek Garantie als analogie wordt gebruikt, laat zien dat er een belangrijke rol is voor gedragseconomische factoren. Als gebrek aan belangstelling bijvoorbeeld door onderschatting van risico's of optimisme over toekomstige ontwikkelingen een reden is waarom deze producten nog niet beschikbaar zijn in de markt, dan kan men zich afvragen of huishoudens niet actief geïnformeerd moeten worden over het woningprijsrisico en de financiële gevolgen die zij daarvan kunnen ondervinden. De eerste stap is echter om in het licht van de hervorming van de woningmarkt het debat aan te gaan naar wat voor huishoudens wenselijk en haalbaar is op de lange termijn. Duidelijk is wel dat risicomanagement op individueel niveau steeds belangrijker wordt.

## Schattingresultaten logistisch regressiemodel

TABEL 1

	Afhankelijke variabele: NHG verzekering (1 = ja)				
Zelfoverschatting	-0,217**		-0,244**	-0,244**	-0,275**
Uitgave-bereidheid		-0,091*	-0,102*	-0,102*	-0,100
Starter (1 = ja)				0,159	
Huizenprijsverwachting (1 = stijgt komend jaar)					-0,252
Aantal observaties	1663	1788	1539	1539	1088
Pseudo R-kwadraat	0,146	0,144	0,16	0,16	0,176

\*/ \*\* Significant op respectievelijk tien- en vijfprocentniveau

Bron: DNB Household Survey

## LITERATUUR

- CBS (2013) *Conjunctuurbericht*. Bericht op [www.cbs.nl](http://www.cbs.nl), 21 oktober.
- Cox, R. en M. de Jong-Tennekes (2012) Hypotheek verzekeren of niet? Gedragseconomische factoren. *Real Estate Research Quarterly*, 11(3), 6–13.
- Eichholtz, P., C. Koedijk en F. de Roon (2011) *Je eigen huis als pensioen is zo gek nog niet*. Opinië op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl), 18 februari.
- Guiso, L. en P. Sodini (2012) Household finance: an emerging field. In: Constantinides, G., M. Harris en R. Stulz (red.) *Handbook of the Economics of Finance*. New York: Elsevier Science.
- Laury, S., M. McInnes en T. Swarthout (2009) Insurance decisions for low probability losses. *Journal of Risk and Uncertainty*, 39(1), 17–44.
- Shiller, R. (2009) Derivatives markets for home prices. In: Glaeser, E. en J. Quigley (red.) *Housing markets and the economy, risk regulations and policy: Essays in honor of Karl E. Case*. Cambridge, Mass.: Lincoln Institute of Land Policy.
- Shiller, R. en A. Weiss (1999) Home equity insurance. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 19(1), 21–47.