

Macromarkten en het verzekeren tegen macro-economische risico's

Drs. P.L.M. van de Ven

THEMA

'The major economic risks that our society faces are dealt with individually: each person bears his or her own misfortunes. Society does share some risks, such as risks of natural disaster, medical emergencies, or temporary unemployment; society takes care of many sudden or extreme misfortunes. Still, most of the risk that individuals face about their lifetime well-being is not shared. We allow our standards of living to be determined substantially by a game of chance.'

Shiller (1993)

1 Inleiding

Robert Shiller gooide met het boek, waaraan het bovenstaande citaat is ontleend, de knuppel in het hoenderhok. Immers, de gedachte, dat het grootste deel van de financiële risico's die mensen lopen onverzekerd (en momenteel ook nog onverzekerbaar) zou zijn, staat in schril contrast met de sterke verzekeringsgedachte, die vooral in de Rijnlandse wereld opgeld doet. Mensen houden niet van risico's en onzekerheid en lijken er alles aan te doen om hun economische en financiële risico's te verminderen. Er wordt uitbundig gespaard voor later, terwijl vaak ook de eigen woning wordt gezien als een extra appeltje voor de (latere) dorst.

Men verzekert zich tegen ongunstige persoonlijke omstandigheden, die ontstaan buiten de eigen verantwoordelijkheid om – zoals vroegtijdig overlijden, ziekte, arbeidsongeschiktheid – of men neemt een verzekering tegen pure individuele pech

– zoals een brandverzekering op de eigen woning.

Er zijn echter nog veel meer economische risico's denkbaar, waar het individu ook geen vat op heeft, maar die vooralsnog onverzekerbaar zijn. In geval van een algehele malaise op de woningmarkt neemt de waarde van de eigen woning zienderogen af en schrompelt het beoogde appeltje voor de dorst steeds verder ineen. Dit risico kan op dit moment eigenlijk nog niet worden afgedekt.

Aan de hand van (onder andere) Robert Shillers werk wordt in dit artikel de behoefte aan een mogelijkheid van nieuwe verzekeringsproducten beschreven. Aandacht wordt geschonken aan de mogelijkheden van financiële innovaties, die zowel voor de particulier als de (institutionele) belegger kunnen bijdragen aan risicoreductie en/of rendementsverbetering. Ook wordt een aantal voorwaarden omschreven waaraan deze producten (in het algemeen zijn dit derivaten) zullen moeten voldoen. De ideeën van Shiller worden vertaald naar de woningmarkt, waar grote behoefte moet bestaan aan mogelijkheden om de particuliere risico's van eigenaar-bewoners te beperken.

2 Verzekeren en verzekerbaarheid

Niet alles in het leven is volledig verzekerbaar. Dit heeft alles te maken met 'moral hazard': als mensen of organisaties hun (toekomstige) inkomen verzekerd weten, ongeacht de inspanningen die men er zelf voor moet betrachten, verdwijnt iedere prikkel om zelf nog inspanningen te verrichten om een eigen (hoger) inkomen te verkrijgen.

Vaak zijn veranderingen in de persoonlijke levensstandaard echter het gevolg van objectief vast te stellen en kwantificeerbare oorzaken, die vallen buiten de eigen invloedssfeer van het

Drs. P.L.M. van de Ven is hoofd Algemeen Economisch Onderzoek, Rabobank Nederland, Utrecht. Hij schreef het artikel op persoonlijke titel.

individu ('overmacht'). Zulke gevallen zijn gedekt door verzekeringspolissen zonder dat verzekeringsmaatschappijen geconfronteerd worden met 'moral hazard' van de polisnemers. Een waarde-daling van de eigen woning door brand is aldus verzekeraar, omdat objectief en eenvoudig is vast te stellen dat het huis ongelukkigerwijs (geen opzet!) is afgebrand.

Verzekeringspolissen voor deze objectief vast te stellen en verifieerbare risico's van inkomensfluctuaties worden reeds lang aangeboden door verzekeringsmaatschappijen ten nutte van het publiek.¹

De verzekeringssector is echter nog niet in staat gebleken polissen aan te bieden om mensen (of bedrijven) te verzekeren tegen vele andere oorzaken van inkomensfluctuaties. Een verklaring hiervoor is, dat verzekeringscontracten doorgaans een bepaalde gebeurtenis als uitgangspunt nemen, waarna vervolgens de schade wordt vastgesteld. Het risico van prijsveranderingen, die niet expliciet zijn toe te rekenen aan een bepaalde gebeurtenis of oorzaak, wordt normaliter niet door verzekeringspolissen gedekt. Dit soort prijsrisico's blijken beter op de financiële markten te worden verhandeld en afgedekt.

In de huidige wereld kunnen mensen zich dan ook op twee manieren verzekeren tegen ongunstige financiële ontwikkelingen: via verzekeringscontracten of via financiële markten/instrumenten. Een belangrijk onderscheid betreft vaak het onderliggende risico; bij een verzekering is dit veelal een bepaalde gebeurtenis, op financiële markten eerder het risico van een prijsverandering. Verzekeringscontracten en financiële instrumenten zijn vaak complementair, in die zin dat via de financiële markten een nog grotere risicospreiding mogelijk wordt als gevolg van de goede verhandelbaarheid van de contracten. Vooral de markt voor afgeleide financiële instrumenten (derivaten) is bij uitstek geschikt voor het heralloceren van de risico's *sec*, zonder dat de onderliggende waarden hoeven te worden verhandeld. In het algemeen kan worden gesteld dat het bestaan van derivaten financiële instellingen in staat stelt zich beter tegen risico's te beschermen. Hierdoor zijn zij eerder bereid risico's te aanvaarden, waardoor zij de cliëntèle beter van dienst kunnen zijn.

Toch blijken ook op de financiële markten de mogelijkheden om risico's af te dekken nog verre van volledig. Een van de belangrijkste risico's waarmee particulieren bijvoorbeeld geconfronteerd worden, betreft de waardeontwikkeling van hun eigen woning. Gemiddeld genomen zal de waarde van de woning ieder jaar stijgen, maar sterke prijsdalingen komen soms ook voor. De kans op een flinke prijsdaling van de woning is in ieder geval aanmerkelijk groter dan de kans dat de woning zal afbranden. Toch is het waardeverlies door brand wel verzekeraar, maar het waardeverlies door bijvoorbeeld ongunstige macro-economische omstandigheden niet. Er zijn met andere woorden nog onvoldoende, liquide financiële markten ontwikkeld waarop ook dit soort risico's zou kunnen worden afgedekt. Shiller (1993) noemt deze markten 'macro markets' waarmee de risico's van ongunstige macro-economische omstandigheden kunnen worden gespreid en afgedekt.

In de rest van dit artikel zal een aantal aspecten van macromarkten worden beschreven. In paragraaf 3 wordt een aantal te overwinnen barrières beschreven, bijvoorbeeld op het gebied van dataproblemen en mogelijke psychologische weerstand. In paragraaf 4 passeert een aantal voordelen van macromarkten de revue: ze vergroten de marktefficiëntie en bieden interessante beleggingsmogelijkheden. Al met al kunnen door een betere risicospreiding het totale risico, en daarmee de risicopremies, worden verminderd. In paragraaf 5 worden de voordelen van indexderivaten op de woningmarkt afgezet tegen een 'standaard' verzekeringscontract gekoppeld aan het feitelijk te verzekeren onderpand. Paragraaf 6 gaat vervolgens wat dieper in op enkele (mogelijke) innovaties op de Nederlandse huizen-derivatenmarkt. Paragraaf 7 beschrijft nog enige praktische aspecten wanneer opties op de huizenprijsindex zouden worden ingevoerd. Paragraaf 8 bevat tot slot een korte samenvatting en conclusies.

3 Barrières en problemen

Een macromarkt kan niet zonder slag of stoot worden ontwikkeld. Eerst zal nog een aantal barrières overwonnen moeten worden. Op de eerste plaats zullen dataproblemen moeten worden opgelost (zie tabel 1 pag. 346). Daarnaast kan er sprake zijn van psychologische barrières.

Tabel 1: Criteria waaraan datareeksen moeten voldoen en overige 'dataproblemen' (in geval van derivaat op huizenprijsindex)
<i>Criteria</i>
Sterke correlatie met prijsontwikkeling woning eigenaar-bewoner Correcte weergave van de feitelijke prijsontwikkeling
<i>Overige 'dataproblemen'</i>
Ontwikkelingskosten indices kunnen hoog zijn en moeilijk terug te verdienen Financiële innovaties niet beschermd met patenten of octrooien

a Dataproblemen

Hoe voor de hand liggend de ideeën en oplossingen van Shiller ook lijken, het is niet eenvoudig deze in de praktijk te brengen. Een van de belangrijkste problemen is bijvoorbeeld het ontbreken van goede datareeksen. Deze moeten namelijk aan velerlei criteria voldoen. Als voorbeeld zullen wij daarbij de huizenmarkt nemen.

Heel belangrijk is, dat de reeksen weergeven wat ze suggereren weer te geven. Bijvoorbeeld: in het geval van een huizenprijsindex lijkt het voor de hand te liggen hiervoor de gemiddelde huizenprijs volgens de Nederlandse Vereniging van Makelaars te nemen. Deze cijfers zijn maandelijks beschikbaar en gaan terug tot 1975. Toch is deze reeks niet zuiver. Zo is de reeks bijvoorbeeld gevoelig voor de samenstelling van de verkopen in een bepaalde maand. Wanneer in een maand relatief veel dure woningen worden verkocht neemt de gemiddelde huizenprijs toe, hoewel de feitelijke huizenprijzen stabiel of zelfs dalend zouden kunnen zijn. Het gebruik van de mediaan in plaats van het gemiddelde is vaak een verbetering, maar meestal geen volledige oplossing. Een in de literatuur bedachte oplossing hiervoor is de 'repeat sales index', waarbij alleen gekeken wordt naar de prijsontwikkeling van verkochte woningen ten opzichte van het vorige moment waarop diezelfde woningen verkocht waren.²

Een reeks die niet weergeeft wat deze suggereert weer te geven kan personen, die hun risico willen afdekken, op het verkeerde spoor zetten. Ofwel iets anders benaderd: de reeks die wordt gebruikt voor derivatie financiële producten moet voldoende correleren met de waarde van de bezitting die men wil 'hedgen'. Wanneer iemands appartement door marktomstandigheden in waarde

daalt, maar de gemiddelde huizenprijsindex vertoont een stijging, is er geen sprake van een 'hedge', maar eerder van een cumulatie van risico's. Voor een optieproduct op de huizenprijs zou dit kunnen betekenen, dat er meerdere indices nodig zijn, bijvoorbeeld een voor appartementen in de grote steden, een voor overige appartementen en een voor eengezinswoningen. Hierbij zal een voortdurende afweging moeten worden gemaakt tussen liquiditeit van de markt en effectiviteit van de 'hedge'. Eventueel zou aan de particulier een 'hedge' kunnen worden geboden op een zeer laag aggregatieniveau, terwijl de bank de daarmee aangegane risico's zou afdekken op de 'echte' macromarkt waarop ook professionele beleggers actief zouden zijn.

Het ontwikkelen van goede datareeksen is een kostbare aangelegenheid. De vraag is voorts of deze kosten voldoende kunnen worden terugverdiend. Immers: in financiële markten zullen financiële innovaties binnen zeer korte tijd worden gerepliceerd, waardoor wel nog de variabele kosten kunnen worden terugverdiend maar wellicht niet meer de vaste ontwikkelingskosten vooraf. Om financiële innovaties te stimuleren zou het wellicht overweging verdienen om deze voor een bepaalde periode te kunnen patenteren. Een andere oplossing is, dat overheden gelden uit innovatiefondsen ook openstellen voor financiële 'Research & Development'.

b Psychologische barrières

Psychologische barrières kunnen de introductie van innovatieve financiële producten frustreren. De vraag is dan belangrijk waarom de ene verzekering wél aanslaat (bijvoorbeeld levensverzekering) en de andere niet (bijvoorbeeld rampenverzekering).³

Een onderzoeksresultaat uit de psychologie is wat Kahneman en Tversky (1979) 'risk-seeking in the domain losses' noemen. Uit onderzoek blijkt, dat mensen die de keuze hebben tussen 80% kans op een winst van f 4.000,- of 100% kans op een winst op f 3.000,- kiezen voor de zekere variant (f 3.000,-), hoewel de verwachtingswaarde van het eerste alternatief hoger is (f 3.200,-). Hetzelfde voorbeeld, maar nu met kansen op verlies in plaats van winst, leidde tot het omgekeerde resultaat: men verkiest de 80% kans op f 4.000,- verlies, hoewel het verwachte verlies hierop het grootste is! Dit psychologische gedrag wijkt dus af van hetgeen men op basis van de rationele verwachtingswaardetheorie zou verwachten. In geval van onzekerheidssituaties is het gedrag van mensen of men zich wel of niet zal willen verzekeren dus niet altijd voorspelbaar, zelfs niet als de verwachting gegrond is dat men door de verzekering erop vooruit zou gaan.

Ook de percepties van sociale groepen zijn zeer belangrijk voor het al of niet welslagen van een financiële innovatie.⁴ Sociale psychologie blijkt ook verklaringen te bieden voor het ontstaan van 'boom'-markten op de koopwoningmarkt. Wanneer het kopen van een woning 'in' raakt, wordt het kopen een van de belangrijkste gespreksonderwerpen binnen de kennissenkring, die allemaal ook een woning (willen) kopen. Bovendien ervaart men dan de succesverhalen van degenen die hen reeds zijn voorgegaan (flinke papieren stijging gerealiseerd op het enige tijd geleden gekochte pand).

Sociale psychologie en het proces van sociaal leren is moeilijk te voorspellen. Daarom is het verstandig de nieuwe markten in een grootse actie onder de aandacht te brengen, in de hoop daarmee 'de knop om te kunnen zetten' zodat er een sterke vraag opkomt naar de nieuwe risicomanagement-producten en -mogelijkheden. Ook kan het verstandig zijn vantevoren te proberen belangrijke 'opinion leaders', zoals consumentenorganisaties (of de overheid), achter de nieuwe producten te krijgen.

Ook bij het publiek (of bij consumentenorganisaties) zullen de nieuwe 'exotische' producten in eerste instantie kunnen stuiten op 'psychologische barrières'. Het onbegrip moet niet worden onderschat. Een goede informatiestroom naar het publiek is dus belangrijk.

Ook kan het zinvol zijn de nieuwe producten herkenbaar te presenteren alsof het gewone verzekeringsproducten zijn (in feite zijn het dat natuurlijk ook). Om onbegrip zoveel mogelijk te voorkomen zou het aan te bevelen zijn de nieuwe risicomanagementtechnieken in bestaande producten in te bouwen.

4 Voordelen van macromarkten

De ontwikkeling van macromarkten biedt grote potentiële voordelen. Deze zullen hieronder in het bijzonder voor de woningmarkt worden toegelicht. Naast de reeds beschreven mogelijkheid van risicoafdekking voor eigenaar-bewoners zijn er twee andere belangrijke voordelen: (i) de invloed van macromarkten op de efficiëntie van de onderliggende onroerendgoedmarkt, en (ii) het bieden van aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden voor (professionele) beleggers.

a Huizenmarkt is niet efficiënt

De vraag of de huizenmarkt efficiënt is, is met name in de Amerikaanse literatuur, uitvoerig onderzocht. Deze vraag wordt in het algemeen negatief beantwoord. Hiervoor is een aantal redenen. De agenten die op deze markt handelen zijn in het algemeen individuen, die handelen in de woning waarin ze leven. De transactiekosten en dergelijke om een woning te verkopen zijn aanzienlijk, terwijl goed geïnformeerde, professionele beleggers nauwelijks voet aan de grond hebben op deze markt. Professionele beleggers, die willen beleggen op de onroerendgoedmarkt, zijn noodgedwongen actief op de markt voor huurwoningen en de daarbij behorende beheerskosten en 'agency problemen'. De 'echte' koopwoningmarkt, de markt waar particulieren hun woning kopen en daarna zelf zorgdragen voor het waardebehoud ervan, is per definitie niet toegankelijk.

Bewijzen voor marktinefficiëntie van de huizenmarkt zijn aanwezig. Een daarvan is, dat opwaartse c.q. neerwaartse prijsbewegingen een trend vertonen en opeenvolgend sterk gecorreleerd zijn. In efficiënte financiële markten is dat niet het geval en zit iedere beschikbare informatie onmiddellijk verwerkt in de actuele prijs.⁵

Deze seriële correlatie brengt statistische problemen met zich mee. In geval van seriële correlatie blijft het risico immers niet constant,

maar kan het toenemen naarmate de tot nu toe gerealiseerde opwaartse beweging langer heeft aangehouden.

b Macromarkten kunnen de huizenmarktefficiëntie vergroten

Als de huizenmarkt niet efficiënt is, kan de vraag worden gesteld of derivaten producten op een huizenprijsindex (of op het aantal verkopen) deze efficiëntie zouden kunnen vergroten. Shiller (1993) verwacht dat dit het geval zal zijn.⁶ Ook kan de introductie van derivaten leiden tot hogere prijzen van woningen, omdat het risico van woningbezit hiermee kan worden verminderd. Tot slot kunnen efficiënte derivatenmarkten het doorschieten van prijzen wellicht voorkomen, doordat goed geïnformeerde professionele beleggers hier tijdig op zouden gaan inspelen.

c Macromarkt op huizenprijsindex biedt interessante beleggingsmogelijkheden

Zoals we hebben gezien is de koopwoningmarkt voor professionele beleggers moeilijk toegankelijk. En dat is jammer, want de woningmarkt biedt uitgelezen kansen om de beleggingsportefeuille te spreiden. Goetzman en Ibbotson (1990) wijzen op de lage correlatie tussen rendementen op onroerend goed en andere activa. Bovendien geeft onroerend goed een natuurlijke 'hedge' tegen inflatie. Maar rechtstreeks beleggen in onroerend goed heeft ook zijn nadelen: project-specifieke risico's, hoge management- en informatiekosten en een lage liquiditeit.

Goetzman/Ibbotson hebben kunnen meten, dat de rendementen op onroerend goed (commercieel, woningen, landbouwgrond) in de afgelopen 20 jaar in de Verenigde Staten hoger zijn geweest dan op overheidsobligaties, terwijl goed gespreide onroerendgoedportefeuilles een ongeveer gelijk prijsrisico noteerden. In een ander artikel komt Goetzman (1993) tot de conclusie, dat 'the minimum variance portfolio contains a significant proportion of personal wealth in the home'. Voor de Verenigde Staten wordt bovendien gevonden, dat geografische spreiding tot een behoorlijke risicovermindering kan leiden, omdat woningmarkten intraregionaal sterk gecorreleerd zijn, terwijl deze correlatie interregionaal vaak veel lager is.

d Conclusie

Afsluitend kan gesteld worden, dat derivatenmarkten de efficiëntie van de woningmarkt kunnen vergroten en de totale risico's en risicopremies kunnen verminderen. Bovendien zijn er in principe aan beide kanten van de markt geïnteresseerde partijen te vinden: de particulier die zich wil indekken tegen neerwaartse prijsrisico's en de professionele belegger, die een aantrekkelijk rendement en nuttige diversificatiemogelijkheden ziet op de woningmarkt.

5 Waardeverzekering woning: via verzekeringsmaatschappij of financiële markt?

Zoals in de inleiding al is geconstateerd, lopen eigenaar-bewoners een groot risico op hun meest belangrijke belegging. Hiervoor zouden zij zich wellicht graag verzekeren. De vraag doet zich dan voor of dit risico verzekerd zou moeten worden door het gebruik van financiële derivaten, waarvan de problemen en voordelen beschreven zijn in de paragrafen 3 en 4, of via gewone verzekeringscontracten. Bij de eerste optie wordt het risico en de eventuele uitbetaling gekwantificeerd op basis van een of andere gemiddelde huizenprijsindex, die sterk moet correleren met de waardeontwikkeling van de eigen woning. Bij de tweede optie wordt de waarde van de woning zelf getaxeerd.

De laatste optie heeft een aantal voordelen. De eigenaar bewoner verzekert het prijsrisico op zijn eigen woning, zodat het natuurlijk is om precies dit risico te kwantificeren. Hij loopt dan niet het gevaar dat de waarde van zijn woning zich anders ontwikkelt dan die van de gemiddelde huizenprijsindex. Er zijn echter ook belangrijke nadelen. Het kan leiden tot gedwongen verkopen (als mensen de polis willen innen zullen ze moeten zorgen voor een 'actual price', bijvoorbeeld door te verkopen). Daarnaast bestaat het risico van 'adverse selection': mensen die een polis kopen, omdat ze weten dat hun huis in een achteruitgaande wijk ligt, of in een toenemend impopulaire stijl, of dat ze te veel voor hun woning hebben betaald. Ook speelt het probleem van 'moral hazard': wanneer de feitelijke waarde van het onderpand verzekerd is, loont het minder om het onderpand goed te onderhouden. Ook zouden er weinig prikkels zijn om de woning zo duur mogelijk te verkopen (of zouden

er zelfs prikkels zijn om bewust zo goedkoop mogelijk aan een bekende te verkopen).

De eerste optie (risicoafdekking met derivaten op een gemiddelde huizenprijsindex) lijkt een beter alternatief. De polis kan op ieder moment voor een bepaalde periode gekocht worden, voor zeg 1, 2 of 3 jaar. De polis betaalt alleen aan het eind van die periode en niet op het moment dat de woning wordt verkocht. Wil de huiseigenaar de polis eerder verkopen (omdat hij bijvoorbeeld zijn huis verkoopt), kan dat geregeld worden, eventueel tegen betaling van een 'early settlement fee'. Een dergelijke polis kan apart worden verkocht of als onderdeel van een traditionele hypotheek. In dat laatste geval is het mogelijk de opbrengst van de polis (die een gevolg is van een prijsdaling op de woningmarkt) te verpanden aan de hypotheeknemer (de financier) om daarmee indien nodig de hypothecaire schuld te kunnen verminderen en het risico voor zowel eigenaar als financier te verlagen. Dit kan leiden tot lagere risico-opslagpercentages, zeker in het geval van tweede hypotheek.

6 Macromarkten voor de Nederlandse woningmarkt

In het verleden, en ook zeer recentelijk, is een aantal suggesties gedaan om het prijsrisico van eigenaar-bewoners te reduceren (zie tabel 2).

In deze paragraaf zullen we de voorbeelden uit de tabel nader de revue laten passeren. Vervolgens zal bij de putoptie op de huizenprijsindex nog wat langer worden stilgestaan.

a London Fox

In 1991 is in het Verenigd Koninkrijk getracht een futuresmarkt voor onroerend goed te ontwikkelen. Dit was de London Futures and Options

Exchange (London Fox). Er werden zowel contracten op commercieel als op residentieel onroerend goed gelanceerd. De contracten werden echter slechts korte tijd verhandeld (mei tot oktober 1991).

De introductie van de London Fox werd echter gekenmerkt door een aantal factoren in diens nadeel: te weinig marktomvang en -bekendheid, geen goede marktwerking en distributie naar retail-klienten en geen koppeling aan hypotheekproducten. Ofwel, met andere woorden, men had weliswaar een nieuw product ontwikkeld, maar men was vergeten eerst de behoefte en interesse van de eindgebruiker te mobiliseren. Deze mankementen bij de introductie van de London Fox zijn belangrijk bij de eventuele ontwikkeling van een product voor de Nederlandse markt.

b Bank of Scotland laagrentende hypotheeklening

In 1996 werd bekend, dat Bank of Scotland een innovatie in de hypotheekensfeer op de markt gaat brengen (gearrangeerd door SBC Warburg).⁷ Bank of Scotland gaat (ongeveer) renteloze hypotheekleningen aanbieden, mits de hypotheekgever (de eigenaar van het pand) afstand doet van een deel van de toekomstige waardeverhoging van het huis. De hypotheekleningen dienen vervolgens als onderpand voor openbaar verhandelbare winstdelende obligaties met een lage couponrente ('mortgage backed securities'). Het rendement op deze verhandelbare obligaties hangt af van de waardeontwikkeling in de huizenmarkt en vormt daarmee een interessante belegging voor institutionele beleggers.

c Prijsgarantie De Hypotheker

De Hypotheker biedt kopers van een woning een gecombineerde opstal- en prijsrisicoverzeke-

Tabel 2: Recente innovaties en suggesties

<i>Innovaties/suggesties</i>	
London Fox	London Futures and Options Exchange
Renteloze hypotheekleningen	Bank of Scotland
'Koopprijs-garant'-verzekering	De Hypotheker
Putoptie op de huizenprijsindex	Van de Ven

ring aan. Deze polis garandeert dat, als iemand zijn huis moet verkopen buiten zijn eigen schuld om en daardoor de hypotheeklasten niet meer kan opbrengen (bijvoorbeeld door arbeidsongeschiktheid, ziekte, werkloosheid), de koper bij verkoop minimaal het aankoopbedrag van de woning zal terugontvangen.

In feite is dit een hybrideverzekering, die met name indekt tegen ongunstige persoonlijke omstandigheden. Door de koppeling van twee kansen (men wordt arbeidsongeschikt en dan ook nog net op een moment dat de huizenmarkt is ingezakt) kan de verzekeringspremie vrij laag zijn. De verzekering biedt echter geen dekking voor mensen die vrijwillig willen verhuizen, bijvoorbeeld in verband met het aanvaarden van een andere baan of als gevolg van een echtscheiding. In dit soort gevallen is vooral het marktrisico belangrijk, waarvoor zij zich met de Hypotheekpolis dus niet kunnen indekken.

Ook de Rabobank voert een vergelijkbaar product (Rabo Hypotheekbescherming).

d Opties op de huizenprijsindex

Dit product zou, in zijn meest elementaire vorm, als volgt kunnen werken:

- De aspirantkoper van een huis koopt van de bank een putoptie op bijvoorbeeld de 'NVM Huizenprijsindex (HPI)'.
- Als de woningmarkt instort (HPI daalt) krijgt de putoptie waarde; dit compenseert (een gedeelte van) het (papieren) verlies op de eigen woning.
- Als de woningmarkt stijgt, verliest de putoptie

waarde, maar zal het onderpand meer waarde hebben gekregen.

- Eventueel is het ook nog mogelijk te werken met 'clicks', door op gezette tijden wederom een putoptie te kopen (op een hoger niveau van de huizenprijsindex).

Een dergelijk product kan voor verschillende partijen aantrekkelijke voordelen bieden: particulier, bank, belegger, bouwer en eventueel zelfs de overheid (zie tabel 3).

Particulier

De particuliere huizenkoper kan zich met de putoptie indekken tegen waardeverlies van de eigen woning. Het is evenwel mogelijk dat de gemiddelde huizenprijsindex niet volledig zal correleren met de waarde van de eigen woning. Daarom is het van belang te kunnen kiezen uit meerdere prijsindices: bijvoorbeeld een NVM-prijsindex voor appartementen in de grote steden, voor overige appartementen, voor eengezinswoningen, et cetera.

De putoptie kost natuurlijk geld. Door de waarde van de putoptie te verpanden aan de bank, zal de bank bereid zijn de kosten ervan te financieren (de putoptie geeft immers extra zekerheid). Het is echter ook mogelijk een 'zero-cost'-optie te construeren. In dat geval wordt de gekochte putoptie gecombineerd met, zeg, een halve verkochte call. Omdat de kans op prijsstijgingen doorgaans veel groter is dan op prijsdalingen, zal de putoptie veel minder kosten dan de call; gevolg is dat het neerwaartse risico is afgedekt in ruil voor het afstaan van een gedeelte van de (verwachte) prijsstijgingen.

Tabel 3: Voordelen van putoptie op de huizenprijsindex

<i>Partij</i>	<i>Voordelen</i>
particulier/eigenaar-bewoner	indekken tegen neerwaarts prijsrisico kans op waardestijgingen eigen woning meer financiering mogelijk
bank	extra onderpand, minder risico extra omzet hypothecaire financiering
belegger	extra beleggingsmogelijkheid met aantrekkelijk verwacht rendement en risicodiversificatiemogelijkheden
bouwer	indekken tegen neerwaarts prijsrisico betere inschatting ontwikkeling woningmarkt
overheid	efficiëntere en flexibelere woningmarkt

Bank

De bank is gaarne bereid de huizenkoper een putoptie te verkopen. Daarmee dekt de huizenkoper zich immers in tegen ongunstige ontwikkelingen op de woningmarkt. Door de putoptie te verpanden kan bovendien een extra zekerheid in de hypothecaire financiering worden ingebouwd. Zeker in het geval van tweede hypotheek kan dat een flinke vermindering van het kredietrisico betekenen en kan eventueel een lagere rente worden aangeboden.

De bank zal de door haar geschreven putoptie echter weer zo snel mogelijk willen afdekken. Immers, wanneer de woningmarkt zou instorten zouden de geschreven putopties de bank veel geld kunnen gaan kosten. En dan net op een moment dat ook verliezen op de hypotheekportefeuilles beginnen binnen te lopen.

Het ligt voor de hand, dat de bank haar optiepositie zal sluiten door een tegengestelde transactie met een tegenpartij.

Belegger

Die tegenpartij zal ongetwijfeld gevonden kunnen worden in de professionele beleggingswereld. Zoals we hebben gezien bieden beleggingen op de koopwoningmarkt immers aantrekkelijke rendementen, terwijl dat rendement bovendien nuttige correlatie- en risicodiversificatiemogelijkheden biedt. De natuurlijke voorkeur van Nederlandse institutionele beleggers zou evenwel kunnen uitgaan naar long-posities in de Nederlandse woningmarkt in plaats van short-posities (schrijven van put). In dat geval zullen buitenlandse professionele beleggers evenwel soelaas kunnen bieden.

Bouwer/projectontwikkelaar/ woningbouwcorporatie/gemeente

Ook bouwers, projectontwikkelaars, woningbouwcorporaties of gemeenten, die actief zijn in de realisatie van nieuwbouwprojecten, zullen wellicht geïnteresseerd zijn om putopties op de huizenprijsindex te kopen. Immers, wanneer de markt verder stijgt zullen zij weinig problemen ervaren bij de afzet van hun nieuwbouwwoningen. Maar wanneer de markt inzakt is het gevaar van 'onverkoopbare' woningen levensgroot aanwezig.

Overheid

Het huidige kabinet heeft als een van zijn beleidsspeerpunten geformuleerd de bevordering

van een efficiënte marktwerking. Afgeleide producten op de huizenprijsindex kunnen deze marktwerking verbeteren door een meer professionele waardebeoordeling op de woning(derivaten)markt. Tevens kan de starheid op de woningmarkt hierdoor afnemen. Hiermee wordt bedoeld dat eigenaar-bewoners in het geval van een ongunstige woningmarktsituatie geneigd zullen zijn in hun woning te blijven wonen, omdat zij deze niet met verlies willen verkopen, ook al kunnen zij elders bijvoorbeeld een betere baan krijgen. Met derivatenproducten zullen de kosten en financiële drempels, die verbonden zijn aan mobiliteit en flexibiliteit op de woningmarkt, juist in het geval van ongunstige woningmarktomstandigheden lager zijn.

7 Praktische invoering van opties op de huizenprijsindex

Geconcludeerd lijkt te kunnen worden, dat een putoptie op de huizenprijsindex bij alle partijen moet kunnen rekenen op een goede ontvangst. Ervaringen met bijvoorbeeld de London Fox hebben echter uitgewezen, dat daarmee het succes nog niet verzekerd is. Belangrijk is het dan ook om te leren van de fouten, die gemaakt zijn bij de introductie van de London Fox.

Op de eerste plaats is het belangrijk voldoende vraag naar de putoptie te genereren. Hiertoe moet het optieproduct standaard worden aangeboden bij hypothecaire leningen en bovendien zal de omvang van de hypotheekproductie voldoende moeten zijn. Wanneer aldus een voldoende afzet van putopties kan worden gegarandeerd (en eventueel ook van door eigenaar-bewoners geschreven call-opties conform het voorbeeld van de Bank of Scotland), wordt het voor professionele beleggers interessant om deze producten te gaan schrijven (respectievelijk kopen). Wanneer de omzet te gering is, zijn de kosten immers te hoog om zich te verdiepen in de specifieke risico- en rendementskenmerken ervan.

Een succesvolle marktintroductie lijkt moeilijk indien niet eerst belangrijke 'opinion-leaders' enthousiast kunnen worden gemaakt voor de putoptie. Voor de marktintroductie zou het product uitvoerig met bijvoorbeeld de Vereniging Eigen Huis moeten zijn doorgesproken.

Op de derde plaats, en eigenlijk komt dat als eerste, moet onderzocht worden of de beschikbare datareeksen geschikt zijn voor een zinvolle

risicoberekening en waardebeoordeling van de putopties en of deze voldoende correlatie vertonen met de waardeontwikkeling van individuele woningen.

Invloed op de woningmarkt

Het aanbieden van mogelijkheden, waarmee aspirantkopers zich kunnen indekken tegen neerwaartse prijsrisico's op de koopwoningmarkt, kan het kopen van een woning nog aantrekkelijker maken. In feite wordt een risicoreductie bereikt, die via een lagere disconteringsvoet zou kunnen leiden tot een hogere prijs van koopwoningen. Het potentieel prijsopdrijvend effect lijkt in het geval van door eigenaar-bewoners louter gekochte putopties wel kleiner dan in het geval van de Bank of Scotland-variant (door eigenaar-bewoners geschreven call-opties), waar men direct de financieringslasten verlaagt (zonder evenwel de neerwaartse prijsrisico's te verkleinen). Het kan er ook toe leiden, dat het risicobewustzijn van aspirantkopers (nog verder) afneemt. Immers, de gedachte zou kunnen gaan leven dat men door de putoptie geen enkel prijsrisico meer zou lopen.

Invloed van overheidsbeleid

Het succes van de putoptie kan worden beïnvloed door overheidsbeleid. Regelmatig wordt vanuit de politiek wel eens geopperd om een vermogenswinstbelasting in te voeren. In dat geval zijn vermogensverliezen wellicht aftrekbaar en vermogenswinsten fiscaal belast.

Verliezen op de eigen woning in geval van ongunstige marktomstandigheden zijn dan dus reeds gedeeltelijk afgedekt en in feite is deze verzekering ook nog gratis. Vermogenswinsten worden echter belast, wat de eigen woning als beleggingsobject minder aantrekkelijk maakt. In zo'n geval is de putoptie mogelijk een minder aantrekkelijk product dan bijvoorbeeld de laagrentende hypothecaire lening van Bank of Scotland. Afschaffen van de hypotheekrenteaftrek zou eveneens de laagrentende hypotheekvariant aantrekkelijker kunnen maken.

8 Samenvatting en conclusies

Het is duidelijk, dat met derivatenproducten op bijvoorbeeld de huizenprijsindex de risico's op de koopwoningmarkt veel beter gespreid kunnen worden tussen bijvoorbeeld de eigenaar-bewoner en de professionele belegger. Ook kan hiermee de

efficiëntie op de koopwoningmarkt wellicht worden verbeterd.

Introductie van een dergelijk financieel derivaat lijkt een behoorlijke kans van slagen te hebben, zij het dat nog een aantal horden genomen zal moeten worden. Op de eerste plaats gaat het dan om de ontwikkeling van bruikbare indices, die enerzijds een voldoende 'hedge' moeten kunnen bieden voor de eigenaar-bewoner en anderzijds voldoende eenvoudig en objectief vast te stellen moeten zijn voor bank of professionele belegger. Op de tweede plaats zullen bepaalde psychologische barrières met betrekking tot deze financiële innovaties overwonnen moeten worden bij eigenaar-bewoners en belangrijke consumentenorganisaties. Ten derde is het belangrijk de eindgebruikersmarkt (de 'retail' eigenaar-bewonersmarkt) massaal te bewerken, zodat de afgeleide markt snel een voldoende omvang kan bereiken. Een voldoende grote afzet bij de eindgebruikers is – zeker in de beginfase – een onontbeerlijke stuwende factor voor het ontwikkelen van de derivatenmarkt.

Wanneer aldus een efficiënte macromarkt voor de huizenprijzen kan worden ontwikkeld zal het kopen van een huis nog aantrekkelijker kunnen worden. Het lagere risico leidt tot een lagere disconteringsfactor en daarmee tot een hogere marktwaarde van huizen. Aldus zal de introductie van huizenprijsderivaten tevens kunnen leiden tot extra vermogenswinsten voor bestaande huizenbezitters. Al met al lijkt de introductie van derivaten op de huizenprijsindex een goed idee.

L I T E R A T U U R

- Allen, F., D. Gale, (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge.
- Bailey, M.J., R.F. Muth en H.O. Nourse, (1963), A regression method for real estate price index construction, *Journal of the American Statistical Association*.
- Boot, A.W.A., J.E. Ligterink, (1995), 'Hedging versus verzekeren', *Economische Statistische Berichten*, 8-2-1995, pp. 138-139.
- Bussel, van, Kerkhoffs, Mahieu, (1996), Een nieuwe index voor de huizenmarkt, *Economische Statistische Berichten*, 30-10-1996.
- Case, K.E., R.J. Shiller, (1987), Prices of single-family homes since 1970: New indexes for four cities, *New England Economic Review*.

- Case, K.E., R.J. Shiller, (1988), The behavior of home buyers in boom and post-boom markets, *New England Economic Review*, November/December.
- Case, K.E., R.J. Shiller, (1989) The efficiency of the market for single-family homes, *American Economic Review*.
- Case, K.E., R.J. Shiller en A.N. Weiss, (1993), Index-based futures and options markets in real estate, *Journal of Portfolio Management*, Winter.
- Eichholtz, P.M.A., D. Geltner, (1996), Woonfondsen: een revolutie op de huizenmarkt, *Economische Statistische Berichten*, 30-8-1996.
- Froot, K.A. (1995), Hedging portfolios with real assets, *Journal of Portfolio Management*, Summer.
- Giliberto, S.M., (1993), Measuring real estate returns: the hedged REIT index, *Journal of Portfolio Management*, Spring.
- Goetzman, W.N., R.G. Ibbotson, (1990), The performance of real estate as an asset class, *Journal of applied corporate finance*, Spring.
- Goetzman, W.N., (1993), The single-family home in the investment portfolio, *Journal of real estate finance and economics*.
- Goetzman, W.N., R.G. Ibbotson, (1990), The performance of real estate as an asset class, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring.
- Hudson-Wilson, S., B.L. Elbaum, (1995), Diversification benefits for investors in real estate, *Journal of Portfolio Management*, Spring.
- Kahneman D., A. Tversky, (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47.
- Marshall, J.F., V.K. Bansal, A.F. Herbst, A.L. Tucker, Hedging business cycle risk with macro swaps and options, *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Rabinowitz, A., (1978), *Development of the real estate investment industry 1925-1975*, University of Washington, Seattle.
- Park, T.H., L.N. Switzer, (1995), Risk management of real estate: the case of real estate swaps, *Journal of Real Estate Finance and Economics*.
- Shiller, Robert J., (1993), *Macro Markets: Creating institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, Clarendon Press, Oxford.
- Ven, P.L.M. van de, (1994), Flexibilisering van de overdrachtsbelasting, *Economische Statistische Berichten*.
- Ven, P.L.M. van de, (1996), *Opties op de huizenprijsindex: een goed idee*, (paper in kader van postdoctorale opleiding Financieel-Economisch Management, Tilburgs Instituut voor Academische Studies, verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant).
- Ven, P.L.M. van de, (1997), *Beleggen in onroerend goed: direct versus indirect*, (paper in kader van postdoctorale opleiding Financieel-Economisch Management, Tilburgs Instituut voor Academische Studies, verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant).

NOTEN

1 Voor meer informatie over verzekeren versus financiële instrumenten zij verwezen naar: Boot, Ligterink (1995).

2 Zie bijvoorbeeld Van Bussel, Kerkhoffs, Mahieu (1996); M.J. Bailey, R.F. Muth en H.O. Nourse (1963); K.E. Case, R.J. Shiller (1987). Zie ook Shiller (1993), p. 37: 'To produce a better index of prices of infrequently sold assets, we can use hedonic or repeated-measures indices, or hybrids of the two'.

3 In Nederland is het succes van levensverzekeringsproducten voor een deel het gevolg van fiscale facilitering, via de fiscaal aantrekkelijke verzekerd-spaarproducten. In de Verenigde Staten zijn levensverzekeringen echter ook zeer populair en wijdverspreid, hoewel daar deze fiscale facilitering ontbreekt.

4 Zie bijvoorbeeld Shiller (1993), p. 22: 'Social psychologists have long known that difficult or ambiguous decisions tend to be influenced by social-group perceptions. The opinion of peers are demonstrably very important in individual decisions, often more so than a logical argument received from experts or the media'.

5 Zie bijvoorbeeld Shiller (1993) en Case & Shiller (1989).

6 Shiller (1993), pp. 87-88: 'Establishing hedging markets, such as futures or options markets, in housing is likely to have the effect of improving efficiency in the real estate market, making the cash market price look more like a random walk than it has in the past. A tendency may develop towards basis pricing in the housing market: asking prices of homes might be set in terms of futures market prices, so that the asking prices adjust automatically with the market. Sales agreements might also specify selling price in terms of futures market prices, reducing the risk that one of the parties will want to back out of the sales agreement if aggregate real estate prices change before the settlement date. Such practices would eliminate an important reason for inefficiency in real estate markets, making them immediately responsive to conditions in the liquid futures market.'

7 Zie De Volkskrant, 'Renteloze hypotheek op de markt', 20-11-1996.