GOVERNANCE

Macro-oplossing voor hypotheekberg

De Nederlandse economie kan structureel worden versterkt met een macro-economische oplossing voor de grote hypotheekschuld. Deze oplossing beziet banken, pensioenfondsen en woningmarkt in samenhang. Samen met een brede hervorming op de woningmarkt biedt het de Nederlandse economie bescherming tegen de onzekerheid in de eurozone.

ARNOUD BOOT
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

LANS BOVENBERG
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

De Nederlandse economie krimpt omdat de woningmarkt zich in een diepe crisis bevindt. Burgers zijn onzeker over de nieuwe spelregels en de waarde van hun huis, en houden daarom de hand op de knip. Nederland zit ook met een erfenis van door fiscale arbitrage opgeblazen bankbalansen met grote hypotheekportefeuilles. Dit wordt ook wel de hypotheekberg genoemd (kader 1). Banken moeten steeds meer moeite doen om hun hypotheekportefeuilles te herfinancieren omdat nerveuze internationale kapitaalmarkten vraagtekens zetten bij de Nederlandse woningmarkt en de wijze waarop Nederlandse banken zich financieren. Banken kunnen hierdoor moeilijk hun cruciale rol vervullen als verschaffer van krediet aan bedrijven en huishoudens. Er dreigt een neerwaartse spiraal van een krimpende economie, dalende huizenprijzen, verslechterende overheidsfinanciën en meer bezuinigingen en lastenverzwaringen.

De problemen van de Nederlandse economie staan niet op zichzelf. De situatie in de eurozone is zeer onvoorspelbaar. De onevenwichtigheid tussen noordelijke en zuidelijke landen zorgt voor grote politieke spanningen en onzekerheden. De politieke besluitvorming op Europees niveau is mede zo complex omdat nationale politici moeite hebben draagvlak in hun eigen afzonderlijke lidstaten te creëren voor de benodigde Europese oplossingen. Een stabiele situatie kan daardoor nog lang op zich laten wachten. Nederland kan zich tegen deze aanhoudende onzekerheden wapenen door het implementeren van een integrale macro-economische aanpak waarbij banken, woningmarkt en pensioenen in hun onderlinge verband worden gezien.

De vastgelopen woningmarkt en de financieringsproblemen bij banken zijn de kern van de macro-economische uitdaging in Nederland. Ons land heeft geen gebrek aan besparingen, maar deze besparingen komen door fiscale faciliteiten en verplichtgestelde pensioenregelingen niet terecht bij banken, die Nederlandse bedrijven en huishoudens financieren, maar bij pensioenfondsen en verzekeraars die vooral in het buitenland beleggen. Na de kredietcrisis is het voor banken een grotere uitdaging om de kapitaaluitvoer van pensioenfondsen te compenseren door kapitaalinvoer, nu internationale kapitaalmarkten hogere eisen stellen aan de financiering van banken, en kapitaalmarkten en banken in Europa steeds nationaler worden. Zonder ingrijpen dreigt de financiering voor Nederlandse bedrijven en huishoudens op te drogen en de economie in een neerwaartse, deflatoire spiraal terecht te komen. Een breed gedragen deltaplan voor de duurzame financiering van de woningmarkt, het bedrijfsleven en de opgeblazen bankbalansen kan dit voorkomen.

DELTAPLAN

Kern van het plan is het verkorten van financiële balansen van banken. Hiertoe kan – door het afzonderen van een deel van het pensioenkapitaal dat niet meer is dan uitgestelde belastingheffing – geld worden vrijgemaakt om daarmee banken te kunnen verlossen van hun overmatige hypotheekberg. Merk op dat pensioenen worden opgebouwd uit inkomen voor belasting; dus pensioenfondsen zijn ten dele uitgestelde belastingen aan het beleggen. Het benutten van dit, in wezen, oneigenlijke deel lost het (her)financieringsprobleem op zodat banken weer hun normale rol kunnen vervullen als krediet-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

verstrekker voor de private sector. Banken worden daardoor minder afhankelijk van de internationale kapitaalmarkten, en samen met een brede hervorming op de woningmarkt versterkt dit de Nederlandse economie in een zorgelijke periode voor de eurozone.

Benut uitgestelde fiscale claim

Pensioenfondsen beleggen niet alleen voor hun eigen deelnemers maar ook voor de overheid. Het vermogen van pensioenfondsen bestaat namelijk gedeeltelijk uit uitgestelde belastingen: de fondsen worden gevoed uit inkomen voor belasting en vervolgens worden de uitkeringen belast. Pensioenfondsen beheren dus een groot kapitaal aan uitgestelde belastingen ten behoeve van de overheid. Dit is het 'oneigenlijke pensioenkapitaal' dat ingezet kan worden voor de oplossing van het hypotheekbergprobleem.

Deze pot kan gebruikt worden als risicodragend kapitaal voor het opkopen van bestaande hypotheekportefeuilles tegen marktconforme prijzen. Dit betekent dat dit geld wordt onttrokken aan de directe controle van pensioenfondsen, en wordt verrekend met de in de toekomst af te dragen belastingen op de pensioenuitkeringen. Voor de pensioengerechtigde verandert er niets. De netto pensioenuitkering blijft identiek en ook aan het beleggingsbeleid van fondsen en de risico's voor pensioendeelnemers verandert niets. De overheid loopt in de toekomst belastingen mis maar wordt hiervoor gecompenseerd omdat de terugbetalingen op de hypotheken terechtkomen bij de overheid.

Het is verstandig om banken wel een deel van het kredietrisico te laten behouden: zij moeten namelijk een belang houden bij het innen van de hypotheekschulden. Maar door de financiering van een aanzienlijk deel van de bestaande hypotheekberg uit het oneigenlijke pensioenkapitaal wordt de bankbalans opgeschoond, het herfinancieringsrisico weggenomen en kapitalisatie en liquiditeit vrijgespeeld. Banken kunnen dan weer een bron van kracht zijn voor de Nederlandse economie.

Verantwoordelijkheid pensioenfondsen

In bovenstaande structuur wordt de beleggingsvrijheid van de pensioenfondsen niet aangetast. Pensioenfondsen hebben na het apart zetten van de pot 'oneigenlijk pensioengeld', bij een voorheffing op af te dragen belastingen van dertig procent, nog zeventig procent over van het oorspronkelijke vermogen. Maar de verplichtingen aan pensioengerechtigden zijn ook verlaagd tot zeventig procent omdat de belasting in wezen al afgedragen is. Pensioenfondsen dienen te zorgen voor een goed pensioen voor hun deelnemers en daarbij past geen overheidsdwang om te beleggen in banken of te investeren in de Nederlandse woningmarkt. Maar het oneigenlijke pensioenkapitaal staat daar los van. Uitgaande van een totaal pensioenvermogen van bijna 1000 miljard en een gemiddeld inkomstenbelastingtarief van dertig procent bedraagt deze oneigenlijke pot bijna 300 miljard euro. Deze 300 miljard is dan beschikbaar voor het verlichten van de hypotheekberg in het bankwezen. Dit bedrag correspondeert ongeveer met het gat tussen de hypotheekschuld die Nederlandse banken hebben uitstaan en de deposito's die bij banken worden aangehouden – de zogenaamde *funding gap*.

Verjubelen en omkeerregel

Op de besteding van het oneigenlijke pensioenkapitaal rust een bestemmingsplicht, namelijk het financieren van hypotheken. De omkeerregel houdt in dat pensioenpremies aftrekbaar zijn voor de inkomstenbelasting maar pensioenuitkeringen worden belast. Afschaffing van de omkeerregel zou pensioenopbouw doen plaatsvinden uit inkomen na belasting. Initieel zou de overheid dan een groot voordeel genieten omdat zij direct belasting zou kunnen heffen op pensioenbesparingen en daarmee extra inkomsten genereert. Later krijgt de overheid echter minder belastinggeld binnen. Het gevaar dreigt dan dat de overheid de discipline ontbeert om het eerder ontvangen belastinggeld te sparen ten behoeve van de hogere uitgaven in de toekomstige meer vergrijsde samenleving. Dit gevaar kan worden vermeden door de hierboven beschreven bestemmingsplicht.

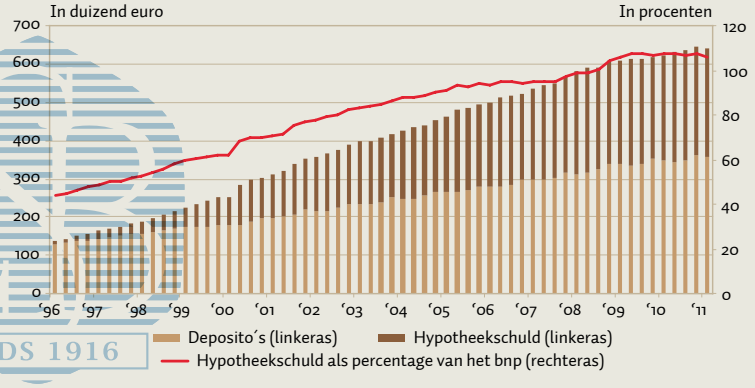
door de financiering van een aanzienlijk deel van de bestaande hypotheekberg uit het oneigenlijke pensioenkapitaal wordt de bankbalans opgeschoond, het herfinancieringsrisico weggenomen en kapitalisatie vrijgespeeld

Hypotheekberg

KADER 1

Mede als gevolg van de introductie van de aflossingsvrije hypotheek, de agressieve prijsstelling, de ruime acceptatiecriteria en de sterk gestegen woningprijzen, is de Nederlandse hypotheekschuld in vijftien jaar tijd gegroeid van 45 procent tot ruim 108 procent van het bnp. Omdat de spaargelden geen gelijke tred hebben gehouden met de ontwikkeling van de hypotheekschuld, is een financieringsgat ontstaan waardoor Nederlandse banken afhankelijker zijn geworden van de gespannen kapitaalmarkt (figuur).

Deposito's, hypotheekschuld en financieringsgat in Nederland, per derde kwartaal



SINDS 1916

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Acceptabel risico voor de overheid

In bovenstaande constructie heeft de overheid risico's overgenomen van de banken. Noch de deelnemer, noch het pensioenfonds heeft additionele risico's gekregen. Maar is het acceptabel voor de overheid om dit risico over te nemen? Ja, het risico is namelijk beperkt. Wel moet het plan bezien worden in een context waarin een duurzame hervorming van de woningmarkt daadwerkelijk gestalte krijgt, en banken verantwoord omgaan met de verkregen ruimte.

De Nederlandse hypotheekberg is weliswaar hoog – ongeveer gelijk aan het nationaal inkomen (kader 1) – maar het heeft geen risicoprofiel dat ook maar enigszins aan subprime-hypotheekconstructies doet denken. Het overnemen hiervan is dus geen Troubled Asset Relief Program-operatie of *ring-fencing* van een problematische portefeuille – vergelijk ING in de bancaire crisis. Voor de overheid verandert er weinig. In plaats van afhankelijk te zijn van het beleggingssucces van pensioenfondsen – dat bepalend is voor de te ontvangen toekomstige belasting – is het nu de prestatie van de hypotheekportefeuille waarvan de overheid afhankelijk is. Hierbij speelt ook nog eens dat de overheid een aanzienlijk deel van de risico's van de hypotheekberg al in eigen 'bezit' heeft. Vele hypotheken – recentelijk zelfs zo'n 75 procent – worden namelijk verstrekt met een garantie van de overheid in de vorm van de Nationale Hypotheekgarantie.

Een risico dat wel nadrukkelijk in de hand moet worden gehouden is dat banken de verkregen ruimte goed gebruiken. Het mag niet zo zijn dat banken allerlei risico's via de achterdeur weer naar binnen halen: de macro-oplossing is er immers om Nederland te wapenen tegen mogelijke internationale onrust.

Het ingrijpen van de overheid is nodig om een macro-economische onevenwichtigheid weg te nemen die veroorzaakt wordt door de frictie tussen de financiering van de hypotheekberg op de bankbalans en opgehoopte besparingen bij pensioenfondsen. Bij de huidige status-quo zijn acute coördinatieproblemen mogelijk doordat de nerveuze internationale kapitaalmarkten, waar banken nu van afhankelijk zijn, financieringskosten opdrijven. Dit kan resulteren in een *selffulfilling prophecy* waarbij via de hoge financieringskosten de kredietverlening stil valt, de economie krimpt en de belastingbasis erodeert. Een manier om de angst van beleggers voor een neerwaartse spiraal weg te nemen is door de banken te verlossen van de hypotheekberg.

APART VEHIKEL ALS ALTERNATIEF

Een alternatief is om de voorheffing te beperken tot een lager percentage en de verkregen middelen te gebruiken om risicodragend kapitaal te verschaffen aan een apart vehikel dat de hypotheekportefeuilles van banken overneemt, waarbij de overige financiering van het vehikel wordt verkregen door veilige, liquide en gestandaardiseerde hypotheekobligaties te verkopen aan langetermijnbeleggers.
Met deze alternatieve constructie wordt niet alleen de bestaande eenmalige hypotheekberg aangepakt, maar ook een alternatief financieringskanaal naar de toekomst gecreëerd. Er ontstaat dan een grote liquide markt voor veilige Nederlandse hypotheekobligaties. Dit biedt beleggers, waaronder pensioenfondsen, een aantrekkelijk nieuw veilig renteproduct. Hoe meer pensioenfondsen bereid zijn deze hypotheekobligaties zelf te kopen, hoe kleiner de voorheffing van de overheid zal hoeven te zijn.
De voorheffing kan nog verder omlaag als fondsen vrijwillig bijdragen aan het risicodragende kapitaal van dit vehikel. Maar dan dragen pensioendeelnemers zelf risico op de hypotheekportefeuille. Dus niet alleen een rol als risicodragend belegger is mogelijk, maar ook een rol als koper van veilige gestandaardiseerde hypotheekobligaties. De overheid kan zich geleidelijk uit het vehikel terugtrekken als het vertrouwen in de Nederlandse woningmarkt terugkeert door haar aandeel in het risicodragende kapitaal te verkopen aan andere beleggers. De voorheffing verdwijnt dan.

STABIELER PENSIOENSTELSEL EN BANKWEZEN

Een apart vehikel dat de bestaande portefeuilles van banken overneemt, kan ook een rol krijgen bij de toekomstige financiering van nieuwe hypotheken die dan, net als de eenmalige hypotheekberg, niet meer via de bankbalans hoeft te lopen. Zo kan de markt voor liquide, gestandaardiseerde hypotheekobligaties benut worden om de kosten van nieuwe hypotheken te drukken. Als nieuwe hypotheken worden gefinancierd door hypotheekobligaties met dezelfde looptijd, rentevastperiode en aflossingsprofiel als de onderliggende hypotheken, loopt een bank geen herfinancierings-, rente- of vervroegdaflossingsrisico meer. Het kredietrisico kan gedeeltelijk voor rekening van de bank blijven zodat de bank prikkels houdt om alleen hypotheken te verstrekken aan kredietwaardige huishoudens en om voor monitoring te zorgen.
Pure marktrisico's, zoals rente- en herfinancieringsrisico's, staan dan niet meer op de bankbalans, en ook het kredietrisico wordt beperkt. Hypotheekobligaties gaan dan een belangrijke plaats innemen. Om ook pensioenfondsen te interesseren om te beleggen in hypotheekobligaties kunnen bijvoorbeeld hypotheekvormen worden geïntroduceerd waarbij de maandlasten gebaseerd zijn op de Nederlandse looninflatie. Dit resulteert in optimale intergenerationele risicodeling. Jongeren die zich met hun menselijk kapitaal goed kunnen indekken tegen looninflatie, zijn solidair met gepensioneerden als extra inflatie de koopkracht van gepensioneerden uitholt. In een tijd van deflatie, daarentegen, zijn ouderen solidair met jongeren. Door deze intergenerationele risicodeling te baseren op het onderpand van woningen blijft intergenerationele risicodeling mogelijk in een flexibele arbeidsmarkt met een grote arbeidsmobiliteit. Binnenlandse beleggingen voor pensioenfondsen worden attractiever omdat deze beleggingen gelijke tred houden met de binnenlandse welvaart die gepensioneerden graag willen volgen. Ouderen meten hun welvaart immers af aan die van anderen in de samenleving. Dit alles pleit voor een zekere *home bias* in de beleggingen van pensioenfondsen.
Een extra voordeel van hypotheekobligaties gebaseerd op inflatie is dat er een reële rentetermijnstructuur ontstaat waarmee de toezichthouder reële pensioenverplichtingen kan waarderen. Dit is van groot belang nu het pensioenakkoord in plaats van nominale garanties reële ambities centraal stelt. Het stelsel voor het reële aanvullende pensioen dat het pensioenakkoord beoogt vereist geïndexeerde obligaties. Door hypotheekobligaties te gebruiken voor het waarderen van verplichtingen worden pensioenfondsen bovendien optimaal geprikkeld om te beleggen in Nederlandse hypotheekobli-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

gaties. Verder wordt het aanvullendpensioenstelsel minder procyclisch omdat de reële rente minder sterk varieert met de cyclus dan de nominale rente. Daarbij komt ook nog dat de risico opslag in de nieuwe discontovoet hoger ligt in slechte economische tijden en schokken meer worden uitgesmeerd dan in het huidige pensioenstelsel. Ook dit draagt bij aan een stabielere macro-economie.

Meer duurzame financiering van banken in de toekomst

Een belangrijke vraag is hoe naast het aanpakken van de hypotheekberg en het ontwikkelen van alternatieve vehikels voor toekomstige hypotheekfinanciering, de financiering van banken verder kan worden geoptimaliseerd. In de toekomst zijn veel hogere niveaus aan eigenvermogenfinanciering nodig. Door de combinatie van bijvoorbeeld twintig procent eigen vermogen en minder risicovolle bankbalansen zullen kapitaalmarkten bereid zijn aanzienlijke hoeveelheden lang vreemd vermogen ter beschikking te stellen waardoor de potentiële financieringsproblemen verminderen.

Deze aanpassing in de financieringsstructuur van banken zal tijd kosten, maar uiteindelijk zijn er grote voordelen. Meer eigen vermogen, samen met een materiële hoeveelheid lang vreemd vermogen, betekent dat banken minder afhankelijk worden van deposito's, en de hieraan verbonden depositogaranties. Dergelijke door garanties gesubsidieerde financiering speelt een te grote rol in het huidige bankwezen. En ook de afhankelijkheid van korte financiering uit de kapitaalmarkt is niet bevorderlijk voor de stabiliteit van het financieel systeem. Meer lange financiering is wenselijk, en een hoger niveau aan eigen vermogen maakt dit mogelijk.

DUURZAME EN STABIELE WONINGMARKT

De investering van het oneigenlijke pensioenkapitaal in de hypotheekportefeuilles van banken is alleen verantwoord als de Nederlandse woningmarkt tegelijkertijd toekomstbestendig wordt gemaakt. Het recent door 22 economen gepresenteerde plan voor de hervorming van de woningmarkt is een goed uitgangspunt voor een geloofwaardig, breed gedragen hervorming. De fiscale arbitrage die de bankbalansen heeft verlengd, wordt gestopt door de hypotheekrenteaftrek geleidelijk te verlagen. Ook de huren gaan geleidelijk stijgen met compensatie voor lage inkomens.

Ten slotte mogen nieuwe hypotheken niet meer voor honderd procent of meer van de onderliggende waarde van het huis worden verstrekt. Daarbij verdient het in navolging van Duitsland aanbeveling om bij stijgende huizenprijzen de leencapaciteit door een min of meer anti-cyclische *loan-to-value*-ratio te beperken, bijvoorbeeld door in een opgaande markt de woningwaarde te gaan baseren op een voortschrijdend gemiddelde van huizenprijzen gedurende de afgelopen tien jaar. Zo versterken stijgende woningprijzen zichzelf niet door een onmiddellijke verhoging van de leencapaciteit. Dit komt de stabiliteit van de woningmarkt ten goede.

IMPLICATIES

De Nederlandse economie in het algemeen en de woningmarkt in het bijzonder dienen op zoek te gaan naar stabielere financieringsbronnen. Banken, pensioenfondsen en de overheid moeten samenwerken om voor een stabiele financieringsbasis te zorgen voor de Nederlandse economie. Na de kredietcrisis heeft nationale verankering van duurzame financiering, gebaseerd op langetermijnrelaties, aan belang gewonnen.

Deze nationale verankering zou gestalte kunnen krijgen door in de eerste plaats de balansen van banken te verkorten door de bestaande hypotheekberg over te nemen. Het oneigenlijke pensioenkapitaal – de uitgestelde belastingheffing die door pensioenfondsen wordt belegd – zou hiertoe kunnen worden aangewend. Deze macro-oplossing zou een structurele versterking betekenen voor het bankwezen zonder het mandaat van pensioenfondsen aan te tasten. Het is uiteraard wel van het grootste belang dat de aldus verkregen ruimte door banken verantwoord wordt gebruikt. Governance en toezicht zijn dus cruciaal.

Daarnaast staat Nederland voor de uitdaging om de woningmarkt te hervormen, en om met name de fiscale subsidiëring van schulden tegen te gaan. Ook past in de hervorming van de woningmarkt een structurele verbetering van de financiering, waarbij het ook voor binnenlandse beleggers, zoals pensioenfondsen, interessant is hierin te beleggen. Dit kan verwezenlijkt worden door pensioenfondsen een aantrekkelijke additionele beleggingsmogelijkheid te geven in de vorm van Nederlandse geïndexeerde hypotheekobligaties. Dit versterkt de Nederlandse economie structureel.

CONCLUSIE

Structurele financieringsproblemen hebben de Nederlandse economie veel te volatiel en afhankelijk van internationale kapitaalmarkten gemaakt. Nederland is een soort hedgefonds: er wordt geleend om te beleggen, niet alleen door particulieren maar ook door de overheid. Een mix van drie onderling zichzelf versterkende factoren is hier debet aan. Dit is ten eerste de fiscale subsidie op lenen die een hypotheekberg veroorzaakt. Een tweede factor is de extra staatsschuld – door uitgestelde belastingen – die 'namens' de staat door pensioenfondsen in het buitenland wordt belegd. En de derde factor zijn de particuliere besparingen die via pensioenfondsen in het buitenland terechtkomen, terwijl banken daardoor weer in dat zelfde buitenland moeten gaan lenen. Het is cruciaal dat Nederland minder afhankelijk wordt van de wispelturige internationale kapitaalmarkten.

SINDS 1916

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.