

# CPB Achtergronddocument

## Verliesaversie op de woningmarkt

Juli 2013

Machiel van Dijk  
Centraal Planbureau  
[M.F.van.Dijk@cpb.nl](mailto:M.F.van.Dijk@cpb.nl)



# Ten geleide

Deze literatuurstudie is onderdeel van een onderzoeksproject naar toepassingen vanuit de gedragseconomie op de woningmarkt. Dit project richt zich op de vraag hoe de uitkomsten van woningmarktanalyses veranderen als wordt uitgegaan van veronderstellingen die beter sporen met de bevindingen uit de gedragseconomische literatuur. Dit onderzoek is mede mogelijk gemaakt door een financiële bijdrage van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. Bij dit achtergronddocument hebben wij dankbaar gebruik gemaakt van opmerkingen en suggesties van de leden van de beleidsmatige klankbordgroep, Co Westerweel, Vincent Fructuoso van Veen, Ben Geurts, Michiel Blom, Wouter Schilperoort en Henk Nijboer, deelnemers aan het seminar 'De woningmarkt in beweging', en collega's van het CPB, Johannes Hers, Ruud Okker, Michiel Bijlsma, Daniël van Vuuren en Casper van Ewijk.

# 1 Inleiding

Op huizenmarkten gaan dalende prijzen vaak gepaard met een sterk afnemend aantal transacties en een forse toename van de voorraad huizen die te koop staat. Ook in Nederland zien we dit de afgelopen jaren. In 2007, het laatste jaar voor de kredietcrisis, bedroeg het aantal verkochte woningen volgens cijfers van het CBS iets meer dan 200.000. Vijf jaar later zijn de huizenprijzen gemiddeld met zo'n tien procent gedaald en wisselden nog maar 120.000 woningen van eigenaar, een daling van 40 procent. Het aantal te koop staande woningen op Funda.nl verdubbelde bijna: van circa 140.000 eind 2007 tot circa 268.000 begin 2013. De huizenprijzen zijn inmiddels nog verder gedaald, maar van een herstel van het aantal transacties is nog zeker geen sprake.

De forse daling van het aantal transacties en de stijging van het woningaanbod lijken moeilijk te rijmen met de aanzienlijke prijsdaling van de afgelopen jaren. Voor de geobserveerde positieve correlatie tussen prijzen en volumes op huizenmarkten zijn verschillende verklaringen te geven.<sup>1</sup> Dalende prijzen kunnen bijvoorbeeld de verwachtingen voor verdere prijsdalingen voeden, waardoor met name starters ontmoedigd kunnen worden. Daarnaast kunnen prijsdalingen bij zittende huiseigenaren leiden tot potentiële restschulden, die de neiging om te verhuizen eveneens niet zullen vergroten.

Verliesaversie bij de verkoop van een woning kan echter ook een deel van de verklaring leveren. Huiseigenaren die hun huis willen verkopen, zijn bij een verwacht verlies minder bereid met de prijs te zakken dan huiseigenaren die vermoedelijk hun huis met winst zullen verkopen. Hierdoor daalt het aantal transacties en stijgt de voorraad te koop staande woningen als de huizenprijzen dalen.

In dit document bespreken we een aantal artikelen die bovenstaand mechanisme empirisch hebben getoetst. Vervolgens bekijken we wat de uitkomsten van deze artikelen kunnen betekenen voor de Nederlandse situatie en voor het Nederlandse woonbeleid. Maar eerst gaan we kort in op het begrip verliesaversie.

---

<sup>1</sup> Zie bijvoorbeeld ook Stein (1995).

## 2 Wat is verliesaversie?

Verliesaversie is een psychologisch fenomeen, afkomstig uit de *prospect theory*.<sup>2</sup> Deze theorie kent de volgende drie veronderstellingen bij beslissingen onder onzekerheid:

1. Het nut van een verwachte uitkomst wordt bepaald door veranderingen en verschillen ten opzichte van een referentiepunt. Mensen ervaren vooral nut en ongenoegen van veranderingen in bijvoorbeeld hun inkomen in plaats van het absolute niveau van hun inkomen. Ook verschillen met andere personen lijken er meer toe te doen dan het niveau op zich.
2. Negatieve veranderingen en verschillen ten opzichte van het referentiepunt wegen zwaarder dan positieve veranderingen van gelijke omvang. Een verlies of een relatieve achterstand ten opzichte van een ander persoon heeft een groter effect op het welbevinden dan een even grote winst of voorsprong.
3. De gevoeligheid voor veranderingen ten opzichte van het referentiepunt neemt af bij grotere veranderingen. Het verschil tussen bijvoorbeeld 10 euro winst en 20 euro winst wordt sterker gevoeld dan het verschil tussen 110 en 120 euro winst.

Verliesaversie betreft dus vooral het tweede punt: een verlies weegt mentaal zwaarder dan een winst van gelijke omvang. Vrij vertaald zullen mensen meer moeite doen (of meer over hebben) om een bepaald verwacht verlies te vermijden dan om een winst van gelijke omvang te behalen. Experimenteel<sup>3</sup> is verliesaversie al vele malen aangetoond, maar ook empirisch onderzoek laat zien dat verliesaversie ook buiten laboratoria een rol speelt.<sup>4</sup> Een bekend voorbeeld hiervan is Dawes (2004), die aantoonde dat consumenten bij een premiestijging van de eigen verzekeraar twee keer zo snel geneigd zijn van verzekeraar te wisselen dan bij een vergelijkbare premiedaling van een concurrerende verzekeraar.

Verliesaversie is nauw gelieerd met twee andere psychologische fenomenen. Het *endowment effect* beschrijft het verschijnsel dat mensen meer waarde toekennen aan een goed dat zij in bezit hebben dan wanneer hetzelfde goed niet hun eigendom is.<sup>5</sup> Afstand doen van een goed weegt blijkbaar zwaarder dan het aankopen ervan. Het *disposition effect* beschrijft de neiging van bijvoorbeeld beleggers om aandelen te verkopen die op winst staan en aandelen vast te houden die op verlies staan (zie Shefrin en Statman, 1985 en Odean, 1998).

Op de huizenmarkt kan verliesaversie zich op de volgende wijze uiten. Een huizenbezitter die zijn huis wil verkopen zal, al dan niet geholpen door een makelaar, een inschatting maken van de marktwaarde van zijn woning. Als de verwachte verkoopwaarde lager ligt dan bijvoorbeeld de oorspronkelijke aankoopprijs, dan zal de verkoper dit als verlies kunnen ervaren. Rationeel gezien zou de aankoopprijs geen rol mogen spelen in het bepalen van de vraagprijs. De aankoopprijs heeft immers het karakter van verzonken kosten. Verliesaversie

---

<sup>2</sup> Kahneman en Tversky (1979) is de klassieke referentie voor deze theorie.

<sup>3</sup> Zie Seiler et al. (2012) voor een experiment met verkoop van onroerend goed.

<sup>4</sup> Zie bijvoorbeeld Camerer (2000) voor een overzicht.

<sup>5</sup> Zie bijvoorbeeld Thaler (1980).

zou er echter toe kunnen leiden dat deze verkoper, ten opzichte van de verwachte marktwaarde, een hogere prijs zal vragen en minder bereid zou zijn met zijn prijs te zakken dan een huiseigenaar die tegen een verwachte winst aankijkt. Daardoor kan het langer duren voor een huiseigenaar die op verlies staat zijn woning heeft verkocht.

Een aantal artikelen heeft deze hypothesen empirisch onderzocht. Deze artikelen worden besproken in het volgende hoofdstuk.

## 3 Literatuur

Verliesaversie kan betekenen dat een verkoper van een woning die tegen een verwacht verlies aankijkt minder bereid is met zijn prijs te zakken dan een huiseigenaar die met een verwachte winst wordt geconfronteerd. Daardoor kan het langer duren voor een huiseigenaar die op verlies staat zijn woning heeft verkocht. Dit hoofdstuk bespreekt een aantal artikelen dat deze hypothese empirisch onderzocht heeft.

### 3.1 Genesove en Mayer (2001)

De auteurs van dit artikel openen met de stelling dat een verkoper op de huizenmarkt die 'op verlies' staat een hogere reserveringsprijs heeft dan een verkoper met een even grote potentiële winst. Met de reserveringsprijs bedoelen zij de minimale prijs die een verkoper wil accepteren. Een probleem daarbij is dat de reserveringsprijs voor de onderzoekers niet waarneembaar is. Genesove en Mayer stellen echter dat de reserveringsprijs is af te leiden uit de vraagprijs, de transactieprijs en de verkoopduur (*time on the market*) van een woning.

Genesove en Mayer definiëren een potentieel verlies als de aankoopprijs minus de verwachte verkoopprijs, en stellen daarbij de ondergrens van dit verlies gelijk aan nul. De verwachte verkoopprijs wordt geschat op basis van observeerbare kenmerken van de woning en een tijdstrend. De auteurs beschikken over data van 5785 appartementen in Boston die tussen 1990 en 1997 te koop zijn aangeboden, waarvan er 3408 ook daadwerkelijk zijn verkocht.

Genesove en Mayer vinden een significant positief effect van het nominale verlies op de vraagprijs. Een 10% hoger verwacht verlies leidt tot een 2,5% a 3,5% hogere vraagprijs. Zowel eigenaar-bewoners als eigenaar-verhuurders blijken verlies-avers. Daarnaast heeft de schuldquote (*loan to value*) ook een positief significant effect.<sup>6</sup> Een eventueel effect van een lagere huizenprijs via de schuldquote op de vraagprijs is dus in de analyse meegenomen. Verder vinden de auteurs nog een vertraging in de reactie van de vraagprijs op de huizenprijsindex. Veranderende marktomstandigheden werken dus vertraagd door in de vraagprijzen. Ten slotte blijkt dat verliezen die in nominale termen berekend worden significant meer van de variantie in vraagprijzen te verklaren dan verliezen uitgedrukt in reële termen. De evaluatie van potentiële winsten en verliezen door huiseigenaren lijkt dus vooral plaats te vinden in nominale termen, zonder correctie voor inflatie dus.

Transactieprijzen blijken eveneens significant hoger bij huiseigenaren die op potentieel verlies staan. Het effect is echter minder groot dan het effect van verlies op de vraagprijs. Het is dus niet zo dat de markt te hoge vraagprijzen vanzelf corrigeert. Wel is het zo dat geslaagde verkopers minder verliesaversie tonen. Ten slotte blijkt dat potentiële verliezen

---

<sup>6</sup> Een schatting op een steekproef met huishoudens die een schuldquote hebben van 50% en lager, laat de resultaten ongemoeid. Een eventuele verstoringe interactie tussen verlies en schuldquote lijkt dus afwezig.

een significant negatief effect heeft op de kans op verkopen. Huiseigenaren die op verlies staan doen er dus langer over om hun huis te verkopen.

### 3.2 Engelhardt (2003)

Engelhardt (2003) onderzoekt de relatie tussen verhuismobiliteit enerzijds en verliesaversie en vermogensbeperkingen (*equity constraints*) anderzijds. De kernvraag van zijn onderzoek is of de lagere verhuismobiliteit van huishoudens bij dalende huizenprijzen veroorzaakt wordt door lagere overwaarden of door verliesaversie. Een lagere overwaarde kan ertoe leiden dat een huishouden moeilijk een nieuwe hypotheek kan krijgen en daardoor belemmerd wordt te verhuizen. Verliesaversie kan er echter ook toe leiden dat huishoudens minder vaak verhuizen in slechte tijden. Het probleem is echter dat vermogensbeperkingen en verliesaversie beide gedreven worden door dalende huizenprijzen. Engelhardt lost dit probleem op door in zijn data een onderscheid te maken tussen huishoudens met en zonder vermogensbeperkingen. De auteur trekt de streep bij een schuldquote van 0,8. Deze grens komt overeen met de gangbare maximale schuldquote die banken in de VS hanteren bij hun hypothecaire leningen.<sup>7</sup>

Engelhardt maakt gebruik van paneldata, met in totaal 6461 observaties. De data betreffen tientallen regio's in de VS in de periode 1985-1996. In tegenstelling tot Genesove en Mayer (2001) kan Engelhardt met zijn paneldata zijn schattingen voor verhuiskansen corrigeren voor veranderingen in gezinsamenstelling en economische positie.

De schattingsresultaten van Engelhardt komen overeen met die van Genesove en Mayer (2001). Nominale verliezen hebben een significant negatief effect op de kans om te verhuizen. Een verlies van 5% van de waarde van de woning doet de verhuiskans voor een gemiddeld huishouden met 30% tot 44% dalen. Vermogensbeperkingen hebben geen significant effect op de verhuiskans. Ten slotte vindt ook Engelhardt dat verliesaversie vooral gaat over verliezen in nominale termen. Zuiver reële verliezen lijken geen rol te spelen bij de kans om te verhuizen.

### 3.3 Einiö et al. (2008)

Einiö et al. (2008) analyseren een kleine 80.000 transacties van appartementen in en om Helsinki in de periode van 1987 tot 2003. Het betreft hier appartementen die binnen deze periode minimaal twee maal van eigenaar zijn verwisseld. De auteurs schatten de kans dat een appartement in een gegeven maand verkocht wordt, waarbij speciale aandacht uitgaat naar de invloed van een verliesdummy. Dit is een dummy variabele die aangeeft of de geschatte marktwaarde van een appartement hoger (0) of lager (1) is dan de oorspronkelijke aankoopprijs.

---

<sup>7</sup> Grotere leningen zijn wel mogelijk, maar vereisen kostbare additionele verzekeringen (*private mortgage insurances*).



De verliesdummy blijkt een duidelijk significant negatieve invloed te hebben op de kans op verkoop. De resultaten laten verder zien dat de verdeling van gerealiseerde winsten of verliezen rond de waarde van nul duidelijk afwijkt van de verdeling van verwachte winsten of verliezen. Kleine gerealiseerde verliezen komen minder vaak voor, en kleine gerealiseerde winsten juist meer. Ten slotte blijkt dat bij onevenredig veel transacties de verkoopprijs exact gelijk is aan de aankoopprijs. Gegeven de transactiekosten van circa vier procent, lijkt het erop dat verkopers deze niet meenemen in hun inschatting van het breakeven punt.<sup>8</sup>

### 3.4 Anenberg (2011)

Voortbouwend op de analyse van Genesove en Mayer (2001) onderzoekt Anenberg (2011) het effect van verliesaversie en vermogensbeperkingen op een uitgebreider databestand. De auteur maakt gebruik van een bestand dat paneldata omvat van alle huizen transacties in en om San Francisco tussen 1985 en 2005. Met behulp van deze data en enkele aannames is het mogelijk om niet-geobserveerde kwaliteitskenmerken van woningen te schatten. Dat heeft als voordeel dat verschillen in transactiepreizen beter kunnen worden toegerekend aan verliesaversie en vermogensbeperkingen. Zonder paneldata is het lastig om te bepalen of de geobserveerde transactieprijs afwijkt van de geschatte marktprijs, vanwege eigenschappen van de woning die niet zijn meegenomen in de schatting van de marktprijs. Denk bijvoorbeeld aan een mooi uitzicht vanuit de woning. Met paneldata heb je meerdere transacties per woning, zodat het mogelijk is om structurele afwijkingen van de geschatte marktprijs voor iedere woning mee te nemen in de analyses.

De resultaten van Anenberg (2011) komen grotendeels overeen met die van Genesove en Mayer (2001). Het belangrijkste verschil is dat Anenberg grotere effecten van verliesaversie en vermogensbeperkingen waarneemt. Een verwacht nominaal verlies van tien procent resulteert gemiddeld in een 3,5 procent hogere transactieprijs, ongeveer twee keer zo veel als Genesove en Mayer (2001). De resultaten van Anenberg (2011) bevestigen dat de hogere vraagprijzen als gevolg van verliesaversie niet zomaar door de werking van de markt gecorrigeerd worden, maar dat verliesaversie zich ook vertaalt in hogere transactiepreizen. Dit vertraagt het aanpassingsproces in neergaande woningmarkten, met dalende transactie aantallen en een groeiend aanbod tot gevolg.

### 3.5 Eichholtz en Lindenthal (2013)

Een meer historische beschouwing van verliesaversie op de huizenmarkt is te vinden in Eichholtz en Lindenthal (2013). Deze auteurs maken gebruik van een databestand waarin alle transacties van huizen aan de Amsterdamse Herengracht gedurende een periode van 324 jaar zijn opgenomen. Het gaat daarbij om meer dan zesduizend transacties tussen 1650

---

<sup>8</sup> Seiler et al. (2012) concluderen bij hun experimenten dat de proefpersonen juist wel rekening houden met transactiekosten. Deze transactiekosten werden door Seiler et al. (2012) overigens wel heel expliciet gepresenteerd in hun experimenten.

en 1973. Alle 614 woningen aan de Herengracht wisselden daarbij minimaal één maal van eigenaar. Met behulp van een logistische panelregressie schatten de auteurs de kans op verkoop als functie van onder meer het verschil tussen de geschatte marktprijs en de oorspronkelijke aankoopprijs van de woning. Dit verschil wordt uitgedrukt in een dummy variabele die gelijk is aan één als de verwachte marktprijs lager is dan de aankoopprijs (en nul bij een verwachte winst).

De auteurs vinden een significant negatief effect van een verwacht verlies op de verkoopkans. Verliesaversie speelt dus een significante rol, waarbij de invloed van de aankoopprijs na verloop van tijd zeer geleidelijk afneemt. Verder vinden ook Eichholtz en Lindenthal dat de evaluatie van winst en verlies in nominale prijzen plaats vindt. Een regressie op basis van reële woningprijzen geeft geen significant effect voor verliesaversie, in lijn met de resultaten van Genesove en Mayer (2001).

Eichholtz en Lindenthal onderzoeken tevens wat de invloed is van transacties van nabij gelegen woningen. Daarbij blijkt dat gerealiseerde verliezen in de directe omgeving het effect van verliesaversie significant reduceert. Daarnaast laten zij zien dat de invloed van de oorspronkelijke aankoopprijs zo sterk is dat zelfs eigenaren die de woning geërfd hebben zich door de oorspronkelijke aankoopprijs laten beïnvloeden. Ten slotte blijkt dat verliesaversie in alle drie de onderzochte eeuwen een rol speelt, maar dat de invloed ervan groter is geworden naarmate de tijd vorderde. Inflatie, oorlogen en financiële crises hebben geen invloed op de gevonden resultaten. Alleen een bezetting door een buitenlandse macht doet verliesaversie tijdelijk sterk afnemen.

### 3.6 Kritiek: Wheaton en Lee (2008)

Conceptuele kritiek en een (indirecte) empirische weerlegging zijn te vinden in onder meer Wheaton en Lee (2008). De verliesaversietheorie doet voorspellingen over het aantal transactie bij dalende huizenprijzen. Maar bij stijgende huizenprijzen zegt deze theorie niets over wat er met het aantal transacties op de huizenmarkt gebeurt, aldus Wheaton en Lee. Hooguit voorspelt deze theorie dat bij stijgende prijzen de bron van verliesaversie geëlimineerd wordt. Verder zou deze theorie niet ingaan op de vraag wat huizenprijzen zouden doen als alle verkopers op potentieel verlies zouden staan. Zij stellen daarbij de (retorische) vraag of de daling van de huizenprijzen dan tot stilstand zou komen.

Het is de vraag in hoeverre deze kritiek terecht is. Verliesaversie speelt per definitie alleen een rol als er verkopers op potentieel verlies staan. Er is derhalve sprake van een asymmetrie in de vraag- en transactie-prijzen rondom het individuele *break even* punt. Er wordt dus geen tegenovergesteld effect van verliesaversie voorspeld als huizenverkopers op potentiële winst staan. De situatie waarin alle verkopers op potentieel verlies staan lijkt in essentie op korte termijn niet anders dan een situatie waarin slechts een deel van de verkopers op verlies staat. Meer verkopers hebben dan een hogere reserveringsprijs. Op lange termijn zou het effect van verliesaversie kunnen afnemen, hoewel dat volgens de

analyse in Eichholtz en Lindenthal (2013) meer dan een generatie kan duren. De theoretische onderbouwing van de afname van verliesaversie over de tijd wordt inderdaad nauwelijks geadresseerd.

Naast de conceptuele kritiek toetsen Wheaton en Lee (2008) de hypothese dat huizenprijzdalingen, via verliesaversie, gevolgd worden door dalende verkopen. Op basis van geaggregeerde marktdata vinden zij dat lagere huizenprijzen tot een hoger aantal transacties leiden en *vice versa*. Deze bevinding is volgens de auteurs niet consistent met de theorieën die verliesaversie en vermogensbeperkingen aandragen als verklaring voor dalende verkopen bij lagere prijzen. Wheaton en Lee (2008) geven echter zelf aan dat geaggregeerde woningmarktdata niet goed geschikt zijn om de micro-economische implicaties van verliesaversie te toetsen. Geaggregeerde volumeontwikkelingen worden volgens de auteurs mogelijk voornamelijk gedreven door starters die, omdat ze geen woning hoeven te verkopen, alleen maar baat zouden hebben bij lage huizenprijzen. Daarnaast zou het kunnen dat, in de door Wheaton en Lee (2008) onderzochte periode, dalende huizenprijzen te weinig voorkwamen om via verliesaversie tot uitdrukking te komen in geaggregeerde marktdata.

### 3.7 Conclusie

Diverse micro-econometrische studies tonen aan dat verliesaversie een rol speelt bij dalende huizenprijzen. Huizenverkopers die op potentieel verlies staan hanteren een hogere vraagprijs en realiseren een hogere transactieprijs, maar doen wel langer over de verkoop van hun woning dan huiseigenaren die op potentiële winst staan. Huizenbezitters blijken hun winsten en verliezen daarbij vooral in nominale termen te evalueren. De invloed van de oorspronkelijke aankoopprijs kan bovendien langdurig zijn. Gerealiseerde verliezen bij de verkoop van nabijgelegen woningen verkleinen echter het effect van verliesaversie.

Studies op basis van microdata zijn eensluidend als het gaat om het effect van verliesaversie. Op geaggregeerd niveau blijkt het effect van verliesaversie echter lastig aantoonbaar, mogelijk vanwege de rol van starters en de aard van de geaggregeerde data, die het lastig maakt om verliesaversie goed waar te nemen.

In het volgende hoofdstuk bekijken we wat deze bevindingen kunnen impliceren voor de woningmarkt en het woonbeleid in Nederland. Speciale aandacht zal daarbij uitgaan naar het meest kenmerkende onderscheid van de Nederlandse woningmarkt, namelijk de hoge gemiddelde schuldquote van eigenaar-bewoners. De hoogte van de hypothecaire lening zou namelijk ook als referentiepunt kunnen fungeren bij de evaluatie van winst en verlies bij de verkoop van een woning. Daarover, zoals gezegd, meer in het volgende hoofdstuk.

## 4 Vertaling empirie naar Nederlandse woningmarkt

Wat betekenen de bevindingen uit de merendeels buitenlands en historisch gerichte empirische literatuur voor de huidige Nederlandse woningmarkt en het woonbeleid? De genoemde artikelen laten zien dat verliesaversie een relevant en persistent empirisch micro-economisch fenomeen is dat hoogstwaarschijnlijk ook in de huidige Nederlands marktsituatie een rol speelt. Interessant daarbij is de vraag in welke mate de hoge gemiddelde schuldquote van Nederlandse huishoudens een rol speelt. Het gaat daarbij niet zozeer om het directe effect van de negatieve overwaarde op de verhuismobiliteit. Dit directe effect bestaat eruit dat een huishouden dat 'onder water staat' waarschijnlijk minder snel geneigd is om de eigen woning te koop aan te bieden. De verkoop zal immers leiden tot een restschuld, waarvan het maar zeer de vraag is of banken die zullen willen financieren. Bovendien kan het de vraag zijn of een bank überhaupt bereid is opnieuw een hypothecaire lening te verstrekken, vooral als het inkomen van een huishouden tijdelijk lager ligt.

In dit hoofdstuk kijken we echter naar een meer indirect effect van de hoogte van de lening op de verhuismobiliteit. Net als de oorspronkelijke aankoopprijs kan de hoogte van de lening een referentiepunt zijn bij het stellen van de reserveringsprijs. Een verlies wordt dan niet gedefinieerd als het verschil tussen de nominale aankoopprijs en de verwachte marktwaarde, maar als het verschil tussen de uitstaande hypothecaire schuld en de verwachte marktwaarde. Wellicht dat in dat geval beter gesproken kan worden van schuldaversie. Als de verwachte prijs onder de hoogte van de lening valt, kan dit alternatief geformuleerde verlies er ook toe leiden dat een huishouden bij verkoop een hogere reserveringsprijs hanteert dan een huishouden dat 'boven water' staat. Ook door schuldaversie kan het langer duren voordat een woning daadwerkelijk verkocht wordt.

### 4.1 Schuldquote in Nederland

Het meest kenmerkende onderscheid van de Nederlandse woningmarkt is de maximale schuldquote die banken hanteren bij het uitgeven van hypothecaire leningen. In Nederland is deze momenteel nog steeds groter dan één. Dat betekent dat een deel van de Nederlandse huishoudens, nog voordat zij op nominaal verlies komen te staan, bij dalende woningprijzen te maken krijgen met een mogelijk ander belangrijk psychologisch ijkpunt bij de verkoop van hun woning. Het kan immers gebeuren dat huishoudens in Nederland nog wel een verwachte verkoopprijs hebben die groter is dan de aankoopprijs, maar die lager is dan de omvang van hun hypothecaire lening. Zeker als huishoudens in de loop der jaren hun hypothecaire lening voor hun huidige woning hebben verhoogd. Deze huishoudens eindigen met een restschuld als zij hun woning zouden verkopen. Zowel Genesove en Mayer (2001) als Anenberg (2011) laten zien dat in de VS deze vermogensbeperking ook kan leiden tot een hogere reserverings- en transactieprijs.

Het effect van de vermogensbeperking zou in Nederland zelfs groter kunnen zijn dan in de VS. Een Amerikaans huishouden dat zijn huis verkoopt bij een LTV van 90 procent, is volgens Amerikaanse begrippen, 'credit constrained' bij de aankoop van een gelijkwaardig huis. Dit huishouden kan er echter ook voor kiezen om, zonder restschuld, naar een huurwoning te verhuizen. Een Nederlands huishouden, met een LTV die eveneens tien procentpunten boven de norm ligt (zeg een LTV van 115 procent), is even 'credit constrained' als het Amerikaanse huishouden, maar eindigt toch met een restschuld als er naar een huurwoning wordt verhuisd. Dat kan tot gevolg hebben dat de vermogensbeperking in Nederland bij dalende huizenprijzen een sterker effect heeft dan op de Amerikaanse woningmarkt. Waar de Amerikaan niet aankijkt tegen een restschuld, maar slechts te maken heeft met mogelijke problemen bij de financiering van zijn nieuwe koopwoning, eindigt de Nederlander met een daadwerkelijke restschuld. Het al dan niet hebben van zo'n schuld kan een belangrijk psychologisch ijkpunt zijn, net als het al dan niet verlies maken bij de verkoop van een woning.

Anderzijds kennen we in Nederland geen zogenaamde *no recourse* leningen. Bij dit soort leningen, die in bepaalde staten in de VS voorkomt, is de leningnemer niet hoofdelijk aansprakelijk voor de leensom. De aanspraak is hoogstens gelijk aan de waarde van het onderpand. *No recourse* leningen hebben, ten opzichte van 'gewone' leningen, als bijeffect dat de reserveringsprijs hoger ligt naarmate de verwachte verkoopwaarde richting of onder de waarde van de lening daalt. De leningnemer heeft als alternatief immers altijd de optie achter de hand om afstand te doen van de woning en daarmee van de bijbehorende lening. Een bod onder de waarde van de lening is dan weinig interessant. In Nederland zijn huishoudens echter in principe hoofdelijk aansprakelijk. De Nationale Hypotheekgarantie (NHG) staat onder bepaalde voorwaarden weliswaar garant voor eventuele restschulden, maar de huidige regels voorkomen dat woningen ver onder de marktaandeel verkocht kunnen worden. Het effect van dalende huizenprijzen (tot onder de waarde van de lening) op de reserveringsprijs is in Nederland bij NHG-leningen waarschijnlijk dan ook minder groot dan bij *no recourse* leningen in de VS.

## 4.2 Situatie in Nederland

Het databestand WoON2012 bevat gegevens van een groot aantal huishoudens in Nederland over onder meer de WOZ-waarde van hun woning, de omvang van hun hypothecaire lening en de aankoopprijs van hun woning. De WOZ-waarde is op basis van registratiegegevens van het Kadaster en betreft de WOZ-waarde per 1 januari 2011. Gegevens over de lening en de aankoopprijs zijn afkomstig van de respondenten zelf.

Om een zo actueel mogelijk beeld te krijgen zijn de WOZ-waarden geïndexeerd met de ontwikkeling van de woningprijsindex van het CBS tussen januari 2011 en mei 2013. Idealiter zouden ook de gegevens over de hypotheeksom moeten worden geactualiseerd, maar gegevens hierover ontbreken. Recente berichten uit de media melden dat in 2012 en 2013 beduidend meer huiseigenaren extra aflossingen hebben gedaan, maar het is

onduidelijk of het daarbij om substantiële bedragen gaat. In de onderstaande berekeningen wordt de omvang van de actuele schuld dus mogelijk overschat. Verder wordt kapitaal, dat opgebouwd is binnen financiële producten die gekoppeld zijn aan de hypothecaire lening, niet meegenomen. Ook het overige vermogen van huishoudens, bijvoorbeeld in de vorm van spaargelden, wordt buiten beschouwing gelaten.

**Tabel 4.1 Winst- en hypothecaire schuldpositie eigenaar-bewoners 2013**

	Huishoudens		Geïndexeerde WOZ-waarde	Nominale aankoopprijs	Hypothecaire lening
	aantal (dzd)	procentueel			
			mediaan (dzd euro)		
Minimaal 5 jaar in huidige woning	3043	100%	211	150	159
waarvan:					
-WOZ < aankoopprijs	1062	35%	195	225	200
-WOZ < hypotheek	1070	35%	182	183	228
-WOZ < aankoopprijs of WOZ < hypotheek	1438	47%	193	200	210
-WOZ < aankoopprijs en WOZ < hypotheek	694	23%	178	205	225

Zoals tabel 4.1 laat zien, staat begin 2013 35% van alle huishoudens die minimaal vijf jaar hun huidige woning bewonen<sup>9</sup> op papier op een nominaal verlies. Het doorsnee verlies (het mediane verschil tussen de geïndexeerde WOZ en de nominale aankoopprijs) van deze huishoudens bedraagt zo'n 29.000 euro, ongeveer 13% van de nominale aankoopwaarde van de woning. Als we de resultaten van empirisch onderzoek in andere landen zonder meer zouden overnemen, dan zou nu voor meer dan een derde van de huishoudens met een koopwoning de verhuiskansen aanzienlijk gedaald moeten zijn. Daarmee zou de daling van het aantal transacties op de Nederlandse woningmarkt wellicht grotendeels verklaard kunnen worden.

Als we kijken naar het verschil tussen de geïndexeerde WOZ-waarde en de hypothecaire leensom, dan zien we dat eveneens ongeveer een derde 'onder water' staat, voor een doorsnee bedrag van 41.000 euro. Voor een deel overlapt deze groep met de groep van huizenbezitters die op papier op nominaal verlies staan. Bijna 47% van alle woningbezitters die minimaal vijf jaar hun huidige woning bewonen heeft echter te maken met een waarde van de woning die lager is dan de aankoopprijs of een waarde die lager is dan de hypothecaire lening. Met andere woorden: bijna de helft van de huishoudens die al vijf jaar of meer in hun huidige woning woont, heeft mogelijk te maken met een (psychologische) belemmering om hun woning tegen de verwachte marktprijs te verkopen.

Of een potentieel verlies en/of een potentiële restschuld ook in Nederland een (psychologisch) effect hebben kan alleen door empirisch onderzoek goed bepaald worden.<sup>10</sup> De combinatie van dalende huizenprijzen, de sterke daling in het aantal transacties en de

<sup>9</sup> Deze grens is arbitrair gekozen als de gemiddelde minimale woonduur alvorens men een nieuwe verhuizing overweegt. Als we kijken naar alle eigenwoningbezitters, dus inclusief de huishoudens die de afgelopen vijf jaar hun huidige woning hebben gekocht, dan staat 42% op een nominaal verlies.

<sup>10</sup> Idealiter op grond van paneldata, maar ook met een cross-sectioneel databestand kan onderzocht worden wat bijvoorbeeld de invloed is van een verwacht verlies op de vraagprijs van woningen in Nederland. Dat vereist dan wel gegevens op huishoudniveau van te koop staande woningen, waarin minimaal de aankoopprijs, de vraagprijs en de taxatiewaarde bekend is. Mogelijk dat de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM) over deze informatie beschikt.

forse toename in het aantal te koop staande woningen komen zijn echter wel consistent met de theoretische en empirisch geconstateerde gevolgen van verlies- en schuldaversie.

### **4.3 Conclusie**

Gegeven de eensluidende resultaten van empirisch onderzoek in verschillende landen, regio's en tijdsvakken is het zeer aannemelijk dat verliesaversie ook bij Nederlandse huishoudens van nu een rol speelt als zij hun woning te koop aanbieden. Een Nederlandse eigenaar-bewoner zal vermoedelijk zijn reserveringsprijs bij de verkoop van zijn woning laten afhangen van de oorspronkelijke nominale aankoopprijs. Maar mogelijk is de hoogte van de uitstaande hypothecaire lening ook een belangrijk psychologisch ijkpunt bij de bepaling van de reserveringsprijs. Uit recente data blijkt dat bijna de helft van alle woningbezitters die minimaal vijf jaar hun huidige woning bewonen momenteel te maken heeft met een waarde van de woning die lager is dan de aankoopprijs of een waarde die lager is dan de hypothecaire lening. Hoewel empirisch onderzoek naar verliesaversie op Nederlandse data ontbreekt, is het aannemelijk dat de huidige situatie een negatief effect heeft op de verhuismobiliteit. In het volgende hoofdstuk gaan we in op de vraag wat de gevolgen voor het woonbeleid zouden kunnen zijn.

## 5 Gevolgen voor beleid

Empirisch onderzoek naar verliesaversie onder de huidige generatie van Nederlandse woningbezitters is niet voorhanden.<sup>11</sup> Uit historisch onderzoek en onderzoek in andere landen blijkt echter dat verliesaversie een relevant en persistent empirisch micro-economisch fenomeen is. Hoewel de Nederlandse situatie op bepaalde punten afwijkt van die in het buitenland (denk aan onze hoge schuldquoten), is het onwaarschijnlijk dat verliesaversie in Nederland geen rol zou spelen op de woningmarkt.

Welke gevolgen zou verliesaversie kunnen hebben voor het Nederlandse woonbeleid? Verliesaversie is op zichzelf geen vorm van marktfalen op de woningmarkt. Het zwaardere gewicht dat mensen mentaal toekennen aan verliezen, is als het ware onderdeel van hun preferenties waarnaar zij zelf kunnen handelen. Verliesaversie geeft op zichzelf dus geen directe legitimering van overheidsbeleid.

De gevolgen van verliesaversie op de huizenmarkt kunnen beleidsmatig echter wel aanknopingspunten bieden. Een lagere verhuismobiliteit bij dalende huizenprijzen kan immers een negatief effect hebben op de werking van de arbeidsmarkt. Een eventuele regionale mismatch tussen arbeidsvraag en -aanbod kan langer blijven bestaan als huiseigenaren minder snel verhuizen. Een lagere verhuismobiliteit wordt door veel economen al langer als een negatieve externaliteit van eigenwoningbezit gezien.<sup>12</sup> Verliesaversie kan ervoor zorgen dat deze externaliteit een groter effect heeft bij dalende huizenprijzen.

Op basis van deze negatieve externaliteit kan bepleit worden om eigenwoningbezit fiscaal minder te stimuleren. Donders et al. (2010) laten zien dat, zonder rekening te houden met de gevolgen van verliesaversie, de fiscale subsidiëring van eigenwoningbezit tot substantiële negatieve welvaartseffecten leidt. Rekening houdend met verliesaversie komen, bij dalende huizenprijzen, de negatieve gevolgen van de verdere afname van de verhuismobiliteit van woningbezitters daar mogelijk bovenop. Een grotere huursector, ten koste van eigenwoningbezit, kan dit tegengaan. Huurders hebben normaliter niet te maken met verliesaversie als zij willen verhuizen. Zij hoeven immers geen woning te verkopen tegen een mogelijk verlies. Gedaalde huizenprijzen zullen voor huurders dus geen rem op hun mobiliteit veroorzaken.

De verhuismobiliteit zou verder bevorderd kunnen worden als huizenverkopers hun reserveringsprijs sneller neerwaarts zouden aanpassen. Dit kan wellicht worden bereikt door huishoudens beter te informeren over de waardeontwikkeling van hun woning of van

---

<sup>11</sup> Van der Crujssen en Van Rooij (2012) laten zien dat Nederlandse woningbezitters gemiddeld genomen de waarde van hun eigen woning overschatten. Hoewel verliesaversie hiermee niet wordt aangetoond, kan dit fenomeen het aanpassingsproces op de Nederlandse woningmarkt mede vertragen.

<sup>12</sup> Zie bijvoorbeeld Van Ewijk en Van Leuvensteijn (2009). Recent empirisch onderzoek naar de relatie tussen eigenwoningbezit en de werking van de arbeidsmarkt is echter niet eenduidig. Zie bijvoorbeeld Blanchflower en Oswald (2013) en de referenties daarin.



recent verkochte woningen in hun buurt. Tevens zou de overheid ervoor kunnen kiezen om de overdrachtsbelasting verder te verlagen.

## 6 Conclusie

De forse daling van het aantal transacties en de stijging van het woningaanbod sinds 2008 op de Nederlandse woningmarkt lijken moeilijk te rijmen met de substantiële prijsdaling in diezelfde periode. Voor de combinatie van dalende prijzen en dalende volumes zijn verschillende verklaringen mogelijk. Een daarvan is het fenomeen van verliesaversie. Huiseigenaren die hun huis willen verkopen, zijn, bij een verwacht verlies, minder bereid met de prijs te zakken dan huiseigenaren die vermoedelijk hun huis met winst zullen verkopen. Hierdoor daalt het aantal transacties en stijgt de voorraad te koop staande woningen als de huizenprijzen dalen.

Diverse micro-econometrische studies tonen aan dat verliesaversie een significante rol speelt bij dalende huizenprijzen. Huizenverkopers die op potentieel verlies staan, hanteren een hogere vraagprijs en realiseren een hogere transactieprijs, maar doen wel langer over de verkoop van hun woning dan huiseigenaren die op potentiële winst staan. Nader empirisch onderzoek zou moeten uitwijzen hoe en in welke mate verliesaversie een rol speelt in de Nederlandse woningmarkt.

Verliesaversie is op zichzelf geen vorm van marktfalen op de woningmarkt en geeft daarmee geen directe legitimering voor overheidsbeleid. Maar de gevolgen van verliesaversie, met name de lagere verhuismobiliteit bij dalende huizenprijzen, geven mogelijk aanleiding voor drie afgeleide overheidsdoelstellingen. Het minder stimuleren van eigenwoningbezit, idealiter gecombineerd met hervormingen in de huursector die tot een betere marktwerking op de huurmarkt leiden, kan de verhuismobiliteit op peil houden bij dalende huizenprijzen. Verder zou een betere informatievoorziening aan huishoudens over de waardeontwikkeling van hun woning, of van recent verkochte woningen in hun buurt, kunnen helpen de reserveringsprijs sneller te laten dalen om zo de nadelige gevolgen van verliesaversie tegen te gaan. Ten slotte zou de overheid ervoor kunnen kiezen om de overdrachtsbelasting verder te verlagen.

# Literatuur

Anenberg, E., 2011, Loss aversion, equity constraints and seller behavior in the real estate market, *Regional Science and Urban Economics*, vol. 41, 67-76.

Blanchflower, D. en A. Oswald, Does High Home-Ownership Impair the Labor Market?, Working Paper 13-3, Peterson Institute for International Economics.

Camerer, C. F., 2000, Prospect theory in the wild: Evidence from the field, D. Kahneman and A. Tversky, eds. *Choices, values and frames*, Cambridge University Press, New York, 288-300.

Cruijsen, C. van der en M. van Rooij, 2012, Optimisme over eigen woning, *Economische en Statistische Berichten* 97 (4614), 484-486.

Dawes, J., 2004, Price changes and defection levels in a subscription-type market: can an estimation model really predict defection levels?, *Journal of Services Marketing*, Vol. 18 Iss: 1, 35 - 44.

Donders, J., M.F. van Dijk en G. Romijn, 2010, *Hervorming van het Nederlandse woonbeleid*. Bijzondere publicatie 84, Centraal Planbureau, Den Haag.

Eichholtz, P. en T. Lindenthal, 2013: That's what we paid for it. The spell of the home purchase price through the centuries, Working paper.

Einiö, M., K. Markku en V. Puttonen, 2008, Price Setting and the Reluctance to Realize Losses in Apartment Markets, *Journal of Economic Psychology* 29:1, 19-34.

Engelhardt, G, 2003. Nominal loss aversion, housing equity constraints, and household mobility: evidence from the United States, *Journal of Urban Economics*, Elsevier, vol. 53(1), 171-195.

Ewijk, C. van en M. van Leuvensteijn, 2009, *Homeownership and the labour market in Europe*, Oxford University Press.

Genesove, D. and C. Mayer, 2001, Loss Aversion And Seller Behavior: Evidence From The Housing Market, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 116(4), 1233-1260.

Kahneman, D. and A. Tversky, 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, XLVII (1979), 263-291.

Odean, T., 1998, Are investors reluctant to realize their losses?, *Journal of Finance* 53, 1775-1798.

Seiler, M., V. Seiler, en M. Lane, 2012, Mental Accounting and False Reference Points in Real Estate Investment Decision Making, *Journal of Behavioral Finance* 13(1).

Shefrin H. and Statman M., The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, juli 1985.

Stein, J., 1995: Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Down-Payment Effects, *The Quarterly Journal of Economics*, 110 (2), 379-406.

Thaler, R., 1980, Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 39-60.

Wheaton, W.C. en N.J. Lee, 2008, Do Housing Sales Drive Housing Prices or the Converse?, MIT Department of Economics Working Paper 08-01.