

Nederlandse economie in stabielere vaarwater

Een macro-economische verkenning



Nederlandse economie in stabielere vaarwater

Een macro-economische verkenning

UITGEBRACHT AAN DE MINISTERS VAN ALGEMENE ZAKEN, SOCIALE ZAKEN EN WERKGELEGENHEID,
ECONOMISCHE ZAKEN, FINANCIEN, EN WONEN EN RIJKSDIENST

Sociaal-Economische Raad

De Sociaal-Economische Raad (SER) adviseert het kabinet en het parlement over de hoofdlijnen van het te voeren sociaal en economisch beleid en over belangrijke wetgeving op sociaal-economisch terrein. Daarnaast heeft de SER bestuurlijke taken met betrekking tot de publiekrechtelijke bedrijfsorganisatie (PBO), waaronder het toezicht op de product- en bedrijfschappen. Ook is de SER betrokken bij de uitvoering van enkele wetten.

De SER is in 1950 ingesteld bij de Wet op de bedrijfsorganisatie (Wbo). Zitting in de SER hebben vertegenwoordigers van ondernemers en van werknemers, en kroonleden (onafhankelijke deskundigen). De raad is een onafhankelijk orgaan dat door het gezamenlijke Nederlandse bedrijfsleven wordt gefinancierd.

De SER wordt bij de uitvoering van zijn functies bijgestaan door een aantal vaste en tijdelijke commissies. Enkele vaste commissies zijn onder bepaalde voorwaarden ook zelfstandig werkzaam.

Op www.ser.nl vindt u actuele informatie over de samenstelling en de werkzaamheden van de SER en zijn commissies. Ook alle circa 1000 adviezen die sinds 1950 zijn verschenen, zijn daar op te zoeken. Adviezen van de laatste jaren zijn bovendien in gedrukte vorm verkrijgbaar.

Het SERmagazine brengt maandelijks nieuws en achtergrondinformatie over de SER, de overlegeconomie en belangrijke sociaal-economische ontwikkelingen.

Inhoudsopgave

Ten geleide	7
Aanleiding en status	8
Samenvatting	8
1. Nederlandse economie: sterk, maar volatiel	13
1.1 Nederlandse economie volatieler geworden	13
1.2 De oorzaak van de toegenomen volatiliteit	15
1.3 Macro-economisch perspectief nodig	18
2. Huizenprijzen onder druk	21
2.1 Koopsector stuit op grenzen	21
2.2 Het gemis van een huurmarkt voor hogere en middeninkomens	27
2.3 De rol van corporaties in de huurmarkt	31
3. Banken na de crisis	33
3.1 Hoge hypotheekrente	33
3.2 Naar een structureel stabielere hypotheekmarkt	36
3.3 De financiering van het mkb	41
4. Pensioenen in woelig water	43
4.1 De verdeling van beleggingsrisico's over generaties	43
4.2 Het nieuwe pensioencontract	45
4.3 Kapitaaldekking én omslag	47
4.4 Beleggingen in Nederland van pensioenfondsen	49
5. Wat te doen?	51
Bijlage	
Bijlage 1: Woningfinanciering in Denemarken, Canada (en Nederland)	57
Bijlage 2: Samenstelling Commissie Sociaal-Economische Aangelegenheden	61



Ten geleide

Ten geleide

Voor u ligt de uitkomst van een bijzonder proces. De ondertitel van deze SER-rapportage *Nederlandse economie in stabiel vaarwater* geeft aan dat het gaat om een macro-economische *verkenning*. Anders dan bij een regulier SER-advies staat het formuleren van beleidsaanbevelingen niet voorop. De aandacht gaat vooral uit naar het verduidelijken van complexe macro-economische wisselwerkingen.

Deze verkenning is op initiatief van de Commissie Sociaal-Economische Aangelegenheden (SEA) tot stand gekomen. Daarbij waren de leden van die commissie er niet bij voorbaat op uit om tot een publicatie te komen. De drijfveer was het gezamenlijk ontwikkelen van een beter inzicht in de vraag waarom de Nederlandse economie moeilijker herstelt van de financieel-economische crisis dan omringende landen.

Over die vraag startte de commissie in de herfst van 2012 een open gedachtewisseling. In dat verband verzorgde een aantal kroonleden presentaties die aanleiding gaven tot discussie en verdere studie. In de daaropvolgende analyse stond de wisselwerking tussen drie sectoren (woningmarkt, banken, pensioenen) centraal. Het voorwerk van de kroonleden leverde een prima basis voor een vruchtbare bespreking met sociale partners. De verkenning die nu voor u ligt, is unaniem vastgesteld door de raad in de vergadering van 19 april 2013.

In mijn optiek is een belangrijk voordeel van deze werkwijze geweest dat de SER betrekkelijk snel een diagnose heeft kunnen publiceren van wat Nederland ten principale mankeert. Een goede diagnose is het halve werk; een beter begrip van de problemen zal op zich al bijdragen aan vertrouwensherstel bij burgers en bedrijven. Het slothoofdstuk, *Wat te doen?*, schetst daarenboven een aantal oplossingsrichtingen voor een samenhangende aanpak van de huidige kwetsbaarheden van de economie.

Wiebe Draijer

Voorzitter Sociaal-Economische Raad

Aanleiding en status

Waarom blijft de economische groei in Nederland nu achter bij die in omringende landen? De aanhoudende recessie gaat gepaard met een snel stijgende werkloosheid en tegenvallers in de overheidsfinanciën. Het consumentenvertrouwen bevindt zich op een historisch dieptepunt. De SER meent dat een belangrijke verklaring voor de huidige problemen is gelegen in de interactie tussen de reële economie en de financiële sector. In Nederland hebben we, veel meer dan in omringende landen, last van de negatieve wisselwerkingen tussen de woningmarkt, het bankwezen en het pensioenstelsel.

Het verkennen van genoemde wisselwerkingen heeft het karakter van een macro-economische analyse. Het achterliggende doel is door beter begrip bij te dragen aan vertrouwensherstel en aan het doorbreken van een negatieve spiraal.

Bij het beschrijven van de mechanismes die Nederland in de problemen brengen, komt vanzelf de vraag op of omkering van deze mechanismes ook economisch herstel kan bevorderen en bespoedigen. Dat is de reden dat aan het slot van deze verkenning enkele structurele koerswijzigingen worden geschetst voor beleid. Een gebalanceerde aanpak van de woningmarkt, het bankwezen en de pensioensector is een belangrijke voorwaarde voor de Nederlandse economie om in stabielere vaarwater terecht te komen.

Samenvatting

Onze economie heeft moeite om uit de crisis te komen ...

Nederland komt slechts moeizaam uit de huidige crisis. De groei blijft achter en de werkloosheid loopt op. Nederland heeft steeds meer moeite om te voldoen aan de Europese afspraken over overheidsschuld en EMU-saldo. Onze economie is procyclisch geworden: hard omhoog als het goed gaat, maar ook hard geraakt tijdens een recessie. Dit zien we ook terug in het vertrouwen van consumenten en ondernemers.

... ondanks een goede uitgangspositie

Nederland is een van de meest concurrerende economieën van de wereld. Dit is in belangrijke mate de vrucht van hervormingen gedurende de jaren 90. Ook qua welzijn behoren we tot de top. Structureel is onze uitgangssituatie goed.

De oorzaak ligt in de binnenlandse bestedingen

Dat Nederland zo moeilijk uit het dal kruipt, komt door een grote terugval in de binnenlandse bestedingen. We trappen nu met onze bestedingen (consumptie en

investeringen) zelf op de rem, zoals we eerder in de tweede helft van de jaren 90 op het gaspedaal hebben gedrukt. De problemen vinden hun oorsprong in drie sectoren: de woningmarkt, met een hoge hypotheekschuld en een gebrekkig functionerende huurmarkt; de banken, met de noodzaak hun kapitaalpositie te versterken en hun afhankelijkheid van de internationale kapitaalmarkt; en het pensioenstelsel, met zijn gevoeligheid voor financiële schokken. De interactie tussen deze drie sectoren is van groot belang voor het macro-economisch evenwicht in Nederland.

Dalende huizenprijzen: het risico van een negatieve spiraal

De huizenprijzdaling is een aanjager van de problemen. Op zichzelf is die daling niet uitzonderlijk. Veel landen zijn hier na 2008 mee geconfronteerd. In Spanje en Ierland daalden de prijzen sterker. De Nederlandse huizenprijzdaling volgt op eerdere prijsstijgingen. De daling laat zich redelijk verklaren door de aanpassing van de hypotheekrenteaf trek, de beperking van de kredietverlening en de daling van de beschikbare inkomens. Dat neemt overigens het risico van een doorschieten van de prijsdaling niet weg. Dalende huizenprijzen kunnen langs twee wegen tot een neerwaartse spiraal leiden. Ten eerste leiden ze tot lagere bestedingen, die op hun beurt de prijzen verder onder druk zetten. Ten tweede leiden ze tot een verdere stijging van Loan-To-Value-ratio's (LTV-ratio's), waardoor de financiering van hypotheek moeilijker wordt, de hypotheekrente oploopt, verhuismobiliteit afneemt en huizenprijzen verder dalen.

Op huurmarkt te weinig aanbod voor hogere en middeninkomens

De huurmarkt is grotendeels in handen van woningcorporaties. De commerciële huursector is klein. Dat is onder meer het gevolg van de fiscale benadeling van huren, de huurregulering en de positie van de corporaties. Het geringe beschikbare aanbod van huurwoningen drijft jongeren voortijdig naar de koopsector. Een deel van de middeninkomens huurt nu bij woningcorporaties ('scheefwoners'). Een herinrichting van de corporatiesector is nodig om het speelveld ten opzichte van de commerciële huursector gelijk te trekken.

Nederlandse hypotheekrente hoog vergeleken met andere landen

De hypotheekrente is in Nederland thans ongeveer één procentpunt hoger dan in ons omringende landen. Dit indiceert dat de lage beleidsrente van de ECB minder doorwerkt in de Nederlandse huizenprijzen en consumptieve bestedingen. De Nederlandse hypotheekrente is relatief hoog doordat ons bankwezen sterk afhankelijk is van marktfinanciering, die sinds het uitbreken van de crisis geen stabiele financieringsbron meer is, en doordat de concurrentie op de hypotheekmarkt is afgenomen. Anders dan vroeger, en daartoe aangezet door rating instituten en

financiers, proberen banken de verhouding tussen hypothecair krediet en (stabiele) deposito's binnen de perken te houden. Dit gebeurt door de hypotheekrente te verhogen (wat nieuwe kredietvraag afremt), door depositorenten te verhogen (om meer spaargeld aan te trekken) of door een combinatie van beide. Banken moeten verder hun kapitaalbasis versterken. Dit raakt vooral de kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf.

Pensioenen: kapitaaldekking heeft voor- en nadelen

De huidige spelregels voor het pensioencontract versterken de volatiliteit. Het onlangs overeengekomen nieuwe pensioencontract kan in combinatie met het in de Hoofdlijnennota voorziene beleid tot een stabielere stelsel leiden. De discontovoet zou binnen bepaalde randvoorwaarden wel minder gevoelig moeten worden voor de conjunctuur.

Een kapitaalgedekt pensioenstelsel biedt voordelen. Pensioenen zijn hierdoor minder gevoelig voor demografische schokken en politieke risico's. Maar kapitaaldekking is wel gevoeliger voor het wel en wee op financiële markten. Gelet op de wens om de Nederlandse economie minder volatiel te doen zijn, is het zaak om oog te houden voor een goede balans tussen kapitaaldekking en omslagfinanciering.

Tegenover de Nederlandse hypotheekschuld staan grote pensioenvermogens. Een wat hoger aandeel Nederland in de beleggingen van institutionele beleggers (pensioenfondsen en verzekeraars) kan een impuls geven aan de Nederlandse economie en een stabielere basis bieden voor de financiering van de hypotheekschuld. Daarbij kan geen sprake zijn van dwang; het gaat erom institutionele beleggers te verleiden om binnen hun risico-rendement-afweging een groter deel van hun beleggingen in Nederland uit te zetten.

Nederlandse economie naar stabielere vaarwater

De wisselwerkingen tussen de woningmarkt, het bankwezen en het pensioenstelsel versterken de conjunctuurbeweging, juist ook in de neergaande fase. Door een oplossing te vinden voor structurele problemen in deze sectoren kan het gevaar van dergelijke negatieve spiralen worden afgewend en de Nederlandse economie in stabielere vaarwater worden gebracht.

Een stabielere economische ontwikkeling doet een minder zwaar beroep op het aanpassingsvermogen en de flexibiliteit van burgers en bedrijven. Dat is belangrijk om de onzekerheid bij burgers – over hun baan, hun pensioen en hun inkomen – en van ondernemers – over het rendement op hun investeringen en over de toekomst van hun bedrijf – te verminderen. Een breed gedragen analyse van de aard van de onevenwichtigheden en hun onderlinge samenhang biedt een basis voor coherent beleid en ondersteunt het daaropvolgende herstel van vertrouwen.



Rapport

1 Nederlandse economie: sterk, maar volatiel

1.1 Nederlandse economie volatieler geworden

Consumentenvertrouwen op historisch dieptepunt

Het consumentenvertrouwen in Nederland bevindt zich op een historisch dieptepunt. Dit hangt samen met de aanhoudende recessie, de verontrustende ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en de negatieve gevolgen voor de overheidsfinanciën. Dit speelt ook in andere Europese landen. Nieuw en uniek voor Nederland is de negatieve interactie tussen de reële economie en de financiële sfeer. Deze manifesteert zich vooral in de negatieve wisselwerkingen tussen woningmarkt, bankwezen en pensioensector. Deze verkenning richt zich dan ook vooral op de woningmarkt, het bankwezen en de pensioensector. Alleen al de daling van de huizenprijzen verklaart ruwweg de helft van de daling in de consumptie.

Toch heeft Nederland een degelijke uitgangspositie ...

De structurele uitgangspunten van Nederland en van de Nederlandse economie zijn goed. In internationale vergelijkingen komt Nederland steeds goed uit de bus. Van een Europese middenmoter is ons land de afgelopen twintig jaar opgeklommen tot het op Luxemburg na meest welvarende land van de Europese Unie. In de nieuwste *Global Competitiveness Index 2012/3* is ons land opgeklommen van een zevende naar een vijfde positie. Welvaart en welzijn zijn ons land hoog. In de *Better Life Index* van 2011 van de OECD neemt Nederland met Finland een gedeelde vierde/vijfde positie in.

... door een consequent hervormingsbeleid sinds het akkoord van Wassenaar

Deze vooraanstaande posities zijn te danken aan diverse structurele hervormingen die de afgelopen twintig jaar zijn doorgevoerd op markten van goederen, diensten en arbeid. Het niveau van arbeidsparticipatie is daarbij sterk opgetrokken. De evenwichtswerkloosheid is één van de laagste in Europa. De hoge kwaliteit van de Nederlandse beroepsbevolking, de goede arbeidsverhoudingen, de sociale cohesie en de goede fysieke infrastructuur vormen sterke punten van de Nederlandse economie.

De Nederlandse economie is intussen wel volatieler geworden

De Nederlandse economie lijkt in de afgelopen twintig jaar echter gevoeliger te zijn geworden voor macro-economische schokken. Die grotere volatiliteit is van binnenlandse makelij. Het heeft te maken met de inrichting van de woningmarkt, de

financiering via het bankwezen van krediet- en hypotheekverlening en het pensioenstelsel. Om de Nederlandse economie stabiel te maken zijn daar structurele hervormingen nodig.

Consumenten willen zekerheid op financieel-economisch terrein

Vertrouwen (of het ontbreken daarvan) van consumenten en producenten heeft de neiging de onderliggende volatiliteit van de Nederlandse economie nog te versterken. Daarom verdient de vraag hoe vertrouwen van consumenten en producenten kan worden versterkt, nu gerichte aandacht. Een breed gedeeld inzicht in de aard van de problemen en van de oplossingsrichtingen zal daarbij behulpzaam zijn.

Uit een recente enquête in het CentERpanel komt duidelijk naar voren dat de Nederlandse consument nu behoefte heeft aan zekerheid op financieel-economisch terrein¹. Herstel van de woningmarkt en zekerheid over het eigen pensioen zijn – naast meer inkomen, zekerheid over betaalbare gezondheidszorg, baanzekerheid en terugdringen van de eurocrisis – van belang voor het versterken van consumentenvertrouwen.

Moeizaam opkrabbelen na de dotcom-crisis ...

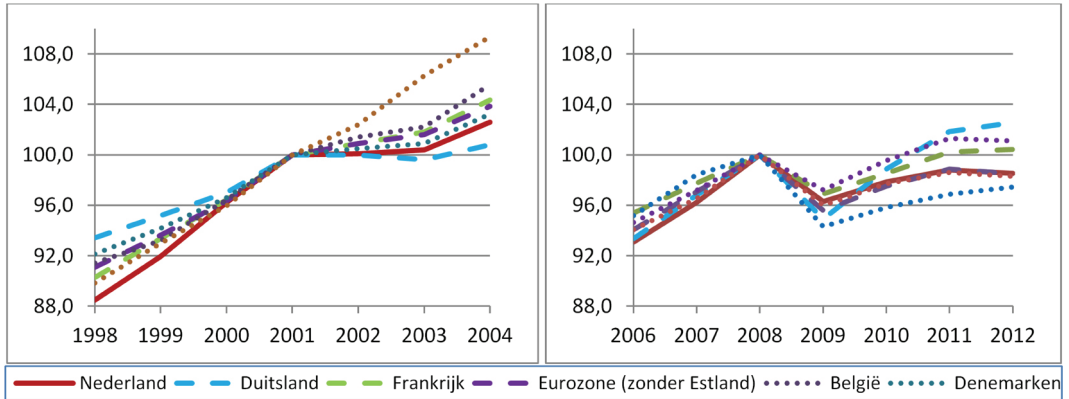
Ons land werd voor het eerst geconfronteerd met een moeizaam opkrabbelen van de economie bij het leeglopen van de internetzeepbel in 2002-2003. Zoals figuur 1.1 laat zien, is de Nederlandse economie in de jaren daarvoor harder gegroeid dan omringende landen. Vergeleken met Duitsland ging het om 5 procent. De forse daling van de aandelenmarkt in 2002-2003 trof onze economie echter relatief zwaar, in het bijzonder de pensioenfondsen.

... nog scherpere neergang na de Grote Recessie

De periode 2006-2012 laat een vergelijkbaar beeld zien als de periode 1998-2004: relatief sterke groei in de jaren voor 2009, maar daarna ook een relatief sterke terugval. Ditmaal staat de woningmarkt centraal. In Nederland bleef de prijsdaling aanvankelijk beperkt, maar nadat deze eenmaal vaart kreeg, stagneert ook hier de groei van het bbp en loopt de werkloosheid snel op.

¹ Daarbij spreken de ondervraagden zich ook uit over bezuinigingen en de aanpassingen van de hypotheekrenteaftrek en het ontslagrecht. Zie de rapportage van Ad Stokman en Maarten van Rooij, 11 februari 2013.

Figuur 1.1 Groei bbp in Nederland relatief onregelmatig vergeleken met eurozone, Duitsland, Frankrijk, België en Denemarken (links: 2001=100; rechts: 2008 = 100; hoe sneller de groei, hoe steiler de hellinghoek van de groeicurve)

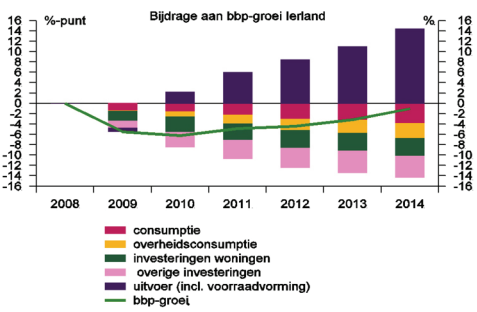
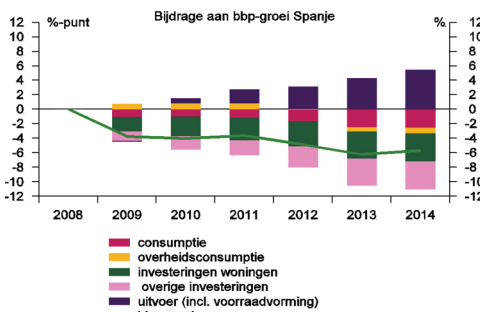
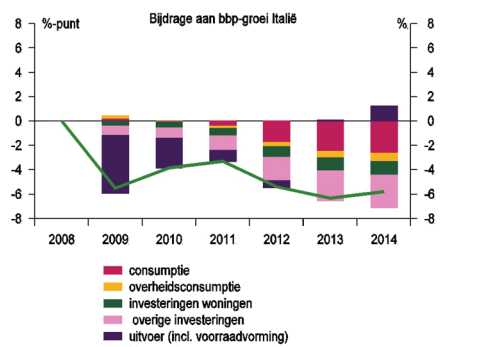
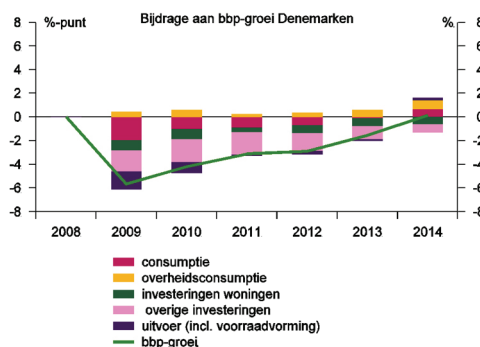
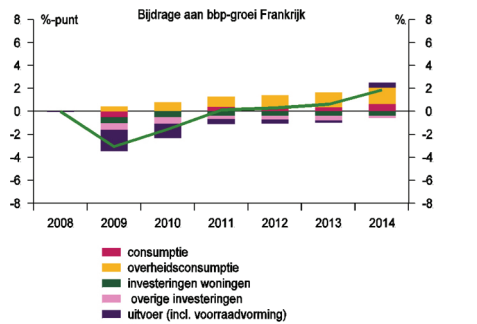
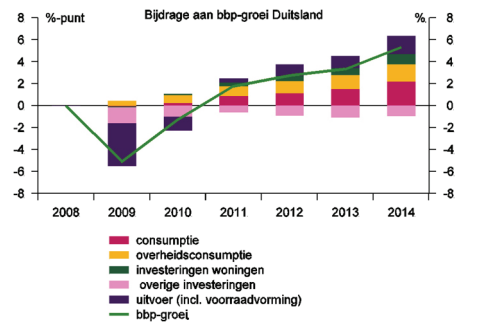
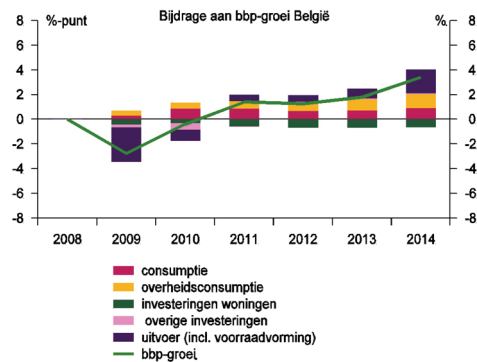
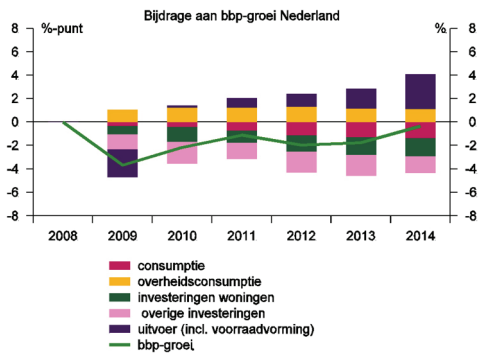


1.2 De oorzaak van de toegenomen volatiliteit

De oorzaak? Niet de wereldeconomie, maar de binnenlandse bestedingen

De sterke afhankelijkheid van de internationale conjunctuur is in deze recessie niet de oorzaak van het stagneren van de Nederlandse economie. Zoals figuur 1.2 laat zien, is het de negatieve bijdrage van de binnenlandse bestedingen (consumptie en investeringen) aan de economische groei die ons parten speelt. Alleen voor de crislanden Italië, Spanje en Ierland geldt dat nog sterker. Hoe komt dat?

Figuur 1.2 Gecumuleerde groei in een aantal Europese landen, uitgesplitst naar componenten, 2009-2014 (procentuele mutaties en procentpunten, schaling van Ierland en Spanje wijkt af van de andere landen)



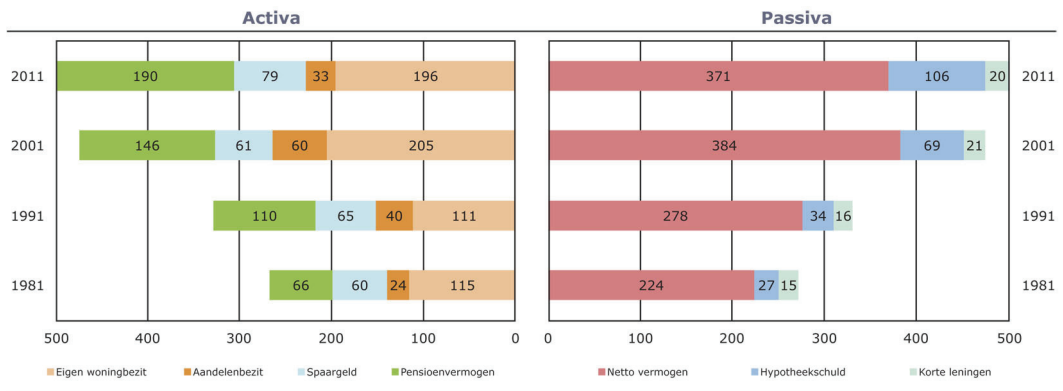
Wat verklaart de daling in de bestedingen? Vermogenseffecten!

Een belangrijke oorzaak van de toegenomen volatiliteit in de bestedingen, en dan met name de consumptie, is de lange balans van onze economie. Het fiscale systeem stimuleert dat wij naast grote spaarpotten ook hoge hypotheekschulden hebben opgebouwd. De balans van huishoudens is steeds verder opgerekt (zie figuur 1.3). We sparen verplicht bij pensioenfondsen. Dat is aantrekkelijk gemaakt door de vermogensopbrengsten vrij te stellen van belasting. Aan de andere kant wordt het aangaan van leningen voor de koop van huizen gestimuleerd door hypotheekrente fiscaal aftrekbaar te maken, met tot voor kort geen verplichting of stimulans tot aflossing. In plaats daarvan bouwden we elders fiscaal gefaciliteerde spaarpotten op waarmee de hypotheek uiteindelijk kon worden afgelost.

Lange balansen maken huishoudens en banken kwetsbaar

Nederlandse huishoudens hebben nu de hoogste langlopende schuld in de eurozone. In 1995 lag de schuldquote in Duitsland nog op hetzelfde niveau als in Nederland (zo'n 56 procent); inmiddels is de schuldquote van Nederlandse huishoudens dubbel zo hoog.²

Figuur 1.3 Balans van bezittingen en schulden van huishoudens, 1981-2011, als percentage bbp



Bron: DNB

2 CBS (2012) *De Nederlandse economie 2011*, pp. 208-210.

Ook het Nederlandse bankwezen heeft sinds de jaren negentig zijn balansen verlengd, onder meer om de hoge hypotheekschulden te kunnen financieren. Met de krediet- en eurocrisis blijkt herfinanciering van deze hypotheeklen dunder en niet zo vanzelfsprekend. De huizenprijzdaling is niet alleen slecht voor de binnenlandse consumptie (zie hierna), maar tast ook het onderpand aan voor uitstaande hypotheeklen (zie hoofdstuk 2 en 3).

Volatiliteit maakt kwetsbaar en onzeker

Over een langere periode bezien kan de Nederlandse economie goed meekomen met onze buurlanden; het groeitempo is echter onregelmatiger – hard omhoog als het goed gaat, harder geraakt in tijden van crisis. De grotere volatiliteit is een nadeel, want het leidt tot meer onzekerheid: voor burgers over hun baan, hun pensioen en hun inkomen; voor ondernemers over het rendement op hun investeringen.

Het zou dus goed zijn om de volatiliteit in te dammen. Een volatiele economie doet een extra zwaar beroep op het aanpassingsvermogen en de flexibiliteit van burgers en bedrijven. Dat draagt mede bij aan een toenemend gebruik van flexibele contracten op de arbeidsmarkt.

Wij voelen de volatiliteit het scherpst als de economie in een neergaande fase zit, maar het probleem begint in de opgaande fase. De oorzaak van de volatiliteit is gelegen in de instituties op het gebied van de huizenmarkt, het bankwezen en onze pensioenen, waardoor de economie te veel gestimuleerd wordt in een opgaande fase, en te sterk geremd in een neergaande fase.

1.3 Macro-economisch perspectief nodig

Huizenprijzdaling tast consumptie huidige huizenbezitters aan ...

Een daling van huizenprijzen tast het vermogen van de huidige huizenbezitters aan. Dit leidt tot minder consumptie. Uit onderzoek van het CPB komt naar voren dat bijna de helft van de daling van de particuliere consumptie kan worden toegeschreven aan het effect van dalende huizenprijzen³. Wij sparen meer, bijvoorbeeld om straks onze hypotheek te kunnen aflossen. De volgende generatie hoeft zich echter minder diep in de schulden te steken om deze huizen te kopen. Zij hebben daardoor later meer te besteden. Vroeg of laat veert de consumptie dus wel weer op. Tijdelijk is de consumptie echter lager, de economie als geheel spaart per saldo meer.

³ CPB (2013) *De Nederlandse woningmarkt – hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie*, Notitie 14 februari 2013. De andere helft is een optelsom van reële factoren, waaronder inkomensverlies.

... maar leidt ook tot verschuiving tussen sectoren

In de tussentijd leidt de lagere consumptie echter tot economische problemen. Wat gebeurt er als een land plotseling meer gaat sparen? In een kleine open economie gebeurt dat vooral door een groter deel van de productie af te zetten in het buitenland en een kleiner deel op de binnenlandse markt. Dat leidt noodgedwongen tot een verschuiving van de werkgelegenheid van de sector gericht op de binnenlandse vraag ('non-tradable') naar de exportsector ('tradable'). Dit verklaart de forse toename van het Nederlandse betalingsbalansoverschot. Diverse onderzoeken brengen dit effect helder in beeld.⁴ Op termijn van een jaar of tien trekt de vraag naar binnenlandse diensten wel weer aan. Voorlopig hebben mensen die werken in de dienstverlening daar echter weinig aan. Zij komen niet zomaar in de exportsector aan de slag. Excessieve stijgingen en dalingen in de huizenprijzen brengen daarom potentieel grote economische en maatschappelijke kosten met zich mee. Dit is een illustratie van de eerdere conclusie dat onzekerheid hoge kosten veroorzaakt.

Soms is een blijvende aanpassing onvermijdelijk ...

Soms is een blijvende aanpassing in de verhouding tussen de sectoren onvermijdelijk. In Spanje bijvoorbeeld steeg het aandeel van de bouw in de werkgelegenheid tussen 1997 en 2007 van 14 naar 21 procent. Dat laatste percentage is simpelweg te hoog. Niet voor niets is de werkgelegenheid in de bouw daarna scherp gedaald naar 13 procent in 2010⁵. Vroeg of laat moest die onevenwichtigheid worden hersteld. Dit gaat gepaard met grote maatschappelijke kosten.

... maar maatvoering is cruciaal

Een land kan echter ook doorschieten. Bijvoorbeeld wanneer de huizenprijzen scherper dalen dan structureel gewenst is. Dat risico doet zich voor wanneer een huizenprijzdaling niet meer in verhouding staat tot de onderliggende fundamentele factoren en via de bestedingen en de financiële sector overgaat in een vicieuze spiraal.⁶ Door de hoge LTV-ratio's (LTV: loan-to-value) kan de Nederlandse woningmarkt huizenprijzdalingen niet goed opvangen (zie voor een verdere uitwerking paragraaf 2.1). Bij een te ver doorschieten van de huizenprijzen komt de consumptie onnodig onder druk. De werkgelegenheid in de binnenlandse dienstensector komt daardoor tijdelijk lager te liggen dan structureel wenselijk. Op dit risico moeten we

4 Zie bijvoorbeeld: Jauch, S. en S. Watzka (2012) *The Effect of Household Debt on Aggregate Demand: The Case of Spain*, CESifo Working Paper, no. 3924 (August); Mian, A. en A. Sufi (2012) *What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, NBER Working Paper Series 17830.

5 Bonhomme, S. en L. Hospido (2012) *The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from Spanish Social Security Data*, IZA Discussion Paper no. 6669.

6 Dit risico wordt indringend geschetst door: Bénétrix, A.S., B. Eichengreen en K.H. O'Rourke (2012) *How housing slumps end*, *Economic Policy*, 72 (oktober), pp. 649-692.

alert zijn. Ons structurele overschot op de betalingsbalans suggereert in elk geval niet dat wij momenteel te veel consumeren.

Ook ons pensioenstelsel leidt tot uitstel van consumptie

Een daling van huizenprijzen is een belangrijke bron van uitstel van consumptie door de huidige huizenbezitters, ten bate van toekomstige huizenkopers. Er zijn echter meer bronnen van vraaguitval. Ook het pensioenstelsel en het budgettaire beleid kunnen grote gevolgen hebben voor de verdeling van de consumptie over de tijd. Daarom moet de samenhang tussen de verschillende beleidsterreinen niet uit het oog worden verloren. Wanneer op alle grote terreinen – woningmarkt, pensioenen en budgettair beleid – tegelijkertijd restrictieve maatregelen worden genomen, is het zaak te vermijden dat de werkgelegenheid in de binnenlandse dienstensector zwaarder wordt geraakt dan vanuit het oogpunt van gezond economisch beleid nodig is.

Macro-economische stabiliteit is cruciaal

Tot het begin van deze eeuw groeide onze economie voorspoedig en was de werkloosheid laag. Macro-economische problemen kregen daardoor relatief weinig aandacht, het algemene evenwicht in de economie gaf weinig aanleiding tot zorg. De laatste jaren is die situatie radicaal veranderd. De woningmarkt zit op slot, de kredietverstrekking staat onder druk, pensioenrechten worden niet geïndexeerd of zelfs gekort. Tegelijkertijd wil de overheid haar huishoudboekje snel op orde krijgen. De vraag is hoe de gevoelde noodzaak tot snelle verandering op al die beleidsterreinen zich vanuit macro-economisch perspectief tot elkaar verhoudt. Deze vraag heeft in Nederland jarenlang te weinig aandacht gehad.

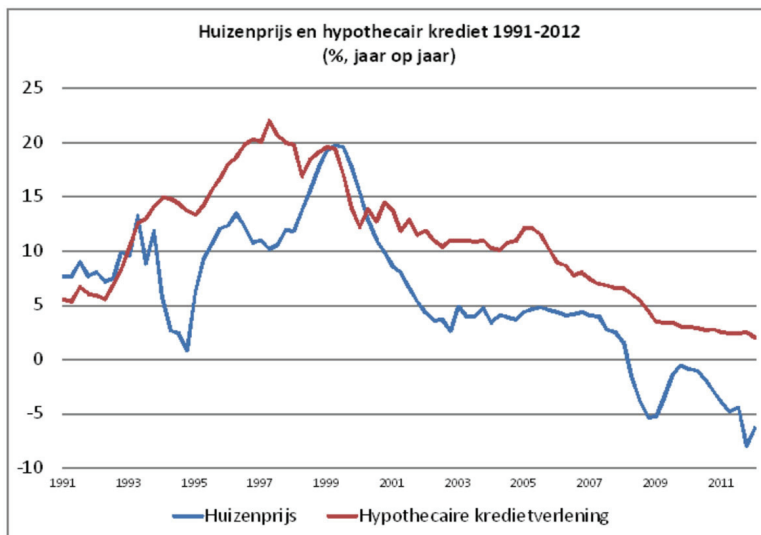
Door een grotere macro-economische stabiliteit – minder hoge pieken, minder diepe dalen – kunnen belangrijke (aanpassings)kosten worden vermeden. Een stabielere economie komt ook een evenwichtige werking van de arbeidsmarkt ten goede.

2 Huizenprijzen onder druk

2.1 Koopsector stuit op grenzen

Uit de analyse in hoofdstuk 1 blijkt dat de ontwikkeling van de huizenprijzen en de hypotheekschulden een belangrijke oorzaak is van de problemen in de Nederlandse economie. In Nederland werd, net als in de meeste landen van de eurozone, in 2008 een prijsspiek bereikt¹. Tussen 1985 en 2007 zijn de huizenprijzen in ons land voortdurend gestegen, in de periode 1995-2000 zelfs in een hoog tempo. Vervolgens zijn de prijzen van bestaande koopwoningen tussen augustus 2008 en december 2012 nominaal met 17 procent gedaald. Reëel gezien is de daling nog groter, ongeveer 25 procent. Dat is een forse prijsdaling, maar vergeleken met de huizen crisis in de eerste helft van de jaren tachtig valt het nog erg mee. Zoals figuur 2.1 hieronder laat zien is er een samenhang tussen de stijging van huizenprijzen en van de hypothecaire kredietverlening.

Figuur 2.1 Ontwikkeling huizenprijzen en hypothecair krediet



Bron: DNB

1 Bénétrix, A.S., B. Eichengreen en K.H. O'Rourke (2012) How housing slumps end, *Economic Policy*, pp. 649-692, alsmede 'Assessing the dynamics of house prices in the euro area', in: DG EcFin van Europese Commissie (2012) *Quarterly Report on the Euro Area*, 11 - nr. 4.

In Spanje en Ierland veel heftigere prijsdalingen

In Spanje en Ierland hebben zich, na een boom op de huizenmarkt, veel heftiger prijsdalingen voorgedaan. In die landen is sprake van leegstand². Juist die leegstand maakt dat de huizenprijzen zich niet zomaar zullen herstellen. Dus staat ook de nieuwbouw op een laag pitje. De bouwsector is in deze landen simpelweg veel te groot geweest. Daardoor is ook het scholingsniveau van de beroepsbevolking onder druk komen te staan: de lonen voor ongeschoold werk in de bouw waren hoog en dus loonde het niet om op school te blijven. Nu is inkrimping van de bouwsector onvermijdelijk. Het zal voor de werknemers uit de bouw niet eenvoudig zijn elders emplot te vinden.

Ruimtelijke ordening: een voor- en een nadeel

In Nederland legt de ruimtelijke ordening sterke restricties op aan de nieuwbouw. Dat heeft als nadeel dat de bouwproductie vaak achterloopt bij de vraag en dat huizen gebouwd worden op plaatsen die niet de eerste voorkeur hebben van mensen. Het heeft echter de afgelopen jaren als voordeel gehad dat tijdens een hausse op de huizenmarkt niet te veel gebouwd wordt. Nederland gaat niet gebukt onder grote overschotten aan onverkochte en onverkoopbare woningen. Dat maakt dat de huizenprijzen zich in Nederland makkelijker zullen kunnen herstellen.

Overigens: ook in Nederland is de bouwsector de afgelopen jaren te groot geweest, met name door de zeepbel op de kantorenmarkt. Structurele krimp van de sector is – hoewel gelukkig minder sterk dan in Spanje – onvermijdelijk gebleken. Pogingen om in de kantorenmarkt nieuwbouw tegen de stroom op te stimuleren maken de problemen alleen maar erger.

Grote verschillen in huizenprijzen tussen regio's

De aandacht voor de sterke stijging van de huizenprijzen in Nederland gedurende de twintig jaar voorafgaande aan de Grote Recessie heeft de grote verschillen tussen regio's enigszins aan het zicht onttrokken. Met name in Amsterdam zijn de prijzen veel harder gestegen dan in de rest van het land. De prijs van een woning wordt bepaald door de aantrekkelijkheid van het lokale woon- en werkklimaat³. Dergelijke locatievoordelen spelen een steeds belangrijker rol.

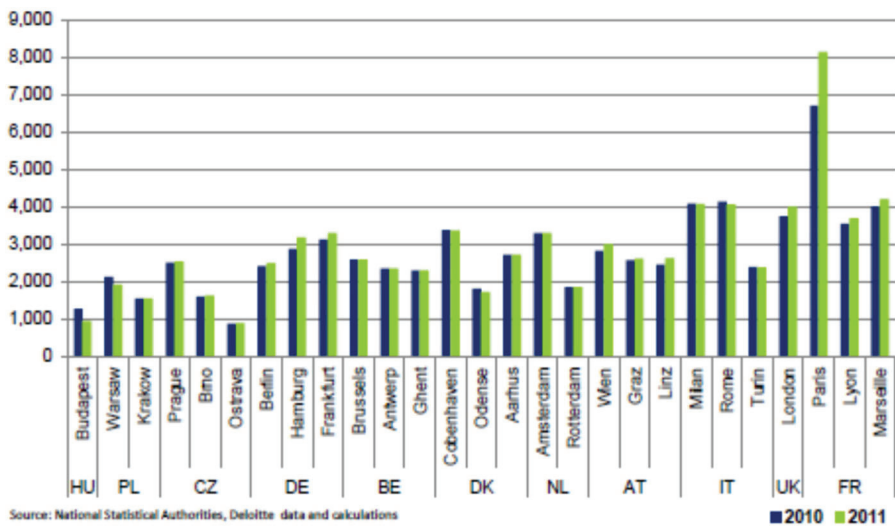
2 Bénétrix, A.S. [et al.] (2012) How housing slumps end, *Economic Policy*, p. 672 laten zien dat de combinatie van elastisch woningaanbod en een forse stijging van huizenprijzen in de jaren voorafgaand aan de crisis het risico op een langdurige daling van de huizenprijzen vergroot.

3 Visser, P. en F. van Dam (2006) *De prijs van de plek: Woonomgeving en woningprijs*, NAI/RPB.

Huizenprijzen in Amsterdam vergelijkbaar met andere hoofdsteden

De sterke stijging van de huizenprijzen in Amsterdam zou doen vermoeden dat juist daar sprake is geweest van een zeepbel. Het Amsterdamse prijsniveau verhoudt zich echter goed tot dat in vergelijkbare steden in het buitenland (zie figuur 2.2). Nieuwe woningen zijn even duur in Hamburg, Frankfurt en Kopenhagen. Vooral Parijs, en in mindere mate Rome, Milaan, Londen, Marseille en Lyon zijn duurder; Wenen, Berlijn en Brussel zijn daarentegen goedkoper dan Amsterdam.

Figuur 2.2 Gemiddelde transactieprijs van nieuwbouw in euro/m²



Bron: Deloitte (2012) *Property Index: Overview of European Residential Markets*, May 2012, p. 9.

Huizenprijzen redelijk verklaarbaar ...

De huizenmarkt is een voorraadmarkt, waar vertrouwen én financiering een grote rol spelen. De prijs die mensen bereid zijn voor een huis te betalen is afhankelijk van wat ze er later voor terug denken te kunnen krijgen. De bereidheid van de bank om de aankoop te financieren wordt daardoor al evenzeer bepaald. Gebrek aan vertrouwen in de toekomst zet daardoor vandaag de huizenprijzen onder druk. Daarnaast gaat van de beperking van de hypotheekrenteaftrek en van het aanscherpen van financieringsvoorwaarden een neerwaarts effect uit.

De ontwikkeling van de huizenprijzen laat zich op korte termijn moeilijk voorspellen. Echter, op lange termijn zijn de huizenprijzen verklaarbaar uit de wetten van vraag en aanbod⁴, gegeven de financieringsbereidheid van banken. De huizenprijsdaling van de afgelopen jaren volgt op eerdere, forse prijsstijgingen. Deze daling

laat zich redelijk verklaren door de aanpassing van de hypotheekrenteaftrek⁵, de beperking van de kredietverlening en de daling van de beschikbare inkomens.

... maar Loan To Value-ratio's zijn in Nederland erg hoog

De hoge LTV-ratio's vormen echter een risico. Mocht de bewoner zijn maandlasten niet meer kunnen betalen, dan blijft na verkoop van het huis een restschuld over. In Nederland is het vrij gebruikelijk om (meer dan) 100 procent van de aankoopprijs van een woning te financieren met een hypothecaire lening. In omliggende landen kan dat niet. In België, Duitsland, Ierland en het VK wordt 80 procent veelal als maximum gehanteerd⁶. In Duitsland is 60 procent gangbaar⁷.

Hoge LTV en hoge LTI problematisch in dalende huizenmarkt

Hoge initiële LTV-ratio's, zeker in combinatie met aflossingsvrije hypotheekleningen, worden problematisch in een dalende woningmarkt. Tabel 2.1 laat zien dat in 2009 al 22 procent van de eigenaren-bewoners een LTV-ratio van boven de 100 procent kende.

Bij 40 procent van die groep (dus 9 procent van de totale populatie) was in 2009 bovendien sprake van een hoge LTI-ratio: de uitstaande lening bedraagt meer dan 7 maal het beschikbare huishoudinkomen⁸. Die combinatie is risicovol, omdat de kans op betalingsproblemen groter is bij een hoge LTI.

Tabel 2.1 Procentuele verdeling van huiseigenaren naar LTV- en LTI-ratio's, 2009

	LTV 0 – 50%	LTV 50 – 100%	LTV >100%	totaal
LTI = 0				17%
LTI 0 – 3,5	25%	8%	1%	34%
LTI 3,5 – 7	4%	17%	12%	33%
LTI > 7	1%	6%	9%	16%
totaal	30%	31%	22%	100%

LTV: Loan to Value, LTI: Loan to Income

Bron: Denneman, A. (2011) *Households' risks in the Dutch housing market*, CBS.

4 Kranendonk, H. en J. Verbruggen (2008) *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?*, CPB Memorandum nr. 199, 18 april 2008.

5 Het effect van de aanpassing van de fiscale behandeling van de eigen woning op het huizenprijsniveau raamt het CPB op ongeveer 10%. Zie: CPB (2012) *Gevolgen van het huurbeleid nader bekeken*, Notitie 10-12-2012, pp. 5 en 6.

6 OTB (2010) *Economische crisis, woningmarkt en beleidsinterventies: een internationale inventarisatie*, TU Delft (onderzoek in opdracht van VROM).

7 Dit gaat in Duitsland via Pfandbriefen. Dit zijn obligaties ('covered bonds') waarvan de waarde wordt gedekt door langetermijnactiva, zoals hypothecaire leningen. Duitsland, Denemarken, Spanje en Frankrijk kennen een vrij grote markt voor gedekte obligaties; Nederland niet.

8 Denneman, A. (2011) *Households' risks in the Dutch housing market: Loan-to-Value and Loan-to-Income ratios*, Discussion paper for OECD Working Party on Financial Statistics, CBS, 24 oktober 2011.

Juist in een dalende huizenmarkt valt weinig aan hoge LTV's te doen

Door de huizenprijsdaling hadden eind 2010 al meer dan 1 miljoen huishoudens een LTV-ratio van meer dan 100 procent. Verdere prijsdalingen maken dat dit aantal groeit. Het aantal huishoudens dat na verkoop van de woning (tegen marktwaarde), met inachtneming van opgebouwd vermogen met een restschuld blijft zitten, wordt op een half miljoen geraamd⁹. Met het oog op de stabiliteit van de huizenmarkt is een substantiële verlaging van LTV-ratio's gewenst. Maar juist in een dalende huizenmarkt is dat lastig te verwezenlijken. Het is heel moeilijk bestaande hoge LTV's te verlagen in een periode dat V(alue) daalt, want dan zou L(oan) nog harder moeten dalen. Verschillende banken verscherpen nu hun kredietvoorwaarden voor nieuwe aanvragen, mede vanwege aangescherpte wet- en regelgeving en het toezicht daarop. Dat is gezien de grote hypotheekberg deels onvermijdelijk. Dat moet in deze fase echter wel geleidelijk plaatsvinden om te vermijden dat een neerwaartse spiraal op gang komt¹⁰. Koersen op verlaging van LTV-ratio's vereist zorgvuldigheid; de negatieve effecten op korte termijn mogen niet uit het oog worden verloren en vragen dus om geleidelijke aanpassingen. Hier ligt overigens ook een belangrijke opgave voor het macroprudentieel beleid in de toekomst. Nieuwe zeepbellen moeten worden voorkomen door bij verhitte van de huizenmarkt tijdig te sturen op verlaging van LTV-ratio's.

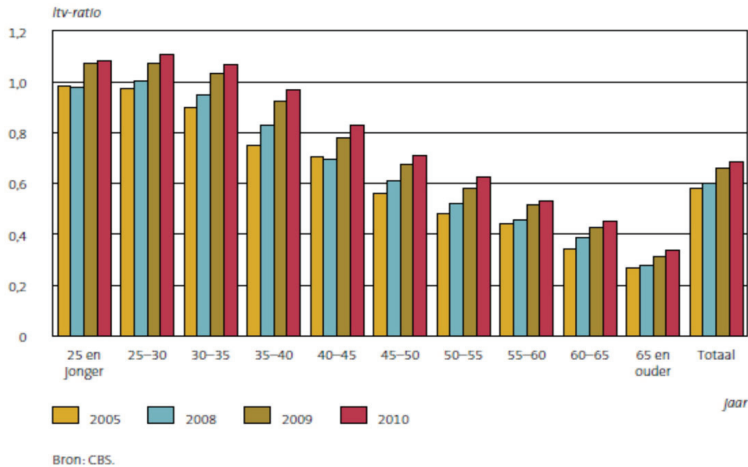
Problemen concentreren zich bij jongeren, die daardoor immobiel worden

Hoge LTV- en LTI-ratio's concentreren zich bij jonge huiseigenaren. Figuur 2.3 geeft de gemiddelde LTV-ratio voor diverse leeftijdscategorieën weer. Ook de gemiddelde LTI-ratio loopt af met het oplopen van de leeftijd: van 6,9 maal het besteedbaar inkomen voor jongeren tot 25 jaar, tot 3,0 voor 65-plussers. Hoge LTV- en LTI-ratio's vormen een belemmering om van woonplaats en werkplek te wisselen. Juist voor jongeren is dit belangrijk, omdat zij vaak nog op zoek zijn naar een passende combinatie.

⁹ Schilder, F. en J. Conijn (2012) *Restschuld in Nederland: Omvang en consequenties*, ASRE. Een verdere prijsdaling van 10% (t.o.v. medio 2011) leidt volgens auteurs tot ruim 700.000 huishoudens met restschuld.

¹⁰ Zie: Bénétrix, A.S. [et al.] (2012) How housing slumps end, *Economic Policy*, p. 671.

Figuur 2.3 LTV-ratio naar leeftijd hoofdkostwinner



Overigens blijven betalingsachterstanden nog gering

Sinds 2005 lopen de betalingsachterstanden wat op¹¹. De kredietverliezen van banken op de hypotheekportefeuille blijven vergeleken met andere landen gering (minder dan 0,1 procent van de totale hypotheekportefeuille)¹².

Hypotheekrente in Nederland de laatste jaren fors hoger dan elders in eurozone

Een extra complicatie voor de Nederlandse huizenmarkt is het feit dat de hypotheekrente in verhouding tot andere landen hier één procent hoger ligt. Door het ruime monetaire beleid van de ECB is de geldmarktrente momenteel erg laag. In andere landen heeft die daling van geldmarktrente geleid tot een daling van hypotheekrente. In Nederland is die daling veel minder geweest. Als de hypotheekrente in ons land gedaald zou zijn in lijn met de daling elders, dan kunnen de huizenprijzen daardoor 5 tot 10 procent hoger komen te liggen¹³, wat tegenwicht tegen de huidige neerwaartse druk op de huizenprijzen zou bieden¹⁴. In hoofdstuk 3 komen we terug op de mogelijke verklaringen voor de afwijkende situatie in Nederland.

11 Volgens het Bureau Krediet Registratie hadden in januari 2010 45.000 mensen een achterstand van meer dan drie maanden, tegen 72.000 in juli 2012. Zie: *Het Financieele Dagblad*, 22 februari 2013.

12 DNB (2012) *Overzicht Financiële Stabiliteit: Najaar 2012*, p. 12.

13 Onderzoek wijst op een elasticiteit van -5: een 1% hogere rente leidt tot 5% lagere huizenprijzen. Zie: Kranendonk, H. en J. Verbruggen (2008) *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?*, CPB; CPB (2013) *De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie*, Notitie 14 februari 2013.

14 Bénétrix, A.S. [et al.] (2012) How housing slumps end, *Economic Policy*, inz. p. 659.

Risico op neerwaartse spiraal

De huizenprijsdaling kan in een neerwaartse spiraal geraken. Bénétrix, Eichen-green en O'Rourke (2012) laten in een studie van alle huizenprijscrises in de OECD-landen sinds 1971 zien dat dergelijke crisis leiden tot daling van de consumentenbestedingen, die op hun beurt de huizenprijzen verder onder druk zetten (vermogen-consumptie-prijsspiraal)¹⁵. Daarnaast leiden lagere huizenprijzen tot een stijging van de Loan-To-Value-ratio's, waardoor hypotheekleningen moeilijker gefinancierd kunnen worden, de hypotheekrente oploopt en huizenprijzen verder onder druk komen te staan (onderpand-financiering-rentespiraal). Dit geldt zeker in landen met een hoge LTV's voor starters zoals Nederland: als woningprijzen dalen, komen jonge gezinnen 'onder water te staan' en wordt de financiering van hypotheekleningen op de kapitaalmarkt duurder. Bovengenoemde auteurs geven aan dat het in die situatie aan de overheid is om op te treden, het vertrouwen te herstellen en de negatieve spiraal te doorbreken.

2.2 Het gemis van een huurmarkt voor hogere en middeninkomens

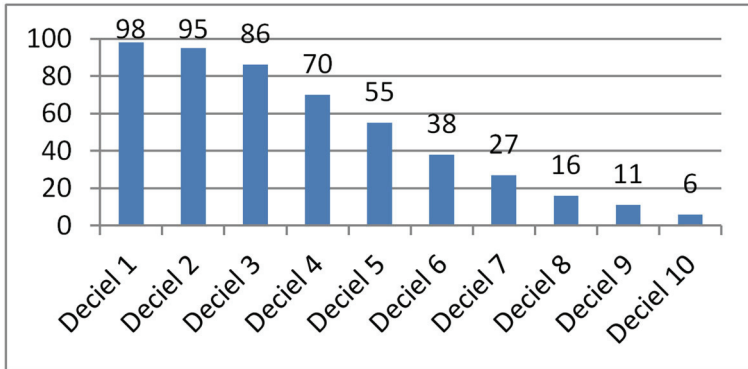
De voorafgaande analyses laten zien dat de Nederlandse woningmarkt een belangrijke bron van instabiliteit en risico's is. Een belangrijke verklaring voor deze problemen is het gebrekkig functioneren van de huurmarkt. Met name voor jongeren en hogere inkomens is huren veelal geen haalbaar alternatief.

Nederland vindt huren iets voor lage inkomens

Het sociaal-economisch beleid in Nederland gaat er van oudsher van uit dat voor lagere inkomens huren een redelijke optie is, maar dat hogere inkomens als vanzelfsprekend een huis moeten kopen. Het resultaat is ernaar, zie figuur 2.4. Lagere inkomens zijn vooral op huren aangewezen. In de hoogste inkomensdecielen vormen huurders een kleine minderheid. Tussen 1990 en 2010 is het aandeel eigenwoningbezit dan ook fors gestegen van 45 naar 54 procent. In Europees verband neemt ons land nu een middenpositie in.

15 Bénétrix, A.S. [et al.] (2012) How housing slumps end, *Economic Policy*, inz. p. 659.

Figuur 2.4 Percentage huurders per inkomensdeciël (2005)



Bron: CPB

Woningcorporaties domineren de huurmarkt, privaat aanbod ontbreekt

Nederland heeft de grootste sociale-huursector in de EU, met in 2011 een marktaandeel van 31,2 procent van de woningmarkt, ofwel 2.249.000 huizen. In andere lidstaten is het aandeel sociale huur 10-20 procent van de markt. Deze woningen worden vooral door corporaties beheerd. In 2011 werden 609.000 van de corporatiewoningen bewoond door huishoudens met een belastbaar inkomen hoger dan 33.000 euro. Ongeveer 200.000 daarvan hadden een belastbaar inkomen van 50.000 euro of meer¹⁶. De commerciële huursector (institutionele beleggers en particulieren) heeft een marktaandeel van slechts 13 procent. Een flink deel daarvan valt overigens onder huurprijsregulering.

Geen gunstige fiscale behandeling van huren ...

Hoe komt het dat een huurmarkt voor hogere inkomens nauwelijks tot ontwikkeling is gekomen? Daarvoor zijn diverse redenen. Ten eerste geeft de fiscale behandeling van wonen aan hoge inkomens een stimulans om te kopen. Volgens de doorrekening van het Regeerakkoord leidt het nieuwe hypotheekrenteaftrekgeregime weliswaar tot een vermindering van de fiscale subsidie op kopen van 25,1 naar 15,7 procent structureel¹⁷. Echter, het huren voor inkomens die niet in aanmerking

¹⁶ CBS (2012) Ruim een kwart van de huurders van corporatiewoningen verdient meer dan 33 duizend euro, *Webmagazine*, 3 juli 2012.

¹⁷ CPB (2010) *Hervorming van het Nederlandse woonbeleid*, Bijzondere publicatie nr. 84, p. 60; CPB (2012) *Actualisatie analyse economische effecten financieel kader Regeerakkoord*, Notitie 12-11-2012, p. 24.

komen voor huurtoeslag (inkomsgrens: 20.000-30.000 euro, afhankelijk van gezinssituatie en leeftijd) kent geen enkele vorm van fiscale subsidie. Daarmee blijft huren fiscaal relatief benadeeld.

... huurregulering en positie corporaties kunnen private investeringen ontmoedigen

Maar niet alleen bewoners hadden goede redenen hun heil op de koopmarkt te zoeken. Ook voor investeerders is de huurmarkt weinig aantrekkelijk. Huurprijsregulering maakt verhuren voor hen een riskant bedrijfsmodel. Zo hebben institutionele beleggers in de gereguleerde sector inmiddels minder dan 60.000 woningen¹⁸. Om de huurmarkt beter te laten functioneren, is een ontwikkeling naar marktconforme huren gewenst. Dit betekent dat bewoners van goede, maar relatief goedkope huurwoningen hogere huren zullen gaan betalen, met name in de regio's waarop de vraag naar huisvesting zich concentreert. In samenhang met aanbodreacties van verhuurders bevordert dat de doorstroming. Voor huurders met een laag inkomen blijft er een passende inkomensondersteuning.

De omvangrijke sociale-huursector, met ruim een kwart van de woningen die door middeninkomens worden bewoond, heeft privaat aanbod weggedrukt. Daarnaast is van belang dat gunstige voorwaarden voor de sociale-huursector de concurrentieverhoudingen op het niet-gereguleerde vrije deel van de huurmarkt kunnen beïnvloeden. Zo beschikken corporaties over goedkoop kapitaal, waarop geen of slechts een beperkte rendementsverplichting rust. In een kapitaalintensieve sector als de woningbouw is dat een beslissend voordeel. Dit verstoort, voor zover deze voordelen doorsijpelen naar de vrije huursector, het gelijke speelveld op de markt voor nieuwe huurwoningen (zie verder paragraaf 2.3).

Ontbrekende huurmarkt vergroot macro economische instabiliteit ...

Is het erg dat een vrije huurmarkt voor hogere inkomens ontbreekt? Het simpele antwoord is: ja! Traditioneel wordt in Nederland altijd verwezen naar de externe effecten voor de waarde van het huis van hun burens. Eigenaar-bewoners zouden hun woning beter onderhouden en meer verantwoordelijkheid voelen voor het leefklimaat in de buurt; ook hun burens zouden hiervan profiteren. Voor deze redenering is echter geen bewijsmateriaal beschikbaar. Daartegenover staat een belangrijk nadeel van het eigen woningbezit. Eigenaars nemen een groot waarderisico op zich, vooral als zij voor de financiering een lange hefboom gebruiken (wat tot uit-

¹⁸ Institutionele beleggers hebben sinds 2000 hun voorraad huurwoningen teruggebracht van 300.000 naar 130.000. Zie: Beleggers huurmarkt waarschuwen Blok, *Het Financieele Dagblad*, 5 maart 2013.

drukking komt in hoge LTV- en LTI-ratio's). Bij dalende woningprijzen zullen zij hun consumptie (moeten) aanpassen en het risico lopen 'onder water' te staan.

... leidt tot minder mobiliteit en hogere werkloosheid

De grote financiële risico's voor eigenaren hebben echter nog meer nadelen. Blanchard en Katz hebben voor de Verenigde Staten laten zien dat wanneer een staat door economische neergang en teruglopende werkgelegenheid getroffen wordt, de huizenprijzen dan fors onderuitgaan¹⁹. De inwoners worden dus niet alleen getroffen door het verlies van hun baan, zij worden ook geconfronteerd met een onverkoopte woning. Dit vermindert hun kansen om elders een nieuwe baan te vinden. Uit een vergelijking tussen landen met een huursector van uiteenlopende omvang blijkt dat een kleine huursector leidt tot een hogere werkloosheid²⁰.

Huurmarkt belangrijk voor mobiliteit arbeidsmarkt

In Nederland wordt dit mechanisme ook steeds belangrijker. De arbeidsmarkt is dynamischer geworden. Vooral van jongeren wordt verwacht dat zij geografisch mobiel zijn bij het vinden van een passende baan. Dat is op zichzelf nodig met het oog op het aanpassingsvermogen van de economie, maar de woningmarkt zal die gewenste geografische mobiliteit dan wel moeten accommoderen. Daarom is een goed functionerende huurmarkt voor middeninkomens dringend noodzakelijk.

Tegelijkertijd is het ongewenst dat zzp'ers en werknemers met tijdelijke contracten alleen op de huurmarkt aangewezen zijn. Dat zijn niet alleen jongeren. Ook deze mensen moeten op enig moment kunnen kiezen voor een vaste woonplaats. In dat geval moeten ook zij een reële keus hebben tussen huren en kopen. Nu is in de meeste gevallen een vaste aanstelling een voorwaarde voor een hypotheek. Op een dynamische arbeidsmarkt is het relevant te kijken of andere criteria dan een vaste aanstelling passender zijn om voor een hypotheek in aanmerking te komen.

Ontbrekende huurmarkt drijft jongeren voortijdig naar de koopsector

Bovendien dwingt het geringe beschikbare aanbod op de huurmarkt jongeren voortijdig een huis te kopen. Lenen voor een koophuis en sparen voor een pensioen wordt fiscaal gestimuleerd. Sparen voor een huis juist niet. Jongeren hebben daarom alle aanleiding om een huis te kopen met geleend geld, ook al is dat op jonge leeftijd. Zo werkt het Nederlandse beleid hoge LTV-ratio's in de hand. Het stelt

19 Blanchard, O.J. en L.F. Katz (1992) *Regional Evolutions*, Brookings Papers on Economic Activity, nr. 1, pp. 1-75, inz. pp. 44-48.

20 Høj, J. (2011) *Improving the Flexibility of the Dutch Housing Market to Enhance Labour Mobility*, OECD Economics Department Working Papers, No. 833.

jongeren daarmee bloot aan hoge financiële risico's. Gelijke behandeling van huur en koop is dus een belangrijke voorwaarde voor vermindering van de volatiliteit van de Nederlandse economie.

Naar tussenvormen tussen huren en kopen

Met een grotere flexibiliteit van het woningaanbod, door het ontwikkelen en versterken van tussenvormen tussen huur en koop en van meer geleidelijke overgangen tussen koop en huur, kan beter op de verschillende – ook in opeenvolgende levensfasen wisselende – behoeften worden ingespeeld. Het 'te woon' aanbieden is zo'n tussenvorm²¹.

Op dit moment zouden dergelijke arrangementen ook behulpzaam kunnen zijn voor particulieren die hun oude woning op dit moment lastig kunnen verkopen. Het is de moeite waard om te verkennen onder welke voorwaarden deze woningen tijdelijk verhuurd kunnen worden. Te denken valt aan de mogelijkheid van huurcontracten voor een bepaalde periode, met recht op koop.

2.3 De rol van corporaties in de huurmarkt

Sinds de bruteringsoperatie in 1996 staan corporaties financieel op eigen benen. Omdat de woningprijzen sinds die tijd scherp zijn gestegen, is het vermogen van de corporaties sinds die tijd fors gegroeid. De exacte omvang van dat vermogen is sterk afhankelijk van de wijze waarop hun woningbezit wordt gewaardeerd. Afgaande de marktwaarde in verhuurde staat ligt het geschatte nettovermogen rond 200 tot 300 miljard euro.

Liberalisering van de huren leidt tot verdere stijging van het vermogen

De waarde van het bezit en daarmee het nettovermogen is echter sterk afhankelijk van het huurbeleid en daarmee van het rendement dat op dat vermogen behaald kan worden. Immers, hoe hoger de huren, des te groter het vermogen van de corporaties. Het kabinet wil meer ruimte geven voor huurverhoging, zodat de gevraagde huren beter aansluiten bij de markthuurl. Dat is goed voor het functioneren van de woningmarkt. Het kabinet wil het instrument van een verhuurderheffing inzetten om de extra huurinkomsten af te romen. Het risico van een verhuurderheffing is dat deze leidt tot een verdere fiscale benadeling van de huursector ten opzicht van de koopsector. Deze benadeling treedt op wanneer (commerciële) eigenaren van huurwoningen een heffing moeten gaan betalen, die bouwers van koopwoningen bespaard blijft. Bij de uitwerking van de maatregel verdient dit probleem aandacht.

21 Terpstra, P.R.A. (2006) Tussen huur en koop: Nieuwe varianten op de woningmarkt, *B&G*, mei/juni, pp. 5-8; VROM-raad (2004) *Op eigen kracht: Eigenwoningbezit in Nederland*, advies 044, p. 77.

Corporaties op een tweesprong

Zoals in de vorige paragraaf is aangegeven, is het wenselijk dat een goed functionerende huurmarkt voor middeninkomens ontstaat. Commerciële partijen zijn aarzelend om dit marktsegment te betreden vanwege het ongelijke speelveld met corporaties, die door hun omvangrijke vermogen en het systeem van kredietgaranties kunnen beschikken over goedkoop kapitaal. De Europese Commissie heeft de woningcorporaties een eis opgelegd die er ruwweg op neer komt dat een onderscheid moet worden gemaakt tussen sociale en commerciële verhuur.

Dit stelt Nederland voor een keuze ten aanzien van de inrichting van de corporatiesector. Een eerste optie is om het onderscheid tussen een sociale en een commerciële huursector te laten vervallen en corporaties in beide segmenten te laten concurreren, met elkaar én met commerciële partijen. Dan moeten corporaties echter wel worden hervormd, zodat tussen beide partijen sprake is van een gelijk speelveld.

Een tweede optie is het voortzetten van het huidige beleid van hybride corporaties. Het is dan zaak om de sociale en commerciële segmenten goed te scheiden. Dat betekent onder meer dat schaalvoordelen vanuit het sociale segment niet mogen doorwerken in het commerciële segment.

Betere governance corporaties wenselijk

Als een bedrijfstak slechts beperkt onder druk van concurrentie staat, gaat dat veelal ten koste van de efficiëntie. Studies suggereren dat ook de corporaties met dit verschijnsel te maken hebben. Burger²² constateert grote verschillen in doelmatigheid tussen corporaties. Door inefficiency bij een deel van de corporaties is, zo raamt hij, voor het totaal aan corporaties sprake van een weglek van zo'n 5 miljard euro in drie jaar tijd die door verbeteringen in de ordening kan worden gestopt. Met name het ontbreken van een duidelijke eigenaar van vermogen die rendementseisen stelt, doet zich voelen. Dreimüller, Gruis en Snoeijs²³ komen tot soortgelijke conclusies. Een hervorming van de corporatiesector kan leiden tot een grotere efficiëntie, en een impuls geven aan een bloeiende huurmarkt voor hogere en middeninkomens.

22 Burger, M.A. (2012) *Maatschappelijk gebonden vermogen: Een onderzoek naar indicatoren die weglek van maatschappelijk gebonden vermogen bij woningcorporaties verklaren* (masterscriptie), Amsterdam School of Real Estate.

23 Dreimüller, A., V. Gruis en C. Snoeijs (2013) *De regie-corporatie: Naar een doelmatige maatschappelijke verhuurder*, Discussienotitie.

3 Banken na de crisis

Ondanks de recente forse krimp van het buitenlandbedrijf is het Nederlandse bankwezen met een balanstotaal van 400 procent van het bbp in internationaal perspectief nog steeds groot. De hypothecaire kredietverlening in Nederland bedraagt zo'n 108 procent van het bbp, ruim het dubbele van het gemiddelde van het eurogebied. De paragrafen 3.1 en 3.2 gaan vooral in op de financiering van hypotheekleningen. De financiering van het mkb komt in paragraaf 3.3 aan de orde.

3.1 Hoge hypotheekrente

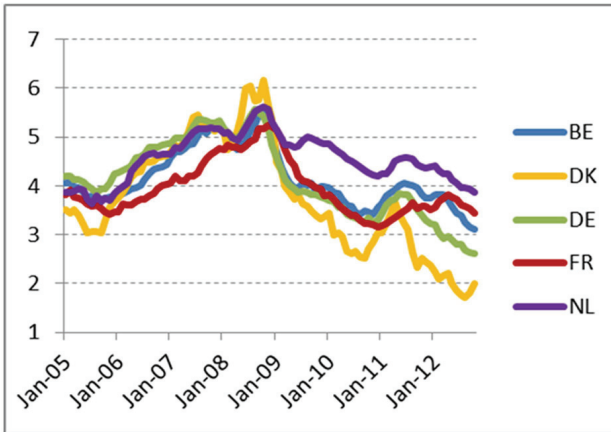
Nederlandse hypotheekrente relatief hoog

De hypotheekrente in Nederland is sinds de piek van 2008 gedaald naar het niveau van begin 2005. Wel laat figuur 3.1 zien dat de Nederlandse hypotheekrente nog duidelijk hoger ligt dan die in België, Frankrijk, Duitsland en Denemarken. Door de verruiming van het monetaire beleid heeft de ECB de risicovrije rente doen dalen tot een historisch gezien laag niveau, maar huishoudens in Nederland hebben daar niet of nauwelijks van kunnen profiteren. In recente studies worden hiervoor drie verklaringen genoemd¹:

1. de moeilijke financierbaarheid van Nederlandse hypotheekschulden: Nederlandse banken zijn voor de financiering van hypothecaire kredietverlening in belangrijke mate aangewezen op de internationale kapitaalmarkt;
2. de afgenomen concurrentie op de hypotheekmarkt in Nederland;
3. de stringenter kapitaaleisen.

¹ CPB (2013) *De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie: Op verzoek van minister Blok van Wonen en Rijksdienst*, CPB Notitie 14 februari 2013 en DNB (2013) *Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt*, DNB Occasional Studies, vol. 11 - no. 1, 1 maart 2013.

Figuur 3.1 Hypotheekrente internationaal vergeleken



Bron: DNB/ECB

Gelet op de wisselwerking tussen deze drie verklaringen is het moeilijk om het gewicht van elke verklaring afzonderlijk goed te kunnen duiden. De stringentere kapitaaleisen zijn vooral van invloed op de zakelijke kredietverlening, waarvoor relatief hoge vermogens-eisen gelden (zie verder paragraaf 3.3).

1. Hypotheekschulden zijn steeds moeilijker te financieren

Sinds het midden van de jaren negentig is er een steeds grotere kloof ontstaan tussen de door banken verstrekte hypotheekleningen en de bij banken aangehouden deposito's en andere tegoeden met een langlopend karakter. Deze kloof – het zogenoemde financieringsgat – kon lange tijd moeiteloos worden overbrugd met financiering op de openbare (internationale) geld- en kapitaalmarkt. Door de financiële crisis is marktfinanciering echter minder toegankelijk of duurder geworden, waardoor zich herfinancierings- en liquiditeitsrisico's hebben geopenbaard.

Een belangrijke achterliggende reden is dat hypotheekleningen met hoge LTV-ratio's beleggers afschrikken. Sinds de aanvang van de financiële crisis wordt door internationale beleggers ook bewuster naar de Nederlandse woningmarkt gekeken. De zorgen verhogen de financieringskosten van banken. Daarnaast maakt de financiering op de internationale kapitaalmarkten (gegeven de hoge LTV's) banken ook gevoeliger voor wisselingen in sentiment op die kapitaalmarkten. Zeker in tijden van marktonrust moeten Nederlandse banken rekening houden met hogere financieringskosten, omdat ze nu eenmaal een relatief groot deel van de hypotheekleningen op de internationale kapitaalmarkt moeten (her)financieren.

De grotere onzekerheid van marktfinanciering – met het risico van sterk oplopende financieringskosten in tijden van marktonrust – heeft spaargeld als financieringsbron voor het hypotheekbedrijf aantrekkelijker gemaakt. Dit heeft zich vertaald in een opwaartse druk op de depositorentes, die momenteel hoger zijn dan in omliggende landen. Hiervan gaat een opstuwende werking op de hypotheekrente uit.

Met het oog op de toegenomen herfinancierings- en liquiditeitsrisico's letten rating agencies nu scherp op de verhouding tussen verstrekte kredieten en aangetrokken spaargelden, de zogenoemde Loan-To-Deposits-ratio (LTD-ratio). Als deze verhouding verslechtert, dan loopt de rating van een bank gevaar. De bank zal dan proberen de verhouding tussen hypothecair krediet en (stabiele) deposito's binnen de perken te houden. Dit gebeurt door de hypotheekrente te verhogen (wat nieuwe kredietvraag afremt), door depositorentes te verhogen (om meer spaargeld aan te trekken) of door een combinatie van beide. Als banken via prijsverhoging de vraag naar hypothecair krediet ontmoedigen, wordt de koppeling tussen hypotheekrentes en financieringskosten geheel of gedeeltelijk doorbroken.

2. Sinds de bankencrisis is de concurrentie tussen banken afgenomen

Uit onderzoek van de NMa blijkt dat de marges die hypotheekverstrekkers verdienen gemiddeld gezien gestegen zijn na de financiële crisis. Dit ging samen met een afname van concurrentie op de markt². Doordat een aantal aanbieders (waaronder uit het buitenland) zich van de markt heeft teruggetrokken, bedraagt het marktaandeel van de vier grootste aanbieders (ABN Amro, de Rabobank, ING en AEGON) inmiddels ruim 80 procent.

Toetreding van nieuwe aanbieders is moeilijker geworden omdat het voor hypotheekverstrekkers moeilijker is om financiering aan te trekken (zie punt 1). Bovendien mag een aantal banken met staatssteun niet concurreren op basis van lagere hypotheektarieven. Verder speelt een rol dat de grootste aanbieders – gegeven hun huidige marktaandeel en de omvang van de hypotheekportefeuille in verhouding tot de balans – hun marktaandeel niet wensen te vergroten.

Volgens de NMa leidt de sterke concentratie in combinatie met beperkte (potentiele) toetreding ertoe dat banken meer in staat zijn om hun prijzen voor hypotheekrentes te verhogen. Dit zou mede kunnen verklaren waarom de renteverlaging van de ECB zich juist in Nederland niet heeft vertaald in een lagere hypotheekrente.

² NMa (2013) *Visie hypotheekmarkt*, 5 februari 2013.

3. Stringentere kapitaaleisen zetten de kredietverlening verder onder druk

Sinds de kredietcrisis is toezichhouders internationaal er veel aan gelegen om het eigen vermogen (de kapitaalpositie) van het bankwezen te versterken. Zolang de risicogewichten van hypotheekportefeuille vrij laag zijn (veel lager dan gemiddeld), doet een relatief grote hypotheekportefeuille toch maar een beperkt beroep op het beschikbare eigen vermogen. De risicogewogen kapitaalratio van Nederlandse banken is internationaal gezien uitstekend.

Strengere kapitaaleisen zijn ten opzichte van de eerste twee verklaringen voor de hoge hypotheekrente in Nederland (moeilijkere financierbaarheid van hypotheek en afgenomen concurrentie op de hypotheekmarkt) van ondergeschikt belang. Dit ligt anders bij de zakelijke kredietverlening, vanwege de relatief hoge risicogewichten.

3.2 Naar een structureel stabielere hypotheekmarkt

Wat de relatieve bijdrage van de genoemde oorzaken van de hoge hypotheekrente in Nederland vergeleken met het nabije buitenland uitmaakt, is niet precies bekend. Toch is het wel zaak om er iets aan te doen. Een hoge hypotheekrente zet immers de consumptie onder druk. Het ideaal is te zoeken naar maatregelen die aangrijpen bij alle mogelijke oorzaken voor de hoge hypotheekrente. Daarbij is het zaak om onderscheid te maken tussen noodzakelijke structurele veranderingen en tijdelijke overgangsmaatregelen.

Voorwaarde: hervorming woningmarkt

Zoals in hoofdstuk 2 is besproken, vraagt een stabielere hypotheekmarkt om een hervorming van de woningmarkt als geheel. LTV-ratio's zijn in Nederland te hoog, mede omdat jonge gezinnen niet of nauwelijks op het middensegment van de huurmarkt terecht kunnen. Dat moet veranderen. Tegelijkertijd moeten jonge gezinnen ruimte krijgen om te kunnen sparen, zodat ze de aanschaf van een eigen huis later deels met eigen geld kunnen financieren. Een verlaging van LTV-ratio's naar in omringende landen gebruikelijke niveaus (maximaal 80 procent) zou het vertrouwen van beleggers versterken en daarmee de krediet- en herfinancieringsrisico's voor banken aanzienlijk verlagen.

Overgangsmaatregelen nodig

De hiervoor noodzakelijke hervormingen zijn niet van vandaag op morgen gerealiseerd. Op korte termijn is het niet goed mogelijk om veel te doen aan de huidige hoge LTV-ratio's, omdat in een markt waar V (de waarde van de woning) daalt, L (de uitstaande lening) nog harder moet dalen om vooruitgang te boeken. Dat is in de

huidige omstandigheden onwenselijk. Voorlopig blijft Nederland dus zitten met een erfenis van hoge LTV-ratio's uit het verleden en van nieuwe hypotheek met – ondanks de dalende trend – nog steeds relatief hoge LTV's. Het zoeken is dan naar geschikte overgangsmaatregelen. Dergelijke overgangsmaatregelen zijn echter alleen zinvol als ze worden ingebed in een structurele hervorming. Zo moeten de te hoge LTV-ratio's wel omlaag, anders zouden we bij een toekomstige golf van prijsdalingen opnieuw in grote problemen komen. Geloofwaardige overgangsmaatregelen zijn dus slechts haalbaar als ze passen in een consistente visie op de lange termijn.

Financiering van woning hypotheek

Een groot deel van de hypotheekschulden wordt nu gefinancierd op de internationale geld- en kapitaalmarkt. Een betere match van de looptijd van hypotheek en hun financiering vermindert het herfinancieringsrisico³. Daarbij past ook een vergaande standaardisatie van financieringsinstrumenten en garanties voor Nederlandse hypotheek. Institutionele beleggers met lang geld (zoals pensioenfondsen en verzekeraars) zullen dan eerder genegen zijn om Nederlandse hypotheek te willen financieren. Van Dijkhuizen heeft hiervoor waardevolle voorstellen gedaan⁴.

Oplossing Van Dijkhuizen: duidelijker presentatie van garanties voor beleggers

Van Dijkhuizen stelt voor het beleggingsrisico voor beleggers in Nederlandse hypotheek weg te nemen door de oprichting van een Nationale Hypotheek Instelling (NHI) die met staatsgarantie Nationale Hypotheek Obligaties uitgeeft. De bank blijft verantwoordelijk voor tijdige betaling, ook als de debiteur rente en aflossing niet op tijd betaalt, en blijft dus het volledige liquiditeits- en kredietrisico dragen. In feite draagt de overheid in deze opzet het risico dat zowel de debiteur als de bank in gebreke blijft. Bij NHG-hypotheek is dit extra risico klein, doordat het onderliggende kredietrisico sowieso al (deels) bij de overheid ligt. Bovendien houdt de bank het first loss risico waardoor de verliezen op de hypotheekportefeuille in eerste aanleg ten laste van de boedel van de bank komen. In de kern gaat het vooral om een duidelijker presentatie van garanties richting de belegger, zodat deze met een lager rendement genoeg kan nemen en de huiseigenaar daardoor per saldo een lagere hypotheekrente betaalt.

³ In bijlage staat een overzicht van de manier waarop Canada en Denemarken hypotheekfinanciering hebben vormgegeven.

⁴ Zie het *Voortgangsbericht Verkenning rol van institutionele beleggers bij hypothecaire woningfinanciering*, d.d. 11 maart 2013 van K. van Dijkhuizen, die op verzoek van minister Blok van Wonen en Rijksdienst verkent of de rol van institutionele beleggers bij de hypothecaire woningfinanciering op basis van vrijwilligheid kan worden vergroot.

Oplossingen gericht op het financieringsprobleem ...

Momenteel is de verhandelbaarheid van Nederlandse hypotheekportefeuilles niet optimaal vanwege een gebrek aan gestandaardiseerde financiële instrumenten en hypotheekvormen. Een nationale intermediair kan daarbij een nuttige functie vervullen: als overgangsmaatregel door tegen een passende vergoeding een deel van de hypotheekportefeuille van banken over te nemen; structureel door gestandaardiseerde en liquide hypotheekobligaties uit te geven en daarmee te zorgen voor een betere aansluiting tussen de vraag naar financiering door banken en het aanbod van beleggers in binnen- en buitenland⁵.

... staatsgaranties voor beleggers en de NHG

Een andere maatregel is de bestaande staatsgaranties duidelijker te richten op beleggers. Op die manier kan men een bijdrage leveren aan het verminderen van de financieringsproblemen – en daarmee (in principe) het verlagen van de hypotheekrente voor huiseigenaren. Het is daarbij de kunst de totale risicopositie van de Staat niet te vergroten. Momenteel speelt de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) op de hypotheekmarkt al een belangrijke rol (zie kadertekst).

Nationale Hypotheek Garantie beperkt solvabiliteitsbeslag

Momenteel valt 28 procent van de bestaande hypotheekleningen en rond 80 procent van de nieuwe hypotheekleningen onder de Nationale Hypotheek Garantie (NHG). De afbetaling van deze hypotheekleningen wordt grotendeels door de overheid gegarandeerd. Mocht een huiseigenaar bij werkloosheid, echtscheiding of arbeidsongeschiktheid gedwongen zijn het huis te verkopen en mocht de verkoopopbrengst (samen met eventuele KEW-, SEW- of BEW-polissen) onvoldoende zijn om de openstaande hypotheekschuld af te betalen, dan neemt de NHG de restschuld voor haar rekening (na aftrek van forfaitaire annuïtaire aflossingen). De NHG verzekert hiermee de huiseigenaar tegen het risico dat hij/zij bij gedwongen verkoop (in verband met werkloosheid of echtscheiding) niet kan aflossen.

Hoewel de NHG in eerste instantie de eigenaar verzekert, profiteert de bank van de zekerheid dat de schuld kan worden afgelost. Dit helpt ook bij het beperken van het solvabiliteitsbeslag van hypotheekleningen, doordat voor NHG-hypotheekleningen lagere kapitaalvereisten worden gehanteerd. Daarom brengen banken ook een lagere rente voor NHG-leningen in rekening.

5 Inflatie-indexering kan de aantrekkelijkheid van hypotheekobligaties verder vergroten. Dat geldt zeker voor Nederlandse pensioenfondsen die via inflatie-geïndexeerde hypotheekobligaties een veilige afdekking voor hun verplichtingen kunnen realiseren.

De overheid vraagt voor deze verzekering een premie, thans 0,85 procent van de hoofdsom. De dekking van het risico leidt tot een half procentpunt lagere rente per jaar over de volle looptijd van de verzekering. Dit is voor de consument dus een zeer aantrekkelijke verzekering: na minder dan twee jaar heeft deze diens volledige verzekeringspremie immers terugverdiend.

Voor (internationale) beleggers is de NHG niet erg transparant, waardoor ze deze garantie mogelijk onvoldoende meewegen bij hun risico-rendementafweging. De NHG-regeling kent ingewikkelde voorwaarden, zoals een annuïtair aflopend verzekerd bedrag voor de bank en de mogelijkheid dat de uitvoerder van de NHG de schadeclaim afwijst omdat bij controle achteraf blijkt dat de intakeprocedure van de bank niet conform NHG-regels is geweest. Het feit dat de huidige NHG-garantie niet volledig is, niet altijd uitkeert en indirect beleggers verzekert, stuit op onbegrip van beleggers.

Verder zorgen de hoge LTV's en de dalende huizenprijzen voor terughoudendheid bij (internationale) beleggers. Beleggers zullen meer belangstelling voor de nieuwe hypotheektitels krijgen als duidelijk is dat rente en aflossing geheel of gedeeltelijk door de staat worden gegarandeerd. Het is aannemelijk dat zulke producten dan ook voor buitenlandse partijen interessant zullen zijn.

Op termijn valt te bezien in hoeverre overheids garanties structureel noodzakelijk zijn om een stabiele financieringsstructuur van de hypotheekmarkt te waarborgen. Het is goed een exitstrategie te overwegen als LTV-ratio's voldoende zijn gedaald en bankbalansen weer op orde zijn. Zo wordt vermeden dat overheid en financiële sector structureel te veel met elkaar verweven raken.

Structureel nodig: kostendekkende premies ...

In elk geval is het van belang dat de overheid garanties tegen meer kostendekkende premies gaat verstrekken. Het CPB heeft laten zien dat de huidige NHG-premie niet kostendekkend is. Hoe hoog de premie wel moet zijn, valt moeilijk precies te bepalen. Jarenlang was er nauwelijks schade, maar bij grote prijsdalingen moet er fors worden uitgekeerd. Een premie van 2 procent zou de kosten voor de overheid in 99 procent van de onderzochte toekomstscenario's dekken⁶. Zelfs dat is voor de consument nog steeds aantrekkelijk. Weliswaar heeft hij de kosten er dan pas na vier jaar uit, maar de meeste hypotheeklen lopen aanzienlijk langer. Een verzekeringspremie die oploopt met de LTV en de looptijd, zoals de praktijk is in Canada, zou de prikkel voor het aangaan van hoge schulden overigens verminderen.

6 CPB (2009) *Verhoging Nationale Hypotheekgarantie*, notitie 2009/19.

... en prikkels voor goede kredietbeoordeling

Bij dit alles is het zaak dat er geen verkeerde prikkels bij banken worden geïntroduceerd. Verliezen op hypotheken moeten in eerste aanleg neerslaan bij de banken, opdat zij voldoende prikkel behouden het kredietrisico adequaat te screenen en te mitigeren. Van Dijkhuizen pleit dan ook terecht voor een forse *first-loss* tranche bij banken.

Meer aandacht voor macroprudentieel beleid

In een structurele aanpak past een versterking van het macroprudentieel beleid. Voor de toekomst wordt het anticiperen op en mitigeren van potentiële zeepbellen op bijvoorbeeld de huizenmarkt gezien als een belangrijke verantwoordelijkheid van toezichthouders op de financiële sector. In eerste aanleg gaat het om het verder aanscherpen van LTV-ratio's in periodes van oplopende huizenprijzen en oplopende kredietverlening. Zodra de LTV-ratio's zich op een structureel gezond niveau bevinden, kan een symmetrisch beleid worden gevoerd. Een dergelijk macroprudentieel beleid zal het risicoprofiel en belang van genoemde garanties verder beperken.

Oplossing gericht op meer marktwerking

Een probleem met marktwerking is momenteel dat nieuwe spelers hoge toetredingsdrempels ervaren. Een substantiële verlaging van (initiële) LTV's zal de drempel helpen verlagen, maar dat is vooral toekomstmuziek. Op weg daarheen zijn vooral maatregelen van belang – zoals standaardisatie en herschikking van garanties – die de doorzichtigheid en verhandelbaarheid van hypotheekobligaties ten goede komen. Op een transparante en liquide markt is ook plek voor kleinere spelers.

Oplossingen gericht op kapitaalschaarste Nederlandse banken

Banken hebben niet alleen een financieringsprobleem, zij staan ook voor de uitdaging hun solvabiliteit te versterken. Aangezien het aantrekken van kapitaal in de huidige marktsituatie erg duur dan wel onmogelijk is, geven banken er de voorkeur aan hun kapitaal te versterken door winstinhouding. Door het terugvallen van de economische groei is dit een proces van lange adem, zodat balansherstel ook via rantsoenering van de kredietverlening plaatsvindt.

Overheids garanties verminderen het probleem van de kapitaalschaarste van Nederlandse banken. Eventuele nieuwe overheids garanties moeten dan wel worden afgestemd met de bestaande NHG, die immers ook de risico's voor het bankwezen beperkt.

3.3 De financiering van het mkb

Kredietverlening aan mkb cruciaal

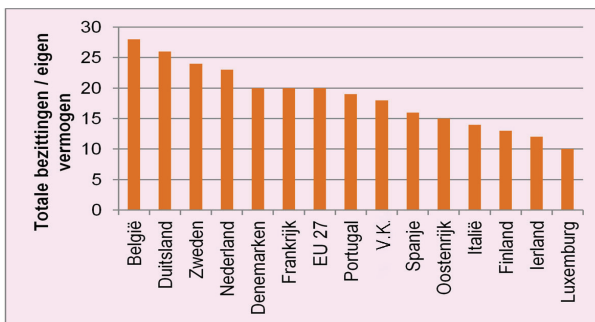
Het is wenselijk dat de kredietverlening aan het mkb goed op peil blijft. Kredietrantsoenering voor deze sector mag niet een belangrijke flessenhals vormen voor groeiherstel. Empirisch onderzoek wijst uit dat de kredietverlening van banken aan het bedrijfsleven macro-economisch grote voordelen heeft⁷.

Kapitaalbeslag zakelijke kredieten relatief groot

In paragraaf 3.1 is gewezen op het feit dat het bankwezen volgens de kapitaaleisen van Bazel III het eigen vermogen moet versterken. Nu geldt voor zakelijke kredietverlening dat de risico's voor het bankwezen aanmerkelijk hoger zijn dan bij hypothecaire kredieten. Vanwege deze hogere risicogewichten moeten banken tegenover zakelijke kredieten dus relatief veel eigen vermogen aanhouden. Een gebrek aan eigen vermogen leidt er dan toe dat banken de kredietverlening aan bedrijven beperken⁸.

Als wordt gekeken naar de ongewogen kapitaalratio (totale bezittingen gedeeld door het eigen vermogen) dan blijven de Nederlandse banken door hun lange financiële hefboom achter bij de internationale concurrentie (zie figuur 3.2)⁹. Er ontstaat uit dien hoofde druk op banken om tegenover hun kredietportefeuille meer eigen vermogen aan te houden. Als het versterken van het eigen vermogen moeizaam verloopt, kunnen banken ervoor kiezen om de kredietverlening te rantsoeneren.

Figuur 3.2 De gemiddelde financiële hefboom van de bancaire sector in diverse landen



Bron - ECB, berekeningen CPB

7 Beck, Th. [et al.] (2009) *Who gets the credit? And does it matter?*, CentER Tilburg University discussion paper, mei 2009.

8 DNB (2013) *Jaarverslag 2012*, pp. 20-21.

9 DNB (2013) *Jaarverslag 2012*, p. 21.

Garanties voor kredietverlening mkb

Als banken vanwege het daarmee gemoeide kapitaalbeslag de zakelijke kredietverlening beperken, dan raakt dat vooral het midden- en kleinbedrijf (mkb). Het mkb is namelijk – meer dan grote ondernemingen – aangewezen op bankkrediet¹⁰. Om de kredietverlening aan het mkb op peil te houden zet de overheid garanties in, zoals de Borgstelling MKB (BMKB) en de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO). Deze garanties beperken het kapitaalbeslag van banken.

Onderzoek naar kredietverlening mkb

Het is belangrijk om bij de kredietverlening aan het mkb de vinger aan de pols te houden. Te overwegen valt om te verkennen hoe de kredietverlening aan het mkb kan worden geoptimaliseerd. Het onderzoek kan zich dan zowel richten op de mogelijkheden van bancaire kredietverlening als op aanvullende financieringskanalen.

Aanvullende financieringskanalen voor het mkb

Een aanvulling op bancaire kredietverlening is een wederopstanding van een onderhandse kapitaalmarkt voor leningen aan het mkb¹¹. Op de onderhandse kapitaalmarkt verstrekten institutionele beleggers direct leningen aan ondernemingen voor de lange kredieten (5-20 jaar). Daarmee bood die onderhandse markt bedrijven een alternatief voor financiering met bankkredieten. De onderhandse leenmarkt is echter sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw opgedroogd. Naar aanleiding van de financiële crisis is de belangstelling voor deze vorm van ‘relatiebeleggen’ weer groeiende. Daarbij is het aan institutionele beleggers zelf om een goed beeld te krijgen van de kwaliteit van geldvragers.¹²

10 Veer, K. van der (2013) Banken beperken zakelijke kredietverlening, *ESB*, 98 – nr. 4651 (11 januari).

11 Een andere mogelijkheid is het opzetten van kredietunies.

12 Duffhues, P. (2012) Financiële infrastructuur en de onderhandse leenmarkt, *VBA Journaal*, nr. 110 (zomer 2012), pp. 25-28.

4 Pensioenen in woelig water

Tijdenlang had het Nederlandse pensioenstelsel een voortreffelijke reputatie. Iedereen vertrouwde erop dat het pensioenstelsel ons na pensionering een waardevast pensioen ter waarde van 70 procent van het eindloon zou bieden. In de tweede helft van de jaren negentig lagen de premies lange tijd onder het kostendekkende niveau. Het rendement op beleggingen werd systematisch te hoog ingeschat. De lagere pensioenpremies werkten ook door in hogere belastinginkomsten en droegen zo bij aan een lager EMU-saldo. Achteraf moet worden geconcludeerd dat Nederland op te grote voet heeft geleefd. Voor een goede ontwikkeling van de Nederlandse economie is een herstel van het vertrouwen in het pensioensysteem noodzakelijk. Het systeem moet niet meer beloven dan het waar kan maken, want dat ondergraaft slechts het vertrouwen.

4.1 De verdeling van beleggingsrisico's over generaties

Risicodeling tussen huidige generaties

Eén van pijlers van het systeem was de gedachte dat door de risicodeling tussen generaties een beter resultaat kon worden bereikt. Dat komt vooral doordat jongeren beter in staat zijn om beleggingsrisico's op te vangen dan ouderen. Een manier om dat te bereiken is voor jonge deelnemers risicovoller te beleggen dan voor ouderen. Dit is alleen tot wederzijds voordeel als jongeren dan een vergoeding ontvangen voor het overnemen van het risico van ouderen en meer dan gemiddeld profiteren bij positieve schokken. Het nieuwe pensioencontract (zie verder) biedt mogelijkheden voor een meer gelijkmatige spreiding van schokken.

Risicodeling tussen generaties werkt echter niet als het gaat om het opvangen van macro-economische risico's. Macro-economische risico's treffen alle *huidige* generaties tegelijk. Als de beurskoersen dalen, hebben alle generaties die nu in het pensioenfonds deelnemen daar last van. Het risico van de een valt dus niet weg tegen het risico van de ander.

Risicodeling met toekomstige generaties rendeert

Risicodeling met *toekomstige* generaties brengt forse welvaartsvoordelen met zich mee¹. Het gaat dan om generaties die nu nog niet aan het pensioenfonds deelnemen. De beste pensioenresultaten kunnen worden bereikt door mee- en tegenvallers op financiële markten deels naar hen door te schuiven. Dat werkt het best als de huidige generaties een buffer hebben aangelegd, waarop het fonds kan interen als zich een tegenvaller aandient. Als er geen buffer is, dan ligt dat veel moeilijker. Door in te teren zou de buffer dan immers negatief worden en nieuwe deelnemers zouden het fonds met een onbetaalde rekening uit het verleden betreden.

Verplichtstelling

In theorie is het geen probleem dat nieuwkomers een onbetaalde rekening aantreffen, omdat deelname verplicht is via de verplichtstelling. In de praktijk zijn hier echter twee beperkingen. Allereerst krimpen sommige pensioenfondsen puur vanwege een slinkende werkgelegenheid in hun sector. De mogelijkheden om lasten door te schuiven nemen dan snel af. Ten tweede komt ondanks de verplichtstelling de instroom in een pensioenfonds met een negatief vermogen vroeg of laat onder druk te staan, zeker als het gaat om kleinere fondsen. Zo zullen werkgevers trachten naar een andere cao over te stappen of hun eigen ondernemingspensioenfonds op te zetten. De verplichtstelling biedt slechts deels bescherming tegen de leegloop van een pensioenfonds met een negatieve buffer.

Buffers verdwenen

Het probleem is nu dat buffers zijn verdwenen. En buffers die eenmaal weg zijn, komen ook niet eenvoudig meer terug. Pensioenfondsen staan met de rug tegen de muur. Vanwege het uitgangspunt in het bestaande pensioencontract van nominale zekerheid zullen zij minder risicovol moeten beleggen. Dat is slecht voor jongere generaties. Bovendien wordt het opgebouwde pensioenvermogen steeds groter ten opzichte van het inkomen van toekomstige premiebetalers, waardoor het moeilijker wordt tegenvallers te verhalen op toekomstige generaties.

¹ Bonenkamp en Westerhout geven een overzicht van studies naar de welvaartswinst van intergenerationale risicodeling. De uitkomsten van de meeste onderzoeken liggen tussen 6% en 9% van de zekerheidsequivalente consumptie (het consumptieniveau dat in een wereld zonder onzekerheid hetzelfde nut oplevert als in een onzekere wereld). De laagste schatting van de welvaartswinst is 2,3%; de hoogste 19,0%. Zie Bonenkamp, J. en E. Westerhout (2011) Pensioenen na de grote recessie: einde intergenerationale risicodeling?, *TPEdigitaal*, 5 – nr. 2, pp. 83-99, inz. p. 91. Zie ook: Bonenkamp, J.P.M. (2013) *Risk, redistribution and retirement: The role of pension schemes* (proefschrift UvT).

Demp macro-economische schokken rond pensioenpremies en -uitkeringen ...

Het uitsmeren van schokken in het pensioenvermogen over een lange periode is verstandig. Ouderen kunnen schokken beperken door minder risicovol te beleggen. Jongeren kunnen meer risico dragen, omdat zij nog een lange periode voor zich hebben om een schok op te vangen. Jongeren moeten schokken dus vooral dempen door een lange hersteltermijn te hanteren. Dit leidt tot geringere fluctuaties in de beschikbare inkomens van gepensioneerden en werkenden. Dit komt de macro-economische stabiliteit ten goede.

... zonder dit te vermengen met herverdeling tussen generaties

Het probleem met het huidige pensioenstelsel is dat het geleidelijker verwerken van schokken direct vermengd wordt met herverdeling tussen generaties omdat de eigendomsrechten van generaties niet helder zijn gedefinieerd. Binnen het huidige stelsel leidt het dempen van schokken vooral tot een transfer van jong naar oud, omdat in de praktijk de korting op de uitkeringen van ouderen met enige vertraging plaatsvindt, terwijl de jongeren pas een uitkering krijgen als de schokken geheel zijn verwerkt. Zonder een heldere toedeling van het vermogen aan generaties leidt iedere beleidswijziging dus tot de vraag welke generatie daarvan de rekening betaalt. Dat leidt tot een veldslag, waarbij ingewikkelde berekeningen moeten uitwijzen of deze of gene generatie tekortgedaan wordt². Dit heeft bijgedragen aan de afname van het vertrouwen in het systeem en het bemoeilijkt de implementatie van verbeteringen.

4.2 Het nieuwe pensioencontract

Het huidige onvoorwaardelijk pensioencontract verergert de problemen

In de huidige onvoorwaardelijke pensioencontracten worden pensioenfondsen als het ware gedwongen om de macro-economische instabiliteit te vergroten. In dit contract wordt gebruikgemaakt van de nominale risicovrije rente als discontovoet. Deze rente is zeer conjunctuurgevoelig. In tijden van crisis daalt die rente door de toegenomen risicoperceptie. Tegelijkertijd stijgt de risicopremie op aandelen waardoor aandelen in waarde zakken.

De sterke nadruk op de nominale pensioenaanspraken leidt ertoe dat pensioenfondsen het nominale renterisico gaan afdekken. Voor verplichtingen met een lange looptijd kan dat niet wenselijk zijn. Bovendien kan de waardering van de verplichtingen met de nominale rente tijdens een laagconjunctuur waarin nominale rentes meestal laag zijn, tot een stijging van de waarde van de verplichtingen leiden

2 Vgl. CPB (2012) *Generatie-effecten Pensioenakkoord*, Notitie op verzoek van het Ministerie van SZW, 30 mei 2012.

en dus tot een restrictief beleid als de consumptie toch al onder druk staat: hogere premies, lagere uitkeringen. En omdat de hogere pensioenpremies fiscaal aftrekbaar zijn en omdat uitbetaalde pensioenen worden belast en lagere pensioenen dus leiden tot minder belastinginkomsten, versterkt dit ook de conjunctuurgevoeligheid van het EMU-saldo.

Nieuwe pensioencontract lost die problemen deels op ...

In het nieuwe pensioencontract worden belangrijke stappen gezet om deze problemen op te lossen. Weliswaar wordt het vermogen niet expliciet toegedeeld aan generaties, maar het contract is geleidelijk aan zo geëxpliciteerd dat de aanspraken van iedere generatie kunnen worden bepaald. Dat draagt bij aan het herstel van het vertrouwen. Het ligt in de rede dat dit proces van explicitering de komende jaren verder zal gaan. Daarnaast draagt het nieuwe contract bij aan een grotere weerbaarheid van het pensioensysteem tegen schokken op de financiële markten. Pensioenrechten zijn expliciet voorwaardelijk. Dit biedt mogelijkheden om het pensioensysteem stabielere te maken.

De overgang naar het nieuwe contract maakt het wenselijk om oude aanspraken in te varen in het nieuwe contract. Pensioenfondsen zien op tegen de hieraan verbonden risico's. Dit kan een ongewenste barrière vormen om de overstap te maken naar het nieuwe, stabielere pensioencontract. De overheid moet haar verantwoordelijkheid nemen door deze barrière zo veel mogelijk langs wettelijke weg te slechten.

... door het verder uitsmeren van schokken en een stabielere discontovoet

Inmiddels is besloten om een zogenoemde beleidsdekkingsgraad te introduceren, waarbij sprake is van éénjaars middeling van de feitelijke dekkingsgraad³. Daarnaast voorziet de Hoofdlijnnota van de minister van SZW in een aantal mechanismes om de conjuncturele impact van het pensioenstelsel te dempen, zoals bijvoorbeeld de mogelijkheid om schokken over 10 jaar uit te smeren. Het is goed dat deze conjunctuurdempende mechanismes inmiddels beschikbaar zijn.

De stabiliserende rol van aanvullende pensioenen kan verder worden versterkt door een stabiliserender discontovoet te hanteren, waarbij deze discontovoet natuurlijk wel een afspiegeling van het pensioencontract moet zijn. Dit houdt onder meer in dat van de vormgeving van de discontovoet geen onbedoelde generatie-effecten uitgaan en dat de houdbaarheid van het pensioencontract gewaarborgd blijft. De discontovoet zou stabiliserender kunnen werken als deze rekening kan houden met inflatieverwachtingen en de risicopremie. In een laagconjunctuur met lage nominale rentes zou de inflatie-afslag laag en de risico-opslag hoog kunnen zijn, afhan-

3 Minister van Sociale Zaken (2012) *Hoofdlijnnota herziening financieel toetsingskader pensioenen*, 30 mei 2012.

kelijk van de wijze waarop deze afslag en opslag wordt vastgesteld. In een hoogconjunctuur is het net andersom. Dit zou kunnen voorkomen dat er in goede tijden te veel wordt uitgekeerd aan ouderen en dat er in slechte te veel moet worden gekort op de pensioenen.

Bezien moet worden of het mogelijk is bij het onderliggende nieuwe pensioencontract een macro-stabiele discontovoet vorm te geven. Omdat de verwachte inflatie en de risicopremie geen direct waarneembare grootheden zijn, bestaat het risico van interpretatieverschillen en van selectieve toepassing. Een nieuwe discontovoet moet ook bestuurlijk uitvoerbaar zijn. Er is dus behoefte aan een mechanisme om de nieuwe discontovoet op een onafhankelijke manier vast te stellen en consequente toepassing ervan in goede én slechte tijden te verzekeren.

Nieuwe rol toezichthouder

In een duurzaam stelsel is de rol van de toezichthouder niet alleen om toe te zien hoe een fonds er financieel voor staat, maar ook of het pensioenfondsbestuur niet middelen van de ene generatie gebruikt om de problemen van een andere generatie op te lossen. Daarnaast moet er natuurlijk toezicht blijven op de risico's die verschillende generaties moeten dragen en op de haalbaarheid van de afgesproken pensioenambities. Zo moeten de gecommuniceerde risico's overeenkomen met de risico's die fondsen daadwerkelijk nemen.

4.3 Kapitaaldekking én omslag

Kapitaalgedekte pensioenen hebben voordelen ...

Nederland steekt qua kapitaaldekking met kop en schouders boven andere landen uit. Tabel 4.1 geeft voor een aantal landen de omvang van het vermogen van huishoudens. Het pensioenvermogen is in ons land verreweg het hoogst van de EU-landen. Onze pensioenverplichtingen zijn dus veel meer kapitaalgedekt dan die van andere EU-lidstaten. Een zuiver systeem van kapitaaldekking heeft twee voordelen. Allereerst spaart iedereen voor zichzelf. In omslagstelsels is vergrijzing een probleem, omdat steeds minder werkenden de lasten voor steeds meer gepensioneerden moeten opbrengen. Ten tweede heeft een land met kapitaaldekking meer risicodragende, langetermijnbesparingen tot zijn beschikking.

Tabel 4.1 Financiële activa van huishoudens als percentage bbp in 2011

	Euro -17	NL	BE	DEN	DU	FR	IT	SP
Bruto financiële activa	197	304	258	264	182	202	219	160
- Spaargeld en contanten	72	71	83	49	74	61	71	80
- Aandelen/eigendomsbewijzen	43	33	78	69	32	45	60	41
- Overige effecten	14	7	28	9	10	3	45	7
- Overige financiële activa	9	8	8	8	4	22	4	9
- Pensioenvermogen en levensverzekeringen	59	185	61	128	62	72	38	23
- Pensioenvermogen	n.b.	151	4	59	n.b.	8	12	10
- Levensverzekeringen	n.b.	35	57	69	n.b.	64	26	13
Minus: - Langetermijnleningen	61	124	53	134	56	55	42	79
- Kortetermijnleningen	3	4	2	6	3	2	4	3
- Overige passiva	5	7	1	9	1	10	6	6
Netto financiële activa	128	170	203	114	122	135	168	72

Bron: Eurostat

... maar dragen ook bij aan macro-economische instabiliteit

Het systeem van kapitaaldekking heeft echter ook een nadeel. De waarde van beleggingen varieert sterk, veel sterker dan de waarde van het bbp. Deze hoge volatiliteit van financiële activa maakt risicodeling met *toekomstige* generaties aantrekkelijk. Omdat de winstquote min of meer constant is, tenderen aandelenkoersen op lange termijn naar een soort gemiddeld percentage van het bbp⁴. Die hersteltermijn is echter lang: het kost 10 tot 20 jaar om de helft van het verschil met het langetermijnevenwicht weg te werken. Hierdoor heeft de spreiding van beleggingsrisico's over meerdere generaties meerwaarde. Meevallende rendementen in vette jaren, zoals in de jaren negentig, worden dan opgepot voor de magere jaren die daar onvermijdelijk op volgen.

Omslag minder kwetsbaar voor financiële schokken

In een omslagstelsel wordt de huidige premie-inleg gebruikt om de huidige pensioenen mee te betalen. Ieder procent van het bbp dat aan premie wordt betaald, wordt dus nog datzelfde jaar als pensioen uitgekeerd. Schokken op de financiële markten hebben geen effect voor het omslagdeel van het pensioenstelsel.

Het is goed dat het Nederlandse stelsel een mengvorm is van een omslagstelsel voor de AOW (de eerste pijler) en kapitaaldekking voor pensioenen (de tweede pijler). In de loop der jaren heeft de tweede pijler vanwege de beperking van de stijging van

⁴ Cochrane laat zien dat sprake is van convergentie (op lange termijn) naar een vaste koers/winst-verhouding. Uitgaande van een constante AIQ op lange termijn, zal ook de koers/bbp-verhouding tenderen naar een vaste waarde. Cochrane, J.H. (2008) The Dog That Did Not Bark: A Defense of Return Predictability, *The Review of Financial Studies*, 21 - nr. 4 (juli), pp. 1533-1575.

de AOW en de verdere rijping van pensioenfondsen geleidelijk aan gewicht gewonnen. Gelet op de wens om de Nederlandse economie minder volatiel te doen zijn, is het dus zaak om oog te houden voor een goede balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking.

4.4 Beleggingen in Nederland van pensioenfondsen

Om de financiële risico's van pensioenfondsen zo veel mogelijk te beperken zijn de beleggingen van het Nederlandse pensioenvermogen over de hele wereld gespreid. Op die manier wordt bij gegeven risicobereidheid het hoogst mogelijke rendement gehaald. Het belang van Nederland in de portefeuille is overgewogen ten opzichte van het Nederlandse aandeel in de wereldeconomie (1 procent). Zo hebben de Nederlandse pensioenfondsen nu gemiddeld circa 15 procent van het belegde vermogen in Nederland uitstaan, vooral in bedrijfsobligaties en in schatkistpapier. Een goede internationale spreiding van beleggingen blijft van belang, maar dat hoeft enige uitbreiding van het belang van Nederland in de portefeuilles niet in de weg te staan⁵. Voor een dergelijke uitbreiding pleiten twee soorten overwegingen.

Pensioenverplichtingen zijn gecorreleerd met Nederlands bbp ...

Ten eerste zijn de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen sterk gecorreleerd met het Nederlandse bbp. Gaat het hier goed, dan gaan de lonen omhoog en omdat wij onze pensioenen bij voorkeur willen koppelen aan de lonen, leidt een stijging van het bbp dus automatisch tot een stijging van de pensioenverplichtingen. Het ligt dus voor de hand om beleggingen in Nederland te overwegen, zeker met het nieuwe reële pensioencontract.

... en vragen om daarop afgestemde financiële instrumenten

Een reëel pensioenstelsel vraagt financiële instrumenten die een reëel rendement bieden. Zo zijn huurobligaties die de houder een deel van de toekomstige huurinkomsten van corporaties in het vooruitzicht stellen, voor een pensioenfonds zeer interessant. De omvang van deze inkomensstroom is nauw gerelateerd aan het toekomstige bbp en daardoor aan de toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds.

⁵ Uit een recente position paper van het Verbond van Verzekeraars blijkt dat Nederlandse verzekeraars meer dan de helft van hun vermogen in Nederland hebben belegd. Een verhoging bij ABP van het aandeel beleggingen in Nederland naar een kwart van het ABP-vermogen zou betekenen dat in ons land 19,5 mrd extra zou worden belegd.

Internationale kapitaalmarkt blijft risicovol ...

Een tweede reden om de spreiding van beleggingen te heroverwegen is dat de internationale kapitaalmarkt minder soepel functioneert dan eerder gedacht. Uiteindelijk blijken investeringen in eigen land veiliger dan in andere landen. Dat is mede het gevolg van politieke risico's. Als er verliezen moeten worden afgeboekt, zijn goede banden met de lokale politiek wenselijk. Die zijn in eigen land altijd beter dan elders.

... en binnenlandse pensioenbeleggingen geven steun voor verstandig economisch beleid
Binnenlands geldt een spiegelbeeldige redenering. De verleiding is groot om sociale problemen op te lossen door middelen te onttrekken aan het winstinkomen. Dat tast het groeivermogen en de werkgelegenheid aan. Wanneer pensioenfondsen een voldoende groot belang nemen in Nederlandse beleggingen wordt deze verleiding beperkt.

Geen beleggingsdwang voor pensioenfondsen

De deelnemers in het pensioenfonds hebben belang bij een goed rendement tegen een zo laag mogelijk risico, omdat uit dat rendement later hun pensioen moet worden betaald. Pensioenfondsen kunnen verleid worden om meer in Nederland te beleggen, bijvoorbeeld door langlopende financiële titels te creëren waarvan de rente en aflossing verzekerd is of die een bescherming tegen het Nederlandse inflatierisico bieden (zie paragraaf 3.2). Maar beleggingsdwang wijzen wij af, en is overigens ook verboden door de Europese pensioenrichtlijn.

5 Wat te doen?

Nederland staat voor een driedelige opgave een oplossing te vinden voor de structurele problemen op de huizenmarkt, bij de banken en in de pensioensector. Het terugdringen van de huidige kwetsbaarheden en volatiliteit van de economie en het investeren in anticyclische instituties helpt bij het verminderen van de onzekerheid bij burgers en ondernemers, en draagt daarmee bij aan herstel van vertrouwen. Het kan ook een bijdrage leveren aan evenwicht op de arbeidsmarkt. Maar met het daadwerkelijk bereiken van een duurzaam evenwicht in de economie zal nog een aantal jaren gemoeid zijn. Daarom is het belangrijk om eerst de aard van de onevenwichtigheden en hun onderlinge samenhang goed te analyseren en deze analyse helder en met overtuigingskracht uit te dragen in het publieke debat. Een breed gedeeld inzicht in de oorzaak van de problemen en in de aard van de oplossingsrichtingen zal het vertrouwen wekken dat verstandig beleid dat daarop is geënt, tot duurzaam herstel van groei en werkgelegenheid gaat leiden.

Deze verkenning wil in de eerste plaats zo'n gezamenlijke diagnose aanreiken. Wat hier vervolgens aan maatregelen wordt gesuggereerd is geen uitgewerkt plan of blauwdruk. Het is aan de politiek om de maatregelen in te vullen, uit te werken en een goed begaanbaar transitiepad hiervoor te kiezen. Hier wordt slechts een zoekrichting aangegeven.

Woningmarkt

1. Stabieler financieren van hypotheeklen. Gelet op de doorgaans lange looptijden van hypotheeklen is het van belang daarvoor meer langetermijnfinanciering aan te trekken. Daarmee ontstaat meer stabiliteit en zekerheid voor huishoudens, banken en financiers.
2. Verhoging van LTV-ratio's, zodat er een buffer is voor het opvangen van huizenprijzdalingen. Voor nieuwe hypotheeklen is in de afgelopen jaren een eerste stap gemaakt. Uiteindelijk is een verdere daling van LTV's onontkoombaar, maar de timing hiervan luistert gezien de recessie nauw. Een daling van LTV's vergt ook meer mogelijkheden om te sparen voor een eigen woning.
3. Een goed functionerende huurmarkt. Dit is een noodzakelijk complement van lagere LTV's. Het ontbreken van een middensegment op de huurmarkt maakt dat veel huishoudens zich te vroeg en te diep in hypotheekschulden steken. Voorwaarden voor zo'n goed functionerende huurmarkt zijn een gelijkere fiscale behandeling van huur en een gelijk speelveld tussen woningcorporaties en commerciële verhuurders. Op korte termijn kunnen tussenvormen tussen

huur en koop behulpzaam zijn, bijvoorbeeld door verhuur van onverkochte woningen toe te staan met behoud van hypotheekrenteaftrek.

4. Een oplossing voor probleemhypotheeken. Het aantal huishoudens met een potentiële restschuld wordt nu geraamd op een half miljoen. Dit is een risico voor huishoudens én financiële sector. Dat probleem zal niet op korte termijn worden opgelost. De nieuwe fiscale regeling voor restschuld is een goede stap. Blijvende aandacht voor deze problematiek is geboden.

Financiële sector

5. Meer inzicht en zekerheid voor beleggers in Nederlandse hypotheeken. Tijdelijke overheidsgaranties kunnen helpen om een liquide markt in hypotheekpapier te creëren; de bestaande hypotheekberg drukt dan minder op de bankbalansen.
6. Verdere ruimte voor financiering van het mkb. Als de economische groei straks aantrekt, kan kredietransoenering hier een belangrijke flessenhals blijken. Partiële overheidsgaranties kunnen hier behulpzaam zijn. Daarnaast is een wederopstanding van de onderhandse kapitaalmarkt voor leningen aan het mkb welkom.

Pensioenen

7. Minder fluctuaties in pensioenen door de overgang naar het nieuwe pensioencontract met langere hersteltermijnen en, binnen bepaalde randvoorwaarden, een meer stabiliserende discontovoet. Hierdoor hebben schokken op financiële markten minder gevolgen voor pensioenpremies en -uitkeringen.
8. In het nieuwe pensioencontract moet de toezichthouder er ook op toezien dat middelen van de ene generatie niet worden gebruikt om problemen van een andere generatie op te lossen. Toezicht blijft nodig op de risico's en de haalbaarheid van pensioenambities.
9. Gelet op de wens de Nederlandse economie minder volatiel te doen zijn, is het zaak om oog te houden voor een goede balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking.
10. Maak het voor institutionele beleggers (pensioenfondsen en verzekeraars) aantrekkelijk om binnen hun autonome risico-rendementafweging een groter deel van hun beleggingen in Nederland uit te zetten.

Institutes voor anticyclisch beleid

11. Bij het voorkomen van een volgende crisis hoort dat beleidsmakers in een volgende opgaande fase tijdig op de rem kunnen trappen teneinde oververhitting en/of het ontstaan van nieuwe zeepbellen te voorkomen. Het macroprudentieel toezicht moet hier een belangrijke rol gaan spelen.

Den Haag, 19 april 2013

W. Draijer
Voorzitter

V.C.M. Timmerhuis
Algemeen secretaris



Bijlagen

Woningfinanciering in Denemarken, Canada (en Nederland)

Denemarken en Canada kenmerken zich door een transparante en efficiënte manier van hypotheekfinanciering. De hypotheekrente is in deze landen significant lager dan in Nederland.

Denemarken kent net als Nederland omvangrijke collectieve pensioenbesparingen en een groot financieringsgat. Twee kernelementen van het Deense hypotheekstelsel zijn: ringfencing en het balansprincipe. In Denemarken zijn hypotheekactiviteiten afgesplitst van de rest van de bankbalans in aparte hypotheekbanken (ringfencing). De hypotheekbanken financieren hypotheekleningen uitsluitend op de kapitaalmarkt door de directe uitgifte van gespiegelde hypotheekobligaties met dezelfde kasstromen als de verstrekte hypotheekleningen (balansprincipe). Hierdoor verdwijnen herfinancieringsrisico's van de bankbalans; beleggers hoeven zich geen zorgen te maken over herfinanciering omdat de kasstroom van de obligatie precies overeenkomt met de hypotheekleningen die in dekking zijn gegeven. Het kredietrisico wordt wel afgedekt door de bank: er is sprake van volledig beroep op de hypotheekbank bij wanbetaling door de consument (full recourse). Dit kan omdat banken door het balansprincipe geen herfinancieringsrisico's meer lopen; zij concentreren zich daarom op hun kerntaak – het selecteren van kredietwaardige klanten. Het benodigde buffervermogen voor het kredietrisico en het eventueel daarvoor benodigde extra onderpand (*overcollateralisatie*) wordt gefinancierd op de kapitaalmarkt met achtergestelde obligaties en eigen vermogen zodat er geen beslag op spaargeld en het depositogarantiestelsel wordt gelegd.

Canada kent een verplichte verzekering voor hypotheekleningen met hogere LTV-ratio's (vanaf 80 procent). Hierdoor daalt net als bij de Nederlandse NHG het risico voor de bank. Anders dan in Nederland hangt de verzekeringspremie af van de hoogte van de LTV-ratio; een hogere LTV betekent een hogere premie. De Canadese overheid garandeert ook de tijdige en volledige betaling van rente en hoofdsom van de verzekerde hypotheekleningen bij securitisatie, waardoor voor beleggers een tijdige betaling is gegarandeerd en banken hypotheekleningen tegen AAA-condities kunnen financieren op de kapitaalmarkt (ook Canada heeft een depositofinancieringsgat). De overheid koopt de verzekerde en gesecuritiseerde hypotheekleningen op door uitgifte van hypotheekobligaties (Canada Mortgage Bonds, CMB's). Deze CMB's hebben eenzelfde uitbetalingstructuur als staatsobligaties. Ook dit draagt bij aan een daling van de financieringskosten van hypotheekleningen.

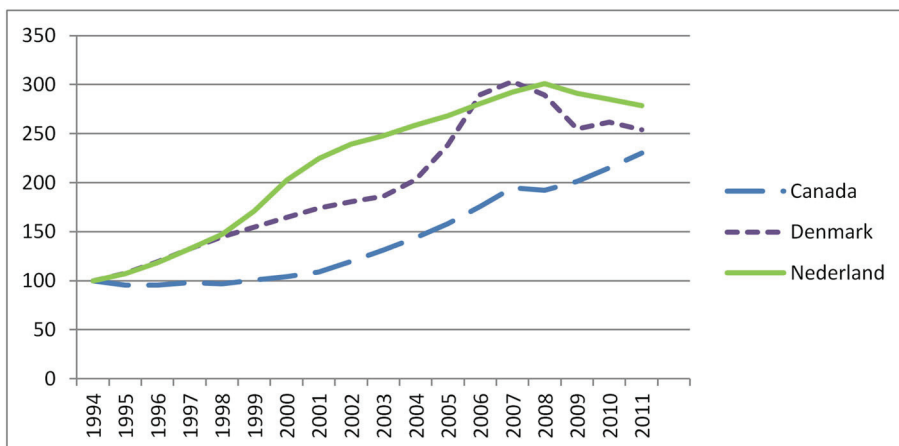
In Denemarken en Canada is er een veel sterkere correlatie tussen de risicovrije rente en de hypotheekrente. Door een aparte behandeling van hypotheeken worden deze niet belast met het sentiment op de kapitaalmarkt over de niet-hypotheekactiviteiten van banken. De risicopremie is uitsluitend gerelateerd aan hypotheekactiviteiten. Hieronder een vergelijking op hoofdlijnen van de woningfinanciering in Nederland, Denemarken en Canada.

	Nederland	Denemarken	Canada
Max. LTV-ratio	<p>bestaande bouw: 105% nieuwbouw: 103% (verschil = ODB)</p> <p>Verdere verlaging naar 100% is aangekondigd: 1%-punt p/j in periode 2013-2018</p> <p>Uitzondering: financiering duurzame energiebesparende investeringen aan woning</p>	<p>80%</p> <p>Huishoudens kunnen ontbrekende 20% evt. financieren via een tweede hypotheek. Deze hypotheeken kenmerken zich door een duidelijk hoger rentepercentage</p>	<p>Bij LTV>80% is kredietverzekering verplicht Bij LTV>95% worden geen verzekeringen afgegeven</p> <p>Verzekeringen worden afgegeven door Canada Mortgage & Housing Corporation of private verzekeraar met certificaat van Ministry of Finance</p>
Max. looptijd	<p>De facto 30 jaar i.v.m. hypotheekrenteaftrek</p> <p>Voor evt. tweede lening (zie hieronder) is er geen maximumlooptijd</p>	<p>30 jaar</p> <p>Tot 1996 waren alle hypotheeken rentevast, meestal voor volledige looptijd van 30 jaar</p>	<p>In 2012 verlaagd van 30 naar 25 jaar</p>
Max. LTI-ratio	<p>Nibud-normen gebaseerd op inkomen, rentepercentage en leeftijd (65+/65-)</p>	<p>Banken dragen kredietrisico en hebben prikkel om alleen solvabele huishoudens van hypotheek te voorzien</p>	<p>Er zijn regels voor verhouding woonschuld-inkomen (39%) en totale schuld-inkomen (44%)</p>
Max. aflossingsvrij deel hypotheek	<p>50% (GHF-code)</p> <p>Voor nieuwe leningen is vanaf 2013 alleen hypotheekrenteaftrek beschikbaar bij volledige aflossing. Door tweede lening af te sluiten kan de aflossing worden teruggebracht tot 50 procent</p>	<p>Traditioneel was aflossing verplicht. Vanaf 2003 is 10 jaar uitstel van aflossing toegestaan.</p> <p>Vanaf 1996 zijn ook variabele rentes toegestaan</p>	<p>Volledige aflossing in maximaal 25 jaar verplicht. Verbod op aflossingsvrij in eerste jaren van de looptijd.</p> <p>Mogelijkheid voor aflossingsvrij alleen bij LTV tot 50%</p>
Nationale hypotheekgarantie (NHG)	<p>Vrijwillig</p> <p>Premie: eenmalig 0,85%, ongeacht LTV-ratio</p> <p>Bovengrens: 320.000 Wordt t/m 2014 geleidelijk teruggebracht naar oorspronkelijke bedrag van € 265.000</p>	<p>Geen</p>	<p>Verplicht vanaf LTV 80%</p> <p>Premie afhankelijk van LTV-ratio: 0,5%-2,75% (LTV hoog, premie hoog)</p> <p>Bovengrens: Can\$ 1 mln (ca. 820.000 euro)</p>

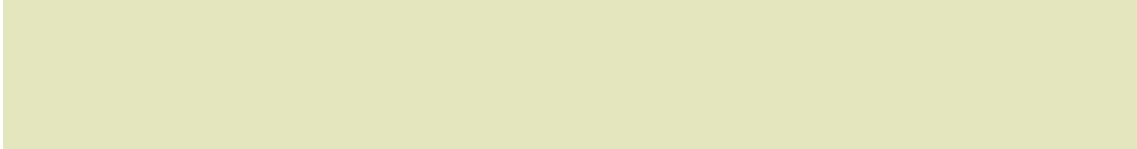
	Nederland	Denemarken	Canada
Overdrachtsbelasting (ODB)	Blijvend verlaagd naar 2%	1% over getaxeerde waarde tot DKK 3.040.000 (€407.660), 3% over waarde daarboven	Lokaal bepaald en geheven. Percentage lopen uiteen van 0,57 tot 2,56%
Bijzonder	Hypotheekrenteaftrek geeft prikkel om hypotheekschuld op te bouwen en zo veel mogelijk in stand te houden	Centraal element is het balansprincipe: financiering van hypotheek gebeurt via obligaties met gelijke looptijd, rentevastperiode en aflossingsprofiel Denen kunnen de obligatie waarmee hun hypotheek is gefinancierd ten alle tijd terugkopen tegen marktwaarde, ook (juist) bij rentestijging of -daling ('callable bonds')	Overheid securitiseert verzekerde hypotheek en transformeert in door de staat gegarandeerde obligaties (NHA-MBS, CMB) Home Buyers' Plan (HBP) dat starters mogelijkheid geeft om pensioengeld belastingvrij in te zetten als aanbetaling voor eigen woning (max. Can\$ 25.000 per persoon per jaar)
Hypotheekrente	Hypotheekrente in Nederland is ongeveer 1 %-punt hoger dan in andere landen in vergelijkbare situatie Verlaging van ECB-beleidsrente werkt niet goed door in hypotheekrente	Inzichtelijke koppeling tussen marktrente en hypotheekrente Bij een LTV van 80% is hypotheekrente ca. 2%-punt lager dan in Nederland, daarboven is verschil kleiner maar nog altijd significant	Staatsgegarandeerde hypotheekobligaties renderen 25 tot 35 basispunten boven reguliere Canadese staatsobligaties (AAA). Hypotheekrente is hierop gebaseerd Toepassing in Nederland zou hypotheekrentedaling van 40 tot 50% kunnen betekenen*

* Berg, P. van den, L. Bovenberg en D. van den Brink (2012) Het Canadese hypotheekmodel, *ESB*, 97 - nr. 4649/4650 (14 dec), pp. 2-4.

Figuur B1 Ontwikkeling huizenprijzen 1994-2011 (index: 1994=100, nominale wijziging t.o.v. jaar eerder)



Bron: OECD key tables, bewerkt door secretariaat



Samenstelling Commissie Sociaal-Economische Aangelegenheden (SEA)

Onafhankelijke leden

ir. W. Draijer (voorzitter)
 prof. dr. A.W.A. Boot
 prof. dr. A.L. Bovenberg
 prof. dr. J. Swank (DNB)
 prof. dr. C.N. Teulings (CPB)

Plaatsvervangende leden

mw. prof. dr. B.E. Baarsma
 prof. dr. J.H. Garretsen
 prof. dr. C.G. de Vries

Ondernemersleden

mw. G. Dolsma (VNO-NCW)
 drs. G.A.M. van der Grind (LTO Nederland)
 mw.drs. M.S.M. Grondhuis (VNO-NCW)
 drs. C. Oudshoorn (VNO-NCW)

drs. J.A.M. Klaver
 mr. W.M.J.M. van Mierlo

Werknemersleden

drs. C.C.H.J. Driessen (FNV)
 drs. A.P.C.M. van Holstein (MHP)
 mr. M.H.J. Limmen (CNV)
 mw. mr. C.E. Passchier (FNV)
 drs. J. Visser (FNV)

mr. W.J. Lubbers
 M. Nijlant MSc

drs. E. Tasma

Adviserende leden

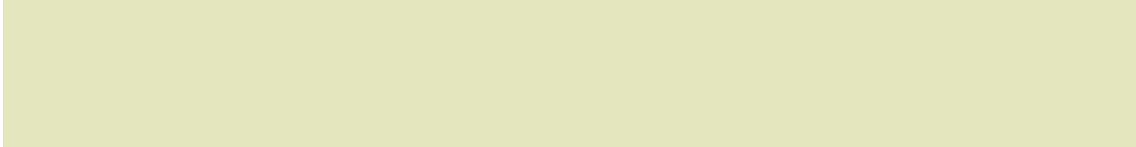
dr. J.M. Berk (DNB)
 J.F.P. Hers (CPB)

Ministeriële vertegenwoordigers

E. Afman MSc (Fin)
 D. Hagoort (BZK)
 M. Klok MSc (EZ)
 mw. F. de Koning MSc (EZ)

Secretariaat

drs. N. Achterberg
 drs. M.G. Bos
 dr. A.G. van Riel
 drs. A.R.G.J. Zwiers



Publicatieoverzicht

Algemeen

De belangrijkste adviezen en rapporten van de SER komen in boekvorm uit. Een jaarabonnement op deze publicaties kost € 90,50. Losse exemplaren kosten € 7,50, tenzij anders aangegeven.

Van de meeste adviezen wordt een aparte samenvatting gemaakt, zowel in het Nederlands als in het Engels. Deze samenvattingen kunt u raadplegen op onze website. Sommige Engelstalige samenvattingen zijn ook beschikbaar in boekvorm en zijn gratis. De bibliografische gegevens vindt u op onze website.

Het SERmagazine, met nieuws en opinies over de SER, de Stichting van de Arbeid en de overlegeconomie, verschijnt maandelijks. Een jaarabonnement is gratis. Een overzicht van alle SER-uitgaven vindt u op onze website (www.ser.nl).

Adviezen

Make it in the Netherlands! Advies over binding van buitenlandse studenten aan Nederland
2013, 58 pp., ISBN 978-94-6134-051-1, bestelnr: 13/01

Naar een Energieakkoord voor duurzame groei
2012, 32 pp., ISBN 978-94-6134-046-7, bestelnr: 12/07

Naar een kwalitatief goede, toegankelijke en betaalbare zorg: een tussentijds advies op hoofdlijnen
2012, 60 pp., ISBN 978-94-6134-045-0, bestelnr: 12/06

Reactie op (conceptnota van wijziging) wetsvoorstel versterking bestuur pensioenfondsen
2012, 19 pp., ISBN 978-94-6134-044-3, bestelnr: 12/05

Verschuivende economische machtsverhoudingen
2012, 228 pp., ISBN 978-94-6134-040-5, bestelnr: 12/04

Alternatieve geschilbeslechting in de EU
2012, 84 pp., ISBN 978-94-6134-043-6, bestelnr: 12/03

Werk maken van scholing, advies over postinitiële scholingsmarkt
2012, 144 pp., ISBN 978-94-6134-038-2, bestelnr: 12/02

Vorlopige nanoreferentiewaarden voor synthetische nanomaterialen
2012, 150 pp., ISBN 978-94-6134-035-1, bestelnr: 12/01

Medezeggenschap en (I)MVO
2011, 26 pp., ISBN 978-94-6134-033-7, bestelnr: 11/11

Ontwikkeling door duurzaam ondernemen
2011, 130 pp., ISBN 978-94-6134-032-0, bestelnr: 11/10

Grenswaarden voor asbest

2011, 22 pp., ISBN 978-94-6134-029-0, bestelnr: 11/09

Klachtenbehandeling aanstellingskeuringen

2011, 42 pp., ISBN 978-94-6134-027-6, bestelnr: 11/08

Strategische Agenda Hoger Onderwijs, Onderzoek en Wetenschap

2011, 56 pp., ISBN 978-94-6134-025-2, bestelnr: 11/07

Tijden van de samenleving

2011, 124 pp., ISBN 978-94-6134-024-5, bestelnr: 11/06

Werk maken van baan-baanmobiliteit

2011, 166 pp., ISBN 978-94-6134-023-8, bestelnr: 11/05

Toekomst scholing en vorming leden ondernemingsraad

2011, 44 pp., ISBN 978-94-6134-022-1, bestelnr: 11/04

Bevolkingskrimp benoemen en benutten

2011, 200 pp., ISBN 978-94-6134-021-4, bestelnr: 11/03

Zelfstandigen en arbeidsomstandigheden

2011, 38 pp., ISBN 978-94-6134-020-7, bestelnr: 11/02

Toegang tot het recht voor de consument en de ondernemer

2011, 18 pp., ISBN 978-94-6134-018-4, bestelnr: 11/01

Meer chemie tussen groen en groei

2010, 132 pp., ISBN 978-94-6134-015-3, bestelnr: 10/05

Zp'ers in beeld: Een integrale visie op zelfstandigen zonder personeel

2010, 208 pp., ISBN 978-94-6134-013-9, bestelnr: 10/04

Meer werken aan duurzame groei

2010, 200 pp., ISBN 978-94-6134-008-5, bestelnr: 10/03

ARIE-regeling

2010, 24 pp., ISBN 978-94-6134-002-3, bestelnr: 10/02

Advies Overheid én Markt: het resultaat telt! Voorbereiding bepalend voor succes

2010, 234 pp., ISBN 978-94-6134-001-6, bestelnr: 10/01

Benoemingsrecht Sociaal-Economische Raad 2010-2012

2009, 30 pp., ISBN 90-6587-994-3, bestelnr. 09/08

De winst van maatwerk: Je kunt er niet vroeg genoeg bij zijn

2009, 280 pp., ISBN 90-6587-992-7, bestelnr. 09/07

Aanpak inhaleerbare allergene stoffen op de werkplek

2009, 72 pp., ISBN 90-6587-991-9, bestelnr. 09/06

Consumentenrechten in de interne markt

2009, 120 pp., ISBN 90-6587-990-0, bestelnr. 09/05

Europa 2020: de nieuwe Lissabon-strategie

2009, 178 pp., ISBN 90-6587-989-7, bestelnr. 09/04

Rapporten

Nederlandse economie in stabiel vaarwater: een marco-economische verkenning
2013, 64 pp., ISBN 978-94-6134-052-8

Nieuwe EU-voorstellen Regulering en toezicht financiële sector
2010, 64 pp., ISBN 978-94-6134-006-1

CSED-rapport: Naar een integrale hervorming van de woningmarkt
2010, 124 pp., ISBN 978-94-6134-004-7

Engelstalige publicaties

The Dutch Work Councils Act
Information brochure, 2011, 38 pp., ISBN 978-94-6134-028-3

The power of consultation: The Dutch consultative economy explained
General brochure, 2010, 34 pp., ISBN 978-94-6134-011-5

Europe 2020: The New Lisbon Strategy
Abstract, 2009, 40 pp., ISBN 90-6587-991-9, ordeno. 2009/04E

Nanoparticles in the Workplace: Health and Safety Precautions
Translation with abridged appendices, 68 pp., ISBN 90-6587-987-0, ordeno. 2009/01E

Social and Economic Council's Statement on International Corporate Social Responsibility
Statement, 2008, 91 pp., ISBN 90-6587-983-8

On sustainable globalisation: A world to be won
Abridged version, 2008, 132 pp., ISBN 90-6587-979-X, ordeno. 2008/06E

CAP Reform and Public Services of Agriculture
Abridged version, 2008, 52 pp., ISBN 90-6587-973-0, ordeno. 2008/05E

Overige publicaties

Leidraad personeelsvertegenwoordiging - met toelichting en bijlagen
2010, 104 pp., ISBN 90-6587-998-6

Voorbeeldreglement Ondernemingsraden - met toelichting en bijlagen
2010, 264 pp., ISBN 90-6587-997-8

Alle uitgaven zijn te bestellen:

- telefonisch bij de afdeling Verkoop (070 3499 505);
- via de website (www.ser.nl);
- door overmaking van de vermelde prijs op gironummer 333281 ten name van de SER te Den Haag, onder vermelding van het bestelnummer en de titel.

Colofon

Uitgave

Sociaal-Economische Raad
Bezuidenhoutseweg 60
Postbus 90405
2509 LK Den Haag

T 070 3499 499

E communicatie@ser.nl

www.ser.nl

Tekst

Commissie Sociaal-Economische Aangelegenheden (SEA)

Fotografie

Omslag: Peter Hiltz/HH

Vormgeving en druk

2D3D, Den Haag (basisontwerp); Huisdrukkerij SER

© 2013, Sociaal-Economische Raad

Alle rechten voorbehouden

Overname van teksten is toegestaan onder bronvermelding.

ISBN 978-94-6134-052-8

SOCIAAL-ECONOMISCHE RAAD
Bezuidenhoutseweg 60
Postbus 90405
2509 LK Den Haag

T 070 3499 499
E communicatie@ser.nl
www.ser.nl

© 2013, Sociaal-Economische Raad

ISBN 978-94-6134-052-8