



LENEN OM TE WONEN

EEN BLIK OP HYPOTHEKEN

hy·po·theek

zelfstandig naamwoord; de (v); meervoud: hypotheken

1. zakelijk recht op registergoederen, strekkende tot zekerheid voor de nakoming van een verbintenis en de schuldeiser voorrang gevend boven andere schuldeisers
2. geldsom, geldlening met een onroerend goed als pand

(Bron: Van Dale)

**ROLANDT
TWEEHUYSEN**
tekstcorrector
van ESB

De term *hypotheek* is onduidelijk, want heeft twee betekenissen die tegengesteld aan elkaar zijn en door elkaar gebruikt worden. *Hypotheek* komt van het oud-Griekse *hupothithénai*, dat ‘als onderpand geven’ betekent (Philippa *et al.*, 2003–2009). Letterlijk en juridisch gezien is de huizenkoper dus de hypotheekverstrekker en de bank de hypotheeknemer. Maar in het dagelijkse spraakgebruik werkt het precies andersom: huizenkopers zeggen doorgaans dat ze een hypotheek nemen en dat de bank de hypotheek aan hen verstrekt. In dit geval betekent hypotheek dus niet ‘onderpand’ maar ‘een som geld die je bij de bank leent om een huis aan te schaffen’. De Van Dale maakt de verwarring nog groter door *hypotheeknemer* te omschrijven als 1. het tegenovergestelde van hypotheekgever, en 2. synoniem van hypotheekgever.

In dit dossier kiezen we voor de tweede betekenis van het woord hypotheek, die uit het dagelijks spraakgebruik, want zo doen

de meeste auteurs het hier ook. In de paar gevallen dat auteurs wél de formele betekenis hanteren, hebben we dat omwille van de consistentie redactioneel aangepast.

Een andere uitdrukking die eigenlijk niet klopt maar toch vaak voorkomt, is ‘het huishouden dat onder water staat’. ‘Onder water staan’ betekent dat de waarde van het onderpand lager geworden is dan de hypothecaire lening die je ervoor hebt afgesloten. De zogeheten *loan-to-value-ratio* (LTV) is dan dus groter dan 1. Maar aangezien een *huishouden* geen onderpand voor een hypotheek is, kan het ook niet onder water staan. Een huis kan dat wel, op meer dan één manier overigens. Maar deze *ESB* beperkt zich tot de droge betekenis.

LITERATUUR

Philippa, M. en F. Debrabandere (red.) (2003–2009) *Etymologisch woordenboek van het Nederlands*. Amsterdam University Press.

Inhoud

Lenen om te wonen

Ten geleide: Maatwerk in woningfinanciering	5
ARJEN GIELEN	
Samenvatting: Beperk hypotheekrisico met kansen voor starters	6
JASPER LUKKEZEN	
Interview met Charles Goodhart	10
RUBEN VAN OOSTEN	
Ondanks strengere regelgeving blijft hypotheekschuld oplopen	14
SENNE JANSSEN & TEUNIS BROSENS	
Vijf jaar geleden in <i>ESB</i>	19

Lening

Ontwikkelingen op de koopwoningmarkt	21
KAI GIDDING, JEROEN NIEUWEBOER & NOORTJE POWWELS-URLINGS	
Beperking hypotheekrisico zichtbaar met loan level data	27
DORINTH VAN DIJK, MARC FRANCKE & MAURO MASTROGIACOMO	
Koppeling data over hypothecaire leningen kan woningmarktbeleid verbeteren	32
MACHIEL VAN DIJK & BENEDIKT VOGT	
Inkomensnormen voor hypotheek	34
MARCEL WARNAAR & JASJA BOS	
Nationale Hypotheek Garantie, een terugblik	38
ROBIN FRANSMAN	
Los het loan-to-value-probleem pragmatisch op	44
CHRISTIAN LENNARTZ	
Vorig jaar in <i>ESB</i>: Hypotheekverzekeringen	45

Belasting

Belastingsubsidies eigen woning zijn slooprijp	47
FLIP DE KAM	
Prikkels voor aflossen	52
ELVIRA QUADEN, SANDER METHORST, NIKKI KERSTEN & JOOST BAETEN	
Symptoombestrijding	57
ROB MULDER & NICO STOLWIJK	
Bouw hypotheekrenteaftrek versneld af	58
HUGO PRIEMUS & SWEDER VAN WIJNBERGEN	
Twaalf jaar geleden in ESB	59

Schuld

De macro-economische gevolgen van hypotheekschuld	61
DIRK BEZEMER & LU ZHANG	
Verschuivingen in de financiering van hypotheekschuld	69
JAN KAKES, HERWIN LOMAN & REMCO VAN DER MOLEN	
Lenen om te wonen (infographic)	74
Mobiliteit bij hoge hypotheekschuld	76
SANDER VAN VELDHUIZEN, BENEDIKT VOGT & BART VOOGT	
Interview met Adair Turner	80
RUBEN VAN OOSTEN	
Innoveer bij hypotheeken!	84
DIRK SCHOENMAKER	
Vijf jaar geleden in ESB: Hollands hoge hypotheekrentes	85
Naschrift: Doe eens een rondje Europa	86
EDWARD FEITSMA	

Lenen om te wonen

Maatwerk in woonfinanciering

Er is de afgelopen jaren flink ingegrepen in de woning- en hypotheekmarkt om de risico's zoals we die in de crisis hebben ervaren, in te perken. Terwijl de politiek nog worstelt met vragen als 'Is er nu voldoende ingegrepen?', 'Moeten we soms verder gaan?' en 'Zijn we te ver gegaan en is het nu onnodig lastig voor groepen mensen om een eigen woning aan te schaffen?' ontwikkelt de markt zich in een razend tempo. Er lijkt een groeiende behoefte te bestaan aan maatwerk in hypotheeken.

Het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) past zich aan deze behoefte aan. Twintig jaar geleden liepen we bij het WEW voorop in termen van prudentie in verstrekkingsnormen en droegen we bij aan de totstandkoming van een 'verantwoorde standaardhypotheek' door de ontwikkeling van de Nationale Hypotheekgarantie (NHG) en het opnemen van specifieke leennormen als voorwaarde voor het verkrijgen van de NHG. Er was toen een enorme variëteit aan hypotheeken, met een politiek die betrekkelijk weinig grenzen stelde zodat consumenten te veel risico konden nemen – met mogelijk nadelig gevolgen voor henzelf en voor de economie als geheel.

Nu zien we bij het WEW juist de extra noodzaak in voor meer ruimte en maatwerk, en zetten we ons wederom in voor standaardisatie van dat maatwerk. De verantwoorde standaardhypotheek is min of meer de norm geworden. De uitdaging ligt erin om juist meer ruimte te bieden voor groepen die door de aanscherping van leennormen onnodig in de knel komen.



ARJEN GIELEN

*Algemeen directeur Stichting WEW
(de organisatie achter de NHG)*

Inspeland op deze nieuwe realiteit werkt het WEW daarom sinds 2015, vanuit diezelfde missie, aan het mogelijk maken van meer maatwerk en meer variëteit in hypotheeken, met een vernieuwde NHG. Nog altijd vanuit hetzelfde perspectief – toegankelijkheid, betaalbaarheid en stabiliteit van de woonfinanciering – snijden we nu financiering op maat toe voor flexwerkers, zzp'ers, verduurzaming van de woning of om prettig en comfortabel oud te kunnen worden in je eigen woning. Daar ligt nog veel werk op ons te wachten.

Maar hoewel het WEW vindt dat het een goede bijdrage aan een gezonde woningmarkt kan en moet leveren, past ons ook bescheidenheid. Wij bieden maar een deel van de oplossingen voor de woning- en hypotheekmarkt. Er zijn vele ontwikkelingen gaande, en veel spelers betrokken, en het effect van alles samen op economie en samenleving is groot. Reden genoeg om daar eens wat dieper in te duiken!

U vindt hierbij een divers en compleet *ESB*-dossier. Veel artikelen en columns, allemaal met de financiering van de eigen woning als centraal thema. Met actueel onderzoek, over actuele beleidsvragen, over actuele marktontwikkelingen, gecompleteerd met een aantal interessante opinie-artikelen. In de redactionele samenvatting worden alle artikelen besproken. Wij hopen in ieder geval, door dit dossier mogelijk te maken, bij te dragen aan een goede en nuttige discussie over wonen en hypotheeken.

Ik wens u veel leesplezier!

Beperk hypotheekrisico met kansen voor starters

**JASPER
LUKKEZEN**
Hoofredacteur

En brede groep auteurs heeft aan het *ESB*-dossier *Lenen om te wonen* bijgedragen. Centraal in al deze bijdrages staat de vraag hoe de hypotheekverstrekking georganiseerd en gereguleerd zou moeten worden. Dilemma is de afweging tussen de toegankelijkheid van een eigen huis voor jonge huishoudens die hypotheeken bieden en de macro-economische risico's die hypotheeken met zich meebrengen.

TOEGANG TOT WONEN

Hypotheeken stellen jonge huishoudens in staat om een passende woning te kopen op basis van inkomen dat ze nog moeten verdienen. Kai Gidding, Jeroen Nieuweboer en Noortje Pouwels-Urlings laten in dit dossier zien dat het aandeel huishoudens dat een woning bezit fors stijgt tot de hoofdkostwinner de veertigjarige leeftijd bereikt, daarna constant blijft en pas na de pensioengerechtigde leeftijd weer afneemt. Het gemiddelde vermogen van huishoudens stijgt daarentegen tot na de pensioengerechtigde leeftijd van de hoofdkostwinner, zie figuur 1, en overtreft de mediane woningwaarde van 212.000 euro in Nederland pas na de zestigste verjaardag van de hoofdkostwinner.

Die behoefte van jonge huishoudens om te lenen voor aanschaf van de eigen woning is groot. Gidding *et al.* rapporteren dat huishoudens met een hoofdkostwinner tot veertig jaar oud in 2015 gemiddeld een hypotheek hadden die hoger was dan de waarde van hun

woning. Uiteraard speelt de crisis daarbij een rol, maar zeker niet de enige rol. Dorinth van Dijk, Mauro Mastrogiacomo en Marc Francke laten zien dat meer dan veertig procent van de starters in 2016 een hypotheek afsloot met een *loan-to-value ratio* (LTV) tussen de 100 en de 102 procent. Ook ten opzichte van het inkomen lenen starters fors. Van Dijk *et al.* rapporteren voor de bijna helft van de starters een *loan-to-income ratio* (LTI) van meer dan 4. Volgens Marcel Warnaar en Jasja Bos zijn de mensen die tot de limiet gaan met name alleenstaanden en eenoudergezinnen – mensen die de hypotheek op één inkomen moeten dragen.

RISICO'S VAN LENEN

De bekende Britse monetair econoom Charles Goodhart, die voor dit dossier door *ESB* is geïnterviewd, begint zijn verhaal met de constatering dat bij de laatste drie crises de hypotheekportefeuille de kern van het probleem vormde. Nadat hypothecair krediet een tijdlang te snel gegroeid was, zorgde een correctie op de huizenmarkt voor een bankencrisis.

In een gedegen review van de academische literatuur werken Dirk Bezemer en Lu Zhang deze stelling verder uit. Een toename van de hoeveelheid hypothecair krediet leidt tot lagere economische groei, een hogere kans op een crisis die dieper is en langer duurt en tot een grotere inkomens- en vermogensongelijkheid, zie tabel 1.

De voornaamste reden voor deze toename in risico's en afname van groei lijkt in de aard van het

hypothecair krediet te liggen. Anders dan bedrijfskredieten zijn hypothecaire kredieten niet-productief - hypothecair krediet faciliteert vooral de overdracht van eigendom van grond tussen deelnemers in de economie en maar heel beperkt economische productie, zoals huizenbouw. Ook speelt macrorisico een grotere rol bij hypothecaire kredieten. Anders dan individueel risico, dat bij bedrijfskredieten belangrijk is, kun je macrorisico niet laten verdwijnen door het te poolen. Daarnaast kan het opdrijvende effect van hypotheek op de huizenprijzen de economische groei schaden doordat stijgende lonen in de onroerendgoed- en financiële sector slimme mensen wegtrekken uit andere wel productieve sectoren in de economie en doordat met stijgende grondprijzen de prikkel om de grond daadwerkelijk te ontwikkelen afneemt; als alleen bezit al rendement oplevert, waarom dan nog investeren?

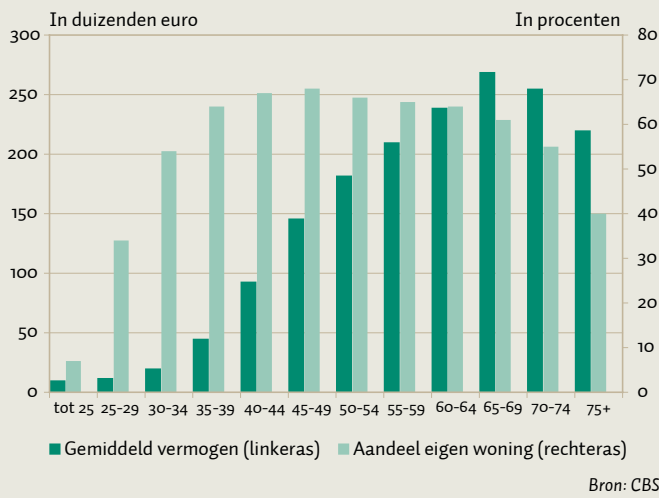
EFFECTEN WONINGPRIJSDALING LASTIG TE VINDEN

Toch geeft al die *doom en gloom* een wat ongemakkelijk gevoel als je op de Nederlandse hypotheekmarkt inzoomt. Als, bij de daling van de Nederlandse woningprijzen vanaf 2008, de grote hypotheekschulden tot verdieping van de crisis hebben geleid, dan is het toch niet makkelijk om te zien *hoe* dat gebeurd is. De verliezen van de banken zijn relatief beperkt tegenover de daling van de waarde van de woningvoorraad van 48 procent van bbp: DNB spreekt van een toename van de kredietverliezen op de hypotheekportefeuille van 0,2 procent (DNB, 2016). Dit is weliswaar het dubbele van de 0,1 procent die Europese banken gemiddeld per jaar afboeken op leningen met hypothecair onderpand, maar veel minder dan in de VS waar commerciële banken op het hoogtepunt van de subprime-crisis drie procent per jaar afboekten op leningen met hypothecair onderpand. (Kragh-Sørensen en Solheim, 2014).

Ook bij de huizenbezitters is er niet gemakkelijk een voldoende groot effect te vinden. Bijlsma en Mocking (2017) schatten het totale effect van de daling in de huizenprijzen op de consumptie – dus niet alleen het effect via hypotheek – en verklaren daarmee vijf tot dertien procent van de daling in consumptie in die periode. Ook de directe gevolgen van onder water raken vallen mee. Sander van Veldhuizen, Bart Voogt en Benedikt Vogt vinden in dit dossier dat dertien procent van de terugval in het aantal woningverkoop in Nederland verklaard kan worden door het onvrijwillig onder water raken van de woning, en dat de kans om een

Gemiddeld vermogen en aandeel eigenwoningbezitters

FIGUUR 1



andere baan te vinden met vijf procent afneemt als de woning onvrijwillig onder water raakt.

Deze constatering laat twee routes open. Ten eerste: de verliezen die er zijn als gevolg van de daling van de woningprijs zijn op een andere manier, die we nu nog niet zien, bij huishoudens terechtgekomen. In dat geval is het nodig om dieper naar de data te kijken en om datasets te koppelen, zoals Machiel van Dijk en

Macro-economische gevolgen van hogere hypotheekschuld

TABEL 1

Gevolg	Omvang	Te raadplegen studie
Lagere groei	1,8 procentpunt per standaarddeviatie krediet / bbp	Bezemer et al. (2016)
Hogere kans op crisis		Obstfeld en Rogoff (2009)
Diepere en langere crisis	tot 0,7 procentpunt lagere groei na de crisis	Jordà et al. (2016)
Grotere ongelijkheid		Denk en Cazenave-Lacrouz (2015)

Noot: voor de bronverwijzingen, zie het artikel van Dirk Bezemer en Lu Zhang in dit dossier.

Benedikt Vogt hier bepleiten. Of ten tweede: die verliezen zijn er gewoon niet en is er iets in de vormgeving van de Nederlandse hypotheekmarkt dat hiervoor zorgt.

BIJZONDERHEDEN VAN DE NEDERLANDSE HYPOTHEEKMARKT

Er zijn drie specifiek Nederlandse elementen die de risico's beperken. Het eerste belangrijke element is dat Nederland, anders dan bijvoorbeeld de VS, een systeem kent waarbij huishoudens heel lastig van hun hypotheekschuld afkomen. Dat betekent dat regulering in Nederland van oudsher minder op het beperken van schulden gericht is, en meer op het garanderen dat huishoudens deze schulden kunnen blijven betalen. In het bewaken van die grenzen speelt de financieringslastnorm van het Nibud een centrale rol; zie het artikel van Marcel Warnaar en Jasja Bos.

Het tweede belangrijke element is de Nationale Hypotheekgarantie. De NHG neemt de restschuld bij

Nederland kent een systeem waarbij huishoudens heel lastig van hun hypotheekschuld afkomen

verkoop op zich als huishoudens buiten hun schuld hun woning moeten verkopen. Deze regeling haalt veel individueel risico weg bij de bank, en heeft door zijn omvang – de helft van de hypotheek komt ervoor in aanmerking – verregaande standaardisatie van hypotheekcontracten kunnen afdwingen; zie het artikel van Robin Fransman.

Het derde element is de achtervanggarantie die de overheid heeft afgegeven op de NHG. Deze achtervanggarantie haalt macrorisico uit de markt. Investerders weten dat de overheid zal bijspringen als de woningmarkt echt instort en die kennis zorgt er wellicht voor dat ze hier juist niet op een instorting zullen anticiperen, en dat de garantie daarom ook niet aangesproken zal worden, zie ook Bijlsma en van Veldhuizen (2016).

DE WEG VOORUIT

Het is lastig om op deze Nederlandse bijzonderheden een cijfer te plakken, laat staan ze te gebruiken als verklaring voor de beperkte geïdentificeerde gevolgen van de woningprijsdaling in Nederland. Daarom is het wellicht nuttig om een pas op de plaats te maken en aan te geven wat we wel weten en waar er mogelijkheden zijn om het risico te beperken zonder dat daarmee de toegankelijkheid van de woningmarkt voor starters in gevaar komt. Elvira Quaden, Sander Methorst, Nikki Kersten en Joost Baeten geven een overzicht van de maatregelen die er al genomen zijn sinds de crisis. Hier bespreek ik de mogelijkheden die in dit dossier aan bod komen.

Aandeel banken

De Nederlandse hypotheekportefeuille is sinds 2009 gekrompen. De komende vijftien jaar wordt er geen verdere groei van de Nederlandse hypotheekportefeuille ten opzichte van het bbp voorzien. Senne Janssen en Teunis Brosens vinden in hun analyse dat, zowel in hun hoge scenario (veel starters, hoge huizenprijs) als in hun lage scenario (weinig starters, lage huizenprijs), de markt relatief krimpt.

Sinds 2009 is het aandeel van de hypotheekmarkt gegroeid dat door institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars gevormd wordt, en dat van banken afgenomen. Dat is een normale ontwikkeling in een huizenmarktcrisis, stellen Jan Kakes, Remco van der Molen en Herwin Loman in hun artikel, maar wel een die toe te juichen is, omdat banken een veel procyclischer effect op de economie hebben dan institutionele beleggers.

Het ligt voor de hand om deze ontwikkeling ook vanuit beleid verder te stimuleren, al wijzen Janssen en Brosens er wel op dat er vanuit risicospreiding grenzen zitten aan het aandeel dat bijvoorbeeld pensioenfondsen in de Nederlandse hypotheekmarkt mogen investeren. Zij opperen buitenlandse partijen en securitisatie als alternatief, maar juist hierbij is de cycliciteit nog groter dan bij binnenlandse banken.

Fiscaliteit

De bijdragen in dit dossier zijn unaniem van oordeel dat de subsidiering van schuld via de hypotheekrenteaftrek een slecht idee is. Hypotheekrenteaftrek stelt huishoudens in staat om meer te lenen en heeft daarmee een prijsopdrijvend effect. Daarmee wordt de woningmarkt voor starters niet toegankelijker, maar worden de risico's verbonden aan hoge hypotheek wel groter.

De twee geïnterviewde Britten zijn het meest uitgesproken: Charles Goodhart pleit voor een belasting op schuld, een logisch eindpunt aan het verder doordenken van dit thema. En Adair Turner merkt fijntjes op dat in Groot-Brittannië gelukkig alleen nog maar verhuurders hypotheekrente kunnen aftrekken – daarmee heeft het een prijsopdrijvend effect én maakt het de woningmarkt ontoegankelijker voor starters.

De hypotheekrenteaftrek mag versneld worden afgebouwd, zo stellen Hugo Priemus en Sweder van Wijnbergen in een column en Flip de Kam in een artikel. De Kam stelt dat de afschaffing van de hypotheekrenteaftrek nivellerend zal werken en ruimte biedt om de inkomstenbelasting met 3,5 procentpunt te verlagen. Quaden et al. plaatsen hierbij een kanttekening: als huishoudens puur naar de hoogte van de maandlasten kijken bij beslissingen over hypotheek, zou het beperken van de hypotheekrenteaftrek tot hogere, in plaats van lagere, schulden kunnen leiden. Dit komt door de koppeling van de hypotheekrenteaftrek aan minimaal annuïtaire aflossing. Het verlagen van de hypotheekrenteaftrek zorgt er dan voor dat annuïtair aflossen met hypotheekrenteaftrek duurder wordt, terwijl een aflossingsvrije hypotheek zonder aftrek even duur blijft.

LTV en maatwerk

Ook is het mogelijk de risico's te beperken door simpelweg hoge hypotheekrentes te verbieden, door een lagere LTV of LTV af te dwingen. Adair Turner pleit vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit voor een verlaging van de LTV-normen. DNB is al jaren dezelfde mening toegedaan en uit hun stresstests blijkt dat in hun slechtste scenario's de cumulatieve verliezen op de huidige portefeuille over dertig jaar oplopen tot vijf procent (DNB, 2016). Dit lijken me overigens over zo'n lange tijdsperiode een betrekkelijk beperkt verlies.

Zonder een nieuwe crisis in Nederland zal het waarschijnlijk lastig zijn om de leennormen te verlagen – al kan er een hoop regelgeving uit het buitenland op ons afkomen (zie het artikel van Edward Feitsma). Verlaging van de LTV raakt namelijk starters het hardst. Zij hebben dan ineens extra kapitaal nodig om een huis te kopen, terwijl de effecten op de prijs en financiële stabiliteit op korte termijn beperkt zijn.

Dirk Schoenmaker en Christian Lennartz wijzen beiden op dit probleem, en stellen een lagere LTV in combinatie met een starterslening voor. Dat zou kunnen werken, maar kent wel een aantal problemen. Als de starterslening het risico van de gehele hypotheek

naar het startersleningdeel verplaatst, is het voorstel van Schoenmaker en Lennartz puur cosmetisch. Het totale risico en de totale leenbehoefte verandert niet en ook zal er waarschijnlijk op dit gedeelte een soort NHG geregeld moeten worden, maar dan tegen een hoger tarief.

Gedeeld eigenaarschap

Goodhart en Turner stellen een andere route voor. Zij willen dat een derde partij eigen vermogen in de woning inbrengt, en zo meedeelt in winst en verlies. Macro-economisch is dit heel verstandig. Als dit goed ingericht wordt kan hierdoor een deel van de overwinst op woningen door huizenprijsstijging weer terugvloeden in de productieve economie.

Wel verschillen ze van mening over de manier waarop dit geregeld moet worden. Turner ziet mogelijkheden voor banken, Goodhart denkt aan een rol voor de overheid als investeerder en eigenaar. In dat opzicht is het erfpachtsysteem, zoals in Amsterdam, zo gek nog niet.

Bouwen

Maar het kan ook veel simpeler: bouwen! Meer aanbod op de woningmarkt zorgt voor lagere huizenprijzen en stimuleert de reële economie, aldus Rob Mulder en Nico Stolwijk.

LITERATUUR

Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen (2016) Op de tekentafel: hypotheekverzekeringen. *ESB*, 101(4739), 534–536.

Bijlsma, M. en R. Mocking (2017) The impact of house price shocks on the savings of Dutch homeowners and renters. *CPB Discussion Paper*, 346.

DNB (2016) *Bancaire hypotheekportefeuilles onder de loep*. *DNB Bulletin*, 22 november.

Kragh-Sørensen, K. en H. Solheim (2014) What do banks lose money on during crises? *Norges Bank Staff Memo*, 3/2014.

Charles Goodhart

“De overheid moet jonge huishoudens helpen”

RUBEN VAN OOSTEN
Vakredacteur

Charles Goodhart is emeritus hoogleraar Banking and Finance aan de London School of Economics. Hoewel hij dit zelf nooit zo geformuleerd heeft, is voor het brede publiek zijn naam verbonden aan *Goodhart's law*: “wanneer een indicator een doel wordt, is deze niet meer bruikbaar als indicator”. Daar kunnen belangrijke lessen uit getrokken worden. Een beleidsbepaler moet bijvoorbeeld oppassen om te actief te sturen op de factoren waar zijn beleid op beoordeeld wordt en andere aspecten uit het zicht verliezen, omdat mensen daar dan hun gedrag op aanpassen.

Als macro-econoom is Goodhart een belangrijke stem in het economisch debat. Zo was hij onder meer monetair adviseur en hoofdadviseur bij de Bank of England. Als expert op het gebied van monetair beleid en financiële stabiliteit doet hij onder meer onderzoek naar de wisselwerking tussen de huizenmarkt en de macro-economie. Volgens Goodhart schiet de regulering van banken nog steeds te kort. En tevens waarschuwt hij voor een volgende financiële crisis.

Als u terugkijkt op vorige crises, wat was dan de belangrijkste overeenkomst?

“De drie belangrijkste crises in mijn eigen land waren de beurskrach van 1974–1975, de recessie begin jaren negentig en de financiële crisis in 2008–2009. Bij alle drie was de interactie tussen de huizenmarkt en het bankensysteem de kern van het probleem. Er waren hoge – en onhoudbare – groeivoeten van bankleningen in de vastgoedsector, zowel bij hypotheekleningen voor huizen als voor commercieel vastgoed. En ze leidden uiteindelijk allemaal tot een crisis in de vastgoedmarkt en verschillende onderdelen van de bancaire sector.”

Wat is het probleem met de woningmarkt?

“Het grote probleem in onze landen is dat rijkdom oneerlijk verdeeld is tussen de generaties. Een hoop jonge gezinnen hebben huisvesting nodig, maar de woningprijzen zijn dermate gestegen dat een groot deel van de jonge bevolking geen huis kan kopen en daardoor niet kan stijgen op de huizenladder. Vandaar dat een steeds groter deel van de jongeren nog steeds bij hun ouders woont. Ik denk dat dat een nadelig effect heeft op de welvaart in onze samenleving, omdat het

“Bij alle drie de crises was de interactie tussen de huizenmarkt en het bankensysteem de kern van het probleem”



jongeren beperkt in hun mogelijkheden om te trouwen en een gezin te stichten.

Het wordt tegelijkertijd als sociaal gewenst gezien om jonge mensen op de huizenladder te krijgen, want zo hebben ze een kans om door te groeien naar een duurdere woning. Politici zijn daarom altijd geneigd om huizenfinanciering aan te moedigen, ook als dit eigenlijk niet betaalbaar is. Om dit probleem op te lossen stel ik voor betaalbare huizenfinanciering te stimuleren door de publieke sector een deel van de woning te laten financieren. Dit kan bijvoorbeeld als de publieke sector helpt met een vorm van gezamenlijke vermogensfinanciering (*joint equity participation*). Diegenen die nu geen huis kunnen kopen omdat ze geen eigen geld kunnen inbrengen, doen dan een beroep op de overheid, zodat die een deel van de aanbetaling op zich neemt. Daardoor wordt de omvang van de lening kleiner en wordt het huis betaalbaar. En de overheid deelt dan ook mee in de voordelen als de waarde van het huis vervolgens toeneemt.”

U schreef dat Help to buy, een overheidsgarantieprogramma (kader 1) belangrijk is omdat het een groter deel van de bevolking toegang verschaft tot

Help to buy

KADER 1

In het Verenigd Koninkrijk (VK) is in 2013 *Help to buy* van start gegaan, een overheidsprogramma om de huizenmarkt te stimuleren doordat de overheid garant staat. Een *Help to buy equity loan* maakt het voor de consument mogelijk om tot twintig procent van de hypotheekwaarde te lenen tegen nul procent rente voor vijf jaar. Onder *Help to buy shared ownership* koopt de consument slechts 25 tot 75 procent van de woning. Over de rest van de waarde wordt er huur betaald en de consument heeft een optie tot koop op de rest van woning. Bij een *Help to buy mortgage guarantee*, dat per 31 december is gestopt is voor nieuwe leningen, kreeg de kredietverlener de mogelijkheid een hypotheekgarantie van de overheid te kopen. Daardoor is de kredietverlener dus verzekerd als het huis onder water staat en met verlies verkocht wordt (HM Government, 2017; Mortgage Advice Bureau, 2017).

een eigen woning (Goodhart en Baker, 2013). Heeft het uiteindelijk geholpen?

“Ik denk dat *Help to buy* een stap in de goede richting is. Maar het is onzeker of het uiteindelijk effectief geweest is aan de aanbodkant. Een groot obstakel daarbij is dat het voor grondeigenaren vaak niet loont om de grond te ontwikkelen door er huizen op te bouwen of door het op een andere manier in productie te nemen. Zonder iets te doen, profiteren ze van een steeds hogere grondprijs, en zo neemt het woningaanbod dus niet toe.

Een van de aspecten die mij altijd verbaast, is dat



we grond niet voldoende belasten. Land was er voordat er mensen waren – behalve jullie polders natuurlijk. Bovendien is het schaars en beweegt het niet. De prijs van onroerend goed bij economische groei neemt over het algemeen sneller toe dan die van andere producten, waardoor deze vatbaar is voor zeepbellen. Omdat het moeilijk is belasting op grond te ontwijken, is het uitermate geschikt als bron van belasting, maar dat is op dit moment, zeker in het VK, niet aan de orde. Als grond veel zwaarder belast zou zijn, krijgen de grondeigenaren een prikkel om grond te ontwikkelen in plaats van te blijven zitten op hun ‘landbanken’. En de opbrengst van de toename van de grondwaarde zou dan een belastingopbrengst zijn voor de overheid.”

Ook schreef u dat Help to buy een effectief macroprudentieel instrument kan zijn. Is het daarom een probleem dat Help to buy mortgage guarantee begin dit jaar beëindigd is?

“Ik denk dat het in het VK een belangrijke ondersteuning gevormd heeft voor de huizenmarkt, omdat het tijdens het trage herstel na de Grote Recessie geïntroduceerd werd. Tijdens een afnemende economie kan de

overheid huizenkopers meer hulp bieden wanneer banken bij hypotheek een groter deel aanbetaling vragen, omdat ze bang zijn voor het risico dat de leningen niet terugbetaald worden.

Omdat de huizenmarkt er weer bovenop gekomen is, denk ik niet dat we *Help to buy mortgage guarantee* op dit moment echt missen. Maar als *Help to buy* anti-cyclisch gebruikt wordt, kan het ook grote huizenzeepbellen voorkomen. Daarom zou ik het zonde vinden als het nooit opnieuw in overweging genomen zou worden en als het geen regulier onderdeel wordt van de structuur waarmee we de huizenmarkt beheersen.”

In Nederland ligt, meer dan in het VK, de nadruk op de loan-to-income (LTI) bij het bepalen van de hoogte van de hypotheek. Een van de gevolgen daarvan is dat wij in Nederland een hogere hypotheeksom kunnen lenen, maar ook dat je niet zomaar de sleutel kan inleveren als het huis onder water staat. Maakt het uit welke maatstaf je neemt?

“Het is natuurlijk belangrijk beide te gebruiken, maar de nadruk hangt af van de omstandigheden. De LTI is een redelijke inschatting van wat mensen kunnen beta-

len op een bepaald moment in de tijd, maar geeft niet noodzakelijkerwijs een goed beeld van wat ze kunnen betalen in de toekomst. Tijdens een recessie bestaat de kans dat iemand ontslagen wordt en zal een gezin met tweeverdieners plotseling een inkomen moeten missen. Het geeft de kredietverstrekker daardoor geen veiligheidsmarge. De *loan-to-value* (LTV) geeft die zekerheid wel. Maar aan de andere kant kan de waarde van een huis stevig dalen, vooral wanneer er een huizenzeepbel knapt. Dus ook die waarde is onzeker.”

In 2012 schreef u dat macroprudentieel beleid risicoverspreiding moet voorkomen. Nu is het beleid vaak beperkt tot crisismanagement (Goodhart en Perotti, 2012). Denkt u dat de Bazel-regels zeepbellen op de huizenmarkt kunnen voorkomen?

“Nee, maar ons bankensysteem als geheel is nu wel preventief versterkt door stresstesten. Door periodiek te kijken of banken het in tegenwind gaan redden, krijgen we een redelijke inschatting van de stabiliteit van het financiële systeem. Het *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), dat gebruikt kan worden om faillissementen ordelijk af te handelen, begint pas te werken als banken in echte problemen komen, terwijl de stresstesten naar alle bestaande banken kijken en laten zien hoe zij zich houden onder bepaalde ongunstige omstandigheden. Daarom denk ik dat het optuigen van stresstesten waarschijnlijk het meest heilzame en het meest prijzenswaardige resultaat is van de regelgeving die na de crisis is ingevoerd.

De Bazel-regels hebben daarentegen weinig effect. De risicowegingen zijn ontzettend slecht gedefinieerd en kunnen gemakkelijk ontweken worden. Als voorspeller van moeilijkheden in de periode 2008–2012 deden de verschillende testen op *leverage ratios*, groeivoeten en kredietexpansie het veel beter dan risicoweging.”

Moeten we hypotheek niet gewoon systematisch zwaarder wegen?

“Absoluut. Maar het probleem is fundamenteeler. Eerder noemde ik al dat het zou helpen als de overheid een deel van de financiering op zich neemt via een gezamenlijke vermogensfinanciering voor jonge huishoudens. Dan hoeft de risicoweging niet versoepeld te worden.

Een ander probleem dat nog steeds speelt, is dat illiquide langetermijnhypotheken in toenemende mate worden gefinancierd op basis van vluchtige en onzekere kortetermijndeposito's. Hier is in de afgelopen eeuw

een discrepantie ontstaan. Wanneer een bank kortetermijndeposito's op de balans heeft staan, is dit goedkoop en winstgevend in goede tijden, omdat de rente die ze betaalt lager is. Maar het is ook enorm risicovol, omdat de deposito's snel opgenomen kunnen worden en daardoor tot enorme problemen tijdens liquiditeitscrises leiden. En als het slecht gaat, is de bank ook niet in staat om haar activa te liquideren, omdat de hypotheekfinanciering voor lange tijd vast staat. Wanneer centrale banken stoppen met hun monetaire expansie zullen we deze liquiditeitsproblemen weer gaan zien. Ook Schularick en Taylor (2012) laten zien dat deze risicovolle manier van financieren een van de belangrijke factoren was voor de scherpe stijging in de financiering van vastgoed door banken in de laatste decennia. Als we een crisis willen voorkomen, moeten we goed zicht hebben op de manier waarop banken gefinancierd zijn. We moeten daarom veel scherper zijn op de *net stable funding ratio*: de verhouding tussen langetermijnactiva en langetermijnpassiva van banken. Hoe we schulden nu wegen, is in mijn optiek het recept voor een ramp.”

Dat klinkt niet erg optimistisch voor de toekomst. Hebben we nog steeds onze les niet geleerd?

“De beleidsmakers in Bazel zijn niet bereid geweest om voldoende ingrijpende regelgeving wat betreft huizenmarktfinanciering in te voeren. Dat er na de financiële crisis nog steeds erg weinig gedaan is om de woningfinanciering te herstructureren, is hier een van de meest trieste aspecten. Bij de drie crises in het VK zit er precies zeventien jaar tussen: 1974–1975, 1991–1992 en 2008–2009. De kans is groot dat de volgende financiële crisis weer zeventien jaar later plaatsvinden, in 2025–2026. Dat is wanneer we de lessen van de vorige crisis vergeten zijn.”

LITERATUUR

Goodhart, A.E. en M. Baker (2013) *Help-to-buy: more beneficial than the market thinks*. Artikel te vinden op voxeu.org.

Goodhart, A.E. en E. Perotti (2012) *Preventive macroprudential policy*. Artikel te vinden op www.voxeu.org.

HM Government (2017) *Help to buy*. Artikel te vinden op www.helptobuy.gov.uk.

Mortgage Advice Bureau (2017) *Help to buy: mortgage guarantee*. Artikel te vinden op www.mortgageadvicebureau.com.

Schularick, M. en A. Taylor (2012) *Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008*. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.

Ondanks strengere regelgeving blijft hypotheekschuld oplopen

Het in de afgelopen jaren ingezette beleid kan niet verhinderen dat de hypotheekschuld flink verder zal oplopen. Dit blijkt uit een analyse met behulp van ons woningmarktmodel op basis van verschillende scenario's. Maar de uitstaande hypotheekschuld zal wel licht dalen in verhouding tot het bbp.

SENNE JANSSEN
Econoom bij het
ING Economisch
Bureau

**TEUNIS
BROSENS**
Econoom bij het
ING Economisch
Bureau

De hoge Nederlandse hypotheekschuld staat nationaal en internationaal in de belangstelling. De afgelopen jaren is er een pakket maatregelen genomen om de toename van de hypotheekschuld te remmen: strengere normen rond de *loan-to-value* (LTV) en *loan-to-income* (LTI), een afbouw van de fiscale aftrekbaarheid en de verplichting om annuïtair af te lossen om te kwalificeren voor fiscale aftrek. Dit heeft tot gevolg dat nieuw afgesloten hypotheekleningen hoofdzakelijk annuïtair zijn. De vraag is of al deze maatregelen zullen leiden tot een daling van de vraag naar hypotheekleningen. Daarnaast staat het aanbod van woningkrediet door banken onder druk, vanwege zowel de wens om risico's te spreiden als eventuele veranderingen in prudentiële regelgeving. Dit betekent dat er in de toekomst mogelijk een breder palet aan financiers aangesproken zal moeten worden.

660 MILJARD EURO AAN HYPOTHEEKSCHULD

Nederlandse huiseigenaren hebben voor zo'n 660 miljard euro aan hypotheekschuld. Vooral in de jaren negentig en nul groeide de hypotheekschuld fors (figuur 1). Een sterk groeiende economie, dalende rentes, ruimere kredietnormen (met name het feit dat het tweede inkomen van een huishouden ging meetellen bij het bepalen van de maximale leencapaciteit) en de opkomst van aflossingsvrije hypotheekleningen maakten het voor huizenkopers aantrekkelijk om veel te lenen. Ook de idee dat huizenprijzen alleen maar konden stijgen, gaf mensen een prikkel om een hoge hypotheek af te sluiten voor de aankoop van een woning.

OVERHEIDSMATREGELEN HEBBEN REMMEND EFFECT OP SCHULDGROEI

Als gevolg van de crisis heeft de overheid maatregelen genomen om door krediet gestuurde *boom-bust* cycli in de toekomst te voorkomen. Ten eerste is de maximale leencapaciteit ingeperkt, zowel ten opzichte van het inkomen (LTI) als ten opzichte van de waarde van het huis (LTV). Daarnaast wordt het maximale percentage afgebouwd waartegen de rentelasten kunnen worden afgetrokken van de inkomstenbelasting. Tot slot moeten nieuwe hypotheekleningen in dertig jaar worden afgelost om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek. In de praktijk betekent dit dat hypotheekaanbieders aan starters vrijwel alleen annuïtaire hypotheekleningen verstrekken. Ondanks de strengere regelgeving

heeft de huizenmarkt zich de afgelopen jaren krachtig hersteld, aangewakkerd door een historisch lage rentestand en een spectaculair herstel van het consumentenvertrouwen. Door de lage rente kunnen huishoudens nog altijd evenveel lenen als vóór de kredietcrisis en zijn Nederlandse koopwoningen historisch gezien redelijk betaalbaar (DNB, 2016a; ING, 2017).

GROTERE ROL VAN NIET-BANCAIRE SPELERS

Op dit moment is het grootste gedeelte van de Nederlandse hypotheekschuld in handen van banken. De bancaire hypotheekportefeuille omvat zo'n 420 miljard euro (figuur 2). Dat is exclusief de doorverkochte hypotheekleningen die niet langer op de balans staan (securitisaties). Het marktaandeel van banken bij nieuwe verstrekkingen is de laatste jaren flink gekrompen. Pensioenfondsen en verzekeraars roeren zich op de Nederlandse hypotheekmarkt. Nu de rente zo laag staat, vormen Nederlandse hypotheekleningen voor hen een veilige investering met een relatief aantrekkelijk rendement. Zij zetten hun geld liefst voor langere tijd weg, wat goed aansluit bij de wens van consumenten om in deze lage-rente-omgeving te kiezen voor een lange rentevastperiode. Zo nemen verzekeraars en pensioenfondsen nu zo'n twintig procent van alle hypotheekproductie voor hun rekening (DNB, 2016b), en bezitten ze al zo'n dertien procent van de totale uitstaande schuld. Banken zijn zich juist aan het herbezinnen op de rol van hypotheekleningen in hun portefeuille. Hier speelt onder andere onzekerheid over toekomstige prudentiële regelgeving een rol. Onzekerheid over het regelgevende kader is op dit moment een algemeen probleem voor banken, en met name voor een langlopende lening zoals een hypotheek. Daarnaast is een van de lessen die banken na 2008 getrokken hebben dat het spreiden van risico's over sectoren en landen belangrijk is om beter bestand te zijn tegen schokken.

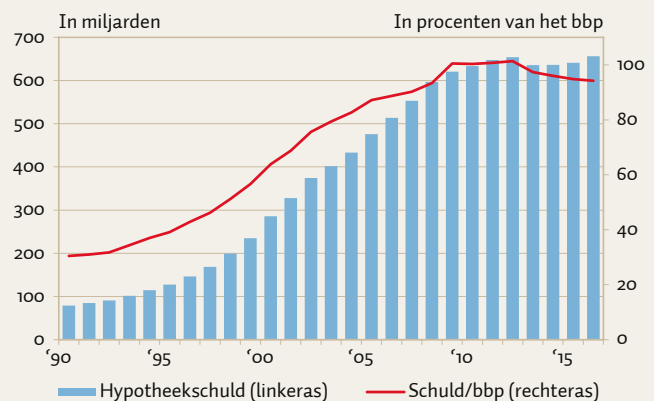
SCENARIO'S VOOR SCHULDONTWIKKELING

Een modelmatige inschatting van het beloop van de hypotheekschuld aan de hand van drie uiteenlopende scenario's verduidelijkt de vele onzekerheden die van invloed zijn op de schuldontwikkeling. Hoe het aanbod van hypothecair krediet zich in de toekomst zal ontwikkelen, hangt met name af van nationale en internationale regelgeving voor banken en andere (potentiële) kredietverstrekkers. Ons model richt zich op de vraag naar hypothecair krediet. Die is van vele factoren afhankelijk. De demografische ontwik-

keling, waarmee het aantal starters, doorstromers en uitstromers sterk samenhangt, vormt de basis van onze scenario's. De economische ontwikkeling, de rentestand, nieuwbouw en het rond huisvesting gevoerde beleid zijn een aantal factoren die transacties en prijzen beïnvloeden. In de scenario's doen we verschillende aannames voor deze variabelen, waaruit de vraag naar

Ontwikkeling hypotheekschuld

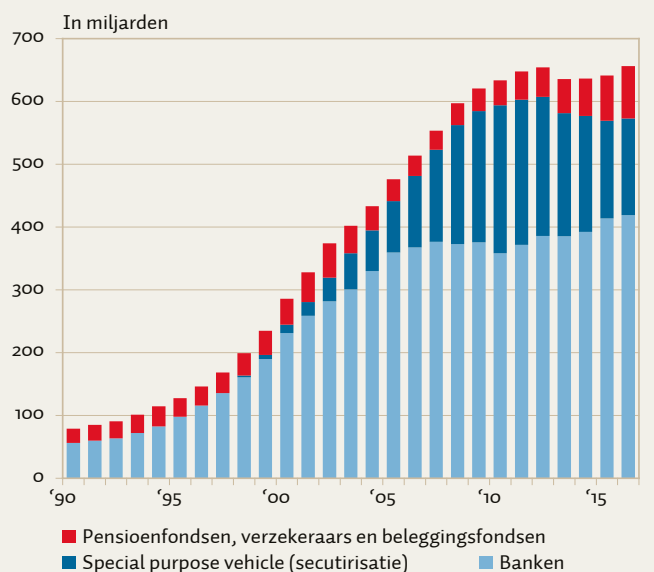
FIGUUR 1



Bron: DNB

Hypotheekschuld naar aanbieder

FIGUUR 2



Bron: DNB, bewerking ING Economisch Bureau

nieuwe hypotheek en oversluitingen volgt. Hoewel nieuw afgesloten hypotheek voornamelijk annuïtair zijn, ingegeven door het fiscale regime, bestaat de voorraad uitstaande hypotheek voor een belangrijk deel nog uit hypotheek met een vermogensopbouwcomponent en aflossingsvrije hypotheek. De afwikkeling van deze portefeuille wordt bepaald aan de hand van de nu bekende omvang en resterende looptijden, aangevuld met aannames voor vervroegde aflossingen.

De hypotheekschuld blijft in alle scenario's stijgen, maar daalt als percentage van het bbp

Met uiteenlopende veronderstellingen ontstaan er drie scenario's voor de komende decennia (zie tabel 1). In het basisscenario zet het economisch herstel in Europa door en loopt de kerninflatie langzaam op. De ECB bouwt het zeer ruime monetaire beleid af, waardoor ook de rentes langzaam stijgen. Het bbp groeit gemiddeld met 1,5 procent per jaar, huizenprijzen met gemiddeld 2,5 procent per jaar. Dit is langzamer dan de afgelopen twintig jaar, vooral als gevolg van strengere kredietnormen. Momenteel wordt zo'n 2,5 procent van de uitstaande hypotheekschuld tussentijds extra afgelost. We veronderstellen dat dit aandeel met 0,3 procent per jaar afneemt tot een minimum van 1 procent.

In het 'hoge' scenario groeit de Nederlandse economie bovengemiddeld sterk met twee procent per jaar. De inkomens van huishoudens groeien mee. De inflatoire druk in Nederland neemt wat verder toe. Het sterkere economische herstel, ook elders in Europa, stelt de ECB in staat om het monetaire beleid iets sneller af te bouwen. De rentes zijn daardoor lichtelijk hoger dan in het basisscenario, terwijl ook de huizenmarkttransacties, huizenprijzen en tussentijdse aflossingen wat hoger uitvallen. De huizenprijzen stijgen gemiddeld met 3,5 procent per jaar, even snel als gemiddeld in de afgelopen twintig jaar.

In het 'lage' scenario beperken toegenomen handelsbarrières de groei, maar de inflatie loopt toch

wat op door duurdere importen. Het ECB-beleid blijft langer ruim, maar verminderde interesse van kredietverleners in de Nederlandse hypotheekmarkt zet toch wat opwaartse druk op de hypotheekrentes. De gematigde inkomensgroei verzwakt de betaalbaarheid en het sentiment op de huizenmarkt. De maximale LTV wordt verder teruggebracht. Huizenprijzen stijgen in de hele periode gemiddeld met slechts een procent per jaar.

ENKELE HONDERDEN MILJARDEN EURO'S AAN EXTRA HYPOTHEEKSCULD

De nominale hypotheekschuld stijgt door in alle drie de scenario's (figuur 3), omdat het jaarlijkse instroombedrag vanuit nieuwe hypotheek en ophogingen het jaarlijkse uitstroombedrag aan aflossingen en afloop ruim overstijgt. De beweging naar annuïtaire hypotheek is immers pas recent ingezet, waarmee aflossingsbedragen vanuit dat type hypotheek de komende jaren nog zeer beperkt zijn. De uitstroom vanuit aflossingsvrije en vermogensopbouwhypotheek komt pas in de komende jaren dertig echt goed op gang, en we veronderstellen dat vervroegde aflossing (sinds dit jaar fiscaal gemakkelijker gemaakt) beperkt blijft.

In het basisscenario groeit de schuld met zo'n 250 miljard euro tot ruim 900 miljard in 2030. In het hoge scenario is de toename groter dan 300 miljard euro, in het lage scenario blijft de toename beperkt tot nog geen 150 miljard.

Enkele parameters van de drie scenario's, gemiddeld per jaar, in procenten **TABEL 1**

	Hoog	Basis	Laag
Huizenprijs	3,5	2,5	1,0
Starters (% van huishoudens 24-45 jr)	4,0	3,75	3,25
Doorstromers (% van huishoudens 35-65 jr)	2,5	2,25	1,75
Reële bbp-groei	2,0	1,5	1,0
Hypotheekrente tienjaars	4,0	3,5	3,0
Inflatie	1,9	1,7	1,5

HYPOTHEEKSCHULD VOORAL GEDREVEN DOOR PRIJSGROEI, STARTERS EN EXTRA AFLOSSEN

De drie scenario's zijn sterk afhankelijk van het grote aantal onzekere factoren waarover veronderstellingen gedaan moeten worden. Met name *de huizenprijsontwikkeling, het aantal starters en tussentijdse aflossingen* beïnvloeden de ontwikkeling van de hypotheekschuld sterk, zo blijkt uit een gevoeligheidsanalyse. Wanneer huizenprijzen met gemiddeld 3,5 procent per jaar stijgen in plaats van 2,5 procent, verhoogt dat de schuld in 2030 met 27 miljard euro. Wanneer het aantal jaarlijkse starters gelijk is aan 3,5 procent van de huishoudens tussen de 25 en 45, in plaats van de 3,75 procent uit het basisscenario, betekent dit 6000 transacties minder per jaar. Dit verlaagt de schuld in 2030 met 17 miljard euro. Wanneer de tussentijdse aflossingen lang hoog blijven (jaarlijkse afname 0,1 procentpunt in plaats van de 0,3 procentpunt uit het basisscenario), verlaagt dit de schuld in 2030 met 20 miljard euro.

Toch geven de scenario's een duidelijk beeld van de richting waarin de hypotheekschuld zich zal ontwikkelen: deze zal in 2030 met enkele honderden miljarden euro's zijn opgelopen. Hoewel dat een aanzienlijke stijging is, neemt het gewicht van de schuld als percentage van het bbp af, van 96 procent bbp in 2016 tot onder de 85 procent bbp in alle scenario's. Dit is van belang omdat de Nederlandse hypotheekschuld als percentage van het bbp tot de hoogste ter wereld behoort. De afname wordt veroorzaakt door de aanscherping van LTV- en LTI-normen, en door de (fiscaal gedreven) geleidelijke toename van het aandeel annuïtaire hypotheekleningen. Dit alles betekent dat, ondanks de stijging in euro's, de balansen van Nederlandse huishoudens de komende decennia langzaam korter worden. Dat versterkt de weerbaarheid van huishoudens tegen fluctuaties in huizenprijzen en andere schokken.

WIE ZIJN DE FINANCIERS VAN DE TOEKOMST?

In het verleden hebben vooral banken de groeiende vraag naar hypotheekschuld geacommodeerd. Het is niet vanzelfsprekend dat zij dit ook in de toekomst zullen doen. Op dit moment wordt er in het internationale Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) gesproken over nieuwe regelgeving. Deze kan in bepaalde gevallen ertoe leiden dat er fors meer kapitaal moet worden aangehouden voor hypotheekleningen. Dit zou impact hebben op Nederlandse banken, met als gevolg

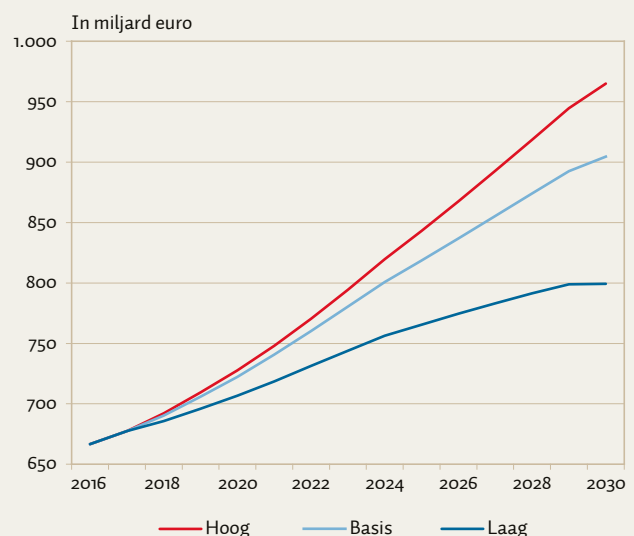
dat zij minder animo hebben om hypotheekleningen op de balans te nemen of te houden.

Het is op het moment van schrijven bijzonder onzeker of en wanneer het BCBS de onderhandelingen succesvol af zal sluiten, hoe de aangescherpte vereisten er dan uitzien en welk effect dit precies zal hebben op Nederlandse banken. De recente wisseling van de wacht in het Witte Huis heeft de onzekerheid alleen maar vergroot. Mogelijk krijgen hypotheekleningen in het Bazelse raamwerk een uitzonderingspositie, of zal de Europese Commissie (die uiteindelijk het Bazelse raamwerk in Europese wetgeving vertaalt) te zijner tijd Bazelse bepalingen op het terrein van hypotheekleningen niet een-op-een in toezichtsrichtlijnen omzetten. In dit onzekere klimaat heeft de Rabobank de eerder aangekondigde strategie om haar balans met 150 miljard euro in te krimpen onlangs herroepen (FD, 2017).

Voor zover banken de groeiende hypotheekschuld niet volledig op hun balans willen of kunnen nemen, zullen andere partijen in het gat moeten springen. De laatste jaren hebben pensioenfondsen en verzekeraars deze rol op zich genomen, maar deze groei is waarschijnlijk tijdelijk. Vanuit het oogpunt van risicospreiding zit er een bovengrens aan het aandeel dat ze in Nederlandse woninghypotheekleningen willen beleggen

Ontwikkeling hypotheekschuld in drie scenario's

FIGUUR 3



(DNB, 2016b). Daarnaast is het regelgevend kader met name voor verzekeraars een beperkende factor (Solvency II). Bovendien zullen, wanneer de rente oploopt, andere categorieën beleggingen mogelijk weer meer in het vizier komen. Zelfs in een zeer optimistisch scenario waarin pensioenfondsen tien procent van hun totale vermogen in Nederlandse hypotheek beleggen, wordt niet alle vraag geacommodeerd. Hier lijkt dus een rol weggelegd voor buitenlandse financiers, met name institutionele beleggers. Zij kunnen via securitisaties op eenvoudige wijze beleggen in Nederlandse hypotheek, of rechtstreeks hypothecaire leningen verstrekken, al dan niet gebruikmakend van tussenpersonen die de verstrekking en administratie gedurende de looptijd verzorgen. Wanneer de rol van buitenlandse beleggers groter wordt, heeft dit vanuit een macro-perspectief twee gevolgen: enerzijds verbetert de diversificatie en de financierbaarheid van de schuld, doordat er uiteindelijk meer aanbieders zijn. Dit kan een drukkend effect hebben op hypotheekrentes. Anderzijds brengt de toenemende afhankelijkheid van marktfinanciering ook risico's met zich mee. Zo kan marktfinanciering zich procyclischer gedragen en daarmee een economi-

sche neergang verergeren. Buitenlandse investeerders kunnen in slechte tijden besluiten om hun hypotheek van de hand te doen, geen herfinanciering meer aan te bieden en zich terug te trekken van de Nederlandse hypotheekmarkt. Dit leidt dan juist tot hogere rentes en kan een extra drukkend effect op de huizenprijzen veroorzaken. Gevestigde kredietverleners die hypotheek (grotendeels) op hun eigen balans houden zijn veel minder geneigd om bij tegenspoed hun blootstelling op korte termijn af te bouwen, en zorgen dus voor meer stabiliteit op de hypotheekmarkt.

CONCLUSIE

Strengere regelgeving zal niet kunnen verhinderen dat de hypotheekschuld verder gaat oplopen. In ons basis-scenario stijgt de schuld van 660 miljard euro nu tot ruim 900 miljard in 2030. De grootte van deze toename is met name afhankelijk van hoe sterk huizenprijzen stijgen, hoe het aantal koopstarters zich ontwikkelt en hoe de animo om tussentijds af te lossen verandert. Ook de erfenis van aflossingsvrije hypotheek en hypotheek met een vermogensopbouwcomponent vertraagt een daling van de schuld. De voortdurende doorstroming in het bestand van huizenbezitters – waarbij ouderen met een lage hypotheek (ten opzichte van huiswaarde en inkomen) uitstromen, terwijl starters met een hoge hypotheek instromen – is ook een schuldverhogende factor. Positief is wel dat de hypotheekschuld als percentage van het bbp gaat afnemen, wat wijst op een langzame verkorting van de lange huishoudbalansen en een vermindering van de gevoeligheid voor vermogensprijsfluctuaties.

LITERATUUR

DNB (2016a) *Inkomensnorm hypotheek niet knellender dan voor de crisis*. DNBulletin, 20 oktober.

DNB (2016b) *Kredietmarkten in beweging*. DNB, november.

ING (2017) *Prijsvorming op de Amsterdamse woningmarkt; Fundament forse prijsstijging brokkelt af*. ING Economisch Bureau, januari.

FD (2017) *Rabobank ziet af van grote uitverkoop*. *Het Financieel Dagblad*, 17 februari. Artikel te vinden op fd.nl/ondernemen/1187962/uitverkoop-rabobank-hapert.

In het kort

- ▶ Ondanks beperkende maatregelen blijft de hypotheekschuld de komende jaren oplopen; tot ruim 900 miljard euro in 2030.
- ▶ De schuld stijgt vooral door de stijging van de woningprijzen en door starters op de woningmarkt.
- ▶ Het is onzeker in welke mate nieuwe toezichtregels het kredietaanbod van banken zullen beperken.

Vorig jaar in *ESB*:

Een huishoudperspectief op pensioen, wonen en zorg

“Het combineren van pensioen, wonen en zorg is vanuit verschillende perspectieven geanalyseerd. [...] Het perspectief van het individuele huishouden, en hoe beleid en regelgeving op huishoudniveau kunnen cumuleren, is daarbij tot nu toe onderbelicht gebleven. Zo is het verstandig om werknemers pensioen te laten opbouwen en om woningeigenaren hun hypotheek (gedeeltelijk) te laten aflossen, maar dit leidt op huishoudniveau tot onbedoelde verschillen in besteedbare inkomens na pensionering van huurders en bezitters van een eigen woning.”

[...] “Een belangrijk knelpunt is dat veel huishoudens hun spaarambitie niet goed kunnen afstemmen op hun specifieke situatie in de verschillende domeinen. Daarmee is het lastig consumptie optimaal te spreiden over de levensloop. Zeker voor jonge gezinnen kunnen verplichte besparingen hoger zijn dan gewenst, bijvoorbeeld vanwege de kosten van kinderen en een lager inkomen vanwege zorgtaken.”

[...] “Om aan de specifieke knelpunten tegemoet te komen, schetsen we langs twee dimensies een routekaart voor hervormingen. De eerste dimensie is de gewenste mate van differentiatie tussen huishoudens, bijvoorbeeld in pensioenambitie, liquiditeit en beleggingsvormen. [...] De tweede dimensie is hoe differentiatie wordt bereikt: door de aanbieder (‘maatwerk’) of het individu (‘keuzevrijheid’).”



[...] “Vanuit de optiek van het huishouden dienen de hoeveelheid besparingen en de blootstelling aan risico’s in de domeinen pensioen, wonen en zorg beter op elkaar te worden afgestemd.”

LANS BOVENBERG,
BART BOON EN
EUGENE REBERS

Bovenberg, L., B. Boon en E. Rebers (2016)
Een huishoudperspectief op pensioen,
wonen en zorg. *ESB*, 101(4732), 262-265.

Lening

Hypotheeken maken het mogelijk om een woning te kopen en later te betalen. Maar wie bezitten er in Nederland eigenlijk precies woningen, hoeveel kunnen zij daarvoor lenen en hoeveel hebben zij daarvoor geleend? En is dit veranderd sinds de crisis?

WONINGMARKT

Ontwikkelingen op de koopwoningmarkt

In 2015 bedroeg de totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens 97 procent van het bbp en is daarmee een van de hoogste ter wereld. Fiscale prikkels hebben huishoudens jarenlang ertoe aangezet om hun hypotheekschuld te maximaliseren. De economische crisis en de hieruit voortkomende, aangescherpte regelgeving temperden echter de groei van het eigenwoningbezit, de hypotheekschuld en de hypotheekrenteaf trek.

KAI GIDDING
Statistisch onderzoeker bij het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS)

JEROEN NIEUWEBOER
Statistisch onderzoeker bij het CBS

NOORTJE POWELS-URLINGS
Statistisch onderzoeker bij het CBS

De economische crisis in de beginjaren tachtig van de vorige eeuw, zorgde voor een diepe crisis op de destijds florerende Nederlandse woningmarkt. Het economisch herstel vanaf midden jaren tachtig leidde tot een toenemende vraag naar koopwoningen. In combinatie met een achterblijvende woningproductie stegen de prijzen van de koopwoningen vrijwel onafgebroken tot aan de economische crisis die eind 2008 inzette.

Wat betreft financiering van de eigen woning werden de financiële teugels in de loop van de jaren steeds verder losgelaten. In elk geval tot midden jaren tachtig waren hypotheekvormen waarbij de schuld aan het einde van de looptijd volledig was afgelost de enige beschikbare hypotheekvormen. Ook de voorwaarden voor verstrek-

king van een hypotheecaire lening waren relatief streng. De inbreng van eigen kapitaal was vanzelfsprekend en de hoogte van de hypotheek werd bepaald door enkel het inkomen van de hoofdkostwinner.

Door de liberalisering van de hypotheekmarkt begin jaren negentig veranderden de financieringsmogelijkheden drastisch. De verruimde criteria maakten het mogelijk om op basis van twee inkomens, en zonder inbreng van eigen kapitaal, hypotheek af te sluiten tot ruim boven de executiewaarde van de woning. Daarnaast deden nieuwe hypotheekvormen, zoals spaar-, beleggings- en aflossingsvrije hypotheek, hun intrede. Deze waren gericht op maximale belastingaftrek (Elsinga *et al.*, 2011). Als gevolg daarvan stegen de hypotheekschulden fors in relatie tot het onderpand (*loan-to-value*) en het inkomen (*loan-to-income*).

Door deze ontwikkelingen steeg het eigenwoningbezit vanaf de jaren negentig onafgebroken van 42 naar 57 procent in 2010 (figuur 1). Jaarlijks werden er gemiddeld bijna 200.000 woningen verkocht, en als gevolg van fors stijgende grond- en woningprijzen liet de mediane hypotheekschuld meer dan een verdubbeling zien.

De economische crisis zorgde vanaf 2009 voor een bijna complete stilstand op de Nederlandse woningmarkt. De woningprijzen daalden, en het eigenwoningbezit en de hoogte van de doorsnee hypotheekschuld stabiliseerden. De dalende woningmarktprijzen leidden tot forse vermogensverliezen, het onder water staan van koopwoningen en potentieel onhoudbare schulden bij

Hypotheekschuld en betaalde hypotheekrente

KADER 1

Het eigenwoningforfait is het in box 1 belaste inkomen uit de eigen woning. De kosten van de lening voor de eigen woning mogen van dit inkomen worden afgetrokken (hypotheekrenteaftrek).

Daarnaast bestaat de aftrek wegens geen of geringe eigenwoningsschuld, een kwijtschelding

van het eigenwoningforfait voor zover dat groter is dan de betaalde rente. De fiscale hypotheekschuld eigen woning betreft de stand van de schuld waarover rente is verschuldigd. Hierbij wordt dus geen rekening gehouden met opgebouwde tegoeden bij spaar- en beleggingshypotheeken.

huishoudens. Om te voorkomen dat huishoudens opnieuw in mogelijk ernstige financiële problemen zouden komen, werden de hypotheekcriteria weer aangescherpt. De Wet herziening fiscale behandeling eigen woning bepaalde dat vanaf 2013 de betaalde rente voor nieuwe hypotheeken enkel aftrekbaar zou zijn als deze gedurende de looptijd volledig wordt afgelost. Verder zal in 2018 de

loan-to-value-ratio geleidelijk beperkt worden tot honderd procent. Daarnaast wordt al vanaf 2014 het voordeel van de hypotheekrenteaftrek geleidelijk afgebouwd.

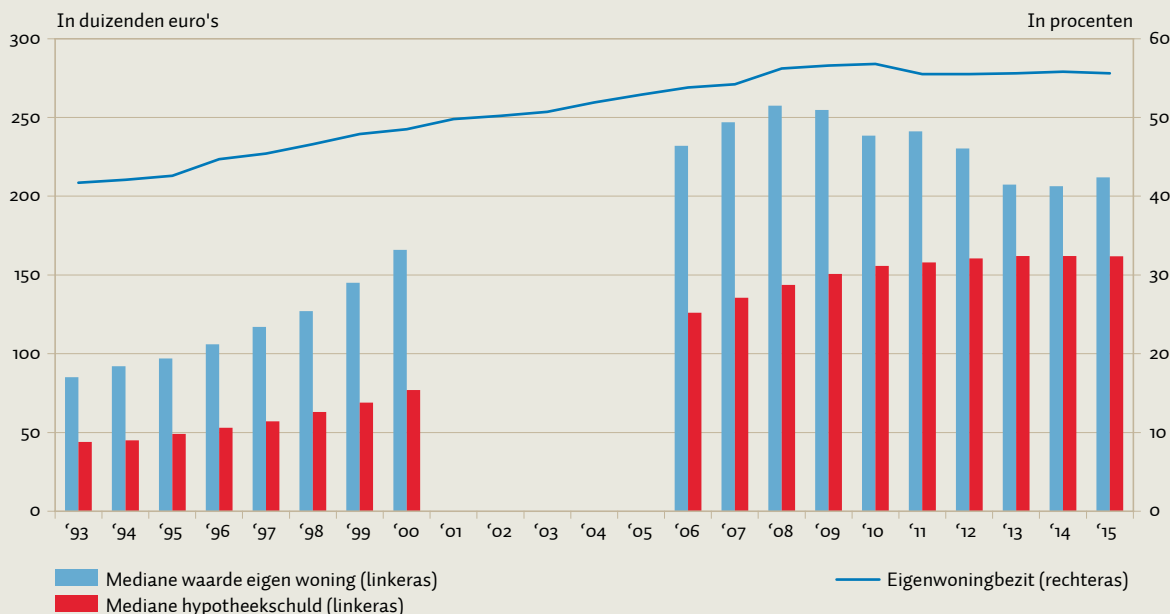
In de context van de aangepaste fiscale regelgeving en criteria voor hypotheekverstrekking laten wij zien hoe het eigenwoningbezit, de hypotheekschuld en de fiscale hypotheekrenteaftrek zich in deze periode hebben ontwikkeld. Tevens wordt daarbij voorzien in specificaties naar sociaal-economische kenmerken en naar regio. Daarbij is er gebruikgemaakt van gegevens afkomstig uit de integrale inkomens- en vermogensstatistiek van het CBS.

INZETTEND HERSTEL

Met het economische herstel kruipt sinds 2014 ook de woningmarkt weer uit het dal. De vraag naar koopwoningen neemt weer toe, mede ingegeven door de lage hypotheekrente en flankerende fiscale maatregelen, zoals een verlaging van de overdrachtsbelasting sinds 2011, een tijdelijke verlaging van het btw-tarief op de arbeidskosten van onderhouds- en renovatiewerkzaamheden en eenmalig belastingvrij schenken tot 100.000 euro in 2014. Ook stijgen de verkoopprijzen weer.

Eigen woning, hypotheekschuld en eigenwoningbezit*

FIGUUR 1



* Vermogensgegevens voor de jaren 2001-2005 zijn niet beschikbaar.

Bron: CBS

EFFECTEN VAN FISCALE MAATREGELEN

Nadat de fiscale aftrek in de jaren 2000–2012 verdubbelde tot 34,3 miljard euro – het hoogste niveau ooit – daalde deze daarna met bijna 1,3 miljard euro (figuur 2). In 2015 bedroeg de totale fiscale aftrek eigen woning ruim 33 miljard euro, waarvan 31,5 miljard bestond uit hypotheekrenteaf trek (kader 1). De overige 1,5 miljard was aftrek wegens geen of geringe eigenwoningschuld.

In 2011 vormde de totale hypotheekrenteaf trek 5 procent van de totale hypotheekschuld, terwijl dit in 2015 nog maar 4,6 procent was. De betaalde hypotheekrente daalde dus harder dan de totale hypotheekschuld. Dit is deels te verklaren door de forse daling van de hypotheekrentes tussen 2011 en 2015, en de verhoogde schenkingsvrijstelling die van 1 oktober 2013 tot 1 januari 2015 van kracht was.

Op lokaal niveau gaat het herstel gepaard met oververhitting

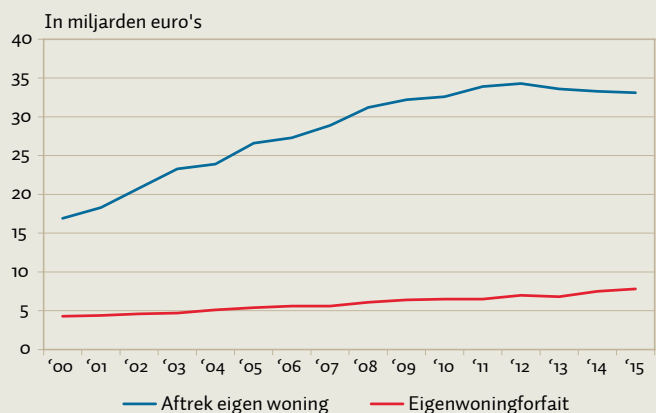
Het belastingvoordeel uit de fiscale aftrek eigen woning bedroeg 10,8 miljard euro in 2015. Sinds 2011 is het belastingvoordeel met ruim 1 miljard euro gedaald als gevolg van de stijging van het eigenwoningforfait en de beperking van de aftrek eigen woning.

OUDEREN LAAGSTE HYPOTHEEKSCHULD

Eigenwoningbezit verschilt sterk tussen leeftijds- en inkomensgroepen. Aan het begin van hun carrière verdienen mensen relatief weinig, ze kunnen weinig geld opzijzetten en nemen vaak een relatief flinke schuldenlast op zich bij de aankoop van een woning. Naarmate ze ouder worden, stijgt hun inkomen en ontstaat er de behoefte om groter en duurder te gaan wonen, bijvoorbeeld door gezinsuitbreiding. Deze doorstromers naar het duurdere segment zitten vooral in de groep 35- tot 45-jarigen en maken dus deel uit van een groep met nog hogere hypotheekschulden in duurdere huizen. Het meeste wordt er geleend door 35- tot 40-jarigen die in het financiële spitsuur van hun levensloop zitten. Vanaf

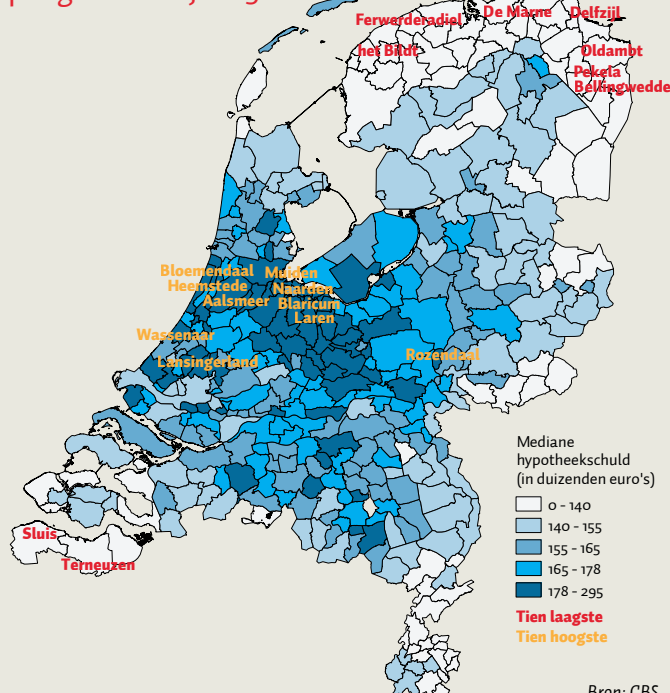
45 jaar wordt er veelal een steeds groter deel van de hypotheek afgelost, waardoor van de 65-plushuishoudens met een eigen woning twee derde nauwelijks of geen hypotheekschuld meer heeft. Zij lenen het minst.

Aftrek eigen woning en eigenwoningforfait **FIGUUR 2**



Bron: CBS

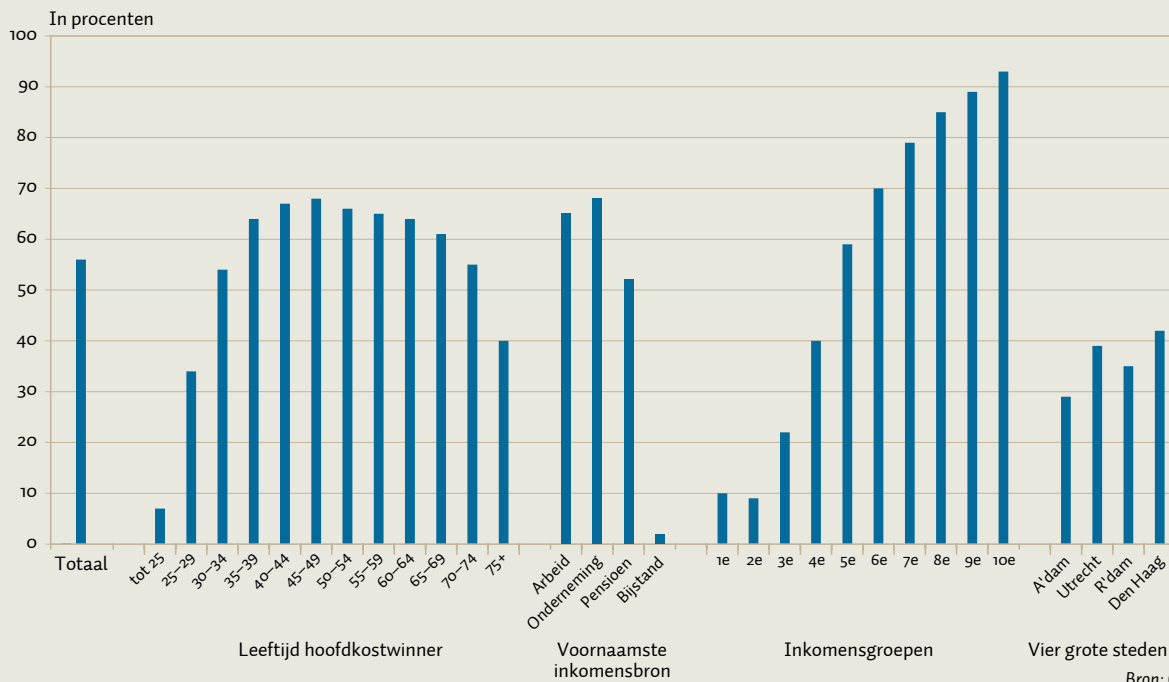
Mediane hypotheekschuld per gemeente, 2015 **FIGUUR 3**



Bron: CBS

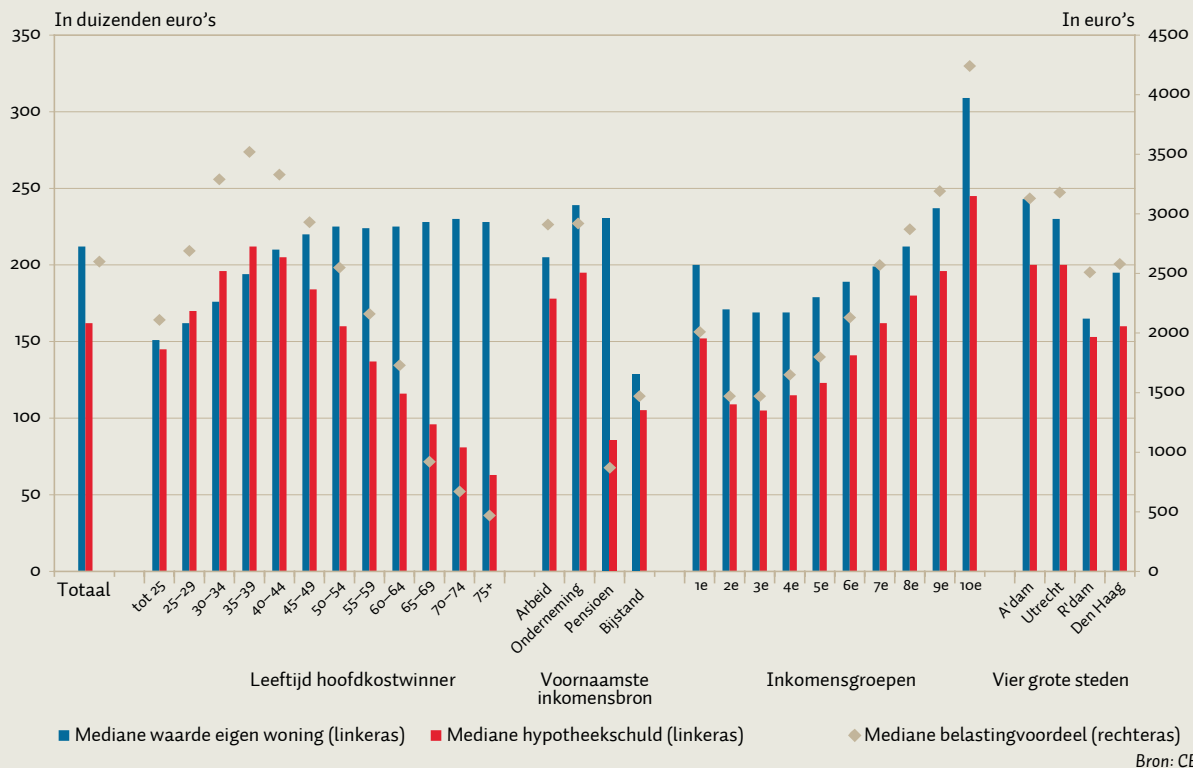
Aandeel eigenwoningbezit naar achtergrondkenmerken, 2015

FIGUUR 4



Woningwaarde, hypotheekschuld en belastingafrek naar achtergrondkenmerken, 2015

FIGUUR 5



De hoogte van de hypotheekschuld hangt sterk samen met het inkomen. Vanaf de op een na laagste tienprocentsgroep van het (gestandaardiseerd) besteedbaar inkomen loopt de gemiddelde hypotheekschuld op met het stijgen van het inkomen: van 109.000 euro in de tweede inkomensgroep naar 245.000 euro in de tiende en hoogste inkomensgroep. In de laagste inkomensgroep is de mediane hypotheekschuld met 152.000 euro groter dan in de vijf navolgende groepen. Dit komt vooral doordat zich onder de laagste inkomens ook zelfstandigen bevinden met een laag inkomen vanwege een incidenteel slecht jaarresultaat. Als gevolg van de hoge hypotheekschuld en de daaruit voortvloeiende hypotheekrentebetalingen, behalen huishoudens in de hoogste inkomensgroep ook het meeste belastingvoordeel uit de aftrek eigen woning. Daar staat tegenover dat ze ook de meeste inkomstenbelasting betalen.

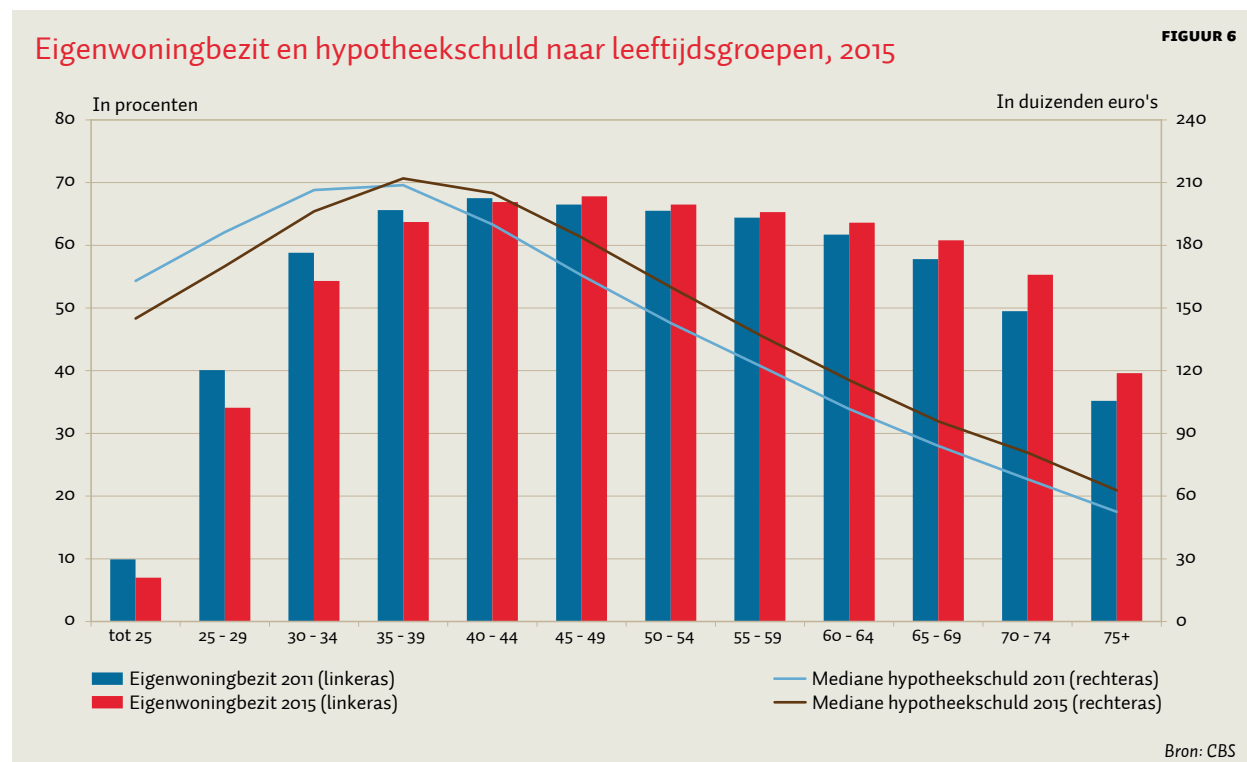
Ook zijn er verschillen in de voornaamste inkomensbron. De mediane hypotheekschuld van zelfstandige ondernemers is met 195.000 euro ruim een ton hoger dan die van pensioenuitvoerders. Werknemershuishoudens hebben ook een hoge hypotheekschuld,

terwijl eigenwoningbezit bij huishoudens in de bijstand nauwelijks voorkomt.

HOOGSTE HYPOTHEEKSCULD IN ROZENDAAL

In 2015 had Rozendaal (Gelderland) de hoogste mediane hypotheekschuld. In Laren (Noord-Holland), Bloemendaal en Wassenaar wordt het meest betaald voor huizen en was de mediane hypotheekschuld dan ook meer dan 250.000 euro (figuur 3). In het Groningse Delfzijl is de hypotheekschuld met 110.500 euro het laagst. Gemeenten met lage hypotheekschulden liggen vooral aan de randen van Nederland, in Groningen, Friesland, Limburg en Zeeland.

De vier grote steden laten ook grote verschillen zien. De mediane hypotheekschuld in Amsterdam en Utrecht is 200.000 euro. Dit is bijna 40.000 euro boven de landelijke mediane hypotheekschuld. In Rotterdam en Den Haag is deze schuld lager. Ook is het relatief duur om een huis in Amsterdam of Utrecht te kopen, logischerwijs zijn de hypotheekschulden er dan ook hoger. Daarentegen ligt het eigenwoningbezit in de grote



steden nog altijd veel lager dan gemiddeld. In de grote steden wonen betrekkelijk veel jongeren, uitkeringsontvangers en niet-westerse migranten. Deze groepen hebben doorgaans een laag woningbezit.

JONGEREN BLIJVEN ACHTER

De aantrekkelijke woningmarkt heeft uiteenlopende consequenties voor de verschillende leeftijdsgroepen. Starters, vaak jongeren, hebben door de aangescherpte hypotheekregels moeilijker toegang tot koopwoningen. Jonge huishoudens tot 35 jaar wonen hierdoor minder vaak in een koopwoning. En als zij een woning bezitten, staat hun huis door de crisis op de woningmarkt vaker onder water (CBS, 2016). Tussen 2011 en 2015 is zowel het eigenwoningbezit als de mediane hypotheekschuld onder huiseigenaren jonger dan 35 jaar gedaald (figuur 6). In de leeftijdsgroep van 35- tot 40-jarigen is de hypotheekschuld vrijwel gelijk gebleven, terwijl onder huiseigenaren van 40 jaar en ouder een stijging van de hypotheekschuld is te zien, met relatief de grootste stijging onder 65-plushuishoudens.

Door de voortdurende vergrijzing is het aantal 65-plushuishoudens gedurende 2011–2015 verder toegenomen. Er stromen bij de 65-plushuishoudens

alsmaar meer welvarende nieuwe generaties in met een eigen woning, maar ook met hogere hypotheekschulden. Terwijl door sterfte juist de minder welvarende oudere generaties zonder eigen woning uitstromen. De groep 65-plussers wordt dus welvarender en beschikt in toenemende mate over een eigen woning. Terwijl in 2011 45 procent van de 65-plussers een eigen woning bezat, is dit in 2015 al 50 procent. Als gevolg van de toename van het eigenwoningbezit is ook de hypotheekschuld bij hen toegenomen.

BESCHOUWING

Met het einde van de crisis in 2014 begon het herstel van de woningmarkt. Het aantal verkochte woningen nam weer toe en is in 2016 hoger dan ooit. Als gevolg van de genoemde maatregelen laten de totale hypotheekschuld en hypotheekrenteaftrek een kleine daling zien. De gemiddelde verkoopprijs van woningen stijgt daarentegen inmiddels weer. Op lokaal niveau gaat het herstel gepaard met verhitte situaties, zoals in Amsterdam waar woningen regelmatig boven de vraagprijs worden verkocht en de gemiddelde verkoopprijs in 2016 alweer veertig procent hoger lag dan in 2013.

De Nederlandse woningmarkt is hersteld van de economische crisis, maar is niet meer dezelfde als daarvoor. De gehanteerde criteria voor een maximale hypotheek en financieringslast zijn strenger geworden, en de hypotheekrenteaftrek is ingeperkt. De Nederlandsche Bank pleit ervoor deze criteria in de nabije toekomst nog verder te verscherpen (DNB, 2016).

De getoonde uitkomsten ondersteunen de sterke onderlinge wisselwerking tussen de koopwoningmarkt en de welvaart van huishoudens. Het CBS zal de ontwikkelingen van de relevante indicatoren op dit vlak blijven monitoren.

LITERATUUR

CBS (2016) *Welvaart in Nederland 2016. Inkomens, bestedingen en vermogen van huishoudens en personen*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

DNB (2016) *Overzicht financiële stabiliteit, najaar 2016*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Elsinga, M., M. de Jong-Tennekes en H. van der Heijden (2011) *Crisis en woningmarkt*. Delft: Onderzoeksinstituut OTB, Technische Universiteit Delft.

In het kort

- ▶ Met het economisch herstel kruipt ook de woningmarkt weer uit het dal.
- ▶ De aantrekkelijke woningmarkt heeft uiteenlopende consequenties voor de verschillende leeftijdsgroepen.
- ▶ Het eigenwoningbezit in de vier grote steden ligt nog altijd veel lager dan gemiddeld.

WONINGMARKT

Beperking hypotheekrisico zichtbaar met loan level data

De afgelopen jaren zijn er tal van maatregelen genomen om consumenten verantwoord te laten lenen voor hun eigen woning. Tegelijkertijd heeft de lage rente lenen echter aantrekkelijker gemaakt. De nieuwe loan level database van DNB maakt inzichtelijk in hoeverre het hypotheekrisico beperkt is en of er nog groepen zijn die kwetsbaar blijven.

DORINTH VAN DIJK

Promovendus aan de Universiteit van Amsterdam (UvA) en econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

MARC FRANCKE

Hoogleraar aan de UvA en onderzoeker bij Ortec Finance

MAURO

MASTROGIACOMO
Econoom bij DNB en universitair hoofddocent aan de Vrije Universiteit

Een belangrijke les van de crisis is dat te hoge hypotheekschulden tot ernstige problemen kunnen leiden. Op het dieptepunt van de woningmarkt, in 2013, stond in sommige regio's meer dan veertig procent van de eigen woningen onder water. Om dergelijke problemen in de toekomst te voorkomen, zijn er sindsdien tal van maatregelen genomen op de hypotheekmarkt. Zo is het maximale bedrag dat kan worden geleend ten opzichte van de waarde van het huis verlaagd, zijn de Nibud-normen strenger geworden en wordt ook het maximale tarief voor de hypotheekrenteafrek geleidelijk verlaagd. Verder moeten nieuwe leningen verplicht worden afgelost om voor renteafrek in aanmerking te komen en is het maximale hypotheekbedrag waarover een Nationale Hypotheek Garantie (NHG) kan worden verkregen eveneens omlaag gegaan.

Met behulp van de Loan Level Database (LLD) van DNB onderzoeken wij in hoeverre deze beleidsmaatregelen zichtbaar zijn in de ontwikkeling van de hypotheekmarkt. In de LLD verzamelt DNB vanaf 2012 data van hypotheek op huishoudensniveau, die ze krijgt van negen banken en drie verzekeraars, die samen tachtig procent van alle hypotheek verstrekken. De data bevatten gegevens als hoogte, looptijd en type hypotheek, huishoudinkomen en leeftijd van de schuldenaar, en de waarde en locatie van het onderpand. Het bijzondere aan deze dataset is dat naast informatie over de hypotheek ook informatie over de aflossingen en de waarde van de bij spaarhypotheek verpande spaartegoeden bekend is. Hierdoor kan een betere schatting van de daadwerkelijke vermogenspositie gemaakt worden (zie Mastrogiacomo en Van der Molen (2015) voor een beschrijving van de data).

We beschrijven de ontwikkeling van de hypotheekmarkt vanaf het dieptepunt op de woningmarkt in 2013 tot eind vorig jaar – dat is ook de periode waarin de meeste maatregelen genomen zijn – en focussen daarbij telkens op regionale verschillen aan de hand van de negentig tweecijferige postcodegebieden (PC2-niveau). We richten ons daarbij op een vijftal zaken: de ontwikkeling van de *loan-to-value-ratio* (LTV) van starters, het aandeel huishoudens met een LTV groter dan één in Nederland, ofwel de 'onderwaterproblematiek', de *loan-to-income-ratio* (LTI) op

Door de rentedaling is de grootte van de groep met een hoge LTI toegenomen ondanks dat de Nibud-normen zijn aangescherpt

basis van het bruto-inkomen van starters, het aandeel hypotheek met een NHG en het aandeel van aflossingsvrije hypotheek. Starters zijn in dit artikel kopers jonger dan 35 jaar, zonder een aflossingsvrije, een spaar- of een beleggingshypotheek. De woningwaarde is in dit artikel de aankoop prijs van de woning, geïndexeerd met een regionale prijsindex op PC2 van de NVM (Francke en Vos, 2004).

LTV VAN STARTERS CONCENTREERT ZICH ROND DE LIMIET

Ongeveer veertig procent van de starters leent tussen de honderd procent en de in dat jaar geldende LTV-limiet. De maximale LTV in de periode is jaarlijks met één procentpunt verlaagd, van 106 procent in 2012 tot

102 in 2016. Er is sprake van aanzienlijke clustering: de LTV-limiet is in ieder jaar de meest gekozen optie.

Clustering op of net onder de LTV-limiet kan twee oorzaken hebben, die elkaar niet hoeven uit te sluiten. Het kan zo zijn dat starters minder beschikking over eigen geld hebben en dus krediet-gerestricteerd zijn, en het kan zijn dat er door de hypotheekrente-afrek een prikkel is om zo veel mogelijk te lenen. We verwachten dat door de strengere LTV-limiet en stijgende huizenprijzen kredietrestricties belangrijker worden. De fiscale prikkel blijft echter aanwezig: ook bij een lage rente is er een zij het wat kleinere prikkel om maximaal te lenen.

Verder valt op dat een aanzienlijk deel meer leent dan de LTV-limiet toestaat (figuur 1). Dat kan aan dataproblemen liggen. Zo kunnen starters extra lenen voor een verbouwing, maar zit de waarde van het huis door de verbouwing niet in de data. Daarnaast staan de huidige regels het aan doorstromers toe om meer te lenen als hun vorige huis onder water staat. Als zij onder de definitie van starters vallen, vertekenen zij het beeld. De afname van het aandeel leningen boven de limiet is waarschijnlijk toe te schrijven aan de afname van het aantal doorstromers die een woning onder water hebben.

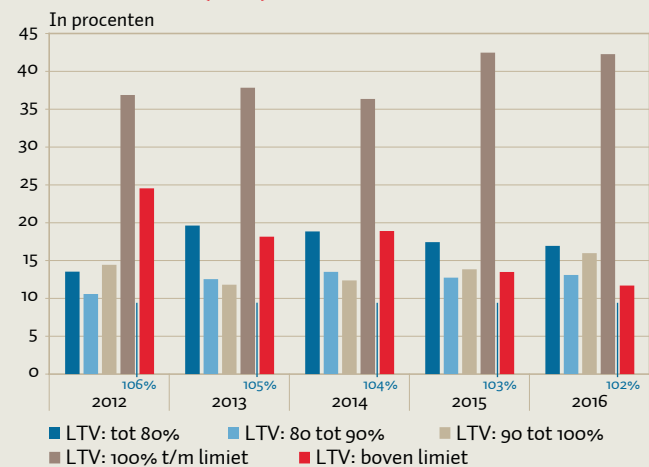
STEEDS MEER WONINGEN BOVEN WATER

Het aandeel woningbezitters van wie de woning onder water staat, is fors afgenomen in de steekproefperiode (figuur 2). Waren er in 2013k1 nog diverse regio's waarin meer dan veertig procent van de koopwoningen onder water stond, in 2016k4 staat er in geen enkele regio meer dan dertig procent van de woningen onder water. Desalniettemin zijn er nog steeds veel regio's, met name in de minder stedelijke gebieden, waar meer dan vijftien procent van de koopwoningen onder water staat. Deze huishoudens zouden met een restschuld blijven zitten als zij hun huis nu zouden verkopen, en zijn daarnaast kwetsbaar als er prijsdalingen optreden.

De belangrijkste reden voor de sterke daling van het aandeel onderwaterhypotheek is de stijging van de huizenprijzen. De daling van het aandeel onderwaterhypotheek is het grootst in de grote steden, waar de prijzen het sterkst gestegen zijn. Daarnaast spelen de vrijwillige aflossingen een belangrijke rol. Sinds 2013 is er voor 45 miljard vrijwillig afgelost. Berekeningen met de LLD laten zien dat vrijwillige aflossingen bij tien procent van de woningen die boven water zijn gekomen een belangrijke rol hebben gespeeld.

Loan-to-value (LTV) van starters

FIGUUR 1

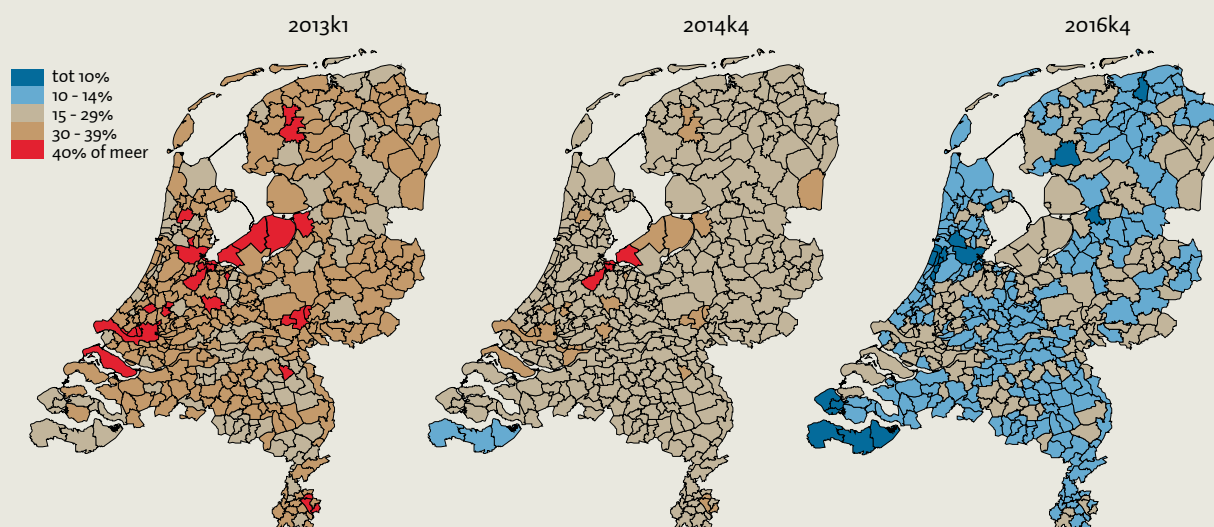


Noot: de percentages op de horizontale as geven de maximaal toegestane LTV in het jaar weer.

Bron: DNB

Aandeel woningbezitters met een woning die onder water staat

FIGUUR 2



Bron: DNB

LAGE RENTE COMPENSEERT STRENGERE NIBUD-NORMEN

De verdeling van de LTI van starters tussen 2013 en 2016 is weergegeven in figuur 3. In elke periode heeft ongeveer de helft van de starters een LTI van minder dan 4; en van 2013 tot 2015 is het aandeel starters met een hoge LTI aanzienlijk gegroeid. In 2013 had 18 procent van de starters een LTI van boven de 4,5, en in 2015 was dit 26 procent. In 2016 is de groep met een LTI van boven de 4,5 gedaald naar 18 procent.

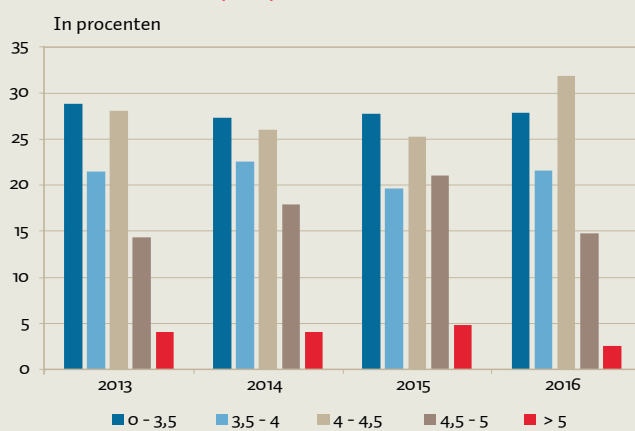
De LTI van nieuwe hypotheek wordt voor een belangrijk deel bepaald door de Nibud-normen (zie Warnaar en Bos, 2017; in dit dossier). De Nibud stelt het financieringslastpercentage vast, dat het gedeelte van het inkomen bepaalt dat mag worden uitgegeven aan wonen. De maximale hoogte van de hypotheek wordt dan gegeven door de maandelijkse rente- en aflossingsverplichtingen die binnen dit financieringslastpercentage passen.

Nibud-normen zijn de afgelopen jaren strenger geworden omdat de financieringslastpercentages zijn gedaald. Ook is er minder ruimte voor afwijkingen van de Nibud-normen. Dat ondanks de strengere Nibud-normen de grootte van de groep met een hoge LTI is toegenomen, komt omdat de rente flink gedaald is. Hierdoor kunnen strengere financieringslastnormen

samengaan met hogere maximale LTI's (DNB, 2016). Wel is de daling in de groep met een LTI van boven de 4,5 in 2016 opmerkelijk, omdat de Nibud-normen vorig jaar nagenoeg gelijk zijn gebleven, terwijl de rente verder is gedaald.

Loan-to-income (LTI) van starters

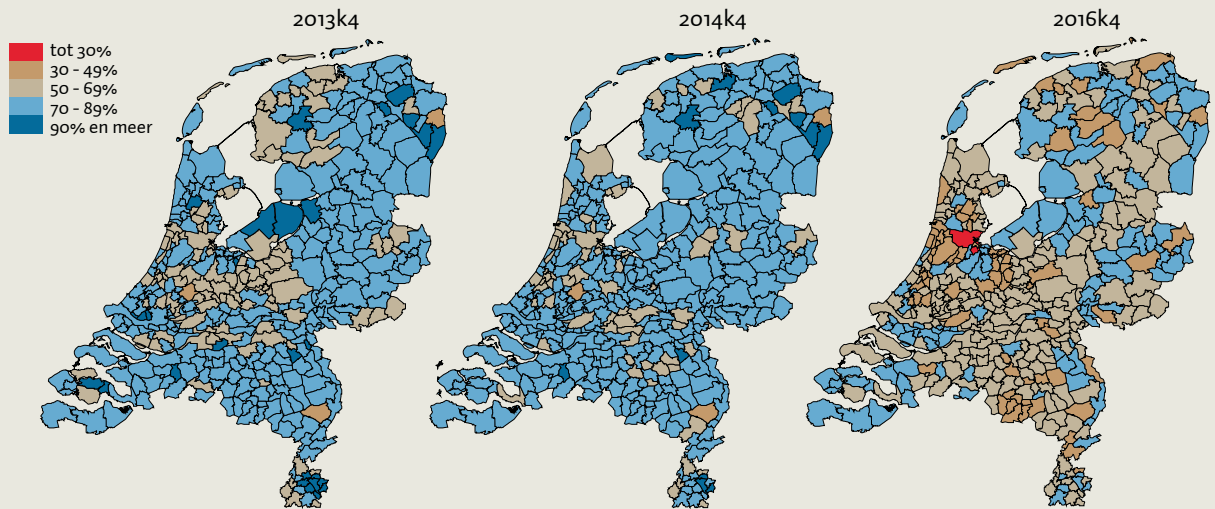
FIGUUR 3



Bron: DNB

Aandeel startershypotheken met Nationale Hypotheek Garantie (NHG)

FIGUUR 4



Bron: DNB

MINDER NHG-HYPOTHEKEN VOORAL IN DE GROTE STEDEN

Het aandeel hypotheken van starters met een NHG is beschikbaar in de dataset vanaf 2013k4 en sindsdien sterk gedaald (figuur 4). In 2013k4 was er geen enkele regio waarin minder dan de helft van de starters een NHG-hypothek afsloot, terwijl in 2016k4 er een behoorlijk aantal regio's was waarin er minder dan de helft van de starters een NHG-hypothek afsloot. Deze daling komt doordat de maximale hypotheeksom waarbij een NHG wordt gegeven, is gedaald van 320.000 euro in 2013 naar 245.000 euro in 2016 (zie ook Fransman, 2017; in dit dossier), en doordat de prijzen sterk zijn gestegen, met name in de grote steden. Dit beeld komt ook duidelijk naar voren in figuur 4, waaruit blijkt dat er in 2016k4 in en rondom de grote steden steeds vaker een hypotheek wordt afgesloten zonder NHG. Vooral Amsterdam springt eruit: in 2016k4 werd slechts 24 procent van de nieuw afgesloten hypotheken gedekt door de NHG. In de nieuwe NHG-regels die vanaf januari 2017 in werking zijn getreden, wordt de NHG-grens gekoppeld aan de gemiddelde huizenprijs.

LANGZAME AFNAME AFLOSSINGSVRIJE HYPOTHEKEN

Vanaf 2013 is het verplicht om annuïtair of lineair af te

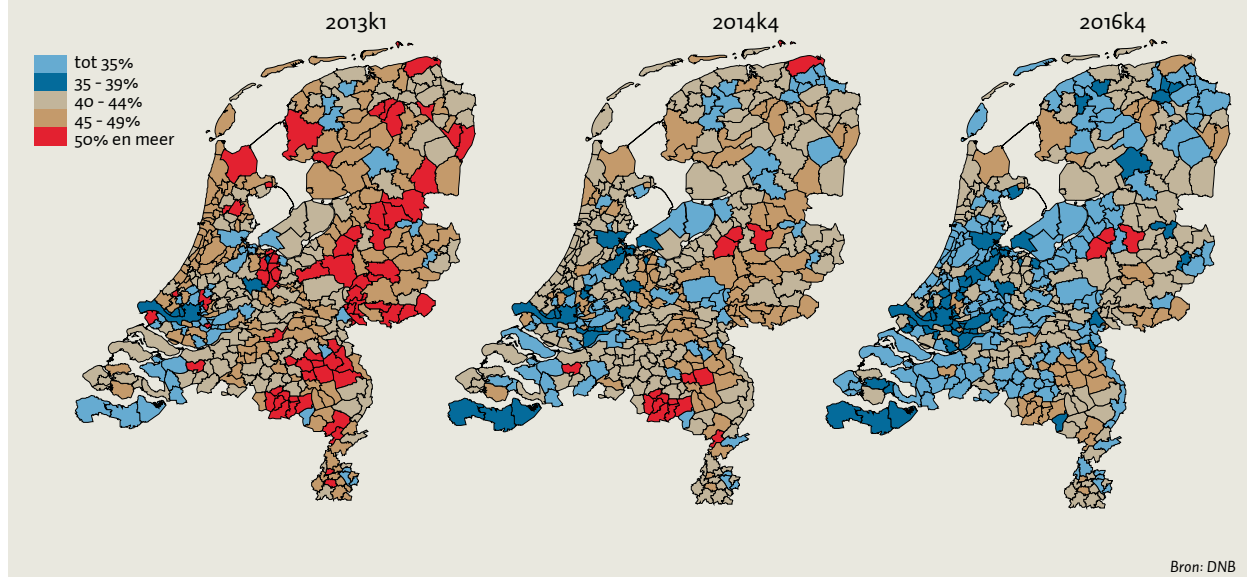
lossen om in aanmerking te komen voor de hypotheek-renteaftrek. Uit figuur 5 blijkt dat deze beleidsverandering zijn vruchten heeft afgeworpen: in het gehele land is het aandeel aflossingsvrije hypotheken in alle hypotheken afgenomen. Het zal echter nog een hele tijd duren voordat de aflossingsvrije hypotheek met aftrek uitgestorven is. Doorstromers mogen een nieuwe aflossingsvrije hypotheek afsluiten voor het bedrag van hun huidige hypotheek als die ook aflossingsvrij is. Uit de LLD blijkt dat doorstromers nog vaak voor deze vorm kiezen.

CONCLUSIE

In de nasleep van de crisis zijn er meerdere maatregelen genomen om excessief leengedrag van huizenkopers te beperken en Nederlandse huishoudens schokbestendiger te maken. Het is geenszins zeker of nu huishoudens een nieuwe crisis zonder problemen zouden doorstaan. Wat wel zeker is, is dat de maatregelen effect hebben gehad op de verstrekking van krediet en de financiële situatie waarin huishoudens momenteel verkeren. Zo blijkt dat voor starters op de woningmarkt clustering plaatsvindt op en vlak onder de in het jaar geldende LTV-limiet. De dalende rente heeft ervoor gezorgd dat de strengere Nibud-normen niet knellender uitpakken voor starters.

Aandeel van alle hypotheek met aflossingsvrij gedeelte van meer dan tachtig procent

FIGUUR 5



Het herstel van de woningmarkt draagt bij aan een afname van de ‘onderwaterproblematiek’, met name in de grote steden. Er zijn echter nog steeds veel regio’s waar meer dan vijftien procent van de koopwoningen onder water staat. Deze huishoudens blijven kwetsbaar. De prijsstijgingen hebben er in combinatie met een verlaging van de NHG-grens toe geleid dat een kleiner deel van de huishoudens een hypotheek met NHG heeft afgesloten, vooral in regio’s waar de prijsstijgingen het sterkst zijn geweest. Ten slotte observeren we een sterke afname in het aandeel aflossingsvrije hypotheek, hetgeen een direct gevolg is van de verplichte aflossing om in aanmerking te komen voor de hypotheekrenteaftrek. Doorstromers kiezen echter nog wel vaak voor een geheel of deels aflossingsvrije hypotheek.

LITERATUUR

- DNB (2016) *Inkomensnorm hypotheek niet knellender dan voor de crisis*. DNBulletin, 20 oktober.
- Francke, M.K. en G.A. Vos (2004) The hierarchical trend model for property valuation and local price indices. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 28(2), 179–208.
- Fransman, R. (2017) Nationale Hypotheek Garantie, een terugblik, *ESB*, 102(4749S), 38–43.
- Mastrogiacomo, M. en R. van der Molen (2015) Dutch mortgages in the DNB loan level data. *DNB Occasional Study*, 13-4.
- Warnaar, M. en J. Bos (2017) Inkomensnormen voor hypotheek. *ESB*, 102(4749S), 34-37.

In het kort

- ▶ Het aandeel onderwaterhypotheek is vooral in stedelijke gebieden afgenomen door de stijging van de huizenprijs.
- ▶ Ondanks de daling van de LTV-limiet lenen starters vaak nog meer dan de waarde van het huis.
- ▶ Het effect van de aanscherping van de Nibud-normen op de LTI’s is beperkt doordat de rentes zijn gedaald.

Koppeling data over hypothe- caire leningen kan woning- marktbeleid verbeteren

**MACHIEL
VAN DIJK**

Wetenschappelijk
medewerker bij
het Centraal Plan-
bureau (CPB)

BENEDIKT VOGT

Wetenschappelijk
medewerker bij het
CPB

Het ideale databestand voor onderzoek naar hypothecaire leningen bestaat niet – of beter: bestaat nog niet. Want de bouwstenen liggen er en over het bouwplan is ook al goed nagedacht.

De bestaande databronnen vormen de bouwstenen. De vier belangrijkste zijn: het Woononderzoek Nederland (WoON), de DNB Household Survey (DHS) van de Nederlandsche Bank (DNB), het integrale vermogensbestand (IVB) van het Centraal Bureau voor Statistiek (CBS) en de *loan level database* (LLD), eveneens van DNB. Alle vier hebben hun voor- en nadelen (zie kader).

WoON en DHS zijn het meest toegankelijk. In WoON worden eens in de drie jaar rond de 60.000 huishoudens steekproefsgewijs geënquêteerd. Deze gegevens worden aangevuld met administratieve gegevens uit de Gemeentelijke Basisadministratie (GBA) en van de Belastingdienst. Gegevens over de hypothecaire

lening – zoals omvang en type van de leningen en de rentevoet van leningdelen – zijn gebaseerd op de respons van de huishoudens. Een beperking van WoON is dat het geen panelstructuur kent. De verschillende jaargangen zijn dus niet op huishoudniveau aan elkaar te koppelen. Ook ontbreken er gegevens over de opgebouwde tegoeden in kapitaalverzekeringen of spaarrekeningen gerelateerd aan de eigen woning (KEW/SEW). CPB (2015) en Van Dijk (2013) zijn voorbeelden van analyses die gebruikmaken van WoON.

DHS bevat omvangrijke informatie op jaarbasis van circa 2000 Nederlandse huishoudens sinds 1993. Naast informatie over de woonsituatie kunnen ook allerlei andere gegevens, zoals psychologische kenmerken of economische voorkeuren van personen, gekoppeld worden. Helaas hebben ook deze data hun beperkingen. Vooral als er wordt ingezoomd op subgroepen – bijvoorbeeld starters op de woningmarkt – blijkt het

Hoe kunnen onderzoekers toegang krijgen tot de nu beschikbare microdata?

KADER 1

WoON

De verschillende jaargangen van WoON zijn vrij beschikbaar voor wetenschappelijk onderzoek via www.woononderzoek.nl.

DNB Household Survey

Toegang voor wetenschappelijk onderzoek op basis van de DNB Household Survey kan worden aangevraagd via www.centerdata.nl.

CBS Microdata

Het CBS verleent geautoriseerde instellingen toegang tegen betaling. Meer informatie over de datasets en de variabelen is beschikbaar via www.cbs.nl/microdata.

DNB loan level database

De LLD is toegankelijk voor medewerkers van en gastonderzoekers bij De Nederlandsche Bank.

bestand te klein te zijn. Bovendien zijn de data gebaseerd op enquêtes, wat de kans op meetfouten vergroot. Zie bijvoorbeeld Georgarakos *et al.* (2014) voor een onderzoek op basis van het DHS.

Toegang tot het IVB is iets gecompliceerder, omdat er speciale ICT-faciliteiten nodig zijn en extra kosten voor het gebruik van de microdatabestanden. Tegenover deze beperking staat het grote voordeel dat de onderzoeker toegang heeft tot administratieve data over de fiscaal relevante bezittingen en schulden van alle Nederlandse huishoudens. Deze data kunnen bovendien gekoppeld worden aan allerlei andere microbestanden van het CBS en het Kadaster. Daardoor kunnen allerlei kenmerken van huishoudens en hun woningen over langere tijd gevolgd worden. Informatie over de hypothecaire lening in het IVB beperkt zich echter tot de omvang van de fiscale eigenwoningsschuld. Dat betekent dat er bijvoorbeeld geen data zijn over de rentevoet en de verschillende leningdelen. Bovendien kan hierdoor de daadwerkelijke hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens niet nauwkeurig bepaald worden. Michielsen *et al.* (2015) en Veldhuizen *et al.* (2016) zijn voorbeelden van onderzoek met behulp van deze bestanden.

Het beste databestand voor onderzoek naar hypothecaire leningen is helaas ook het minst toegankelijke. De LLD bevat gedetailleerde informatie van circa tachtig procent van alle hypothecaire kredieten die door in totaal negen banken en drie verzekeraars verstrekt worden. Zie Mastrogiacommo (2016) voor een onderzoek op basis van deze data. Voor iedere lening bevat de LLD informatie over de kredietverstrekker, type lening, rentevoet, aanvangsdatum en einddatum, taxatiewaarde van het onderpand en of de lening onder de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) valt. Daarnaast kunnen de opgebouwde KEW- en SEW-tegoeden uit de data worden afgeleid. Toch kent ook de LLD enkele beperkingen.

Zo kunnen individuele huishoudens niet over de tijd gevolgd worden als ze overstappen naar een andere bank. Inkomensgegevens ontbreken deels of geheel, en de omvang van voortijdige aflossingen kan alleen worden benaderd voor kredietnemers die niet overstappen. De belangrijkste beperking van de LLD is echter dat deze data primair voor toezichtdoeleinden zijn verzameld en niet voor onderzoek. Onderzoekers binnen en buiten DNB zijn dus afhankelijk van de medewerking van banken en verzekeraars. Borging van vertrouwelijkheid en privacy is voor hen uiteraard van groot belang.

Toch hoeft dit geen onoverkomelijk bezwaar te zijn. Het CBS heeft immers bewezen dat het goed mogelijk is om vertrouwelijke informatie op een veilige wijze toegankelijk te maken voor onderzoekers. Door de LLD te anonimiseren en tegelijkertijd wel op persoons- of huishoudniveau koppelbaar te maken, zou er een databestand gemaakt kunnen worden dat het walhalla voor onderzoek naar hypothecaire kredietverlening aardig benadert. In de afgelopen jaren hebben CBS en DNB in overleg met de banken nauw samengewerkt aan een vergelijkbaar bouwplan voor een koppeling van de LLD met CBS-gegevens. Als dit bouwplan wordt gevolgd, geeft dat niet alleen een kwaliteitsimpuls aan het wetenschappelijk onderzoek op dit gebied, maar kunnen er ook allerlei actuele en beleidsrelevante transitievragen op het gebied van wonen en hypotheekleningen verder worden onderzocht. We kijken er naar uit!

In het kort

- ▶ Koppelen van loan level data van DNB met CBS-microbestanden geeft een nieuwe kwaliteitsimpuls aan onderzoek op het gebied van wonen en hypotheekleningen.
- ▶ Vertrouwelijkheid en privacy zijn bij het beschikbaar stellen van microdata van groot belang.

LITERATUUR

CPB (2015) *Economische effecten van verdere verlaging LTV-limiet*. Centraal Planbureau Notitie van 28 mei.

Dijk, M. van (2013) Wie minder leent koopt meer eigen woning. *ESB*, 98(4670), 604–607.

Georgarakos, D., M. Haliassos en G. Pasini (2014) Household debt and social interactions. *Review of Financial Studies*, 27(5), 1404–1433.

Mastrogiacommo, M. (2016) Will we repay our debts before retirement? Or did we already, but nobody noticed? *Netspar Design Paper*, 64.

Michielsen, T., R. Mocking en S. van Veldhuizen (2015) Home ownership and household portfolio choice. *CPB Discussion Paper*, 318.

Veldhuizen, S. van, B. Vogt en B. Voogt (2016) Negative home equity and household mobility: evidence from administrative data. *CPB Discussion Paper*, 323.

Inkomensnormen voor hypotheek

In Nederland kijken hypotheekverstrekkers van oudsher sterk naar het inkomen van de klant om betaalbaarheidsrisico's te verkleinen. Zowel de drang naar standaardisering van het hypotheekproces als de toegenomen regelgeving na de crisis heeft ervoor gezorgd dat er steeds vaker gebruik wordt gemaakt van de Nibud-tabellen om een maximaal verantwoorde hypotheek vast te stellen. Dit artikel gaat in op hoe het Nibud deze tabellen opstelt en welke impact ze hebben.

MARCEL WARNAAR

Wetenschappelijk medewerker bij het Nibud

JASJA BOS

Wetenschappelijk medewerker bij het Nibud

Hypotheekverstrekking kent twee soorten risico's: het eerste risico is dat huiseigenaren de maandlasten van de hypotheek niet meer kunnen betalen. Het tweede is dat huiseigenaren na verkoop van de woning met een restschuld achterblijven, dat de woning 'onder water staat'.

Deze problemen worden pas manifest wanneer er betalingsproblemen zijn bij een huishouden met een huis dat onder water staat, want als een woning onder water staat, en het huishouden zijn maandelijkse verplichtingen wel nakomt, dan is er geen acuut probleem. Stel andersom dat een huishouden zijn betalingsverplichtingen niet meer kan voldoen, maar dat er genoeg overwaarde is. In

dat geval kan verkoop van de woning een mogelijkheid zijn om het probleem op te lossen.

In verreweg de meeste landen kijken hypotheekverstrekkers vooral naar het tweede risico wanneer zij de kredietwaardigheid van klanten beoordelen. Door een hypotheek te verstrekken met een waarde die veel lager is dan de waarde van de woning, lopen zij weinig risico. Wanneer een huishouden in betalingsproblemen komt, wordt de woning verkocht. Het mogelijke vermogensverlies daarvan slaat neer bij de woning-eigenaar, niet bij de hypotheekverstrekker.

In Nederland kijken hypotheekverstrekkers veel meer naar het eerste risico: of een huishouden de maandlasten kan betalen. Doordat men hier scherp op let, kunnen er relatief hogere hypotheekten ten opzichte van de waarde van de woning verstrekt worden dan in het buitenland.

Om inzicht te krijgen hoe de hypotheeknormen in Nederland in de praktijk uitwerken, laten wij zien welke criteria het Nibud hanteert. Uit deze criteria volgt of een huishouden qua inkomen wel of niet in aanmerking komt voor een hypotheek. De huidige normstelling heeft daarnaast ook gevolgen voor de samenstelling van de hypotheekportefeuille in Nederland.

ROL VAN HET NIBUD

Het Nibud stelt sinds 2000 tabellen met financieringslastpercentages op voor de Nationale Hypotheek Garantie (NHG). Deze tabellen geven het percentage van het

bruto-inkomen van het huishouden weer dat men maximaal aan hypotheeklasten kan besteden. De percentages zijn afhankelijk van het inkomen en de rentestand.

In de loop van de tijd zijn deze tabellen een steeds belangrijker rol gaan spelen in de totale hypotheekmarkt. Waar hypotheekverstrekkers ze voorheen alleen gebruikten voor acceptatie van hypotheekleningen die onder de NHG vielen, zijn ze in 2007 opgenomen in de Gedragscode Hypothecaire Financiering en werden ze een leidraad voor alle hypotheekleningen. Sinds 2013 is hypotheekverstrekking gereguleerd via de Tijdelijke Regeling Hypothecair Krediet. Hypotheekverstrekkers moeten nu elke aanvraag toetsen aan deze tabellen, en mogen alleen een hogere hypotheek verstrekken wanneer ze deze overschrijding kunnen onderbouwen. Doel van deze regeling is om overkreditering tegen te gaan.

De rol van het Nibud is daardoor ook veranderd. Het Nibud adviseert nu als onafhankelijke partij het Ministerie van BZK en het Ministerie van Financiën over de cijfers, na consultatie van diverse stakeholders.

CRITERIA

Bij het bepalen van de maximale hoogte van de hypotheek houdt het Nibud rekening met betaalbaarheid, hanteerbaarheid en robuustheid.

Uitgangspunt van de methodiek is dat de hypotheekverstrekking veilig en verantwoord is. In het ideale geval betekent dit dat voor elk individueel huishouden getoetst wordt of een hypotheek nu en in de toekomst betaalbaar is, afgezet tegen het individuele huidige en toekomstige inkomsten- en uitgavenpatroon.

Een dergelijke individuele aanpak is moeilijk hanteerbaar. Het achterhalen van de daadwerkelijke inkomsten en uitgaven van een huishouden is een tijdrovend proces. Verder verandert het uitgavenpatroon na de aankoop van een woning met hypotheek. Daarnaast zullen hypotheekverstrekkers en consumenten zich ongemakkelijk voelen bij discussies over welke individuele uitgaven als luxe en welke als noodzakelijk gezien worden. Een dergelijke aanpak kan al snel tot subjectiviteit en willekeur leiden. Een zekere mate van standaardisering en het werken met gemiddelde uitgavenpatronen, is dan ook wenselijk.

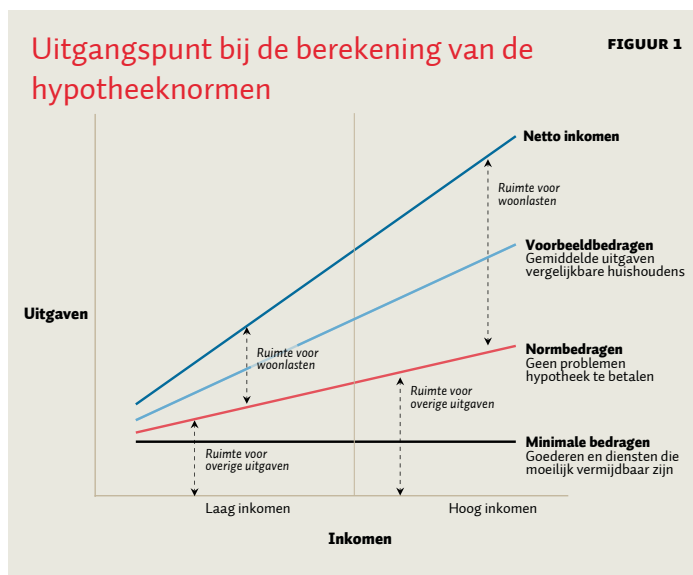
Abrupte veranderingen in de leencapaciteit kunnen leiden tot schokken op de woningmarkt. Het is daarom belangrijk om veranderingen in bijvoorbeeld bruto-nettotrajecten geleidelijk door te voeren. Robuustheid is zodoende een laatste criterium bij het opstellen van de financieringslastnormen.

HET VASTSTELLEN VAN DE BETAALBAARHEID

De ruimte die een huishouden heeft voor woonuitgaven wordt bepaald door het netto-inkomen af te zetten tegen de overige kosten van levensonderhoud. Ook deze overige uitgavenposten dienen betaalbaar te blijven na het afsluiten van een maximale hypotheek.

Huidig en toekomstig inkomen

Het Nibud gaat bij het vaststellen van de percentages uit van het huidige, bestendige inkomen. Het netto-inkomen wordt bepaald aan de hand van het bruto-nettotraject van een paar zonder kinderen, waarvan één van de volwassenen werkt. Dit hoeft niet altijd de actuele situatie van het huishouden te zijn. Een hypotheek wordt echter in principe voor dertig jaar afgesloten. In die tijd kan veel gebeuren met een huishouden. Wanneer het gezin uitbreidt, brengt dit extra kosten met zich mee, terwijl wanneer kinderen het huis uit gaan de uitgaven zullen dalen. Ook zal het inkomen gedurende het leven wijzigen. Omdat de totale hypotheeklasten door hun annuïtaire karakter in dertig jaar nauwelijks stijgen, leidt dit tot een relatieve daling van de hypotheeklast over de tijd. De netto-lasten stijgen weliswaar door een steeds lagere renteaftrek, maar die stijging is in de eerste helft van de looptijd gering. De normen zijn dan ook zodanig opgesteld dat huishoudens aan het begin van de looptijd minder ruimte hebben voor overige uitgaven dan een gemiddeld huishouden met



hetzelfde inkomen. Gedurende de looptijd van de hypotheek krijgen ze meer ruimte voor deze overige uitgaven.

Maar inkomens kunnen in de loop van de tijd ook dalen. Echtscheiding, werkloosheid en arbeidsongeschiktheid kunnen ervoor zorgen dat huishoudens het met minder moeten doen. Doordat Nederland een relatief goed sociaal vangnet voor werknemers heeft, is de inkomensterugval als gevolg van werkloosheid niet direct heel groot, vooral wanneer de werkloosheid tijdelijk is. Hypotheekverstrekkers kijken strenger naar het inkomen van zelfstandigen, omdat voor hen een vangnet vaak ontbreekt. Permanente achteruitgang van het inkomen kan wel leiden tot betalingsproblemen. Maar wanneer we de tabellen zouden baseren op dit *worst case*-scenario, zou kredietverstrekking vrijwel niet plaats kunnen vinden.

Overige uitgaven: minimale bedragen, voorbeeldbedragen en normbedragen

Om te komen tot een bedrag voor de overige kosten van levensonderhoud maakt het Nibud onderscheid tussen minimale bedragen en voorbeeldbedragen.

De minimale bedragen worden berekend aan de hand van een minimaal pakket aan goederen en diensten die voor vrijwel elk huishouden moeilijk vermijdbaar zijn, zoals voeding en verzekeringen. Het Nibud stelt dit basispakket met behulp van talrijke experts

samen en past het jaarlijks zo nodig aan. Dit basispakket is onafhankelijk van het inkomen.

Verder wordt er gekeken naar voorbeeldbedragen. Dit zijn de uitgaven die een vergelijkbaar huishouden met een vergelijkbaar inkomen gemiddeld doet aan de verschillende uitgavenposten. Deze bedragen zijn dus afhankelijk van zowel de huishoudsamenstelling als het inkomen, en komen onder andere uit het Budgetonderzoek van het CBS.

Het uitgangspunt voor de financieringslastpercentages is dat, bij een maximale hypotheeklast, de overige uitgaven precies tussen de minimale bedragen en de voorbeeldbedragen uitkomen. Dit niveau duiden we aan met de term 'normbedragen'. In figuur 1 wordt dit uitgangspunt schematisch weergegeven.

Er is dus geen pakket aan normuitgaven waarin precies wordt omschreven aan welke uitgavenposten men hoeveel dient uit te geven. Het is aan het individuele huishouden zelf om te bepalen op welke posten er bezuinigd wordt ten opzichte van de voorbeeldbedragen, om te komen tot de normbedragen.

Door dit uitgangspunt houden huishoudens met een hoger inkomen de ruimte om 'luxe' uitgaven te doen. Daarnaast biedt het huishoudens de mogelijkheid om persoonlijk onvermijdbare uitgaven op te vangen. Dit zijn uitgaven die niet voor iedereen noodzakelijk zijn, maar wel voor individuele huishoudens. Bijvoorbeeld kosten voor een groot gezin, een onder-

Aantal kopers (in duizenden) 2012–2015 naar loan-to-income (LTI)

TABEL 1

LTI	Totaal	Huishoudsamenstelling			
		Alleenstaande	Paar zonder kinderen	Paar met kinderen	Eenoudergezin
Geen lening	42	16	15	7	4
0,01–1	2	0	1	1	0
1,01–2	19	1	11	7	0
2,01–3	70	5	31	33	1
3,01–4	106	16	45	42	3
4,01–5	85	24	25	32	4
5,01–8	66	25	15	22	3
> 8	17	5	4	6	2
Totaal	407	93	145	149	18

Bron: WoON2015. Bewerking: Nibud

houdsgevoelige woning of de ondersteuning van (ex-) familieleden. Ook kunnen zo tijdelijke perioden met een lager inkomen overbrugd worden.

Hypotheekverstrekkers houden verder expliciet rekening met andere financiële verplichtingen van het huishouden. Deze zaken zijn dus niet in de financieringslastpercentages verwerkt, maar worden bij de individuele acceptatie betrokken. Denk hierbij aan uitstaand consumptief krediet, studieschulden, alimentatieverplichtingen en erfpachtcanonbetalingen.

WIE LENEN ER MAXIMAAL?

De financieringslastnormen hebben invloed op het functioneren van de hypotheekmarkt en de woningmarkt. Maar dat gebeurt alleen als deze normen in de praktijk knellen. Wanneer huishoudens minder lenen dan deze normen, hebben de normen geen invloed.

Om dit in kaart te brengen kijken we naar de *loan-to-income* ratio (LTI). In tabel 1 staan de LTI-verhoudingen naar huishoudtype van degenen die tussen 2012 en 2015 een woning hebben gekocht.

Uit de tabellen van financieringslastpercentages volgt een maximale LTI van 3 tot 5,5, afhankelijk van het inkomen en de rente. Als we aannemen dat iedereen met een LTI van onder de 4 niet tot zijn maximale mogelijkheden heeft geleend, dan geldt dat voor ruim de helft van de recente huizenkopers (58 procent). Het is dus zeker niet zo dat elke huizenkoper het maximum opzoekt. Te zien is dat een hoge LTI (hoger dan 4) relatief vaker voorkomt bij alleenstaanden en eenoudergezinnen. Deze groepen moeten de hypotheeklasten standaard op één inkomen dragen.

TOEKOMSTIGE ONTWIKKELINGEN

De crisis heeft geleerd dat zowel het inkomen als de waarde van de woning belangrijke risicoaspecten zijn. Het gevolg is dat er in Nederland een maximum aan *loan-to-value* (LTV) ingesteld is, en deze is stapsgewijs

verlaagd naar 100 procent van de woningwaarde.

Aan de andere kant is er in het buitenland juist meer aandacht gekomen voor de LTI. Zo is deze expliciet opgenomen in de Europese Richtlijn voor Hypotheekverstrekking. Volgens die regeling is hypotheekverstrekking alleen op basis van de waarde van het onderpand niet meer mogelijk. De kredietwaardigheid van de consument moet onderzocht worden, waarbij het inkomen een rol dient te spelen. In het Verenigd Koninkrijk betekent dit dat huishoudens veel meer gegevens moeten aanleveren, tot aan hun telefoonrekening toe.

Er is vaak de neiging om de methodiek uit te breiden en meer specifiek te maken, zeker nu er meer en meer data over het uitgavenpatroon van huishoudens beschikbaar komen. Het lijkt een goed idee om meer te differentiëren in de hypotheeknormen, maar daarbij moet wel worden bedacht dat de hypotheeklasten gedurende dertig jaar betaald moeten kunnen worden. De vraag is of een verdere differentiatie op basis van de *huidige* omstandigheden van een huishouden voldoende zegt over die *toekomstige* betaalbaarheid.

Deze individualisering van hypotheeknormen kan ook tot strategisch gedrag leiden. Stel dat een paar zonder kinderen meer hypotheek kan krijgen dan een paar met kinderen. In dat geval zou een paar met kinders beter eerst een hypotheek kunnen afsluiten en dan kinderen krijgen.

De vraag is of dit alles niet leidt tot schijnzekerheid. De relatief eenvoudige opzet van de Nederlandse methodiek is tegelijkertijd de kracht ervan: de normen zijn robuust, hanteerbaar en houden ook rekening met de betaalbaarheid op langere termijn.

LITERATUUR

WoON2015 (2016) Woononderzoek Nederland 2015.

In het kort

- ▶ In Nederland kijken hypotheekverstrekkers vooral of een huizenkoper de maandlasten kan betalen.
- ▶ Het Nibud bepaalt de financieringslastpercentages aan de hand van het huidige inkomen.
- ▶ Ruim de helft van de huizenkopers heeft niet tot zijn maximale mogelijkheden geleend.

Wat is de NHG?

KADER 1

De Nationale Hypotheek Garantie (NHG) is een verzekering die een woningkoper tegen betaling van een eenmalige premie (borgtochtprovisie) kan krijgen als hij een lening afsluit voor het kopen of verbouwen van zijn woning.

De NHG wordt verstrekt door de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW), die daarmee garant staat voor de terugbetaling van het hypotheekbedrag aan de geldverstrekker. Het WEW is in 1993 opgericht door het Ministerie van VROM en de VNG.

Het WEW heeft als doel om de betaalbaarheid, de toegankelijkheid en de stabiliteit van de hypotheekmarkt te versterken. In een volledig vrije markt kan de hypotheekmarkt door averse selectie (ook wel: risicoselectie), informatie-asymmetrie en transactiekosten voor sommige marktsegmenten leiden tot het wegvallen van aanbod, tot rentetarieven die de facto groepen uitsluiten en tot potentiële financieringstekorten in tijden van crisis. De NHG beoogt zulk marktfalen te voorkomen. Ten aanzien van toegankelijkheid en stabiliteit is dat relatief onomstreden. Ten aanzien van betaalbaarheid heeft SEO in 2011 de vraag gesteld in hoeverre de NHG een oprijvend effect heeft op de woningprijzen die de rentekorting van de NHG tenietdoet.

Per 31 december 2016 heeft de stichting circa 193 miljard euro

aan leningen gewaarborgd en bedraagt het fondsvermogen circa 980 miljoen euro. Naast het fondsvermogen heeft het WEW een achtervangovereenkomst met de rijksoverheid om het staartrisiko af te dekken. Sinds 2015 wordt daarvoor een premie van 0,15 procent betaald. De achtervangfunctie van de overheid garandeert dat de stichting te allen tijde aan haar betalingsverplichtingen in het kader van de borgstelling jegens de geldgevers kan voldoen.

De borgstelling van de stichting kan dan ook worden beschouwd als een overheidsgarantie. Dit betekent dat voor verstrekkers bij leningen met een Nationale Hypotheek Garantie lagere solvabiliteitseisen gelden. Hierdoor kunnen geldgevers deze leningen tegen lagere rentes aanbieden. Voor de woningbezitter betekent dit dat de aankoop en de verbetering van de eigen woning tegen lagere rentelasten kunnen worden gefinancierd.

Om voor de Nationale Hypotheek Garantie voor de aankoop van een woning in aanmerking te komen, zijn er een aantal voorwaarden. De belangrijkste eis is dat het hypotheekbedrag niet hoger is dan de zogenaamde kostengrens. Daarnaast zijn er eisen aan de maximale verhoudingen van de lening tot het inkomen (LTI) en tot de waarde van het huis (LTV). Deze normen worden door het

Nibud vastgesteld.

Als een woningbezitter niet meer aan zijn betalingsverplichtingen aan de geldverstrekker kan voldoen, staat het WEW garant voor de terugbetaling van het hypotheekbedrag aan de geldverstrekker. De eventuele restschuld die overblijft na een gedwongen verkoop, wordt vervolgens op de voormalige woningbezitter verhaald. Deze restschuld wordt echter kwijtgescholden indien de voormalige woningbezitter naar het oordeel van het WEW geen schuld heeft aan de gedwongen verkoop en heeft meegewerkt aan het zo veel mogelijk beperken van het verlies. Het gaat dan om gedwongen verkoop door bijvoorbeeld werkloosheid, arbeidsongeschiktheid of echtscheiding.

De geldverstrekker is door de NHG afgeschermd van het risico van een mogelijk oninbare restschuld na een gedwongen verkoop. Om deze reden kan de geldverstrekker volgens de bestaande solvabiliteitseisen een lager garantietermogen aanhouden als risicobuffer. Hij heeft daardoor lagere kosten, wat hem in staat stelt een lagere rente in rekening te brengen.

De voordelen van de NHG voor de koper van een woning worden gevormd door een lagere hypotheekrente en de verzekering tegen restschuld.

WONINGMARKT

Nationale Hypotheek Garantie, een terugblik

ROBIN FRANSMAN
Hoofd Financiële Sector van De ArgumentenFabriek

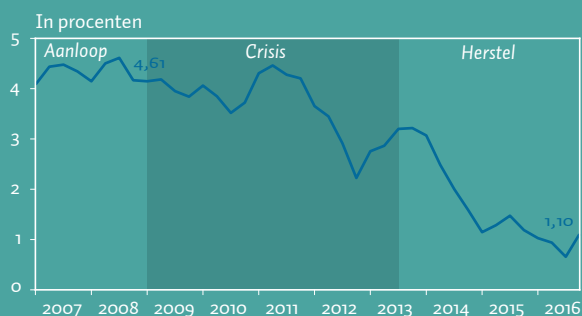
De auteur heeft recent voor stichting WEW analyses uitgevoerd. Dit artikel is mede op basis van die analyses tot stand gekomen.

De Nederlandse overheid staat via het Waarborgfonds Eigen Woning garant voor het staatrisico van circa dertig procent van de uitstaande hypotheeklen. Dat loopt via de Nationale Hypotheek Garantie, een verzekering tegen verliezen voor zowel woningkopers als hypotheekverstrekkers. Deze NHG is ook bedoeld als macro-economisch stabiliserend instrument. De zwaarste huizenmarktcrisis in dertig jaar is inmiddels achter de rug. Hoe is het verlopen met dit instrument?

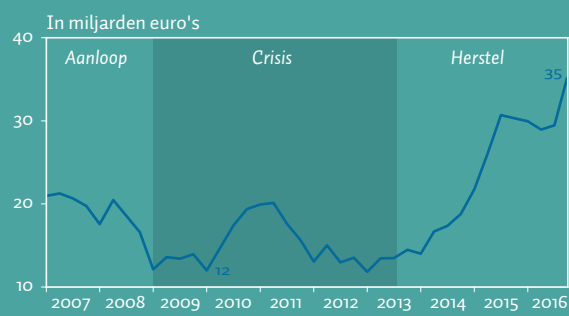
De Nationale Hypotheek Garantie (NHG) is bij de meeste mensen bekend als een instrument om de betaalbaarheid en de toegankelijkheid van de koopwoningmarkt te verbeteren voor mensen met (vooral lage) middeninkomens. En onder condities van economische groei en een gezonde markt voor koopwoningen is dat ook de enige rol die zichtbaar is van de NHG. Tijdens de economische crisis is de NHG voor de eerste keer 'getest' onder crisismoments en kwam het andere aspect van de NHG in beeld: NHG als macro-economisch stabiliseringsinstrument.

We zijn nu in staat om terug te kijken en te beoordelen hoe dit instrument en de aanbieder ervan, de Stichting Waarborgfonds Eigen Woning (WEW), de woning- en hypotheekmarkt hebben ondersteund. Dat is een verhaal in drie delen. Ten eerste is er het verhaal over de economische groei, de werkloosheid, de

KAPITAALMARKTRENTRE



VOLUME HYPOTHEEKMARKT



impact hiervan op de woningmarkt en hoe de overheid heeft geprobeerd om de woningmarkt te schragen. Ten tweede is er het deel over hoe het WEW en de rijksoverheid in de loop van de crisis het beleid hebben gewijzigd om tot een hogere graad van solvabiliteit te komen en om zo toekomstige verliezen te minimaliseren. Ten slotte, als derde deel, zijn er de resultaten van NHG/WEW gedurende de crisisperiode.

ECONOMISCHE GROEI

De afgelopen tien jaar zijn in te delen in drie fases. De aanloop naar de crisis (2007–2008), de crisis zelf (2009–2013) en het herstel (2014–2016). Direct voor de crisis staan alle seinen op groen: de werkloosheid is laag en dalend, er wordt van tekorten op de arbeidsmarkt gesproken. De woningmarkt is liquide, de prijzen stijgen en de hypotheekmarkt floreert. Dit verandert medio 2008.

Door de onrust op de financiële markten stijgt eerst de rente vrij snel en fors, gevolgd door het omvallen van Lehman en het bevroren van de geldmarkt. Begin 2009 is de crisis in volle omvang losgebarsten, en de economische krimp is groot en bereikt zijn eerste dal in het tweede kwartaal van 2009. De werkloosheid stijgt met 130.000 mensen en de woning- en hypotheekmarkt krimpen met circa veertig procent. In een jaar tijd – we zijn dan in het derde kwartaal van 2009 – zakt de gemiddelde woningprijs met tien procent.

Dit is aanleiding voor het eerste ingrijpen door de overheid. De maximale kostengrens voor een NHG-woning gaat in 2009 van 265.000 euro naar 350.000 euro. En in 2011 wordt de overdrachtsbelasting verlaagd van zes naar twee procent. Hierdoor dalen de kosten voor de aankoop van een huis en kunnen mensen meer (al dan niet verzekerd) lenen. Ook de verstrekingsnormen ten opzichte van het inkomen stijgen in

eerste aanleg, de mediane LTI stijgt daardoor naar 4,4.

Tegelijkertijd zakt de rente fors, mede door het ingrijpen van centrale banken. In het derde kwartaal bereikt die een voorlopig laagtepunt van 3,5 procent, waar deze vóór de crisis nog op 4,5 procent stond. Het herstel zet in. Eind 2010 en begin 2011 wordt er een gezonde economische groei genoteerd. De ECB verhoogt de rente weer. De werkloosheid daalt, de woningmarkt herstelt en de woningprijs stijgt weer.

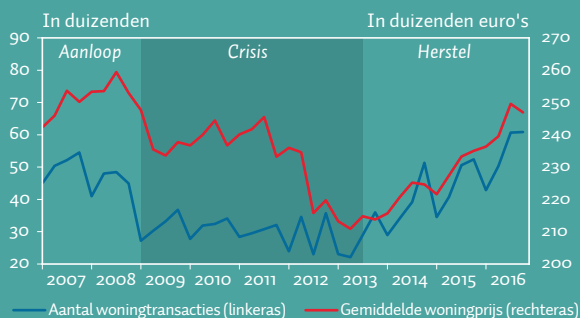
Het herstel is echter van korte duur. Door de situatie in Griekenland ontstaat de eurocrisis, die mede de aanleiding vormt voor *austerity*. En de beleidsrespons van de ECB, een nog lagere rente, vormt in Nederland de oorzaak van wat we wellicht de pensioencrisis kunnen noemen. De kabinetscrisis en het Kunduz-akkoord dat daarop volgt, zijn de aanleiding voor fors vertrouwensverlies. Er volgt een tweede recessie – ondiep, maar relatief lang – en de ‘dubbele dip’ is een feit. Van eind 2011 tot medio 2013 krimpt de economie jaar op jaar en dalen de woningprijzen. De werkloosheid piekt pas begin 2014, wanneer deze is verdubbeld ten opzichte van voor de crisis. De hypotheekmarkt is begin 2013 op zijn zwakst. Een kwartaal later bodemen de woningprijzen, ze liggen dan gemiddeld twintig procent lager dan voor de crisis.

Hierna begint het herstel, eind 2014 geholpen door een verlaging van de rente naar bijna nul procent door de ECB. De werkloosheid begint dan snel af te nemen. Woningmarkt en hypotheekmarktvolume verdriedubbelen ten opzichte van het dieptepunt in de crisis. De woningprijzen volgen langzamer; eind 2016 liggen de prijzen nog maar vijf procent onder die van tien jaar eerder.

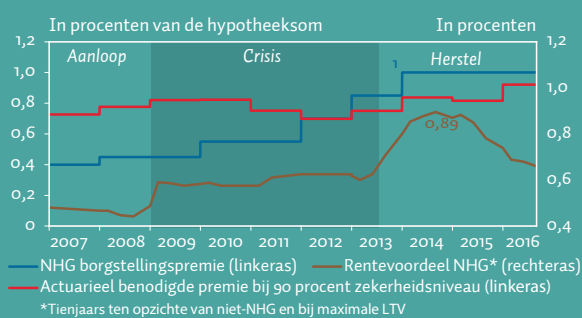
WERKEN AAN MEER SOLVABILITEIT

De financiële crisis en de woningmarktcrisis vormen de aanleiding voor nieuw beleid. De consensus is: naar

DE WONINGMARKT



PREMIE



een hogere graad van prudentie. De solvabiliteit van betrokken partijen moet omhoog. Verstrekkers van krediet krijgen zwaardere solvabiliteitseisen opgelegd met Solvency 2 (verzekeraars), en met Bazel III en de *leverage ratio* (banken). Maar ook de leverage van huishoudens en van het WEW moeten omlaag en de solvabiliteit omhoog.

Het WEW speelt in de nieuwe regelgeving een belangrijke rol. Voor de crisis zijn de *loan-to-value*- en *loan-to-income*-normen (LTV en LTI) bij de NHG al restrictiever dan in de niet-NHG-hypothekemarkt gebruikelijk is. Ook is annuïtair aflossen al de norm bij de NHG om de draagkracht van huishoudens te toetsen. In samenspraak met WEW, Nibud, AFM en DNB worden de NHG-normen door de rijksoverheid overgenomen, verfijnd, aangescherpt en wettelijk verplicht.

Vanaf 2011 gaat daarom de maximale LTV voor alle nieuwe hypotheekleningen omlaag van de facto 117 procent naar de juris 106 procent. En daarna daalt de LTV elk jaar met één procentpunt tot 100 procent in 2018. Begin 2014 krijgen geldverstrekkers een eigen risico op de NHG-garantie van tien procent. *Moral hazard* bij verstrekkers wordt daarmee voorkomen.

Ook de tijdelijke verhoging van de NHG-kostengrenzen wordt weer afgebouwd. De overheid wil een limiet stellen aan het staart risico dat ze draagt, wil de woningmarkt niet onnodig stimuleren en de NHG daarom beperken tot de onderkant van de markt. In 2012 wordt de kostengrens daarom weer verlaagd naar 320.000 euro, en is inmiddels verder verlaagd naar het gemiddelde woningprijsniveau. Het huidige kabinetsbeleid is om de kostengrens met dat prijsniveau mee te laten bewegen.

De maximale LTI wordt ook geleidelijk verlaagd, en zet een daling in vanaf eind 2011, als de nieuwe

Gedragscode Hypothecaire Financiering van kracht wordt. Daardoor daalt de mediane LTI van 4,4 tot 4. Geheel annuïtair aflossen wordt ook de facto verplicht in 2011 doordat de aftrekbaarheid van de rente hieraan wordt gekoppeld. Vanaf 2014 wordt daarnaast de hypotheekrenteaftrek verlaagd met 0,5 procentpunt per jaar.

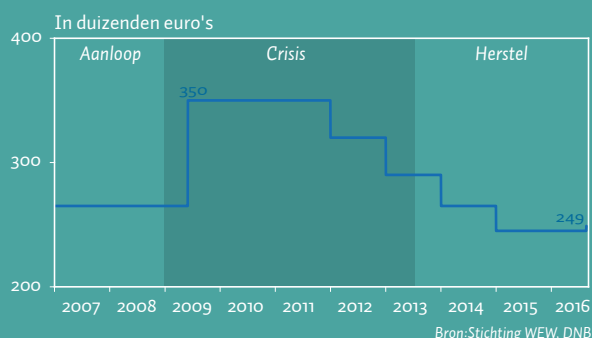
Het WEW gaat geleidelijk ook anders om met het tarief voor de borgstellingspremie, ofwel de premie die huiseigenaren betalen voor NHG bij het afsluiten van de hypotheek. Vóór de crisis gaat het WEW uit van gemiddelde scenario's om de premie te berekenen. In solvabiliteitstermen: er wordt gerekend met een zekerheidsgrens van 63 procent. De kans dat het fondsvermogen in enig jaar wordt aangesproken is dus 37 procent. De premies worden in die tijd conjunctuurneutraal berekend. De premie is alleen gemiddeld over een langere periode kostendekkend.

Het WEW heeft echter discretionaire bevoegdheden om de premie te bepalen. De premies op basis van 63 procent zekerheid acht het WEW in toenemende mate niet meer voldoende, omdat het systeemrisico onvoldoende wordt ingeperkt. In overleg met BZK en Financiën wordt de norm voor de zekerheidsgrens in 2015 definitief opgehoogd naar 90 procent. En in relatief grote stappen wordt daarom de premie verhoogd van 0,4 procent vóór de crisis tot 1 procent in 2014. Daarvan is vanaf 2015 een nieuwe afdracht aan het rijk ter compensatie van de risico's van de achtervangregeling van 0,15 procent voor alle nieuwe borgstellingen.

DE RESULTATEN VAN NHG/WEW

Tijdens de crisis draaiden de bestaande garanties en contracten van de NHG en het WEW natuurlijk door. Met de daling van de woningmarktvolumes dalen ook de verstrekte garanties in 2008. Maar omdat

KOSTENGRENS



MAXIMALE LTV



de kostengrens in 2009 ook hypotheek tot 350.000 euro tot de NHG toelaat, stijgt het aantal garanties weer. Het potentiële marktaandeel van de NHG in de totale hypotheekmarkt stijgt dan ook sterk. Zo zijn er door de hogere kostengrens twintig procent meer woningen die in aanmerking komen voor een NHG. Ondanks de lagere totale hypotheekvolumes stijgt het aantal garanties daardoor met ruim vijftig procent. De premie-inkomsten verdubbelen van 60 miljoen in 2008 tot 129 miljoen euro in 2010 en het garantievermogen van het WEW stijgt daardoor sterk.

De stijging van de premie-inkomsten en het garantievermogen zijn een onbedoeld bijeffect. De verhoging van de kostengrens was vooral bedoeld om de woningmarkt zelf en de woningprijzen te schragen. Het CPB was daar in een studie in 2009 kritisch over, want het effect van de uitbreiding van de NHG op de woningmarkt werd als ‘beperkt’ ingeschat. Dit bleek achteraf ook het geval in de zin dat het geen prijsopdrijvend effect leek te hebben, maar het effect op de inkomsten van het WEW en het garantievermogen van het WEW is in die CPB notitie niet voorzien (CPB, 2009).

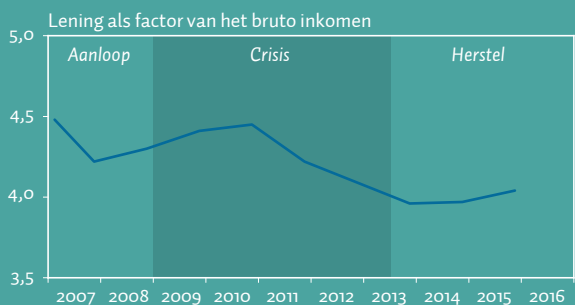
Het aantal claims door woningeigenaren bij het WEW bereikt in 2009 het laagtepunt, waardoor gelijk dat jaar het garantievermogen van het WEW sterk stijgt, van 529 miljoen in 2008 tot 610 miljoen eind 2009. Het voorlopige herstel van de economie en woningmarkt in 2011, vlak voor de tweede recessie van eind 2012, begin 2013 zorgt voor een piek in het aantal verstrekte garanties, met een verdere groei van het garantievermogen als resultaat. Eind 2012 is het doorgegroeid naar 798 miljoen euro.

Die groei van het garantievermogen vindt plaats terwijl tegelijkertijd het aantal claims en de gemiddelde omvang van die claims sterk stijgen. Het aantal claims

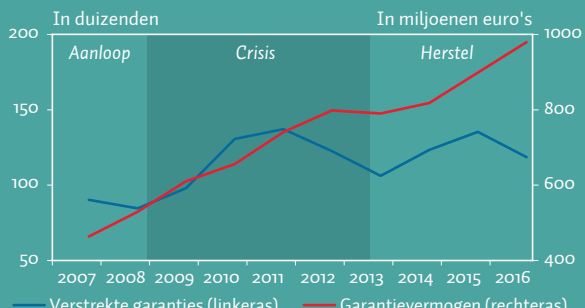
stijgt van rond de 500 per jaar voor de crisis, tot 3.000 in 2012 en piekt in 2014 op 4.300. De gemiddelde omvang stijgt van 30.000 euro voor de crisis tot 41.000 euro in 2014 om daarna weer te gaan dalen. Voor de crisis schold het WEW jaarlijks gemiddeld 22 miljoen aan restschulden kwijt, in de crisisjaren loopt het op van 40 miljoen in 2010 tot 176 miljoen in 2014. Vanaf 2014 dalen de claims en kwijtscheldingen weer. Bij elkaar opgeteld zijn tot en met 2016 22.000 huishoudens geholpen met kwijtschelding van schulden voor een totaal van 835 miljoen euro. Die kwijtscheldingen hebben eenzelfde effect op de hypotheekverstrekkers: zij hebben hetzelfde bedrag aan verliezen niet hoeven dragen. De actuariële verwachting is dat het garantievermogen verder zal oplopen in 2017 en 2018 tot ruim één miljard euro. Voor 2017 en 2018 worden er respectievelijk 2.900 en 2.700 claims verwacht, met een dalend bedrag per claim, wat tot verwachte uitbetalingen leidt van 100 miljoen in 2017 en 87 miljoen in 2018. Er zijn dan restschulden voorkomen bij 27.600 huishoudens.

Het aantal garanties is door de stijging van de volumes in de woningmarkt op een hoog niveau gebleven. De kostengrens is inmiddels weer verlaagd, maar de lagere woningprijzen en de hogere volumes blijven voor hoge aantallen garanties zorgen. Het garantievermogen is mede daardoor opgelopen tot 980 miljoen eind 2016. Tegelijkertijd namen natuurlijk ook de verplichtingen toe. De ratio tussen weerstandvermogen en gegarandeerd vermogen is dan ook nauwelijks veranderd. Lag het voor de crisis op 0,48 procent, eind 2016 lag het op 0,51 procent. Juist midden in de crisis piekte deze op 0,54 procent tot 0,56 procent door de hogere premie-inkomsten-effecten van de hogere kostengrens. De feitelijke solvabiliteit van het WEW is door de crisis daardoor nooit omlaag gegaan.

MEDIANE LTI



GARANTIES EN GARANTIEVERMAGEN



De rentekorting die de NHG biedt voor consumenten is door de crisis heen in stand gebleven. De crisis lijkt de korting, die door verstrekkers en onder concurrerende condities wordt bepaald, structureel iets verhoogd te hebben. Een mogelijke oorzaak is dat de sterke daling van de risicovrije rentevoet vooral NHG-hypotheek aantrekkelijker heeft gemaakt voor bepaalde beleggers. Andere factoren die een rol kunnen spelen zijn dat de daling van de huizenprijzen de verzekeringswaarde van het NHG-product verhoogt en dat voor niet-NHG-leningen de opslagen voor onverwachte verliezen stijgen.

CONCLUSIE

De NHG heeft goed gefunctioneerd tijdens de crisis. Alle afspraken zijn nagekomen, zonder een beroep te hoeven doen op de achtervangfunctie van de overheid, en de continuïteit van het WEW is nooit in gevaar gekomen. De primaire missie: toegankelijkheid en betaalbaarheid van de woningmarkt voor (met name lage) middeninkomens is overeind gebleven. Marktfalen aan de onderkant van de hypotheekmarkt, informatie-asymmetrie, transactiekosten en averse selectie werden zo voorkomen.

De NHG is een instrument gebleken dat de overheid ook in kan zetten tijdens een neergang en draagt daarom bij aan de beschikbare macro-economische buffers (Commissie-Van Rijn, 2008). Het ex ante beprijzen en afvangen van staartrisico's door de overheid leidt tot welvaartswinst als ex post het materialiseren van die staartrisico's minder waarschijnlijk is door het beschikbaar stellen van de achtervangfunctie. Uitgangspunt is daarbij ook dat de overheid altijd staartrisico loopt. Ook als zij ex ante dit niet op zich neemt. Bij een sterke crisis dalen immers de belastinginkomsten en stijgen de overdrachtsuitgaven.

Tegelijkertijd is de waarde van de NHG als verzekering voor consumenten en verstrekkers achteraf redelijk nauwkeurig te bepalen, omdat we weten hoeveel claims er zijn uitgekeerd. Maar er zijn ook secundaire effecten. De 835 miljoen die is uitgekeerd aan consumenten, met een vergelijkbaar bedrag aan verliespreventie voor verstrekkers, heeft waarschijnlijk ook een stabiliserende werking gehad op de conjunctuur, op het consumentenvertrouwen, op het financiële systeem, en op de toegang tot financiering van hypotheekverstrekkers. Kwantificering van die secundaire effecten is noodzakelijk om de volledige waarde van WEW/NHG goed in te schatten.

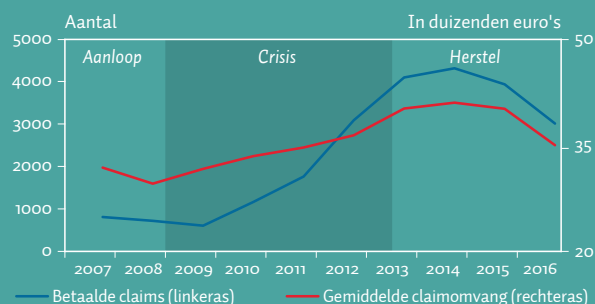
LITERATUUR

- CPB (2009) *Verhoging Nationale Hypotheekgarantie*. CPB Notitie, 10 juni 2009.
- Commissie-Van Rijn (2008) *Advies Commissie Toekomst NHG*, 29 oktober.
- NVB (2012) *Gedragscode hypotheecaire financieringen*. Amsterdam: Nederlandse Vereniging van Banken.
- SEO (2011) *Publieke belangen en hypotheekregulering. SEO-rapport, 2011-19*. Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.

In het kort

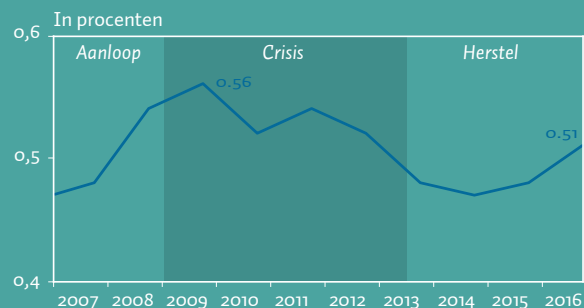
- ▶ Tijdens de crisis heeft de NHG goed gefunctioneerd, zonder een beroep te doen op de overheid.
- ▶ De 835 miljoen die is uitgekeerd aan consumenten heeft waarschijnlijk ook een stabiliserende werking gehad.
- ▶ Als gevolg van de crisis is besloten de solvabiliteit van huishoudens te verhogen.

CLAIMS



Bron: Stichting WEW, financieeldossier.nl en analyse voor WEW

DEKKINGSGRAAD WAARBORGFONDS



Bron: Stichting WEW, financieeldossier.nl en analyse voor WEW

Los het loan-to-value-probleem pragmatisch op

Keer op keer hameren nationale (DNB en AFM) en internationale (IMF en OESO) instituties erop dat de Nederlandse hypotheekschuld door het dak is geschoten. Terecht of onterecht, steeds wordt het belang benadrukt van een verdere verlaging van de maximale *loan-to-value* (LTV). Nu staat deze nog op 102 procent, maar het liefst zien genoemde partijen dit dalen naar 90 of zelfs 80 procent.

Er is niets op tegen om de maximale LTV's voor doorstromers op de koopmarkt te verlagen. Voor de huidige woningbezitters daalt de LTV in ons land overigens al rap. Veel eigenaren lossen versneld hun schuld af. En hypotheeklen die na 2013 zijn afgesloten, komen alleen in aanmerking voor hypotheekrenteaftrek als er op afgelost wordt. Zo veel lijkt er dus niet meer aan de hand te zijn.

Verlaging van de maximale LTV zou echter een probleem zijn voor veel starters op de woningmarkt. Zij hebben vaak onvoldoende eigen middelen, terwijl de huurmarkt voor hen geen alternatief is. In het buitenland ligt dat vaak anders. Duitsland bijvoorbeeld kent van oudsher een omvangrijke, betaalbare en toegankelijke huursector. Dat geeft huishoudens met een koopwens de kans om voldoende middelen voor hun eerste (en vaak enige) huis te sparen. Ook zijn er landen, zoals het VK en de VS, met een lagere maximale LTV en een ontbrekende betaalbare particuliere huursector, waar dure consumptieve kredieten worden gebruikt om het gat tussen de aankoopprijs en de maximale hypotheek te dichten. Die situatie is ongewenst.

Helaas zal het in ons land nog vele jaren duren totdat de vrije huurmarkt goed werkt. Bovendien heeft het verplicht sparen voor een huis een groot nadeel voor jonge huishoudens: zij bouwen een sterk geconcentreerde vermogensportefeuille op. Dit werkt een gezonde spreiding van illiquide en



CHRISTIAN LENNARTZ

Econoom bij de Rabobank

liquide vermogensbestanddelen tegen. Er is daarom behoefte aan een alternatieve oplossing die recht doet aan zowel het stabiliteitsdoel als de verbeterde toegankelijkheid van de koopmarkt voor starters. Uitgangspunt is een basishypotheek die tot tachtig of negentig procent van de waarde van het huis mag gaan. Starters krijgen daarnaast de mogelijkheid om een aanvullende hypothecaire lening af te sluiten. Daarbij kan er geëist worden dat huishoudens deze aanvullende hypotheek versneld aflossen. Dit kan expliciet in het leningscontract worden opgenomen of meer impliciet worden geregeld, door bijvoorbeeld de hypotheekrenteaftrek niet op de

extra lening toe te passen.

Bij deze oplossing lijkt een stapsgewijze aanpak verstandig: deze kan helpen om de optimale verhouding tussen stabiliteit en toegankelijkheid tevoorschijn te brengen. Dit geldt sterker omdat startende huishoudens door het sociale leenstelsel nu al vaker schulden hebben als ze een huis kopen.

Boven alles is het belangrijk dat wij beseffen dat de LTV-discussie over meer gaat dan alleen de financiële stabiliteit. Ontwikkelingen op de hypotheekmarkt en de woningmarkt gaan namelijk hand in hand. Het gaat niet uitsluitend om een schokbestendigere huizenmarkt, maar vooral om het creëren van een beter functionerende woningmarkt, die de woonbehoeften van alle huishoudens met de financiële duurzaamheid van de economie in overeenstemming brengt. Verlaging van de maximale LTV maakt hiervan zeker een belangrijk onderdeel uit, maar het uitbouwen van een betaalbare vrije huurmarkt moet toch absolute prioriteit krijgen. In de tussentijd is een overgangsregime voor koopstarters, waarbij de LTV in stapjes wordt verlaagd en een aanvullende optie is, onmisbaar.

Vorig jaar in *ESB*:

Hypotheekverzekeringen

“Verhoging en daarna weer verlaging van de maximaal verzekerbare hypotheekhoogte en de ongelijke toegang per regio roepen vragen op over de vormgeving van de Nationale Hypotheekgarantie. In andere landen is de toegang vaak onafhankelijk van de hypotheekhoogte, is er premiedifferentiatie naar risico en worden aanvragen van te voren getoet. Past dit ook in de Nederlandse context? Daarom leggen Bijlsma en Van Veldhuizen hypotheekgaranties op de tekentafel.”

[...] “Zowel vanuit consumenten als vanuit geldverstrekkers is er vraag naar een hypotheekverzekering. Consumenten willen zich verzekeren tegen het risico van een restschuld. Geldverstrekkers willen zich verzekeren tegen een situatie waarin veel huizenbezitters tegelijk in de financiële problemen raken, bijvoorbeeld als gevolg van een financiële crisis of een langdurige economische recessie. Vanwege drie redenen komt een private markt voor hypotheekverzekeringen moeilijk tot stand zonder overheidsingrijpen.”

[...] “Een eerste reden is dat markten niet goed in staat zijn om sterk gecorreleerde risico’s, zoals de huizenmarktcrash na de financiële crisis in 2008 op de woningmarkt, te verzekeren. [...] Een tweede reden is de mogelijkheid van opportunistisch gedrag door de overheid. Wijzigingen in overheidsbeleid beïnvloeden de risico’s van hypotheekverzekeringen, bijvoorbeeld als beleid tot veranderingen in huizenprijzen leidt. [...] Een derde reden die soms genoemd wordt is het bestaan van externe effecten van woningbezit die huishoudens niet meenemen in hun beslissing een woning te kopen.”



[...] “Uit de vergelijking tussen hypotheekverzekeringen in diverse landen komen [...] verschillen naar voren. De belangrijkste verschillen zitten in de vormgeving van de premie (in Nederland is geen premiedifferentiatie), de maximaal toegestane LTV-ratio (die is onafhankelijk van het feit of er verzekerd wordt), de wijze van screening van aanvragers (achteraf), en de dekking van restschulden van huishoudens (wel gedekt). Dit zijn vormgevingsaspecten van de verzekering waarop de Nederlandse overheid zou kunnen sturen om moreel risico beter tegen te gaan.”

MICHIEL BIJLSMA
EN SANDER VAN
VELDHUIZEN

Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen (2016)
Op de tekentafel: hypotheekverzekeringen. *ESB*, 101(4739), 534-536.

Belasting

Eigenwoningbezit wordt fiscaal gestimuleerd via de hypotheekrenteaftrek. De afgelopen jaren is deze stimulans beperkt, maar is dit voldoende? En hoe zou een verdere beperking eruit kunnen zien?

Belastingsubsidies eigen woning zijn slooprijp

Bestaande belastingsubsidies voor eigenwoningbezitters zijn niet te funderen op de in de economische theorie geformuleerde subsidiemotieven. Door deze subsidies geleidelijk te verminderen en op termijn af te schaffen, komt er een einde aan het via de schatkist onnodig rondpompen van jaarlijks zeventien miljard euro. Dit bedrag kan beter worden bestemd voor verlaging van de inkomstenbelasting.

FLIP DE KAM
Emeritus hoogleraar
Overheidsfinanciën
aan de Rijksuniversiteit
Groningen

De overheid heeft grote invloed op het functioneren van de markt voor koopwoningen. Het aanbod van nieuwe huizen blijft beperkt door de strikte ruimtelijke ordening en de schrieperige voorwaarden waaronder gemeenten bouwgrond uitgeven. De vraag staat bovenal onder invloed van de fiscale behandeling van de eigen woning. In de koopsector subsidieert de overheid de woonlasten via diverse belastingfaciliteiten. In 2017 tellen de overheidssubsidies voor eigenwoningbezitters op tot negen en elf, respectievelijk zeventien miljard euro. Ter vergelijking, bewoners van sociale huurwoningen genieten door de laag gehouden huren een voordeel van vier miljard euro. Daarenboven vergt de toeslag voor huurders met een laag inkomen 3,5 miljard euro (CPB, 2016).

Het is de vraag of deze enorme bedragen wel nodig zijn, bijvoorbeeld om tekortkomingen van de markt voor koopwoningen te corrigeren of om het eigenwoningbezit mogelijk te maken voor huishoudens met een ontoereikend inkomen. Mocht uit analyse van de feiten blijken dat dit niet het geval is, dan kan de vrijvallende budgettaire ruimte beter gebruikt worden om de collectievelastendruk op arbeid structureel te verlagen.

GUNSTIGE FISCALE BEHANDELING EIGEN WONING

De inkomensheffing vormt het voornaamste subsidiekanaal voor bezitters van een eigen huis. Sinds de belastingherziening in 2001 zijn bestanddelen van het inkomen belast in een van drie boxen, elk met een eigen tarief. Inkomen uit huidige of vroegere arbeid wordt belast in box 1. Inkomen uit vermogen wordt belast in box 3. Afgezien van het eigen vermogen dat vastligt in het eigen bedrijf, maakt de wet voor één ander vermogensbestanddeel een uitzondering. De eigen woning valt niet in box 3, maar in box 1. Dit leidt tot een behoorlijk belastingvoordeel (zie kader 1). Daarnaast genieten eigenwoningbezitters andere fiscale faciliteiten, zoals de verlaagde overdrachtsbelasting en een verruimde vrijstelling van schenkingsrecht. Hiertegenover staat een relatief geringe inperking van de belastingvoordelen voor eigenwoningbezitters sinds 2001 (zie kader 1).

Fiscale behandeling eigen woning sinds 2001

KADER 1

Het maakt een behoorlijk verschil of een woning in box 1 of in box 3 wordt belast. In box 3 wordt een gedifferentieerd fictief rendement belast van vermogen dat niet in de eigen woning of de eigen zaak zit. Over de grondslag tussen heffingsvrij vermogen (25.000 euro) en 100.000 euro wordt de burger geacht 3,87 procent rendement te maken, op vermogen tussen 100.000 en 1 miljoen euro is dat 4,6 procent, en op vermogen boven 1 miljoen euro bedraagt het veronderstelde rendement 5,39 procent. Over het fictieve rendement is dertig procent inkomstenbelasting verschuldigd. Rente op schulden is niet aftrekbaar.

De eigen woning valt in box 1. Het fictieve inkomen uit een eigen woning bedraagt in het algemeen 0,75 procent van de waarde die de gemeente heeft vastgesteld op basis van de Wet waardering onroerende zaken (WOZ). Voor goedkope en heel dure woningen gelden lagere respectievelijk hogere percentages. Betaalde hypotheekrente is bij de berekening van het belastbaar inkomen onder een aantal voorwaarden aftrekbaar, eveneens in box 1. Het saldo van fictief inkomen uit de eigen woning en de betaalde hypotheekrente wordt verrekend tegen het progressieve tarief van de inkomensheffing. Voor belastingbetalers die te maken hebben met het toptarief (52 procent) geldt een verlaagd aftrektarief van 50 procent. De bijtelling van fictief inkomen uit de eigen woning is nooit hoger dan de afgetrokken rente. De bijtelling vervalt dus volledig, nadat de eigenwoningschuld is afgelost. Tabel 1 laat zien hoe deze wettelijke regelingen uitpakken voor de bezitter van een huis met een WOZ-waarde van 3,5 ton. In de eerste drie gevallen gaat het om iemand die het huis zelf bewoont, in het laatste geval om verhuur van de woning aan een derde. In het laatste geval valt de woning als vermogen in box

3. De belastingbesparing neemt toe met het bedrag van de aftrekbare rente en met het aftrektarief. Door het samenstel van regels genereert het eigen huis in box 1 nooit enig belast inkomen.

Deze eeuw is de fiscale subsidiëring van de eigen woning zowel beperkt als verruimd. In 2001 is de renteaftrek beperkt tot een periode van dertig jaar. Op grond van de 'bijleenregeling' – ingevoerd in 2004 – dient de belastingplichtige de bij verkoop van de oude woning gerealiseerde overwaarde te herinvesteren bij de financiering van zijn nieuwe koopwoning. Deze overwaarde bestaat uit de netto-opbrengst bij verkoop (na verkoopkosten) verminderd met de hypotheek

Voor de aflossing van hypotheekleningen die na 31 december 2012 zijn afgesloten, geldt een aangescherpte regeling. De hypotheekrente is alleen nog aftrekbaar als de lening binnen dertig jaar wordt afgelost. Daarbij dient de eigenwoningschuld van jaar tot jaar ten minste te dalen met het tempo dat hoort bij een annuïteitenlening.

Met ingang van 2014 wordt het aftrektarief voor woningbezitters die met de top van hun inkomen in de vierde tariefschijf (52 procent) steken, jaarlijks met een half procentpunt verlaagd, totdat aftrek uiteindelijk in 2041 plaatsvindt tegen het tarief van de derde schijf – naar de bedoeling tegen die tijd 38 procent.

Inkomensheffing (wetgeving 2017, bedragen in euro) **TABEL 1**

	box 1*	box 1**	box 1	box 3
WOZ-waarde woning (x 1000)	350	350	350	350
Eigenwoningschuld (x 1000)***	250	250	0	250
Nettovermogen	100	100	350	100
Belast rendement van de woning	-7375	-7375	0	4000
Verschuldigde inkomensheffing	-2696	-3688	0	1200

* Marginaal aftrektarief eerste schijf (36,55 procent) geldt voor belastingplichtige die heel 2017 jonger dan is de AOW-leeftijd is

** Marginaal aftrektarief topschijf (50 procent)

*** Bij een hypotheekrente van vier procent

die op de oude woning rustte. Uitsluitend wat boven de overwaarde wordt bijgeleend voor de aankoopprijs van de nieuwe woning (inclusief aankoopkosten) vormt een schuld waarvan de rente aftrekbaar is.

Tot en met 2012 kon via bank- en verzekeringsparen in box 1 onbelast rendement worden gekweekt voor de aflossing van de eigenwoningschuld. Die regeling is weliswaar vervallen, maar door overgangsrecht kunnen contracten die op 31 december 2012 bestonden fiscaal ongehinderd voor hun verdere looptijd worden voortgezet.

Tegenover deze inperkingen stonden drie verruiming. Ten eerste verviel de bijtelling van fictief inkomen dat uitgaat boven de afgetrokken hypotheekrente. Buiten de sfeer van de inkomensheffing profiteren eigenwoningbezitters van nog andere fiscale tegemoetkomingen. Bij aankoop van een bestaande woning geldt sinds midden 2011 een verlaagd tarief van de overdrachtsbelasting: twee in plaats van de normale zes procent over de koopprijs. Met ingang van 2017 mag men aan derden tot een ton schenken voor de aankoop of het onderhoud van een woning, zonder dat schenkbelasting is verschuldigd.

KWANTIFICERING BELASTINGVOORDEEL WONINGBEZITTER

De jaarlijkse overheidssubsidie voor woningbezitters kan worden gekwantificeerd op ongeveer zeventien miljard euro (tabel 2). Volgens een, mijns inziens onvolledig, overzicht in de rijksbegroting bedraagt de subsidie bijna negen miljard euro. In dit overzicht ontbreekt echter het te lage belaste rendement van het in de eigen woning gestoken vermogen. Deze impliciete subsidie belooft volgens Stevens en Lejour (2016) circa vier miljard euro. Berekningen van het CBS (2016) duiden eerder op een subsidie-omvang van vijf

van een eigen woning laten zich met de twee bovenstaande functies van het overheidsingrijpen moeilijk rijmen. Bij koopwoningen kan er sprake zijn van twee vormen van marktfalen: het optreden van externe effecten (die niet in prijzen zijn verdisconteerd) en de kortzichtigheid van marktpartijen. Negatieve externe effecten, zoals de verrommeling van het landschap, aantasting van stadsgezichten en verkrotting van het woningbestand, kunnen het beste worden aangepakt via regelgeving en eventueel via gerichte subsidies. Een algemene, ongerichte miljardensubsidie is daarvoor niet het meest geëigende instrument.

Marktfaalen geen reden voor subsidiëring koopwoningmarkt

miljard euro. Daarnaast ontbreekt in de rijksbegroting de impliciete subsidie door het verlaagde tarief van de overdrachtsbelasting. Uit berekeningen van twee planbureaus (CPB/PBL, 2016; CPB, 2017) valt op te maken dat met deze faciliteit voor woningkopers nog eens bijna drie miljard euro is gemoed.

GEEN MARKTFALEN, GEEN SUBSIDIE

De markt voor koopwoningen kent geen tekortkomingen die de bestaande structurele subsidiëring door de overheid kunnen rechtvaardigen. Onder economen is het een uitgemaakte zaak dat productie en consumptie van individuele goederen, ook wanneer zij in de eerste levensbehoeften voorzien, in veel gevallen het beste kunnen worden gestuurd door prijzen die tot stand komen onder de invloed van vraag en aanbod. Het prijsmechanisme kan echter tot uitkomsten leiden die beleidsmakers bewegen tot overheidsingrijpen. Zo kan bij marktfaalen een optimale allocatie in het gedrang komen. Hieruit volgt de *allocatiefunctie* van overheidsingrijpen. Ook kan de ongelijke spreiding van inkomens en vermogens sommige essentieel geachte goederen, zoals onderdak, onderwijs en zorg, buiten het bereik van een (groot) deel van de bevolking houden. Hieruit volgt de *verdelingsfunctie* van het overheidsingrijpen.

De bestaande subsidies voor aankoop en bezit

Belastinguitgaven aan eigenwoning- bezitters, 2017 (miljoen euro)

TABEL 2

Negatief inkomen eigen woning (fictief inkomen - hypotheekrente)	7000
Vrijstelling rechten op kapitaaluitkering die zijn geoormerkt voor aflossing van hypotheekschuld	943
Geen bijtelling inkomen uit eigen woning bij geringe of geen hypotheekschuld	665
Enmalige vrijstelling schenkingen eigen woning	190
Verwaarloosde posten (ruwe benadering)	
Te laag belast rendement eigen woning (0,75% in plaats van 4%)	5000
Verlaagd tarief overdrachtsbelasting (2% in plaats van 6%)	3000

Bron: Tweede Kamer (2016)

Profijt van eigenwoningbezitters naar secundair inkomen, 2014

TABEL 3

Decielen*	1-5	6	7	8	9	10	totaal
Gemiddeld inkomen (x 1000 euro)*	17,9	35,2	42,2	50	60,7	96,2	37,4
Eigenwoningbezit (procenten)	23,5	72,8	80,8	88,4	92,3	95,3	54,7
Gemiddeld profijt (euro per huishouden)	309	1224	1605	2140	2803	4615	1393
Profijtverdeling (procenten)	11	9	12	15	20	33	100

* Huishoudens zijn in de tien tienprocentgroepen ingedeeld naar oplopend secundair inkomen – het verdiende inkomen plus ontvangen uitkeringen en toeslagen, verminderd met de betaalde inkomstenbelasting en sociale premies.

Bron: mededeling Sociaal en Cultureel Planbureau, gebaseerd op SCP (2017)

De groei van het aantal eigen woningen leidt tot bezitsvorming in brede kring, en woningbezitters maken geen revolutie. Deze positieve externe effecten kunnen een subsidiemotief opleveren. Gegeven de sterke voorkeur van velen voor een eigen woning, lijken algemene subsidies hier echter overbodig. Hooguit valt te denken

Subsidies voor eigenwoningbezit slaan disproportioneel neer bij middelhoge en hoge inkomens

aan subsidies die expliciet zijn gericht op huishoudens met een betrekkelijk smalle beurs. Dit type gerichte subsidies ligt tevens in lijn met de verdelingsfunctie. Zij stroken met het “in Nederland breed gedragen uitgangspunt van ‘ontvangen en heffen naar draagkracht’” (SCP, 2017). In strijd met dit uitgangspunt slaan de huidige subsidies voor het eigenwoningbezit disproportioneel neer bij huishoudens met middelhoge en hoge inkomens (tabel 3).

Overigens regelt de Wet bevordering eigenwoningbezit zo’n aan draagkracht gerelateerde subsidie voor nieuwkomers op de markt voor koopwoningen. Al een aantal jaren stelt de rijksoverheid echter geen budget meer beschikbaar voor nieuwe toekenningen. Voor lopende verplichtingen trekt de begroting voor 2017 nog zeven miljoen euro uit, ofwel 0,04 procent van de zeventien miljard euro aan ongerichte belastinguitgaven.

SUBSIDIEVOORDEEL SCHEEF VERDEELD

Al veertig jaar publiceert het SCP periodiek studies over de mate waarin huishoudens ‘profijt van de overheid’ hebben. In zijn meest recente studie rekent het SCP (2017) aan eigenwoningbezitters een overheids-subsidie van bijna elf miljard euro toe. Zij bestaat voor het overgrote deel uit de belastingbesparing door het ‘huurwaardevoordeel’ – het onbelaste verschil tussen de markthuur die de woning na aftrek van kosten bij verhuur zou opbrengen en het veel lagere fictieve fiscaal inkomen uit de eigen woning. Behalve het huurwaardevoordeel van 10,35 miljard euro rekent het SCP 0,47 miljard euro toe aan huishoudens die wegens geen of geringe eigenwoningsschuld nul of minder euro fictief inkomen aangeven. Zoals opgemerkt ziet het SCP in de aftrek van hypotheekrente geen subsidie.

Het profijt van de belastinguitgaven voor eigenwoningbezitters, zoals berekend door het SCP, is scheef verdeeld (tabel 3). Meer dan de helft van de subsidie gaat naar de twintig procent van de huishoudens met een secundair inkomen van meer dan zestigduizend euro – ‘netto’ ten minste vijftigduizend euro per maand.

EIGEN WONING NAAR BOX 3

Bestaande fiscale subsidies verstoren de woningmarkt: zij discrimineren de huursector. Zij bewegen huishoudens bij hun portfeuillekeuze tot overinvestering in stenen en schuldfinanciering (‘balansverlenging’). Internationale organisaties (EU, IMF en OECD) dringen al jaren aan op vermindering van de fiscale subsidies voor het eigenwoningbezit. Bestaande verstoringen van woning- en kapitaalmarkt verdwijnen grotendeels, wanneer de eigen woning overgaat van box 1 naar box 3 (CPB/PBL, 2016; Stevens en Lejour, 2016). Na de box-wissel worden alle vermogensbestanddelen op dezelfde manier in de inkomensheffing betrokken. Langs deze weg wordt de grootste doelmatigheidswinst geboekt (CPB/PBL, 2016). Vanwege de lage rente en stijgende inkomens is het economische klimaat ook gunstig om deze maatregel nu te treffen. Een overgangsregeling voor huishoudens die op dit moment subsidie genieten, kan vorm krijgen via een tijdelijke extra vrijstelling voor de eigen woning in box 3. Zij kan geleidelijk verdwijnen.

NAAR EEN BETER FUNCTIONERENDE WONINGMARKT

Stopzetting van de fiscale bevoordeling van de eigen woning draagt bij aan het beter functioneren van de gehele woningmarkt. De middengroepen, met een

Woonlasten van sociaal-economische groepen

TABEL 4

Belastbaar jaarinkomen (euro)	Aantal huishoudens (mln)	Woonlasten (% besteedbaar inkomen)		
		Sociale huur	Geliberaliseerd	Koop
< 35.000	3,5	27	45	28
35.000-50.000	1,4	21	33	22
> 50.000	2,3	15	24	17

Bron: Centraal Planbureau (2016)

belastbaar huishoudinkomen tussen 35.000 en 50.000 euro per jaar, zitten steeds meer knel op de woningmarkt. Zij komen, gezien de hoogte van hun inkomen, doorgaans niet in aanmerking voor een sociale huurwoning, maar kunnen vaak ook geen eigen huis kopen door de strengere eisen om een hypotheeklening te krijgen. Zij zijn aangewezen op de geliberaliseerde huurmarkt en hebben gemiddeld hoge woonlasten – een derde van het besteedbaar inkomen (tabel 4).

De overheid kan deze middengroep op de woningmarkt lucht geven door de belastingsubsidie voor koophuizen en de bevoordeling van sociale huurwoningen te beperken. De hogere woonlasten motiveren een deel van de eigenaren en sociale huurders om op zoek te gaan naar een commercieel verhuurde woning. De toegenomen vraag maakt het voor investeerders aantrekkelijker om ongesubsidieerde huurwoningen voor de markt te gaan bouwen.

NA DE VERKIEZINGEN

Hoe groot is de kans dat de overheid in de komende jaren de onnodige subsidies op de woningmarkt zal afbouwen? Waarschijnlijk zal het komende kabinet geen radicale versobering van de subsidieregelingen doorvoeren. De VVD wil alles bij het oude laten, maar andere potentiële regeringspartijen willen de fiscale behandeling van de eigen woning verder aanpassen. Links wil de eigenwoningsschuld maximeren, waarvan de rente aftrekbaar blijft. CDA en D66 kiezen voor (versnelde) verlaging van het aftrekpercentage. Al met al betreft het betrekkelijk marginale bijstellingen, behalve bij GroenLinks. Deze partij wil de eigen woning in de loop van een kwart eeuw defiscaliseren. Dit houdt in dat – aan het eind van de rit – de bezitter van een eigen woning uit deze bron niet langer fictief inkomen hoeft aan te geven. Maar hij kan ook geen renteaftrek meer claimen.

CONCLUSIE

Als groep ontvangen eigenwoningbezitters dit jaar tot zeventien miljard euro aan subsidies. Correctie van marktfalen is hierbij geen valide subsidiemotief. De vormgeving van de subsidies druist ook in tegen de verdelingsfunctie van de overheid. Het is dus rationeel deze subsidies met inachtneming van een overgangsregeling te slopen, want verstoringen op de woning- en de hypotheekmarkt worden hiermee verminderd. Met de vrijvallende middelen kunnen – volgens de 'sleutel-tabel' van het Ministerie van Financiën – bijvoorbeeld alle schijfpercentages van de inkomensheffing op de duur met ruwweg 3,5 procentpunt worden verlaagd. Afgaande op hun verkiezingsprogramma's zijn veruit de meeste politieke partijen nog niet aan deze conclusie toe.

LITERATUUR

CBS (2016) *Welvaart in Nederland 2016*. Den Haag/Heerlen/Bonaire: Centraal Bureau voor de Statistiek.

CPB (2016) *De positie van de middeninkomens op de woningmarkt*. CPB Policy Brief, 2016/13.

CPB (2017) *Keuzes in kaart 2018–2021: een analyse van elf verkiezingsprogramma's*. Den Haag: Centraal Planbureau.

CPB/PBL (2016) *Kansrijk woonbeleid*. Den Haag: Centraal Planbureau/Planbureau voor de Leefomgeving.

SCP (2017) *Voorzieningen verdeeld: profijt van de overheid*. Den Haag: Sociaal en Cultureel Planbureau.

Stevens, L.G.M. en A.M. Lejour (2016) *Geloofwaardig belasting heffen: fiscale uitdagingen voor nu en later*. Deventer: Wolters Kluwer.

Tweede Kamer (2016) *Nota over de toestand van 's Rijks financiën*. Kamerstuk, 34550(2).

In het kort

- ▶ De overheid subsidiëert eigenwoningbezitters voor een bedrag van zeventien miljard euro.
- ▶ Marktfalen is geen reden om de koopwoningmarkt te subsidiëren. Tevens profiteren hogere inkomens disproportioneel.
- ▶ Afbouw van subsidies heft de marktverstoring op en geeft ruimte aan een verlaging van inkomstenbelasting.



Prikkels voor aflossen

De afgelopen jaren is de fiscale stimulans voor eigenwoningbezit beperkt. Experts pleiten voor een verdere beperking van deze stimulans. Bij verdere hervormingen is het raadzaam om goed na te denken over het effect op de prikkel om af te lossen op de hypotheek.

ELVIRA QUADEN

Beleidsmedewerker bij het Ministerie van Binnelandse Zaken en Koninkrijksrelaties (MinBZK)

SANDER METHORST

Beleidsmedewerker bij MinBZK

NIKKI KERSTEN

Beleidsmedewerker bij MinBZK

JOOST BAETEN

Beleidsmedewerker bij het Ministerie van Financiën

Sinds de tweede helft van de jaren negentig is er door economen consequent gewezen op de negatieve neveneffecten van de subsidies op zowel de huur- als de koopwoningmarkt, waaronder de fiscale subsidie op koopwoningen. De focus lag daarbij vooral op de macro-economische effecten: het versturende effect op de huizenmarkt, de arbeidsmarkt en de gevolgen voor de overheidsfinanciën (Van Ewijk *et al.*, 2006). Politiek draagvlak voor aanpassingen ontstond echter pas toen met de kredietcrisis de risico's van hoge hypotheekschulden duidelijk werden. In drie stappen – het Lenteakkoord, het Regeerakkoord Rutte II en het Woonakkoord – is de koopwoningmarkt vervolgens hervormd. De belangrijkste maatregelen zijn dat het aflossen een voorwaarde is geworden om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek, een geleidelijke verlaging van het maximale aftrekpercentage tot 38 procent in 2041, en wettelijke beperkingen

van het maximale hypotheekbedrag dat geleend kan worden. Kader 1 bevat een uitgebreider overzicht van de maatregelen op de koopwoningmarkt. Gelijktijdig werd ook de huurmarkt hervormd.

De genomen maatregelen worden over het algemeen door economen gewaardeerd als stappen in de goede richting. Negatieve effecten voor de woningmarkt bleven grotendeels uit (Conijn *et al.*, 2017). Tegelijkertijd is er brede consensus onder economen dat verder hervormen wenselijk is, omdat de mate waarin de overheid intervieneert op de koopwoningmarkt groot blijft. De huidige lage hypotheekrente biedt volgens Boot en Bovenberg (2016) mogelijkheden om nu verder te hervormen, omdat de inkomens- en vermogenseffecten kleiner zijn bij een lagere hypotheekrente. In dit artikel lichten we er twee mogelijke hervormingsmaatregelen uit: het beperken van de hypotheekrenteaftrek en het afschaffen van de Hillen-aftrek. Beide maatregelen kunnen de keuze beïnvloeden om wel of niet af te lossen op de hypotheekschuld. We bekijken de twee maatregelen zowel vanuit het belang van financiële stabiliteit (schuldpolitiek en risico's) als vanuit macro-economisch perspectief (consumptie, inkomen en de overheidsfinanciën).

EFFECTEN VAN BEPERKEN HYPOTHEEKRENTAFTREK

Het verder afbouwen van de hypotheekrenteaftrek lijkt de financiële stabiliteit ten goede te komen: met

Maatregelen koopwoningmarkt

KADER 1

De ministers Blok, De Jager en Dijsselbloem hebben de afgelopen jaren diverse maatregelen genomen ter versterking van de koopwoningmarkt.

Hoogte hypotheek:

- Invoering maximale *loan-to-value* (LTV) en geleidelijke verlaging naar 100 procent in 2018 (106 procent voor energiebesparingen);
- Wettelijke verankering *loan-to-income*-normen (LTI);
- Tijdelijke verhoging NHG-grens en vervolgens koppeling aan de gemiddelde woningwaarde;
- Restschulden kunnen worden meegefinancierd door uitzondering LTV-limiet en NHG-normen.

Markttransparantie:

- Invoering eensporig rentebeleid;
- Invoering provisieverbod.

Fiscaliteit:

- Geleidelijke afbouw maximale hypotheekrenteaftrektarief tot 38 procent in 2041;
- Op nieuwe hypotheekrenteaftrek moet worden afgelost om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek;
- Afschaffing fiscaal voordelig regime voor nieuwe spaar- en beleggingshypotheekrenteaftrek;
- Verlaging overdrachtsbelasting voor woningen naar 2 procent;
- Permanente verhoging schenkingsvrijstelling naar 100.000 euro;
- Rente op restschulden die ontstaan tot en met 2017 kan worden afgetrokken;
- Verlenging van de periode waarin de hypotheekrente aftrekbaar is op een leegstaande woning of toekomstige woning in aanbouw.

een lagere aftrek betalen huishoudens een hogere netto-rente en dat remt de schuldenopbouw. Het afbouwen van de hypotheekrenteaftrek betekent echter ook dat huishoudens – waarvoor sinds 2013 geldt dat ze ten minste annuïtair moeten aflossen om hypotheekrente te mogen aftrekken – minder geprikkeld worden om nog aan de annuïtaire aflossingseis te voldoen. Hierdoor lopen zij het voordeel van de hypotheekrenteaftrek mis, maar worden de maandlasten lager door de lagere aflossing. Deze prikkel om minder af te lossen neemt toe naarmate de rente lager is en huishoudens meer afgelost hebben. Een lage rente, een lager aftrektarief en een kleinere schuld leiden er namelijk

toe dat het fiscale voordeel van de hypotheekrenteaftrek afneemt. Zie kader 2 voor het effect van minder aflossen bij hoge en lage rente.

Indien consumenten besluiten om minder af te lossen, dan kan dit negatief uitpakken voor de schuldpositie van huishoudens. De sinds 1 januari 2013 geldende aflossingseis blijkt tot nu toe een zeer effectief instrument om huishoudens te doen aflossen op de hypotheek. Het aandeel annuïteitenhypotheekrenteaftrek is de afgelopen jaren sterk toegenomen ten koste van complexere hypotheekvormen (DNB, 2017). Bovendien neemt door de aflossingseis de subsidievoet van de eigen woning significant af, meer nog dan door de huidige geleidelijke afbouw van het maximale aftrektarief (CPB/PBL, 2016).

Vanuit macro-economisch oogpunt heeft het afbouwen van de hypotheekrenteaftrek vooral voordelen, met name op de lange termijn. Het vermindert de verstoring in de keuzes van consumenten tussen kopen en huren. De huidige stimulering van eigenwoningbezit leidt namelijk tot overconsumptie op de koopwoningmarkt, en maakt de vrije huursector relatief duur en moeilijk toegankelijk. Daarnaast kunnen de belastingopbrengsten van een lagere aftrek worden ingezet om de belasting op arbeid te verlagen, wat positief uitpakt voor de werkgelegenheid. Terwijl het risico dat huishoudens niet meer volledig gaan aflossen vanuit financiële stabiliteit onwenselijk is, hoeft dit vanuit macro-economisch oogpunt niet per se een probleem te zijn. Het hebben van een hypotheekschuld kan vanuit dit oogpunt namelijk wenselijk zijn om consumptie over het leven uit te smeren, zolang er maar geen sprake is van bovenmatige schulden gestimuleerd door fiscale prikkels (CPB, 2015).

INVLOED VAN DE HILLEN-AFTREK

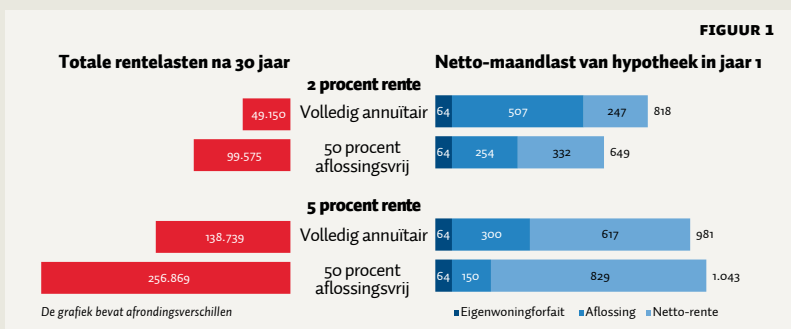
Door de Hillen-aftrek mogen huishoudens die geen of weinig hypotheekschuld hebben aanvullend een bedrag ter hoogte van maximaal het eigenwoningforfait aftrekken. De aftrekpost is ingevoerd om te voorkomen dat mensen die hebben afgelost op de woningsschuld meer belasting moeten betalen dan mensen die dat niet hebben gedaan. De Hillen-aftrek vormt hiermee een prikkel om ook het laatste gedeelte van de hypotheekschuld af te lossen.

Voor nieuwe leningen, waarvoor sinds 2013 de aflossingseis geldt, kan van de Hillen-aftrek juist een prikkel uitgaan om de hypotheek om te zetten naar een aflossingsvrije hypotheek. Op het moment dat

KADER 2

Effect van minder aflossen bij een lage en een hoge rente

Bij een rente van twee procent nemen de maandlasten behorende bij een hypotheek van 250.000 euro af wanneer de helft van de schuld wordt omgezet naar een aflossingsvrije hypotheek. Als de maandlasten leidend zijn, weegt het voordeel van de hypotheekrenteaftrek in die situatie dus niet op tegen het nadeel van volledig te moeten aflossen. Bij een rente van vijf procent is dit niet het geval: de hogere netto-rentelasten wegen niet op tegen de lagere aflossing, waardoor de maandlasten stijgen. In beide scenario's geldt dat, door niet af te lossen, de totale rentebetalingen flink toenemen. Bovendien resteert na dertig jaar nog steeds de helft van de schuld. In de berekeningen is uitgegaan van een eigenwoningforfait van 0,75 procent per jaar en een modaal inkomen. Het marginale belastingtarief waartegen wordt afge-



trokken, is aanvankelijk 40,8 procent (het tarief van de derde schijf) en dit daalt als het maximale tarief waartegen de hypotheekrente mag worden afgetrokken daalt naar 38 procent in 2041. Er wordt geen rekening gehouden met een neerwaarts effect op de huizenprijzen van het afbouwen van de hypotheekrenteaftrek, terwijl in een voorraadmarkt de betaalbaarheid

(en dus de hypotheekrenteaftrek) mede bepalend is voor de huizenprijsontwikkeling. Dit hoeft overigens niet te betekenen dat prijzen in absolute zin dalen. Het kan ook gaan om een minder harde stijging van prijzen. Vooral starters profiteren van lagere huizenprijsstijgingen.

KADER 3

Hillen-aftrek en nieuwe leningen verstrekt vanaf 2013

Figuur 2 laat in twee voorbeeldsituaties bij een rente van twee procent en vijf procent zien op welk moment het aantrekkelijk wordt om niet meer annuïtair af te lossen op de schuld zodat deze overgaat

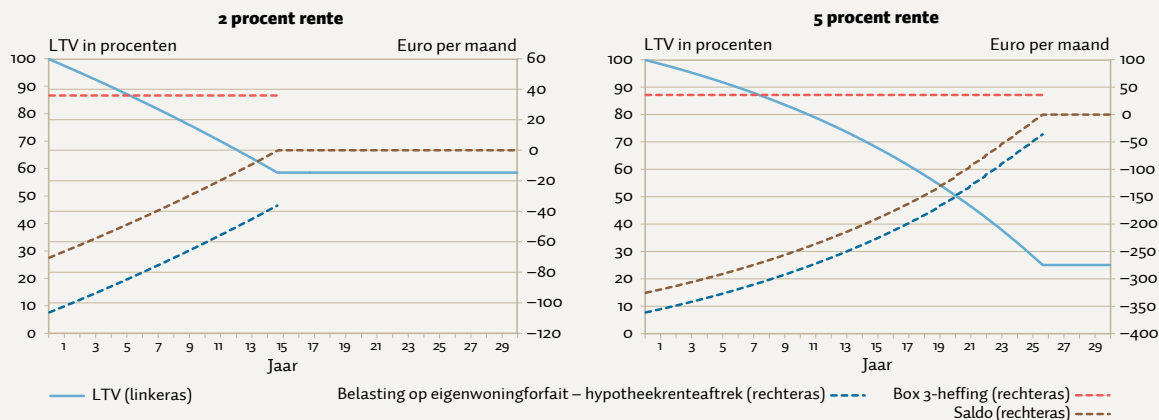
naar box 3. Dit is het geval als de vermogensrendementheffing die wordt bespaard in box 3 hoger is dan het voordeel van de hypotheekrenteaftrek. Er wordt verondersteld dat een huishouden

start met een hypotheek van 250.000 euro en een box 3-vermogen van 100.000 euro, waarvan 50.000 euro boven de heffingsvrije voet. Bij een rente van twee procent is het vanaf een LTV van 59 procent

gunstig om de hypotheek te verplaatsen naar box 3. Dat is na ongeveer 14 jaar aflossen. Bij een rente van vijf procent komt dat moment later: na 25 jaar aflossen en een LTV van 25 procent.

FIGUUR 2

Break-even point met aflossingseis



aanspraak gemaakt kan worden op de Hillen-af trek (dat is als het eigenwoningforfait hoger is dan de hypotheekrente) kan er worden besloten om minder dan annuïtair te gaan aflossen. Een huishouden verliest dan hypotheekrenteaf trek, maar krijgt er de Hillen-af trek voor terug. De te betalen inkomstenbelasting over het eigenwoningforfait blijft daardoor even hoog als waarin er nog wel hypotheekrente kon worden afgetrokken, namelijk nul. Wanneer huishoudens vermogen boven de heffingvrije voet hebben in box 3, kan men bovendien belasting besparen als er niet langer annuïtair wordt afgelost op de schuld. Dit wordt geïllustreerd in kader 3.

De Hillen-af trek doet voor gevallen van na 2013 precies het tegenovergestelde van waarvoor hij bedoeld was. Dit komt omdat de Hillen-af trek de belasting op de woning verlaagt, zonder dat hiervoor een aflossings-eis geldt. Voor deze gevallen is het, vanuit financiële stabiliteit bezien, daarom aan te raden de Hillen-af trek af te bouwen. Ook voor huishoudens met een lening verstrekt vóór 2013 is het de vraag in hoeverre de Hillen-af trek bijdraagt aan financiële stabiliteit, aangezien de prikkel om af te lossen ziet op het laatste en minst risicovolle gedeelte van de hypotheekschuld.

Vanuit macro-economisch perspectief zijn er eveneens argumenten om de Hillen-af trek af te bouwen. De fiscale subsidie op woningbezit neemt namelijk verder

af, waarmee keuzes minder worden verstoord. Daarnaast is ook de budgettaire derving van de Hillen-af trek aanzienlijk (momenteel circa 700 miljoen euro). Deze derving zal verder oplopen naarmate meer huishoudens volledig annuïtair gaan aflossen.

CONCLUSIE

Het afbouwen van de hypotheekrenteaf trek vermindert de prikkels voor huishoudens om schulden aan te gaan, maar kan er ook toe leiden dat huishoudens bewust kiezen om minder af te lossen. Deze prikkel tot minder aflossen wordt voor nieuwe hypotheekleningen versterkt door de Hillen-af trek. Bij eventuele hervormingen op de koopwoningmarkt is het raadzaam om rekening te houden met deze mogelijke neveneffecten.

LITERATUUR

Boot, A.W.A. en L. Bovenberg (2016) Nu kan het: pijnloos hervormen. NRC, 22 februari.

Conijn, J., M. Dröes, J. Rouwendal et al. (2017) Het beleid in de koopsector. ASRE Research Paper, 2017-02. Amsterdam School of Real Estate.

CPB (2015) De economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet. CPB Notitie, 28 mei. Den Haag: CPB.

CPB/PBL (2016) Kansrijk woonbeleid. Den Haag: CPB en PBL.

DNB (2017) LLD report 2016q4. Courtesy of the FS division of DNB, preliminary computations based on the DNB loan level data. Amsterdam: DNB.

Ewijk, C. van, M. Koning, M. Lever en R. de Mooij (2006) Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning, CPB Bijzondere Publicatie, 62. Den Haag: CPB.

In het kort

- ▶ Het afbouwen van de hypotheekrenteaf trek vermindert de prikkel om hoge schulden aan te gaan, maar kan ook leiden tot lagere aflossingen.
- ▶ De Hillen-af trek is bedoeld als prikkel om hypotheekleningen volledig af te lossen, maar doet voor nieuwe hypotheekleningen verstrekt vanaf 2013 precies het tegenovergestelde.

Symptoombestrijding

In dit *ESB*-dossier over de hypotheekmarkt komt het begrip ‘woningbouw’, behalve in deze column, nul keer voor. Toch is het achterblijvend woningaanbod mede door een gebrek aan bouwlocaties de moeder van veel problemen op de hypotheekmarkt. Doordat veel beschouwers

van de hypotheekmarkt het structurele tekort aan woningen buiten beschouwing laten, lossen zij geen problemen op, maar bestrijden zij slechts de symptomen.

Zonder oog voor het tekort aan woningbouw menen beleidsmakers en economen de hoge hypotheekschuld in ons land vooral te kunnen toeschrijven aan de ruime leenmogelijkheden, tot meer dan honderd procent van de woningwaarde, en aan de hypotheekrenteaf trek, die het aanhouden van schulden belooft. Aangezien zij er daarnaast van uitgaan dat hypotheekschuld risico's meebrengt voor zowel individuele huishoudens als de nationale economie, is de remedie snel geformuleerd: perk de leenmogelijkheden in en bouw de hypotheekrenteaf trek af. Nationale en internationale instellingen als DNB, AFM, IMF, OESO en de Europese Commissie lijken verstrikt geraakt in deze boodschap, die zij dan ook te pas en te onpas herhalen.

Een belangrijke achterliggende oorzaak van hoge hypotheekrenten blijft op deze manier helaas buiten beschouwing. Dat is namelijk het feit dat het aanbod van woningen in Nederland structureel en systematisch achterblijft bij de vraag ernaar. Simpel gezegd, er is sprake van een verticale aanbodcurve van woningen, waardoor een stijging van de koopkrachtige vraag volledig doorberekend wordt in de prijs van woningen. Sinds de jaren negentig van de vorige eeuw hebben dergelijke stijgingen van de vraag zich meermalen voorgedaan, bijvoorbeeld door de opkomst van het tweeverdienersmodel, dat tot toegenomen arbeidsparticipatie en hogere nominale gezinsinkomens heeft geleid. Door het inelastische aanbod is het gevolg daarvan vooral dat mensen nu twee inkomens nodig hebben om een huis te kunnen kopen dat voordien een alleenverdiener zich kon permitteren. Ook is de koopkrachtige vraag op de woningmarkt gestegen door versoepel-



ROB MULDER

Directeur Kennis en Belangenbehartiging bij Vereniging Eigen Huis (VEH)



NICO STOLWIJK

Manager Belangenbehartiging bij VEH

ling van de leennormen, en doordat het tweede inkomen in toenemende mate mocht worden meegeteld bij een hypotheekaanvraag. Bij een verticale aanbodcurve leidt dit rechtstreeks tot hogere huizenprijzen en ook nog eens tot de verwachting bij kopers, verkopers en professionele partijen dat de

huizenprijzen alleen maar konden stijgen.

Toen door de crisis de huizenprijzen in een vrije val waren geraakt, heeft de Tweede Kamer een commissie onder voorzitterschap van D66-kamerlid Kees Verhoeven aan het werk gezet om te onderzoeken hoe het zover kon komen. In haar eindrapport bevestigt de commissie de impact die het achterblijvend woningaanbod heeft. Ook maakt de commissie duidelijk dat heel veel partijen aan dit hele prijsstijgingscircus hebben verdiend: van projectontwikkelaars tot gemeenten, van aannemers tot hypotheekadviseurs. Aan het eind is er maar één partij die de rekening betaalt en dat is de woonconsument. Het rapport van de commissie-Verhoeven heet dan ook niet voor niets *Kosten koper* (Tweede Kamer, 2013).

Hoe kan herhaling worden voorkomen? Niet door leennormen verder te beperken dan nodig is voor veilig en verantwoord lenen. Niet door eenzijdig te morrelen aan de hypotheekrenteaf trek, zonder dat dit past in een integrale visie op de versterking van de woningmarkt op lange termijn. Maar wel door meer aandacht voor het tekort aan woningen en de oorzaken daarvan. Opdat binnen én buiten het stedelijk gebied met urgentie bouwlocaties beschikbaar komen voor circa één miljoen woningen die Nederland tot 2030 nog tekortkomt. Zonder een stevige bouwimpuls – met inspraak van bewoners over waar en wat er wordt gebouwd – blijft het woningaanbod tekortschieten, blijven kopers tegen elkaar opbieden om niet buiten de boot te vallen, lopen de hypotheekschulden steeds verder op. En blijven beleidsmakers de symptomen bestrijden.

LITERATUUR

Tweede Kamer (2013) *Kosten koper* – Eindrapport van de tijdelijke commissie Huizenprijzen. Kamerstuk 33194-2.

Bouw hypotheekrenteaftrek versneld af

Zoals bekend knabbelt het Regeerakkoord *Bruggen slaan* (VVD en PvdA, 2012) aan de hypotheekrenteaftrek. Sinds 2014 daalt het percentage van deze aftrek met 0,5 procentpunt per jaar van 52 procent naar 38 procent in 2042. De politieke stemming in Nederland is nu: laten we het hypotheekbeleid rust gunnen en de in 2012 uitgezette lijn blijven volgen. Een verdere verlaging van de hypotheekrenteaftrek zou echter nagestreefd moeten worden.

Inmiddels is de hypotheekrente sterk verlaagd, zodat de uitgaven van eigenaren-bewoners dalen, terwijl de woonuitgaven van huurders sterk zijn gestegen. En anders dan de bedoeling was in het Regeerakkoord *stijgt* de hypotheekschuld sinds 2013 weer: onder de huidige omstandigheden blijft het daarom voor de bewoners aantrekkelijk om de eigen woning met (hoge) schulden te financieren. Positief is dat nu voor *nieuwe* hypotheekleningen de geleidelijke aflossing in dertig jaar verplicht is. De aflossingsvrije hypotheekleningen blijven echter domineren in de bestaande hypotheekleningen. Het gevolg is dat de kloof tussen insiders (huishoudens met een hypotheek afgesloten vóór 2014) en outsiders (huishoudens met een hypotheek afgesloten sinds 2014) dieper wordt. Positief is dat mede door de lage rente de prijzen van koopwoningen weer stijgen, waardoor het aantal koopwoningen dat onder water staat snel terugloopt. In de grote steden neemt daardoor de vrees voor een nieuwe bubble op de koopwoningmarkt toe. Als de rente weer ouderwets hoog zou worden, ondermijnt dat de rekensommen van banken, burgers en Belastingdienst.

De hypotheekrenteaftrek heeft al decennialang een verhogend effect op de prijs van koopwoningen. Het CPB schatte destijds de omvang hiervan op twintig tot dertig procent (Van Ewijk *et al.*, 2006). Nu de hypotheekrenteaftrek zo langzaam wordt afgebouwd, heeft dit effect vermoedelijk nog steeds een substantiële omvang. Dit heeft ook gevolgen voor de huurmarkt. De hypotheekrenteaftrek heeft niet alleen een opstuwend effect op woningprijzen, maar ook op vrijemarkthuren (Conijn en Schilder, 2009).

Daarnaast blijft het aloude bezwaar bestaan dat de staatssteun in de koopsector een onverteerbaar mattheuseffect heeft: de



HUGO PRIEMUS
Emeritus hoogleraar aan
de TU Delft



SWEDER VAN WIJNBERGEN
Emeritus hoogleraar aan de
Universiteit van Amsterdam

hoge-inkomensgroepen profiteren aanzienlijk meer dan de lage-inkomensgroepen.

Wat er op korte termijn moet gebeuren, is duidelijk. Ten eerste moet het tempo waarin de hypotheekrenteaftrek wordt afgebouwd, worden versneld. Ten tweede zou het eigenwoningforfait een afspiegeling moeten zijn

van de markthuurlaag van de woning. Daarvan is al jaren geen sprake. Een geleidelijke verhoging van het eigenwoningforfait naar een marktconform huurwaardeforfait (waarover inkomstenbelasting wordt betaald) is geïndiceerd (De Kam en Priemus, 1979).

Daarnaast dient, zodra dat mogelijk is, een verschuiving van de hypotheekrenteaftrek van de inkomens- naar de vermogensbox van de inkomstenbelasting te worden overwogen: dat maakt de verdeling van de steun minder regressief. Uiteindelijk is een eigendomsneutraal woonbeleid het na te streven doel, waarbij niet overheidspreferenties maar consumentenpreferenties de doorslag geven. Dit vergt binnen de huursector de afschaffing van de verhuurderheffing die een ongelijk speelveld teweegbrengt tussen de sociale en de commerciële huursector. Het perspectief van een eigendomsneutraal beleid is geschetst in het rapport van de SER-commissie van sociale en economische deskundigen (SER-CSED, 2010) en in het plan Wonen 4.0 (2012) van Vereniging Eigen Huis, Nederlandse Woonbond, Aedes en Nederlandse Vereniging voor Makelaars. Het maatschappelijk draagvlak voor dit beleidsperspectief ligt dus om de hoek.

LITERATUUR

Conijn, J. en F. Schilder (2009) Hoe woningcorporaties hun waarde verliezen. *ESB*, 95(4567), 518–521.

Ewijk, C. van, M. Koning, M. Lever en R. de Mooij (2006) *Economische effecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning*. Den Haag: CPB.

Kam, C.A. de, en H. Priemus (1979) De fiscale behandeling van de bewoner-eigenaar opnieuw bezien. *ESB*, 64(3212), deel I: 680–686; 64(3213), deel II: 704–712.

SER-CSED (2010) *Naar een integrale hervorming van de woningmarkt*. Den Haag: SER.

Wonen 4.0 (2012) *Wonen 4.0, integraal hervormingsplan voor de woningmarkt*. Amersfoort/Amsterdam/Den Haag/Nieuwegein: Vereniging Eigen Huis, Nederlandse Woonbond, Aedes en NVM.

VVD en PvdA (2012) *Regeerakkoord 'Bruggen slaan'*. Den Haag: VVD en PvdA.

Twaalf jaar geleden in *ESB*:

Defiscalisering eigenwoningbezit leidt tot forse daling woningprijzen

“Beperking of afschaffing van de hypotheekrenteaftrek heeft prijsverstorende effecten op de woningmarkt.” [...] Het econometrische (error-correction) model dat [...] is gebouwd, verklaart (voor de periode 1978-2004) en voorspelt (voor de periode 2005-2015) de procentuele verandering van de reële verkoopprijs van bestaande koopwoningen. [...] Om de mogelijke effecten van de beperking van de hypotheekrenteaftrek op de koopprijsontwikkeling te kunnen vaststellen, zijn twee varianten uitgewerkt.”

[...] “In variant A wordt de eigen woning vanaf 2005 in één stap gedefiscaliseerd. De huidige heffing en aftrek in box-1 vervalt en er komt ook geen andere heffing (box-3) voor in de plaats. Er is dus geen hypotheekrenteaftrek meer mogelijk. Ook het eigenwoningforfait komt in een dergelijke stelselwijziging te vervallen. Uitgangspunt is dat de belastingherziening voor het rijk financieel neutraal uitpakt.”

[...] “In de tweede variant (B) wordt de huidige heffing en aftrek in box-1 omgezet in een heffingskorting, waarbij verrekening van het saldo van hypotheekrente en eigenwoningforfait plaatsvindt tegen het tarief van de eerste schijf. Deze variant houdt het belastingvoordeel deels instant. Het effect van deze behandeling is dat alle inkomenscategorieën in gelijke mate van de hypotheekrenteaftrekmogelijkheden profiteren, waardoor het grotere voordeel bij hogere inkomensgroepen als gevolg van de progressieve tarieven komt te vervallen.”



[...] “Een volledige defiscalisering van het eigenwoningbezit leidt tot een forse prijsreactie op de woningmarkt van zo’n 23 a 30 procent. [...] In perioden van (forse) prijsstijgingen kan de beperking van de renteaftrek zonder veel problemen worden ingezet. [...] Wanneer forse fiscale aanpassingen worden doorgevoerd [...] lijkt het ter voorkoming van grote prijsdalingen verstandig om een defiscalisering van het eigenwoningbezit te vergezellen met specifieke inkomensgebonden subjectsubsidies [...] Hierdoor blijft de leencapaciteit van de huishoudens enigszins op peil.”

PETER BOELHOUWER
EN PAUL DE VRIES

Boelhouwer, P. en P. de Vries (2005) Defiscalisering eigenwoningbezit leidt tot forse daling woningprijzen. *ESB*, 90(4455), 109.

Schuld

Een schuld is een verplichting die kan gaan beknellen. Wat zijn de effecten van te hoge schuld op de economie als geheel en op het individu? En speelt de conjunctuur hierin een rol?

De macro-economische gevolgen van hypotheekschuld

Gedurende de afgelopen decennia zijn de private schulden in Nederland flink gestegen. Dit komt met name door de toegenomen hypotheekschuld. Uit de internationale literatuur blijkt dat hoge private schulden een macro-economisch probleem vormen.

DIRK BEZEMER
Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen (RUG)

LU ZHANG
Postdoc aan de
Universiteit Utrecht
en het Sustainable
Finance Lab

Dit artikel is
gebaseerd op de
inaugurele rede van
Dirk Bezemer aan
de RUG, 14 maart
2017.

Nederland heeft een private schuld van 236 procent van het bbp (BIS, 2017). De huishoudschuld, in 1995 nog 148 procent van het beschikbaar inkomen, is nu met 277 procent hoger dan waar ook in de OESO-landen, met uitzondering van Denemarken (OESO, 2017). Deze stijging is vrijwel geheel toe te rekenen aan de stijging van eigenwoninghypotheken (figuur 1). Hoewel minder extreem dan in Nederland, zien we deze toename ook in andere landen. Als gemiddelde in zeventien ontwikkelde landen zijn eigenwoninghypotheken toegenomen van ongeveer dertig tot zestig procent van het bbp na 1980 (Jordà *et al.*, 2016)

Deze stijging van eigenwoninghypotheken, die ook in veel andere landen plaatsvond, kent verscheidene redenen: liberalisering van financiële markten en financiële innovaties, met name securitisatie (Jiménez *et al.*, 2012; Purnanandam, 2011), in combinatie met lage rentes (Maddaloni en Peydró, 2011), een *feedback loop* van

groeijende hypotheekschuld naar stijgende huizenprijzen (Favara en Imbs, 2015) en beleid dat eigenwoningbezit bevordert (Claessens *et al.*, 2010; Jordà *et al.*, 2014).

Een fundamentele verklaring is een variant van de *secular stagnation*-hypothese (Teulings en Baldwin, 2014) toegespitst op demografie. Door vergrijzing neemt de behoefte aan private vermogensvorming en dus private schuldvorming toe, en vergrijzing gaat ook gepaard met minder groei. Het toegenomen aanbod van spaargeld dat niet productief geïnvesteerd kan worden (de zogenaamde *savings glut*) komt in de vastgoed- en financiële markten terecht.

EIGENWONINGHYPOTHEKEN ZIJN ANDERS DAN BEDRIJFSLENINGEN

Eigenwoninghypotheken hangen veel sterker dan bedrijfsleningen samen met groei van schulden in verhouding tot het bbp (Bezemer, 2014; Bezemer *et al.*, 2016). Bij toename van de schuld van niet-financiële bedrijven zal het bbp ongeveer evenredig stijgen, omdat deze leningen grotendeels worden gebruikt ter ondersteuning van inkomensvorming in het productieve proces. Omdat we de toename van inkomens meten in de toename van het bbp, zal de schuld/bbp-verhouding van niet-financiële bedrijven zonder bijkomende aannames ongeveer stabiel blijven. Figuur 1 bevestigt dit voor Nederland; ook in veel andere landen zien we geen sterke stijging van de schuld/bbp-verhouding als schuld van niet-financiële bedrijven toeneemt.

Bij een toename van de eigenwoninghypotheken wordt de schuld/bbp-verhouding echter vaak groter. Een eigenwoninghypothek wordt meestal gebruikt om een bestaand huis te kopen van een ander huishouden. Ook hierbij wordt er geleend, maar wordt er weinig geproduceerd en verdiend. Er is wat bijkomstige activiteit (zoals de courtage aan de makelaar, nieuw behang of een nieuwe keuken), maar die extra bestedingen, en dus het extra inkomen dat gegenereerd wordt, zijn gering in vergelijking met de toename van de schuld. Voor zover de hypotheekschuld wordt gebruikt om een bestaand huis te kopen, genereert ze dus niet of nauwelijks extra inkomen. Dit betekent dat als er eenmaal factoren zijn die een stijging van de eigenwoningsschuld veroorzaken, de schuld/bbp-verhouding ook zal toenemen. Een andere implicatie is geen of zelfs een negatief effect van krediet aan huishoudens (grotendeels eigenwoningsschuld) op bbp-groei (Beck *et al.*, 2012; Cournède *et al.*, 2015; Bezemer *et al.*, 2016).

SCHULDVERSCHUIVING

Met de groeiende eigenwoningsschuld vindt daarom niet alleen een toename van de private schuld plaats, maar ook een verschuiving. Uit een studie van veertien landen blijkt dat het bankkrediet aan niet-financiële bedrijven slechts licht toenam, van 41 procent in 1995 tot 46 pro-

cent in 2008, terwijl de bankleningen ter ondersteuning van vastgoed- en vermogensmarkten (voor het overgrote deel eigenwoninghypotheken) van 1995 tot 2011 toenamen van 30 procent tot 66 procent van het bbp (Bezemer *et al.*, 2016). Dit komt dus niet alleen door de schuldgroei zelf, maar ook doordat de inzet van eigenwoningsschuld weinig of geen bbp-groei met zich meebrengt. Deze schuldverschuiving is nergens zo extreem als in Nederland, lijkt het. Gedurende de periode 1990–2016 is het krediet aan niet-financiële bedrijven in Nederland afgenomen van circa zestig tot dertig procent van alle leningen, terwijl het krediet richting vastgoed- en vermogensmarkten is toegenomen van circa dertig tot zestig procent van alle leningen (DNB, 2016).

De belangrijkste oorzaak van deze schuldverschuiving is de deregulering van kredietmarkten (Samarina en Bezemer, 2016; Bezemer *et al.*, 2017). Daarnaast spelen ook internationale kapitaalstromen, inkomensniveau en structuur van de economie een rol. Bijkomende factoren specifiek voor Nederland zijn het uitzonderlijk hoge maximaal te lenen bedrag – nu 101 procent van de waarde van het huis – en de vele (al dan niet gedeeltelijk) aflossingsvrije hypotheek – deze vormen zestig procent van het totaal voor de vier grootste banken (DNB, 2016). Beide cijfers zijn abnormaal hoog in internationaal perspectief.

MACRO-ECONOMISCHE GEVOLGEN VAN HOGE PRIVATE SCHULDEN

Een toename van private schuld/bbp-niveaus heeft gevolgen voor de economische groei, de financiële kwetsbaarheid en de ongelijkheid.

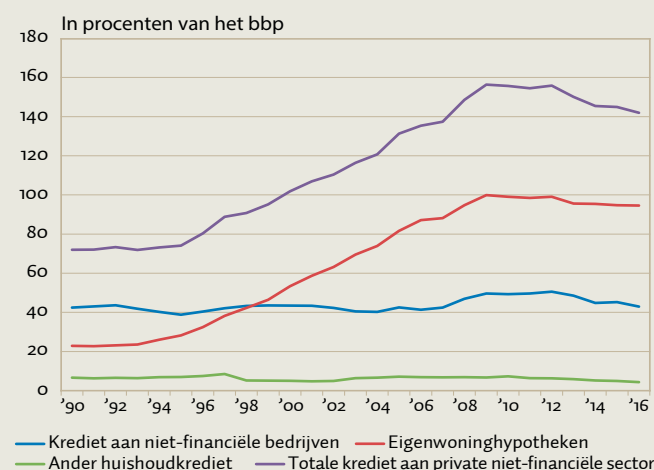
Economische groei

Hoge private schulden hebben lagere economische groei tot gevolg (Rousseau en Wachtel, 2011; Law *et al.*, 2013; Law en Singh, 2014; Beck *et al.*, 2014). Een illustratie hiervan is dat de inkomensgroei voor iedere procentpunt groei van de bankkrediet/bbp-ratio de laatste decennia sterk gedaald is – van 0,05 in de jaren tachtig tot ongeveer nul nu (figuur 2).

Uit een regressieanalyse aan de hand van data voor 46 landen over de periode 1990–2011 blijkt dat een toename van één standaarddeviatie van de krediet/bbp-verhouding naar vastgoed- en vermogensmarkten, samenhangt met 0,74 standaarddeviatie lagere groei van het reële inkomen per hoofd, ofwel 1,83 procent minder groei (Bezemer *et al.*, 2016). Denk en Cournède (2015) en Beck *et al.* (2012) vinden vergelijkbare resul-

Private schuld in Nederland, 1990–2016

FIGUUR 1



Noot: de in de tekst genoemde BIS-cijfers (236 procent van het bbp in 2016) zijn hoger omdat deze ook de buitenlandse schulden van bedrijven bevatten.

Bron: DNB

taten voor huishoudkrediet. Een afnemend groei-effect van krediet is een logisch gevolg van financiële expansie met schuldverschuiving. Krediet zal dan steeds meer vermogensprijzen opdrijven en steeds minder groei van inkomen ondersteunen.

Er zijn ook andere verklaringen voor dit negatieve groei-effect voorgesteld. Groei van de eigenwoning-schuld en huizenprijstijgingen zou menselijk kapitaal uit de reële sector wegtrekken, investeringen in innovatie ontmoedigen, en zo productiviteitsgroei verminderen (Cecchetti en Kharroubi, 2013). Bailout-verwachtingen zouden tot overkreditering en afnemende meeropbrengsten kunnen leiden als private schuld uitstijgt boven een drempel variërend van 55 tot 120 procent van het bbp (Arcand *et al.*, 2015). En huizenprijstijgingen zouden krediet aan niet-financiële bedrijven niet slechts relatief maar ook absoluut verminderen (Chakraborty *et al.*, 2016).

Financiële kwetsbaarheid

Hoge private schulden zorgen ook voor grotere financiële kwetsbaarheid, op twee manieren. Landen met een hogere private schulden/bbp-verhouding lopen een grotere kans op een financiële crisis (Obstfeld en Rogoff, 2009; Rose en Spiegel, 2011; Frankel en Sarvelos, 2012; Sutherland *et al.*, 2012; IMF, 2012). En komt er zo'n crisis, dan lijden landen met hogere private schulden onder diepere en langere recessies en stagnaties dan andere landen (Zhang en Bezemer, 2015; Lane en Milesi-Ferretti, 2011; Claessens *et al.*, 2010; Feldkircher, 2014). Jordà *et al.* (2016) vinden gemiddeld voor zeventien landen dat iedere procent meer private schuld in verhouding tot het bbp samengaat met minder groei na een crisis, oplopend tot 0,7 procent minder groei in het vierde jaar na een crisis. De hoge private schulden zijn wellicht één van de verklaringen voor het feit dat de gemiddelde reële bbp-groei van 2009 tot 2016 in Nederland ongeveer nul was (een langere stagnatie dan in de meeste economieën na de crisis).

Er zijn verschillende mogelijke oorzaken voor de relatie tussen hoge private schulden vóór de crisis en lange stagnatie erna. Zo kunnen balansproblemen van banken na overkreditering leiden tot een vermindering van krediet en investeringen na de crisis (Zhang *et al.*, 2017). Of de groei van krediet die leidt tot hoge huishoudschulden, en de daling van vastgoedprijzen die op de crisis volgt, kan de consumentenbestedingen na een crisis drukken en zo een recessie veroorzaken (Mian en Sufi, 2014). Bijlsma *et al.* (2013) schatten

voor Nederland dat de daling van de consumptie in de periode 2008–2012 voor iets minder dan de helft toe te schrijven is aan de daling van de huizenprijzen. Ook Teulings (2014) laat in een model met overlappende generaties toegepast op Nederland zien hoe dalende huizenprijzen kunnen leiden tot dalende consumptie en hogere werkloosheid.

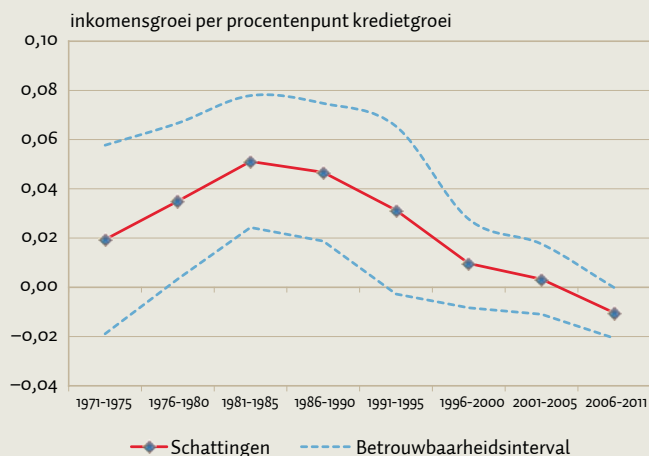
Ongelijkheid

Een derde effect van hogere private schulden is grotere ongelijkheid in de verdeling van vermogens en inkomens (Denk en Cazenave-Lacrouz, 2015; Gimet en Lagoarde-Segot, 2011; Jauch en Watzka, 2012). Dit kan als ongewenst beschouwd worden vanwege nadelige effecten op de inkomensgroei (Stiglitz, 2012), financiële stabiliteit (Rajan, 2010) en de politieke stabiliteit (Acemoglu en Robinson, 2012; Perugini *et al.*, 2016).

Als er meer krediet naar vastgoed- en vermogensmarkten geleid wordt, zullen de toch al bovengemiddelde inkomens die verbonden zijn met vastgoed- en vermogensmarkten (inkomens verdiend door bankiers, verzekeraars, makelaars en aandelen- of obligatiehandelaars en -beleggers) sneller toenemen dan andere inkomens. Dit vergroot dus de inkomensongelijkheid (Fournier en Koske, 2012; Bezemer en Samarina, 2016). Deze toename van ongelijkheid in belonin-

De correlatie van krediet- en inkomensgroei in vijftig landen, 1971–2011

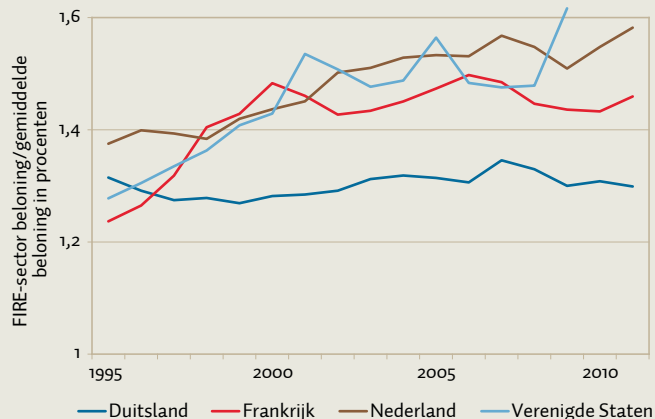
FIGUUR 2



Bron: Bezemer *et al.*, 2016

Relatieve loonvergoeding per uur in de vastgoed- en vermogenssectoren, 1995–2011

FIGUUR 3



Bron Social-Economic Accounts, World Input-Output Data, release 2013, <http://www.wiod.org/home>.

gen is deel van de groeiende kloof tussen diegenen die kapitaalinkomen of inkomens gelieerd aan vermogenswinsten genieten, en de rest van de bevolking, voor wie het salaris de belangrijkste vorm van inkomen is – iets waar ook Piketty (2014) op wijst. Figuur 3 illustreert dit voor Nederland, Frankrijk, de Verenigde Staten en Duitsland. In Duitsland is de kloof niet gegroeid; dit verdient nadere studie. Denk en Cournède (2015) becijferen dat ongelijkheid in beloningen in de ‘Finance, Insurance and Real Estate’-sector, vergeleken met de rest van de economie, ongeveer de helft van de relatie tussen groei van private schulden en ongelijkheid verklaren. De causale relatie is overigens complex: inkomensongelijkheid kan ook de groei van huishoudschuld bevorderen (Carroll *et al.*, 2014).

Nederland heeft een effectief systeem van inkomensherverdeling dat tegenwicht biedt aan deze krachten. We zien hier dan ook geen toename van de inkomensongelijkheid gemeten in de Gini-coëfficiënt (deze maatstaf is echter relatief ongevoelig voor beweging in de staarten van de verdeling).

Ja maar ...

Tot dusver is dit een vrij somber verhaal over de toegenomen eigenwoningsschuld als deel van een bredere schuldverschuiving. Er zijn een aantal nuanceringen en tegenwerpingen denkbaar ten aanzien van de besproken argumenten en literatuur in het algemeen, en de toepassing ervan op de Nederlandse situatie in het bijzonder.

...woningen zijn nuttig, dus hypotheek ook

Woningen leveren ‘woondiensten’: ze faciliteren de toename van menselijk kapitaal en van geluk door woongenot. Woning-

gen zijn in die zin productieve kapitaalgoederen en nuttig – en de mogelijkheden om woningaankoop via hypotheek te financieren zijn dat in principe ook. Ons punt is dat eigenwoningsschuld

ook een claim en een schuld is op de respectieve balansen van banken en huishoudens. De stijging van de huizenprijzen, van gemiddeld 100.000 euro in 1995 naar 250.000 euro eind 2008, had een andere dynamiek dan de stijging van de eigenwoningsschuld van ongeveer 180 miljard euro naar 680 miljard euro in diezelfde periode (CBS, 2012; VBO wonen&zo, 2016). Die toename kan niet alleen verklaard worden uit de toegenomen marktwaardering van doorwoningen

geleverde woondiensten. Zonder het balans-aspect – dus door woningen enkel op te vatten als productieve kapitaalgoederen – zijn de lagere bbp-groei en de grotere macro-economische fragiliteit vanwege hoge eigenwoning-schulden moeilijk te begrijpen (Bezemer, 2016). Deze problemen staan conceptueel los van de vraag of woningen, opgevat als productieve kapitaalgoederen, nuttig zijn.

...de stijging van de eigenwoningsschuld is te verklaren uit 'fundamentals'

De variatie in Nederlandse huizenprijzen is volgens Kranendonk (2008) (in tegenstelling tot IMF, 2008) goed te verklaren uit 'fundamentals' zoals inkomen, vermogen, rente, en woningaanbod, zodat er in Nederland mogelijk geen sprake van overwaardering geweest is. Dit impliceert echter niet dat de eigenwoningsschuld niet overmatig of schadelijk voor de economie (geweest) kan zijn. Ten eerste is de ontwikkeling van eigenwoningsschuld niet te verklaren uit dezelfde 'fundamentals'; bijkomende verklarende factoren zijn namelijk de fiscaliteit, de hypotheekmarktstrategie van banken, hun financieringsmogelijkheden en de verschuivende normen ten aanzien van huishoudsschuld. Ten tweede is het onduidelijk hoe zo'n 'fundamentals'-verklaring van het niveau

van de eigenwoningsschuld (bijvoorbeeld door de lage rente) een geruststelling zou kunnen zijn ten aanzien van de bovengenoemde problemen.

...hypotheek zijn geen probleem want ze worden in Nederland vrijwel altijd netjes afbetaald

Het is belangrijk microprudentiële en macroprudentiële overwegingen niet te verwarren. In een Radio1-interview kort na de beursgang van ABN Amro verklaarde Gerrit Zalm (2015) dat de bank een veilige bank is omdat zij een zeer grote hypotheekportefeuille heeft. Inderdaad zijn Nederlandse hypotheek vanuit het perspectief van de bankier veilige activa. Nederlandse banken hebben bijvoorbeeld weinig verliezen geleden op hun hypotheekportefeuilles (DNB, 2016). Anders dan in de Verenigde Staten is de wetgeving in Nederland sterk pro-crediteur. Weglopen van huis en hypotheek, zoals in de Verenigde Staten mogelijk is, kan hier niet, en de kans is daarom bijzonder klein dat een Nederlandse hypotheek een slechte lening wordt. Dit zijn echter microprudentiële voordelen. Macroprudentieel ligt het anders: juist als hypotheek netjes afbetaald worden, kunnen ze een probleem zijn. Als rente en aflossing in mindering komen op consumptie en investeringen,

kost dat inkomensvorming elders in de economie. Het is in Nederland overigens niet duidelijk dat dit zo is; hypotheekaflossing kan ook vooral uit vrij vermogen gefinancierd worden. Hoe dat ook zij, wat goed is voor de bank is niet per se goed voor de economie.

...netto is er geen probleem

De analyse van hypotheekschulden betreft slechts één kant van de balans van huishoudens. Op de activakant staan echter besparingen en de eigen woning, en die is meestal meer waard dan de schuld. De Nederlandse hypotheekschuld bedroeg 638,6 miljard euro begin 2016, de waarde van de eigen woningen en de grond eronder eind 2015 samen 1300 miljard (CBS, 2016). De netto-schuld is bovendien veel kleiner dan de bruto-schuld, omdat de Nederlandse fiscaliteit ertoe uitnodigt de schuld zo lang mogelijk zo hoog mogelijk te houden, terwijl intussen via bijvoorbeeld een kapitaalverzekering gespaard wordt. Financiële kwetsbaarheid is echter een zaak van bruto en niet van netto. Als 3,6 miljoen huishoudens met een koopwoning minder gaan consumeren vanwege de huizenprijzdalingen, dan kan dat wel degelijk een macro-economisch effect hebben, zoals Bijlsma et al. (2013) aantonen. Ook andere negatieve effecten van een hogere eigenwoningsschuld verdwijnen niet

door een positieve netto-positie. Het is ontegenzeggelijk fijn dat de huizenmarkt als geheel niet ‘onder water’ staat; maar onduidelijk is hoeveel dat oplost voor elk van de besproken negatieve effecten.

...Nederland is anders: wij sparen ook veel

Een variant van de ‘netto-nuance-ring’ is dat Nederlandse huishoudens via hun pensioenfondsen grote vermogens hebben. Ten eerste is met een beter pensioen ook een grotere restschuld ten tijde van pensionering mogelijk. Daardoor ligt het niveau van veilige schulden hoger dan wanneer pensioenen lager zouden zijn. Dit is een belangrijke overweging. Ten tweede wordt er wel eens beargumenteerd dat het pensioentegoed indien nodig ingezet kan worden om de schuld te verlagen. Hier is het probleem echter opnieuw dat financiële kwetsbaarheid een zaak van bruto en niet van netto

is. Alleen als activa en passiva niet te veel verschillen in looptijd, liquiditeit, denominatie en dergelijke, klopt de aanname dat indien nodig, zonder grote kosten, het een in het ander omgezet kan worden, zodat ze in de analyse tegen elkaar kunnen worden weggestreept. Pensioenbesparingen zijn internationale investeringen met looptijden, wisselkoersrisico’s, en andere eigenschappen die het kostbaar kunnen maken om ze, in het geval van een hypotheekschuldenprobleem, op korte termijn liquide te maken. In Nederland is dat bovendien wettelijk nu niet mogelijk. Voorstellen voor flexibeler vormen van levensloopsparen zouden hieraan tegemoet kunnen komen.

...buur drukt net zo goed op bestedingen

In economieën met minder eigenwoningbezit en minder ontwikkelde hypotheekmarkten wordt er meer gehuurd. De vraag kan dus

gesteld worden of verplichtingen gekoppeld aan de eigenwoning-schuld nu echt zo veel schadelijker zouden zijn dan huurverplichtingen (die hoger kunnen zijn, zeker bij lage rentes en behulpzame fiscaliteit die een deel van de last bij de overheid legt). Deze vraag gaat echter voorbij aan de procyclische invloed van huizenprijzen op bestedingen (Bijlsma *et al.*, 2013) en op kredietverlening (Chakraborty *et al.*, 2016), een bron van volatiliteit die afwezig is op huurmarkten. Problemen met eigenwoningsschuld zijn niet te reduceren tot problemen met woonlasten, omdat eigenwoningsschuld ook een claim en een schuld op de respectieve balansen van banken en huishoudens is (Bezemer, 2016). Overigens kan het wel zijn dat sommige van deze balanseffecten empirisch niet relevant zijn voor Nederland; dit vraagt verder onderzoek.

CONCLUSIES

De hoge eigenwoningsschuld in Nederland vormt een macro-economisch probleem. Bevindingen en argumenten in de internationale literatuur doen vermoeden dat een hoge eigenwoningsschuld, als belangrijkste aanjager van hoge private schuld, kan leiden tot een lagere groei, grote fragiliteit en grotere ongelijkheid. Hoewel deze bevindingen niet een-op-een op Nederland kunnen worden toegepast, blijft er gerede zorg bestaan over de hoge en nu weer stijgende eigenwoningsschuld in Nederland. Alle betrokken partijen zouden zich ernstig moeten bezinnen op de in enkele decennia ontstane groei en scheefgroei van onze private schulden.

Er is beleid om deze trend te keren. Zo stelde het kabinet-Rutte II als doel de toegestane LTV te verlagen van 103 procent naar 100 procent in 2018, hetgeen de feedback van de onderpandwaarde naar schuldgroei iets verzwakt (hoewel er helaas aanwijzingen zijn dat banken en klanten hier via extra consumptief krediet eendrachtig omheen werken; AFM, 2016). Ook wordt de hypotheekrenteaftrek afgebouwd, zij het in een slaktempo van een half procent per jaar. Verder zijn er vanuit Bazel voorstellen om zwaardere kapitaalreizen te stellen aan hypotheeklenkers (Magnus *et al.*, 2017).

Er is echter meer mogelijk. Zo zouden er strengere

loan-to-income- in plaats van *loan-to-value*-beperkingen op kredietverlening opgelegd kunnen worden. Ook zou de toezichthouder zich een mening kunnen vormen over gewenste en gevaarlijke niveaus van hypotheekschulden, en daar beleid op baseren. Dit gebeurt nu wel op het gebied van kapitaalbuffers, maar niet op het gebied van de groei en scheefgroei van schuld – een omissie waar vraagtekens bij geplaatst kunnen worden, want beide hebben macroprudentiële implicaties.

Daarnaast is er meer Nederlands onderzoek nodig. De internationale literatuur geeft voldoende aanleiding om ons zorgen te maken over de macro-economische kosten van hoge private schulden, maar we hebben op dit moment geen helder beeld van de Nederlandse situatie, al is de belangstelling binnen DNB en CPB

groeïende. Omdat Nederland bovenin de ranglijstjes van private schuld, huishoudschulden en hypotheekschulden staat, is de vraag niet óf, maar hoe zeer zowel de groei als de stabiliteit van onze economie de komende jaren beïnvloed gaat worden door onze buitengewoon hoge private schulden. We zouden daar snel meer van moeten willen weten.

In het kort

- ▶ Een toename van de eigenwoning hypotheek leidt vaak tot een hogere schuld/bbp-verhouding.
- ▶ Een hoge schuld/bbp-verhouding heeft gevolgen voor de economische groei, financiële kwetsbaarheid en de ongelijkheid.
- ▶ Het is zorgelijk dat Nederland bovenin de ranglijstjes van private schuld, huishoudschulden en hypotheekschulden staat.

LITERATUUR

Acemoglu, D. en J. Robinson (2012) *Why nations fail*. New York: Crown Publishing.

AFM (2016) *Consumptief meefinancieren hypotheekkosten risicovol*. Nieuwsbericht, 8 april.

Arcand, J.L., E. Berkes en U. Panizza (2015) Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148.

Beck, T., B. Büyükkarabacak, F.K. Rioja en N.T. Valev (2012) Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12(1), 1–46.

Beck, T., H. Degryse en C. Kneer (2014) Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems. *Journal of Financial Stability*, 10, 50–64.

Bezemer, D.J. (2014) Schumpeter might be right again: the functional differentiation of credit. *Journal of Evolutionary Economics*, 24(5), 935–950.

Bezemer, D.J. (2016) Towards an ‘accounting view’ on money, banking and the macroeconomy: history, empirics, theory. *Cambridge Journal of Economics*, 40(5), 1275–1295.

Bezemer, D., M. Grydaki en L. Zhang (2016) More mortgages, lower

growth? *Economic Inquiry*, 54(1), 652–674.

Bezemer, D. & A. Samarina (2016) Debt Shift, Financial Development and Income Inequality in Europe. *SOM Research Report*, 16020-GEM.

Bijlsma, M., J. Hers en R. Mocking (2013) *De Nederlandse woningmarkt – hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie*. CPB Notitie, 14 februari.

BIS (2017) How much does the private sector really borrow – a new database for total credit to the private non-financial sector. *BIS Quarterly Review*, maart. Bank for International Settlements.

Carroll, C., J. Slacalek en K. Tokuda (2014). The distribution of wealth and the marginal propensity to consume. *ECB Working Paper Series*, 1655. Europese Centrale Bank.

CBS (2012) Hypotheekschuld in Nederland. In: *De Nederlandse economie 2011*, 206–225. Den Haag: CBS.

CBS (2016) *Niet-financiële balans; nationale rekeningen*. Statistiek te vinden op <http://statline.cbs.nl/Statweb/publication/?DM=SLNL&PA=82641NE D&D1=5&D2=4&D3=2,22&D4=1&VW=T>.

Cecchetti, S. en E. Kharroubi (2015) Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *CEPR Discussion Paper*, DP10642.

- Chakraborty, I., I. Goldstein en A. MacKinlay (2016) Housing price booms and crowding-out effects in bank lending. *SSRN Paper*, 2246214.
- Claessens, S., G. Dell'Ariccia, D. Igan en L. Laeven (2010) Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis. *Economic Policy*, 25(62), 267–293.
- Cournède, B., O. Denk en P. Hoeller (2015) Finance and inclusive growth. *OECD Economic Policy Papers*, 14.
- Denk, O. en A. Cazenave-Lacroutz (2015) Household finance and income inequality in the euro area. *OECD Economics Department Working Papers*, 1226.
- Denk, O. en B. Cournède (2015) Finance and income inequality in OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*, 1224.
- DNB (2016) *Bancaire hypotheekportefeuilles onder de loep*. DNBulletin, 22 november.
- Es, F. van, en H. Kranendonk (2014) *Vermogensschokken en consumptie in Nederland*. CPB Achtergronddocument, 18 maart.
- Favara, G. en J. Imbs (2015) Credit supply and the price of housing. *American Economic Review*, 105(3), 958–992.
- Feldkircher, M. (2014) The determinants of vulnerability to the global financial crisis 2008 to 2009: Credit growth and other sources of risk. *Journal of International Money and Finance*, 43, 19–49.
- Fournier, J.-M. en I. Koske (2012) The determinants of earnings inequality: Evidence from quantile regressions. *OECD Journal: Economic Studies*, 2012(1), 7–36.
- Frankel, J. en G. Saravelos (2012) Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008–09 global financial crisis. *Journal of International Economics*, 87(2), 216–231.
- Gimet, C. en T. Lagoarde-Segot (2011) A closer look at financial development and income distribution. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1698–1713.
- IMF (2008) *World Economic Outlook*.
- IMF (2012) *World Economic Outlook*.
- Jauch, S. en S. Watzka (2012) Financial development and income inequality: A panel data approach. *CESifo Working Papers*, 3687.
- Jiménez, G., A.R. Mian, J.L. Peydró en J.S. Saurina (2014) *The real effects of the bank lending channel*. SSRN Working Paper, 11 september.
- Jordà, Ò., M. Schularick en A.M. Taylor (2016) The great mortgaging: Housing finance, crises and business cycles. *Economic Policy*, 31(85), 107–152.
- Kranendonk (2008) *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?* CPB Memorandum 199, 18 april.
- Lane, P.R. en G.M. Milesi-Ferretti (2011) The cross-country incidence of the global crisis. *IMF Economic Review*, 59(1), 77–110.
- Law, S.H. en N. Singh (2014) Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking & Finance*, 41, 36–44.
- Law, S.H., W. Azman-Saini en M.H. Ibrahim (2013) Institutional quality thresholds and the finance – Growth nexus. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5373–5381.
- Maddaloni, A. en J.L. Peydró (2011) Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: evidence from the euro-area and the U.S. lending standards. *Review of Financial Studies*, 24(6), 2121–2165.
- Magnus, M., A. Duvallet-Margerit en B. Mesnard (2017) *Upgrading the Basel standards: from Basel III to Basel IV?* Briefing Document, Directorate-General For Internal Policies, Economic Governance Support Unit, 18 januari.
- Mian, A. en A. Sufi (2014) *House of debt*. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
- Obstfeld, M. en K. Rogoff (2009) Global imbalances and the financial crisis: products of common causes. *Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco*, oktober, 131–172.
- OESO (2017) *Household debt*. Statistiek te vinden op <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>.
- Perugini, C., J. Hölscher en S. Collie (2016) Inequality, credit and financial crises. *Cambridge Journal of Economics*, 40(1): 227–257.
- Piketty, T. (2014) *Capital in the 21st Century*. Boston, MA: Harvard University Press.
- Purnanandam, A.K. (2011) Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis. *Review of Financial Studies*, 24(6), 1881–1915.
- Rajan, R. (2010) *Fault lines*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rose, A.K. en M.M. Spiegel (2011) Cross-country causes and consequences of the crisis: An update. *European Economic Review*, 55(3), 309–324.
- Rousseau, P.L. en P. Wachtel, (2011) What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*, 49(1), 276–288.
- Samarina, A. en D. Bezemer (2016) Do capital flows change domestic credit allocation? *Journal of International Money and Finance*, 62, 98–121.
- Stiglitz, J. (2012) *The price of inequality*. New York: W.W. Norton & Company.
- Sutherland, D., P. Hoeller, R. Merola en V. Ziemann (2012) Debt and macroeconomic stability. *OECD Economics Department Working Papers*, 1003.
- Teulings, C. (2014) Unemployment and house price crises: lessons for fiscal policy from the Dutch recession. *IZA Journal of European Labor Studies*, 3:20.
- Teulings, C. en R. Baldwin (red.) (2014) *Secular stagnation: Facts, causes and cures*. Londen: CEPR Press.
- VBO wonen&zo (2016) *Ontwikkeling huizenprijzen*. Statistiek te vinden op <http://www.vbowonenenzo.nl/content.asp?id=369>.
- Zalm, G. (2015) *Gerrit Zalm blikt terug op beursgang ABN*. NPO Radio 1, dinsdag 24 november. Te beluisteren op <http://www.nporadio1.nl/de-ochtend/onderwerpen/329023-gerrit-zalm-blikt-terug-op-beursgang-abn>.
- Zhang, L. en D. Bezemer (2015) A global house of debt effect? Mortgages and post-crisis recessions in fifty economies. *SOM Research Report*, 15009-GEM.
- Zhang, L., A. Uluc en D. Bezemer (2017) Did pre-crisis mortgage lending limit post-crisis corporate lending? Evidence from UK bank balance sheets. *Bank of England Staff Working Paper*, 651.

HYPOTHEKEN

Verschuivingen in de financiering van hypotheekschuld

De recent toegenomen rol van institutionele beleggers op de Nederlandse hypotheekmarkt is historisch gezien niet uitzonderlijk. Vroeger hadden met name verzekeraars een groot marktaandeel. Het zou goed zijn voor de financiële stabiliteit als niet-bancaire aanbieders ook op langere termijn een prominente rol blijven spelen.

JAN KAKES

Econoom bij De
Nederlandsche Bank
(DNB)

HERWIN LOMAN

Econoom bij DNB

REMCO

VAN DER MOLEN

Econoom bij DNB

An de aanbodzijde van de Nederlandse hypotheekmarkt heeft er de afgelopen jaren een opvallende verschuiving plaatsgevonden. De omvang van uitstaande hypotheekleningen bij institutionele beleggers (verzekeraars en pensioenfondsen) is sinds medio 2010 meer dan verdubbeld, van 35 miljard tot 77 miljard euro, terwijl de totale woninghypotheekschuld slechts licht steeg van 647 miljard tot 665 miljard euro. Daarentegen is de omvang van de hypotheekportefeuille van Nederlandse banken licht gedaald. Niettemin staat op hun balansen nog steeds het grootste deel van de Nederlandse hypotheekschuld (DNB, 2016).

De grotere rol van institutionele beleggers op de hypotheekmarkt sinds het uitbreken van de crisis is historisch gezien niet uitzonderlijk (figuur 1). Zo vond na de huizenmarktcrisis van begin jaren tachtig eveneens een tijdelijke verschuiving plaats van banken naar

institutionele beleggers. Daarbij namen verzekeraars ook enkele in problemen geraakte hypotheekbanken over. Zo werd WestlandUtrecht Hypotheekbank in 1986 een volledige dochter van Nationale-Nederlanden, terwijl Aegon in 1987 de Friesch-Groningsche Hypotheekbank overnam (Barendregt en Visser, 1997).

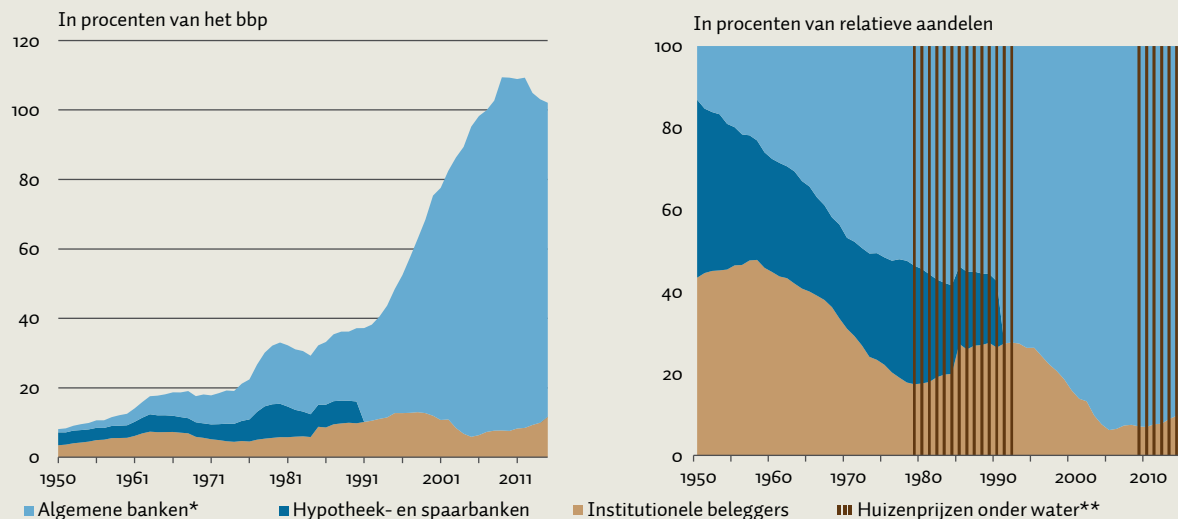
In het verleden was het belang van institutionele beleggers – met name verzekeraars – zelfs nog veel groter. Begin jaren vijftig stond bijna de helft van de hypotheekschuld nog op de balans van institutionele beleggers. Bovendien werd een groot deel van de bancaire hypotheekleningen indertijd verstrekt door hypotheekbanken, die eigenlijk niet een bedrijfsmodel hadden dat we tegenwoordig als bancair zouden bestempelen. Zij financierden zich namelijk niet met deposito's maar met lange middelen zoals pandbrieven, en stonden ook niet onder hetzelfde toezicht als de algemene banken.

BANKEN PROCYCLISCHER DAN INSTITUTIONELE BELEGGEREN

Het golfpatroon in de marktaandelen (figuur 1, rechts) suggereert dat de bancaire hypotheekverstrekking procyclischer is dan kredietverlening door institutionele beleggers. In perioden van een uitbundige hypotheek- en huizenmarkt, zoals in de jaren zeventig en negentig, voeren vooral banken hun kredietverlening op waardoor hun marktaandeel toeneemt. In perioden van neergang op de huizenmarkt – vanaf 1978 en vanaf

Verschuivingen op de Nederlandse hypotheekmarkt

FIGUUR 1



* Handelsbanken en landbouwkredietinstellingen; later zijn hypotheek- en spaarbanken hierin opgegaan.
 ** Periode vanaf begin daling huizenprijzen totdat de oude piek weer wordt bereikt.

Bron: DNB

2008 – trekken banken zich juist terug en neemt het marktaandeel van institutionele beleggers toe.

Het procyclische gedrag van banken wordt bevestigd door correlaties, die laten zien dat de bancaire kredietverlening positief samenhangt met de bbp-groei, inflatie en woningprijzen (tabel 1). Voor institutionele beleggers zijn de correlaties veel geringer en in de meeste gevallen niet significant. Dit verschil kan worden verklaard door-

dat banken een meer ‘elastische’ balans hebben dan institutionele beleggers. Banken opereren namelijk met een grote financieringshefboom en hebben een geldschepend karakter. Bovendien konden zij in de loop der tijd steeds gemakkelijker financiering aantrekken op de financiële markten. De balansomvang van institutionele beleggers wordt daarentegen vooral bepaald door de premie-inleg van polishouders en deelnemers.

Correlaties hypothecaire kredietgroei met macrovariabelen

TABEL 1

Correlatie van variabele met ... jaar	Banken			Institutionele beleggers		
	vorig	huidig	volgend	vorig	huidig	volgend
Yieldcurve (1 jr - 3 mnd)	0,05	0,25 *	0,32 **	-0,11	-0,12	-0,06
Bbp-groei	0,71 ***	0,70 ***	0,69 ***	0,17	0,24	0,27 *
CPI-inflatie	0,52 ***	0,47 ***	0,48 ***	0,26 *	0,20	0,20
Kredietgroei van niet-financiële bedrijven en huishoudens	0,82 ***	0,86 ***	0,75 ***	0,25 *	0,22	0,25
Groei aandelenkoersen	-0,24	-0,06	0,08	-0,14	0,15	0,22
Groei huizenprijzen	0,53 ***	0,74 ***	0,73 ***	0,07	0,16	0,10
Daling huizenprijzen (gecumuleerd ¹)	-0,66 ***	-0,67 ***	-0,60 ***	0,00	0,01	0,03

Alle variabelen zijn op jaarbasis tenzij anders aangegeven.

¹ Verschil tussen de maximale huizenprijs tot en met het moment van de betreffende waarneming en de huizenprijs van het moment van de waarneming zelf. Bij aanhoudend stijgende prijzen is deze variabele nul, bij prijsdalingen wordt het verschil positief, totdat het oude maximum weer wordt bereikt.

*/**/** Significat op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau.

Bron: berekeningen auteurs

TOENAME BANCAIRE HYPOTHEEKVERSTREKKING SINDS 1950

De dominantie van banken op de hypotheekmarkt is geleidelijk ontstaan en weerspiegelt een bredere trend, waarbij het bankwezen sneller is gegroeid dan de institutionele beleggers. Begin jaren vijftig was het balans-totaal van de bankensector niet veel groter dan dat van institutionele beleggers. Maar vlak voor de kredietcrisis waren banken bijna drie keer zo groot. De sterke groei van de bankensector, met name op de hypotheekmarkt, kan worden toegeschreven aan een vijftal factoren.

In de eerste plaats trad vanaf de jaren zestig branchevervaging op, waarbij algemene banken inspeelden op de groeiende vraag naar retailproducten. Zo verbreedden handelsbanken hun activiteiten met spaar- en hypotheekproducten. De Rijkspostspaarbank betrad eind jaren zestig de hypotheekmarkt, na opheffing van een verbod om hypothecair krediet te verstrekken.

Ten tweede konden banken door hun elastische balans makkelijker inspelen op nieuwe trends dan institutionele beleggers. Dit speelde in de jaren negentig, toen in de hoogconjunctuur ook structurele factoren bijdroegen aan een toenemende vraag naar hypothecair krediet. Met name demografische factoren (meer huishoudens en tweeverdieners) en een schaars aanbod van koopwoningen versterkten de snelle stijging van de huizenprijzen. Als reactie hierop werden er nieuwe hypotheekproducten ontwikkeld, waarop niet of slechts beperkt werd afgelost om het fiscale voordeel van de hypotheekrenteaftrek te maximaliseren. Ook werden de verstrekkingcriteria versoepeld, onder meer door een hogere LTV toe te staan bij woningaankoop en door tweede inkomens volledig mee te tellen bij de leencapaciteit (De Haas *et al.*, 2000). Als gevolg van de sterke groei van hypothecair krediet nam het aandeel hypotheek op de balans van de Nederlandse bankensector toe van circa twaalf procent begin jaren negentig tot meer dan twintig procent vlak vóór de crisis. Deze ontwikkeling is overigens niet uniek voor Nederland, maar kan in veel ontwikkelde economieën worden waargenomen (Jordà *et al.*, 2016).

In de derde plaats sluit de daling van het markt-aandeel van institutionele beleggers aan bij een bredere aanpassing van hun beleggingen. Met name vanaf de jaren negentig gingen institutionele beleggers steeds meer beleggen in het buitenland en in zakelijke waarden (voornamelijk aandelen en vastgoed). Dit had voor, met name voor pensioenfondsen, te maken met het opheffen van restricties ten aanzien van beleggin-

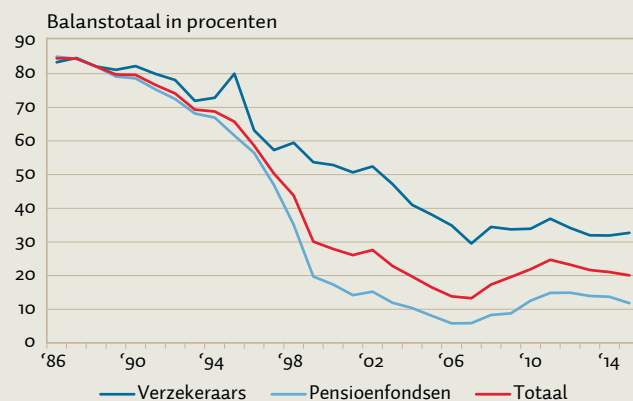
gen in het buitenland. Zo was het ABP tot in de jaren negentig verplicht om vrijwel uitsluitend in Nederland te beleggen, waaronder een deel in staatsobligaties. Het aandeel Nederlandse vastrentende waarden – waar de hypotheekportefeuilles onder vallen – nam af van ruim tachtig procent begin jaren negentig tot minder dan twintig procent na de millenniumwisseling (figuur 2). Dit was juist de periode waarin de hypotheekschuld snel toenam. Bij banken vond eveneens een buitenlandse expansie plaats, maar dit ging niet ten koste van hun binnenlandse uitzettingen. Bovendien bleven de uitzettingen van banken nagenoeg volledig bestaan uit vastrentende waarden.

Ten vierde ligt het voor de hand dat de beëindiging van het beleid van kredietrestricties begin jaren negentig de grotere rol van banken heeft bevorderd. Met dit beleid, dat bestond uit kwantitatieve limieten en prijs-prikkels, werden beperkingen opgelegd aan de kredietverlening. Doel van de restricties was de binnenlandse geldcreatie te beheersen, als onderdeel van het monetair beleid. Hoewel moeilijk is vast te stellen in hoeverre kredietrestricties de hypothecaire kredietgroei hebben geremd, kan er worden geconstateerd dat na de beëindiging van het kredietrestrictiebeleid begin jaren negentig de toename van de hypothecaire kredietverlening als percentage van het bbp versnelde (figuur 1, links).

Ten vijfde is de groei van de hypothecaire kredietverlening door banken gepaard gegaan met een daling van de kapitaaleisen (figuur 3). Eind jaren vijftig moesten handelsbanken voor hypothecaire leningen

Binnenlandse vastrentende beleggingen

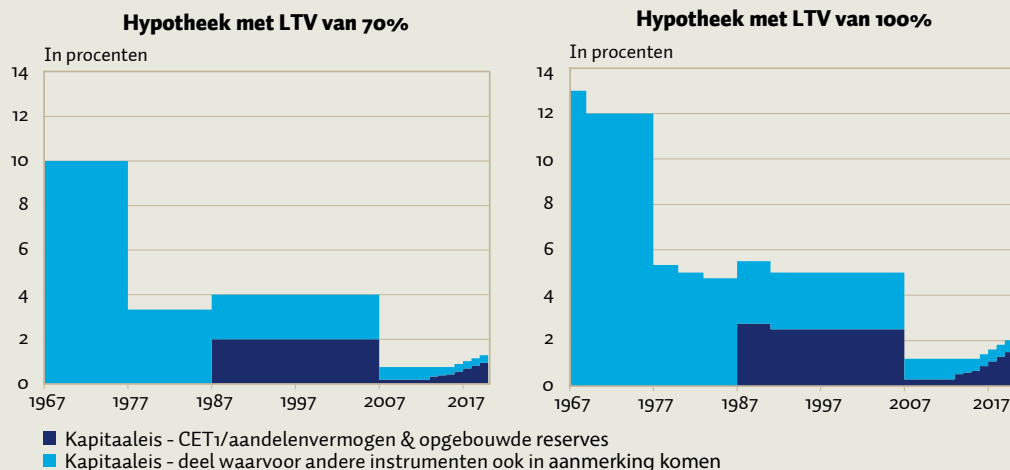
FIGUUR 2



Bron: DNB

Ontwikkeling kapitaaleisen bancaire hypotheke

FIGUUR 3



Uitgangspunt voor kapitaaleisen is een grootbank met een systeembuffereis van drie procent. De weergave van de eis onder Bazel I betreft een minimum en houdt met bank-specifieke opslagen geen rekening. Ook Pillar 2-eisen onder Bazel II en III zijn niet meegenomen. Wijzigingen van de definitie van kapitaal, NHG en MREL & TLAC-eisen zijn ook buiten beschouwing gelaten.

Bron: DNB

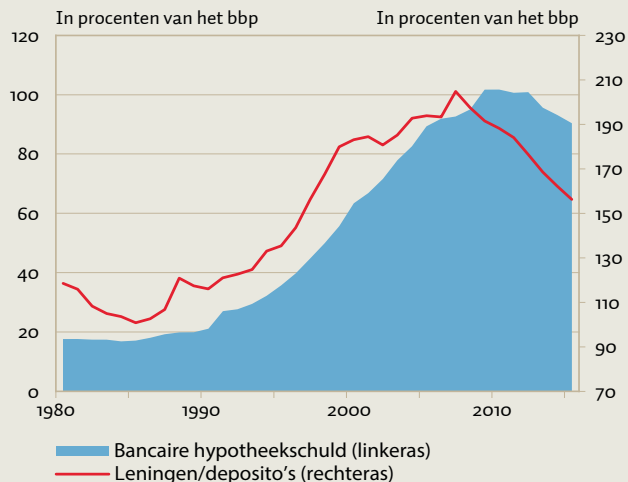
minimaal tien procent eigen vermogen aanhouden. Met name bij de invoering van de herziene solvabiliteitsrichtlijnen in maart 1977 en bij de invoering van Bazel II in januari 2007, zijn de kapitaaleisen voor

hypothecaire kredietverlening door algemene banken verlaagd. De verlaging onder Bazel II was onderdeel van een bredere aanpassing, waarbij het kapitaalraamwerk risicogevoeliger is gemaakt. Hypotheken hebben een laag risicoprofiel en daardoor relatief geringe kapitaaleisen. Met de invoering van Bazel III is het risicosensitieve karakter gehandhaafd, maar zijn de eisen ten aanzien van zowel de hoeveelheid als de kwaliteit van het kapitaal dat banken moeten aanhouden weer verzaard. De mogelijkheid bestaat dat de eisen in de toekomst verder worden aangescherpt. Dit zou mede kunnen verklaren waarom de banken de afgelopen jaren terughoudender zijn geworden met de verstrekking van hypotheke.

Tot slot kan er worden opgemerkt dat sinds begin jaren negentig een groot deel van de bank- en verzekeringssector onderdeel vormde van een financieel conglomeraat (ING, Fortis, SNS). De sectorale scheidslijnen liepen daarmee door individuele instellingen heen, wat mogelijk kan hebben meegespeeld bij de positionering van sommige spelers op de hypotheekmarkt. Het ontstaan van conglomeraten was het gevolg van een versoepeling van het structuurbeleid, dat een strikte scheiding tussen banken en verzekeraars voorschreef. De cijfers die in dit artikel worden gepresenteerd, zijn gebaseerd op sectorale definities, waarbij

Bancaire hypotheekschuld en marktfinanciering

FIGUUR 4



Bron: DNB

er dus geen rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat sommige banken en verzekeraars vanuit hetzelfde conglomeraat opereren. De afgelopen jaren zijn de meeste conglomeraten overigens weer opgesplitst in zelfstandige banken en verzekeraars.

GROTER MARKTAANDEEL VAN INSTITUTIONELE BELEGERS IS WENSELIJK

Het is moeilijk te voorspellen of het toegenomen marktaandeel van institutionele beleggers een tijdelijk verschijnsel is of dat hun rol blijvend groter wordt. Dat laatste zou om zeker drie redenen wenselijk zijn (DNB, 2016).

Ten eerste kan een grotere rol van institutionele beleggers leiden tot minder looptijden-mismatch en liquiditeitsrisico bij banken. Nederlandse hypotheeklen hebben doorgaans een lange looptijd en rentevaste periode, wat goed aansluit bij de gemiddeld langlopende verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars. Daarnaast konden Nederlandse banken de expansie van hun hypotheekportefeuilles niet volledig financieren met deposito's van huishoudens en bedrijven, maar moesten zij daarvoor een beroep doen op marktfinanciering (figuur 4). In de crisis is gebleken dat de banken hierdoor kwetsbaar werden voor een verslechterend sentiment op de financiële markten. Marktpartijen trekken hun financiering namelijk sneller terug dan depositohouders, onder meer omdat de tegoeden van laatstgenoemden grotendeels zijn gedekt door het depositogarantiestelsel. Kleinere hypotheekportefeuilles verminderen de noodzaak om marktfinanciering aan te trekken.

Ten tweede zou minder afhankelijkheid van banken de procyclische van de hypothecaire kredietverlening verminderen. Eind jaren negentig bleek dat het procyclische gedrag van banken bijdroeg aan een vliegwieleffect, waarbij woningprijzen en hypothecaire kredietverlening elkaar opdreven. Dit droeg bij aan oververhitting van de economie (De Haas *et al.*, 2000; DNB, 2002). De afgelopen jaren was het omgekeerde zichtbaar. De afname van het aandeel van de hypotheekschuld dat door banken wordt gefinancierd, suggereert dat banken meer dan andere partijen terughoudender werden, met mogelijk negatieve gevolgen voor de economie. Daarbij hebben overigens ook andere factoren een rol gespeeld, zoals de lage rente, verandering van kapitaalisen en verminderde toetredingsdrempels voor nieuwe aanbieders door toegenomen standaardisatie van hypotheekproducten (DNB, 2016).

Tot slot zou een grotere rol voor institutionele beleggers de financiering van de hypotheekschuld minder afhankelijk maken van de bankensector. Een grotere diversiteit van het aanbod is wenselijk en zorgt ook voor meer concurrentie. Met name pensioenfondsen lijken nog ruimte te hebben om hun rol te vergroten. Ondanks de gegroeide kredietverlening in de afgelopen jaren heeft de pensioensector niet meer dan twee procent van het balanstotaal uitstaan op Nederlandse hypotheeklen. Een grotere rol voor niet-bancaire spelers zorgt voor meer diversiteit en minder concentratie, en bevordert daarmee de stabiliteit en efficiëntie van de kredietverlening.

LITERATUUR

Barendregt, J. en H. Visser (1997) Towards a new maturity 1940–1990. In: M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.), *A financial history of the Netherlands*. Cambridge: Cambridge University Press, 152–194.

DNB (2002) *Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep*. DNB *Kwartaalbericht*, juni, p. 29–38.

DNB (2016) *Kredietmarkten in beweging*. Publicatie DNB, november.

Haas, R. de, A. Houben, J. Kakes en H. Korthorst (2000) *De kredietverlening door Nederlandse banken onder de loep*. *Monetaire Monografieën*, 18. NIBE.

Jordà, Ò., M. Schularick en A.M. Taylor (2016) The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles. *Economic Policy*, 31(85), 107–152.

In het kort

- ▶ Sinds 1950 is het aandeel hypotheeklen dat door banken wordt verstrekt gegroeid van 57 tot 93 procent in 2009.
- ▶ De toenemende rol van institutionele beleggers op de hypotheekmarkt sinds 2009 is niet uitzonderlijk en kwam in het verleden vaker voor.
- ▶ De hypothecaire kredietverlening door institutionele beleggers is minder procyclisch dan die door banken.

Lenen om te wonen

In procenten van het bbp

WET OP DE VERMOGENSBELASTING (1891)
Koningin-regentes Emma spreekt de troonrede uit: "Verbetering van het Rijks belastingstelsel is een dringende eisch der rechtvaardigheid." (Troonredes.nl, 1891). Een jaar later wordt de Wet op de Vermogensbelasting ingevoerd, die ook de invoering van de hypotheekrenteaftrek regelt (Kromhout en Oving, 2008).

DALENDE HUIZENPRIJZEN (1964-1966)
De rentevoeten stijgen. Terwijl de economie blijft groeien, dalen de huizenprijzen licht.

RENTELASTEN (1981)
De hypotheekrente bedraagt 13,4 procent. Daarna neemt de hoogte van de rente af, maar zijn de reële rentelasten nog steeds hoog door de lage inflatie.

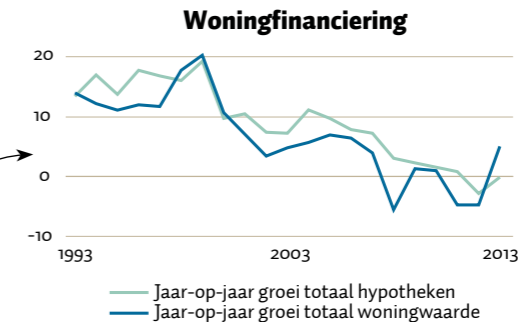
TWEDE OLIECRISIS (1979)
Er is wederom onrust in het Midden-Oosten. Daardoor komt de Nederlandse economie in de problemen en dalen de huizenprijzen fors.

DE ZEEPBEL (1977)
In 1977 stijgt de gemiddelde huizenprijs met 39 procent.

REMMEN LOS (1985-2008)
Na de crisis zet een ongekende periode van prijsstijging in. Door dalende rente, een bloeiende economie, **het ruimere financieerbeleid van grootbanken** en het gebrek aan aanbod op de woningmarkt (Brounen en Mahieu, 2014) wordt een gemiddeld huis vier keer zo veel waard.

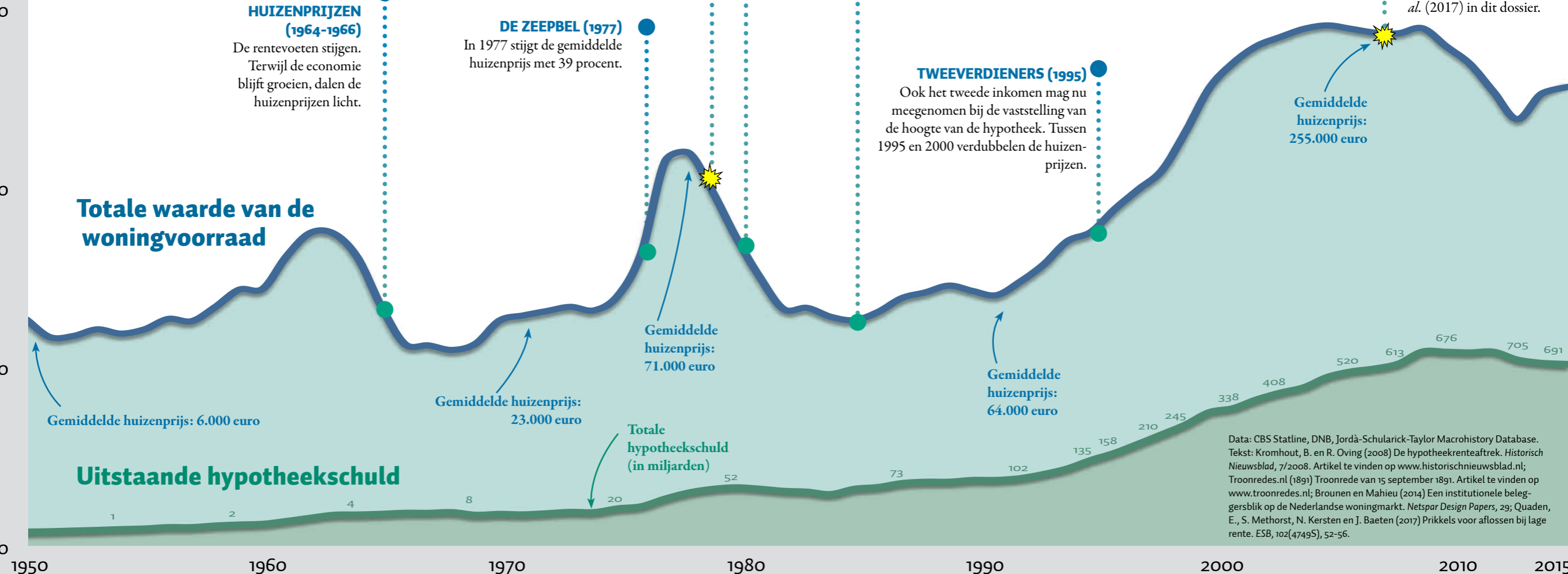
TWEEVERDIENERS (1995)
Ook het tweede inkomen mag nu meegenomen bij de vaststelling van de hoogte van de hypotheek. Tussen 1995 en 2000 verdubbelen de huizenprijzen.

FINANCIËLE CRISIS (2007)
In de VS begint de financiële crisis. Als de crisis uit de VS overslaat naar Nederland volgt een economische crisis. De economie vertraagt en de waarde van woningen daalt waardoor veel huizen onder water staan. Om de financiering van woningen met schuld te beperken, besluit het kabinet de hypotheekrenteaftrek geleidelijk af te bouwen. Zie ook Quaden *et al.* (2017) in dit dossier.



Totale waarde van de woningvoorraad

Uitstaande hypotheekschuld



Data: CBS Statline, DNB, Jordà-Schularick-Taylor Macroeconomy Database. Tekst: Kromhout, B. en R. Oving (2008) De hypotheekrenteaftrek. *Historisch Nieuwsblad*, 7/2008. Artikel te vinden op www.historischnieuwsblad.nl; Troonredes.nl (1891) Troonrede van 15 september 1891. Artikel te vinden op www.troonredes.nl; Brounen en Mahieu (2014) Een institutionele beleggersblik op de Nederlandse woningmarkt. *Netspar Design Papers*, 29; Quaden, E., S. Methorst, N. Kersten en J. Baeten (2017) Prikkels voor aflossen bij lage rente. *ESB*, 102(4749S), 52-56.

Mobiliteit bij hoge hypotheekschuld

Huishoudens met woningen die onder water staan moeten hun restschuld financieren als zij willen verhuizen. Dit werpt een drempel op om te verhuizen of om van baan te veranderen. Op basis van data op huishoudniveau kijkt dit artikel hoe groot de invloed van die drempel is en welk deel van de terugval in woningtransacties verklaard kan worden door het onder water raken van een woning.

SANDER VAN VELDHIJZEN
Programmaleider bij het Centraal Planbureau (CPB)

BENEDIKT VOGT
Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

BART VOOGT
Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

Tijdens de financiële crisis van 2008–2009 en de daaropvolgende eurocrisis kromp de Nederlandse huizenmarkt aanzienlijk. Het aantal verkochte woningen nam af van circa 180.000 per jaar voorafgaand aan de crisis tot ongeveer 120.000 per jaar daarna. Ook daalden de huizenprijzen tussen 2008 en 2013 gemiddeld met twintig procent, waardoor in 2013 ongeveer één miljoen woningen ‘onder water’ zijn komen te staan. De huishoudens kampten met een uitstaande hypotheek die hoger was dan de waarde van de eigen woning. Huishoudens met woningen onder water hebben bij het realiseren van hun verhuisplannen te maken met het financieren van hun restschuld. Dit kunnen zij doen via de inbreng van eigen vermogen, maar veelal zal het gebeuren via het meefinancieren van de restschuld in de hypotheeklening van de volgende woning. In dat laatste

geval moeten de maandlasten, inclusief de financiering van de restschuld, voldoen aan de hypothecaire financieringslastnormen. Huishoudens met onvoldoende financiële middelen om hun restschuld te verlagen of te financieren, komen vast te zitten in hun woning.

Naast de financiële (on)mogelijkheden voor huishoudens speelt ook gedrag een rol bij de keuze of huishoudens met woningen onder water wel of niet verhuizen. Veel van hen zullen wachten tot de markt weer aantrekt, zodat ze hun huis zonder verlies kunnen verkopen, bijvoorbeeld vanwege verliesaversie (Genesove en Mayer, 2001). Dit gebeurt zelfs regelmatig als er restschuldfinanciering mogelijk is binnen de geldende hypotheeknormen (Van Dijk, 2013).

Financieringsrestricties en verliesaversie beperken niet alleen de mobiliteit van huishoudens, maar kunnen ook leiden tot een lagere arbeidsproductiviteit (Van Dijk, 2013). Immers, een lagere verhuismobiliteit heeft een negatieve invloed op de arbeidsmobiliteit. Huishoudens zijn namelijk minder snel geneigd om een baan buiten een redelijke afstand van de huidige woonplaats aan te nemen als een verhuizing niet tot de mogelijkheden behoort. Een lagere arbeidsmobiliteit vertaalt zich op zijn beurt in een lager arbeidsaanbod, en vergroot als zodanig de mismatch tussen vraag en aanbod. Dit resulteert in een lagere arbeidsproductiviteit (Blanchflower en Oswald, 2013). Kortom, onder water staan kan de arbeidsmobiliteit en arbeidsproductiviteit in de economie verlagen.

Hoewel het aantal huishoudens met woningen onder water rap afneemt door het aantrekken van de woningmarkt, blijven er nog steeds ongeveer 800.000 huishoudens met een restschuld zitten als ze nu hun woning verkopen (Schilder en Conijn, 2016). Tot op heden blijft het onduidelijk wat precies de gevolgen zijn van het onder water staan op de verhuis- en arbeidsmobiliteit. Aan de hand van twee studies (Van Veldhuizen *et al.*, 2016; Morescalchi *et al.*, 2017) schatten wij deze effecten op basis van administratieve microdata van het CBS.

DATA EN ONDERZOEKSMETHODE

In de economische literatuur over verbanden tussen (negatieve) financiële huishoudvermogens en verhuismobiliteit wordt met de volgende vergelijking een schatting gemaakt:

$$y_{it+1} = c + \beta_1 \text{Onderwater}_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

met y_{it+1} de kans in procentpunten dat een huishouden in het volgende jaar ($t+1$) gaat verhuizen, Onderwater_{it} is een dummyvariable die gelijk is aan 1 als de woning onder water komt te staan in jaar t en X_{it} zijn de controlevariabelen. De literatuur beperkt zich voornamelijk tot Amerikaanse studies, en opvallend is dat de schattingsresultaten behoorlijk uiteenlopen. Zo vinden zowel Andersson en Mayock (2014) als Ferreira *et al.* (2010) dat de kans om te verhuizen daalt met respectievelijk 25 en 50 procent, terwijl Schulhofer-Wohl (2011) met dezelfde data juist een positieve verhuiskans voor huishoudens met onder water staande woningen constateert.

Selectieproblemen kunnen deze verschillen verklaren. Het blijkt namelijk belangrijk te zijn om onderscheid te maken tussen huishoudens die bewust voor een hoge schuldratio kiezen en huishoudens die te maken krijgen met een schuldratio door een daling in de huizenprijzen. Huishoudens die niet van plan zijn om op korte termijn te verhuizen kunnen bewust kiezen voor een hoge schuldratio. De beperkte mobiliteit van deze groep is dan niet het gevolg maar juist de oorzaak van de hoge schuldratio. Het niet corrigeren van deze selectie-effecten leidt tot vertekende resultaten, wat een tekortkoming van de huidige literatuur is. Onze empirische aanpak corrigeert wel voor deze belangrijke selectie-effecten (Van Veldhuizen *et al.*, 2016; Morescalchi *et al.*, 2017). Zonder deze correctie voor selectie zijn de uitkomsten anders; dit laten we zien door ook zonder correctie te schatten.

In beide studies gebruiken we administratieve CBS-data over het adres van een huishouden, de hypothecaire schuld, de waarde van het huis, hypotheeklooptijd, huishoudenssamenstelling, financiële bezittingen en inkomen. In de eerste studie kijken we alleen maar naar huishoudens met woningen die *onvrijwillig* onder water zijn geraakt (Van Veldhuizen *et al.*, 2016). Door de tijd heen volgen we de huishoudens die in 2008 een *loan-to-value* ratio (LTV) hadden tussen de 90 en 100 procent. Wanneer de woningen van deze huishoudens onder water raken vanwege een onverwachte huizenprijzdaling, dan classificeren we deze huizen als 'onvrijwillig onder water'.

Huishoudens die niet van plan zijn om te verhuizen kunnen bewust kiezen voor een hoge schuldratio

In de tweede studie onderzoeken we de effecten van onder water geraakte woningen op de arbeidsmobiliteit. De afhankelijke variabele y_{it+1} is hier de kans in procentpunten dat het hoofd van het huishouden een nieuwe baan vindt in een andere regio. Naast het effect voor huishoudens met *onvrijwillig* onder water geraakte woningen, bekijken we ook het effect voor huishoudens die hun woningen *vrijwillig* onder water lieten raken, door bijvoorbeeld een hypotheekverhoging (Morescalchi *et al.*, 2017). De variabele *Vrijwillig onder water* neemt de waarde 1 aan als de LTV gelijk aan 100 procent of daarboven is door een verhoging van de hypotheek. Bovenop de eerder genoemde controlevariabelen nemen we hier ook de lokale arbeidsmarktomstandigheden mee.

MOBILITEIT DAALT, MAAR HET EFFECT HEEFT EEN BEPERKTE OMVANG

Huishoudens met woningen onder water zijn minder mobiel. Tabel 1 toont de resultaten van de standaardregressie op het onder water staan uit de literatuur over

Effecten op verhuiskans in procentpunten

TABEL 1

Boven water	Referentiecategorie					
Onder water	-0,946***	-1,014***	-1,157***			
Onvrijwillig onder water				-0,839***	-0,858***	-0,801***
Huishoudensgrootte, financiële bezittingen, besteedbaar inkomen		ja	ja		ja	ja
Huishoudenscompositiecontroles			ja			ja
Observaties	11.651.968	11.651.825	11.640.953	533.237	533.225	532.879

Noot: De variabelen huishoudensgrootte, financiële bezittingen, en besteedbaar inkomen zijn dummy's voor verschillende categorieën van deze variabelen. Huishoudenscompositiecontroles zijn variabelen die voor veranderingen in burgerlijke staat controleren. Daarnaast is er in alle regressies gecontroleerd voor elk jaar dat het huishoofd in de woning woont met dummies, in de eerste drie regressies gecontroleerd voor fixed effects wat betreft leeftijd, postcode en jaar, en in de tweede drie regressies voor de fixed effects wat betreft huizenprijschok en huishoudens.

*/**/** Significat op respectievelijk tien-, vijf en eenprocentniveau.

Bron: Van Veldhuizen et al. (2016)

verhuismobiliteit. Komt de woning onder water te staan, dan verkleint dit de verhuiskans met 1,16 procentpunt. In Nederland verhuist ieder jaar gemiddeld 3,6 procent van de woningbezitters, dus dit is een daling van ruim 32 procent. De bevindingen veranderen niet in alternatieve specificaties. Echter, de schattingen in de eerste drie kolommen van tabel 1 corrigeren niet voor de systematische verschillen tussen huishoudens met woningen onder water. Om dit probleem te onderwerpen, kijken we alleen naar woningen die onvrijwillig onder water zijn geraakt.

Onvrijwillig onder water raken heeft een flink effect op de verhuismobiliteit van Nederlandse huishoudens. De laatste drie kolommen van Tabel 1 tonen de schattingsresultaten voor de periode 2009–2011 wat betreft de verhuismobiliteit van huishoudens die in 2008 een LTV van tussen de 90 en 100 procent hadden. Het doorbreken van de LTV-grens van 100 procent verlaagt de verhuiskans met 0,8 procentpunt. Dit is dus een daling van 22 procent. Bovendien corrigeren we in alle schattingen voor de grootte van de huizenprijsdaling en controleren zo voor mogelijke gedrags-effecten als verliesaversie.

De schattingen laten zien dat selectie-effecten als gevolg van bewuste keuzes van hoge schuldratio's de resultaten vertekenen. Onvoldoende correctie voor vrijwillig onder water staan leidt tot een overschatting van dit onder water staan op de verhuismobiliteit met een factor anderhalf.

De effecten van onder water staan op arbeidsmobiliteit zijn klein, zeker vergeleken met de effecten op verhuismobiliteit. Tabel 2 geeft de schattingsresultaten voor de analyse van onder water staan op arbeidsmobiliteit. Wanneer de woningen onder water raken, daalt de kans dat de bewoners van baan wisselen met 0,3 procentpunt. Met een gemiddelde jaarlijkse kans om van baan te veranderen van 5,7 procent is dit dus een daling van 5,2 procent. De bevindingen blijven overeind in alternatieve specificaties, en in alle schattingen corrigeren we voor effecten op de lokale arbeidsmarkt, tijds-effecten en fixed effects wat betreft het huishouden.

Huishoudens met onder water staande woningen kunnen in plaats van te verhuizen ervoor kiezen om een

Het effect van onder water raken op arbeidsmobiliteit in procentpunten

TABEL 2

Boven water	Referentiecategorie		
Onvrijwillig onder water	-0,345***	-0,299***	-0,295***
Vrijwillig onder water	-0,246	-0,231	-0,229
Huishouden grootte, financiële bezittingen, besteedbaar inkomen		ja	ja
Huishoudenscompositiecontroles			ja
Observaties	2.628.342		
Aantal huishoudens	438.057		

Noot: De variabelen huishoudensgrootte, financiële bezittingen en besteedbaar inkomen zijn dummy's voor verschillende categorieën van deze variabelen. Huishoudenscompositiecontroles zijn variabelen die voor veranderingen in partnerschapsstatus controleren. In de schattingen is gecorrigeerd voor fixed effects wat betreft COROP, COROP x jaar en huishoudens en zijn dummies meegenomen voor elk jaar dat het huishoofd in de woning woont.

*/**/** Significat op respectievelijk tien-, vijf en eenprocentniveau.

Bron: Morescalchi et al. (2017)

langere reistijd naar hun werk te accepteren. Een schatting met als afhankelijke variabele de afstand woon-werkverkeer blijkt echter niet significant (Morescalchi *et al.*, 2017).

CONCLUSIE

De mogelijke gevolgen van het hoge aantal woningen onder water is de afgelopen jaren onderwerp van uitgebreide discussie geweest (Tweede Kamer, 2014).

Uit de analyse op basis van administratieve data komt naar voren dat als, door een onvoorziene huizenprijzdaling, woningen onder water raken, dit leidt tot een afname van zowel de verhuis- als de arbeidsmobiliteit. De kans om te verhuizen neemt met 0,8 procentpunt af voor huishoudens met een onder water geraakte woning.

Is dat nu veel of weinig? Een grove *back of the envelope*-berekening kan dit verduidelijken: In de periode 2008–2013 raakten door de crisis ongeveer 1 miljoen woningen onvrijwillig onder water. Een afname in de mobiliteit van 0,8 procentpunt voor huishoudens met onvrijwillig onder water geraakte woningen vertaalt zich in een daling van ongeveer 8.000 transacties. Tussen 2008 en 2013 daalde het totale aantal transacties met ongeveer 60.000 ten opzichte van de periode vóór de crisis. Kortom, onze resultaten met betrekking tot het onverwacht onder water raken, verklaren ongeveer dertien procent van de terugval in het aantal woningtransacties.

Het effect van onder water raken op de arbeidsmobiliteit blijkt klein te zijn. Uit onze schattingen volgt dat als de woningen onder water raken, de kans dat huishoudens van baan wisselen met 0,3 procentpunt daalt. Er zijn drie redenen aan te wijzen waarom dit effect klein is. Ten eerste, Nederland is een klein land. Hierdoor komen verhuizingen vanwege een baan minder vaak voor dan in een groot land. Ten tweede kunnen huishoudens bij het kiezen van een vestigingsstad al anticiperen op toekomstige baanwisselingen. Zo

maakt bijvoorbeeld wonen in de Randstad het veelal makkelijker om van baan te wisselen zonder te moeten verhuizen. Ten derde kan de NHG een deel van het risico mitigeren. De NHG dekt het risico van een restschuld af in het geval van onvrijwillige werkloosheid, en mitigeert daarmee een potentieel risico dat gepaard gaat met de arbeidsmobiliteit van huiseigenaren.

LITERATUUR

Andersson, F. en T. Mayock (2014) How does home equity affect mobility? *Journal of Urban Economics*, 84(1), 23–39.

Blanchflower, D.G. en A.J. Oswald (2013) Does high home-ownership impair the labor market? *NBER Working Paper*, 19079.

Dijk, M. van (2013) *Verliesaversie op de woningmarkt*. CPB Achtergronddocument, 18 juli.

Ferreira, F., J. Gyourko en J. Tracy (2010) Housing busts and household mobility. *Journal of Urban Economics*, 68(1), 34–45.

Genesove, D. en C. Mayer (2001) Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1233–1260.

Morescalchi, A., S. van Veldhuizen, B. Voogt en B. Vogt (2017) Negative home equity and job mobility. *CPB Discussion Paper*, 345.

Schilder, F. en J. Conijn (2016) Restschulden: de crisis voorbij? Ontwikkeling van het eigen vermogen met het herstel van de koopwoningmarkt. *ASRE research paper*, 2016-03.

Schulhofer-Wohl, S. (2012) Negative equity does not reduce homeowners' mobility. *Federal Reserve Bank of Minneapolis – Quarterly Review*, 35(1), 1–14.

Tweede Kamer (2014) *Miljoenennota*. 33750(1).

Veldhuizen, S. van, B. Vogt en B. Voogt (2016) Negative home equity and household mobility: Evidence from administrative data. *CPB Discussion Paper*, 323.

In het kort

- ▶ Van huishoudens met woningen die onvrijwillig onder water raken daalt de verhuiskans met 22 procent.
- ▶ Hiermee verklaart onvrijwillig onder water raken circa 13 procent van de terugval in woningtransacties.
- ▶ De arbeidsmobiliteit daalt maar 5 procent door het onvrijwillig onder water raken van woningen.

Adair Turner

“Schulden versterken ongelijkheid”

RUBEN VAN
OOSTEN
Vakredacteur

Adair Turner werd voorzitter van de Britse Financial Services Authority, verantwoordelijk voor de regelgeving van de financiële-dienstverleningsindustrie, vijf dagen nadat Lehman Brothers failliet ging. Hij was daarna nauw betrokken bij het opstellen van de nieuwe wereldwijde regulering van banken.

Op dit moment is Turner voorzitter van het Institute for New Economic Thinking, een organisatie die als doel heeft nieuwe ideeën in de economie te propageren. In zijn boek *Between debt and the devil* (Turner, 2015) betoogt hij dat we verslaafd zijn aan schuld en dat een minder op schuld gebaseerde maatschappij net zo goed groeit, maar dan met minder risico's.


Naast economie heeft u ook geschiedenis gestudeerd. Maakt dat verschil?

“Door mijn geschiedenisachtergrond kijk ik op een andere manier naar de economie dan puur wiskundige economen. Door alleen wiskundige modellen te gebruiken, ontgaan je belangrijke aspecten. Soms ben ik verbaasd dat slimme economen bepaalde fundamentele aannames doen die je zou bestrijden als je meer naar de

geschiedenis kijkt, of als je gebruikmaakt van je eigen ervaring. Bijvoorbeeld: de theorie kan laten zien hoe een productiefunctie met arbeid en kapitaal als factoren werkt. Als er in kapitaal wordt geïnvesteerd, ontstaat er groei. Wat die productiefunctie echter niet laat zien, is dat een groot deel van de investeringen niet kapitaal toevoegt, maar grond meer waard laat worden. De economie groeit dus niet, maar de prijs van grond stijgt.

Een historicus is zich erg bewust van de context waarin economische processen zich afspelen. Op een filosofisch niveau geloof ik – en het instituut waar ik voorzitter van ben – dat kennis van de economische geschiedenis een van de ingrediënten van goede economische wetenschap moet zijn.

Als de economische wetenschap in het verleden meer naar de geschiedenis had gekeken, had dat betere theorieën opgeleverd. We leren meer over de economie door gebruik te maken van empirische langetermijndatareeksen. Ik denk dan bijvoorbeeld aan de analyse van Jordà *et al.* (2012), over hoe het bankensysteem zich ontwikkeld heeft, en aan Thomas Piketty's analyse van de verhouding tussen vermogen en inkomen. Op dit moment lees ik een boek van Walter Scheidel,



*“Als de economische wetenschap
meer naar de geschiedenis
had gekeken, had dat betere
theorieën opgeleverd”*

The great leveler (2017). Zijn analyse is gebaseerd op duizenden jaren aan data, en kijkt naar de oorzaken van ongelijkheid. Hij laat zien dat de ongelijkheid in Europa veel kleiner werd in de veertiende eeuw doordat arbeid schaars werd vanwege de builenpest. Modellen zijn vaak te beperkt om zo'n ontwikkeling te laten zien.”

In uw boek *Between debt and the devil bent u erg kritisch op de rol die schuld is gaan spelen in onze maatschappij. Is de ideale samenleving schuldenvrij?*

“Ik ben nu gasthoogleraar aan het International Centre for Education in Islamic Finance (INCEIF) in Kuala Lumpur. Toen ik die baan accepteerde heb ik laten weten dat ik *niet* vind dat het ideaal een schuldenvrije samenleving moet zijn. Dit in tegenstelling tot de orthodoxe islam.

Schuld kan een belangrijke functie hebben, bijvoorbeeld omdat het bepaalde problemen met informatieasymmetrie oplost. De economische theorie laat dat goed zien en er zijn ook historische aanwijzingen voor. Walter Bagehot (1873) laat in zijn boek *Lombard Street* zien dat in Groot-Brittannië tijdens de indus-

triële revolutie de opkomst van de industrie vergezeld ging van de opkomst van banken. Zijn centrale thesis is dat de ontwikkeling van het bankieren de grote kapitaalinvesteringen mogelijk maakte. Die investeringen zouden niet hebben plaatsgevonden met vermogensfinanciering alleen.

Er zitten echter ook negatieve kanten aan schuld. Als je kijkt naar de samenstelling van de balans van een bank – naar de relatieve omvang van de hypotheekportefeuille – zie je onmiddellijk dat de functie van een bank in de praktijk niet hetzelfde is als in de leerboeken. Slechts een klein deel van het vermogen in onze economie wordt daadwerkelijk gebruikt om leningen te verstrekken die investeringen in productief kapitaal financieren. Het merendeel van de leningen is om óf consumptie te financieren óf de aankoop te financieren van iets dat al bestaat. En dan doel ik in het bijzonder op onroerend goed. Schuld die voor deze doeleinden wordt gemaakt, is niet productief.”

Wat zijn daar de gevolgen van?

“Deze manier van schuldenopbouw is een versterker van ongelijkheid en een oorzaak van instabiliteit. De reden



“De vrije markt heeft de neiging om meer schuld op te bouwen dan verstandig is”

dat de islam en het middeleeuwse christendom behoedzaam waren met schuld was omdat men zich ervan bewust was dat schuld een oorzaak van toenemende ongelijkheid kan zijn. En dat versterkt zichzelf. Minimale verschillen in het economisch succes van twee boeren, bijvoorbeeld een geslaagde oogst, kan ingrijpende gevolgen hebben als een van hen daardoor een schuld bij de ander moet aangaan. Dat kan een proces ontketenen van voortdurend lenen, waardoor er enkele generaties later een feodale maatschappij ontstaat waarin onderlinge relaties gebaseerd zijn op het meester-slaafmodel.

Deze rol van schuld speelt zowel aan de bovenkant als aan de onderkant van de maatschappij. De toegang tot goedkoop krediet in een groeiende economie is een van de gemakkelijkste manieren om puissant rijk te worden. Zo zijn bijvoorbeeld de Russische oligarchen in de jaren negentig aan hun rijkdom gekomen. Aan de andere kant is schuld met een relatief hoge rente een oorzaak dat mensen in armoede geraken. Atif Mian en Amir Sufi (2014) beschrijven in *House of debt* hoe mensen schulden maken om eigendommen te kunnen kopen die ze eigenlijk niet kunnen betalen. Ook laten zij zien hoe die schuldopbouw, in de Verenigde Staten tussen 2008 en 2010, financiële en macro-economische instabiliteit heeft veroorzaakt.”

Hoe maak je een transitie naar een maatschappij met minder schulden?

“Er is geen wondermiddel. Het antwoord van Mian en Sufi is een *shared-risk mortgage*. Dat is een hypotheek waarbij de kredietverlener en de schuldenaar delen in kapitaalwinst en -verlies wanneer de prijs van een huis verandert. Als de huizenprijs twintig procent daalt neemt de bank een deel van het verlies, en als de huizenprijs twintig procent stijgt heeft de bank daar ook baat bij.

Maar de vraag is: als dat de oplossing is, waarom is dit dan nog niet wijdverbreid? Dat komt doordat niemand zo'n hypotheek wil hebben tijdens perioden van economische groei. Als mensen geloven dat de huizenprijzen blijven stijgen en een bankier zegt dan dat het goed is om de kosten en baten te delen, zegt de koper: ‘bedankt, maar dat doe ik dus niet’. Maleisië heeft het wereldwijd belangrijkste centrum op het gebied van islamitische financiering, en heeft tegelijkertijd een van de hoogste niveaus van consumenten- en hypotheekschuld van de opkomende economieën. Zelfs in een omgeving waar de meerderheid van de inwoners zegt dat ze vrome moslims zijn, is het dus enorm moeilijk om ze te overtuigen zulke contracten waarmee je minder schuld maakt af te sluiten.”

Moeten we dan accepteren dat we er niets aan kunnen doen?

“De vrije markt heeft de neiging om meer schuld op te bouwen dan verstandig is. Een aantal gerichte beleidsinterventies kunnen die neiging tegengaan. Overheidsbeleid zal, net als de vrije markt, nooit perfect zijn. Maar we kunnen er op zijn minst wel voor zorgen dat het opbouwen van schuld ontmoedigd wordt.

Dit kan bijvoorbeeld door schuldopbouw niet te stimuleren met belastingvoordelen, maar te remmen met belastingheffingen. In het Verenigd Koninkrijk hebben we gelukkig een einde gemaakt aan *mortgage interest relief* voor huiseigenaren, al bestaat het bizar genoeg nog wel voor mensen die investeren in huurhuizen. Ook moeten we het ontmoedigen dat mensen met lage inkomens leningen met hoge rente afsluiten. In het Verenigd Koninkrijk bestaan bijvoorbeeld *pay-day loans*, kortetermijnleningen met hele hoge rente om een korte periode te overbruggen. Ik denk niet dat we die moeten verbieden, omdat ze dan in het illegale circuit zullen gedijen, maar ik zou reclame voor dat soort leningen wel verbieden.

Ten slotte moeten we minder schuldgefinancierde

banken hebben. In het ideale geval vinden we manieren om de hoeveelheid schuld te beperken die banken en bedrijven kunnen aftrekken van de belastingen, maar hoe dan ook moeten we ze verplichten om meer vermogen aan te houden dan ze zelf zouden willen.”

U vindt dus dat de kapitaaleisen op dit moment te laag zijn?

“Om te beginnen zijn de kapitaaleisen de laatste tijd aanzienlijk verhoogd. Als voorzitter van de Financial Services Authority en als voorzitter van het beleidscomité van de Global Financial Stability Board (FSB) heb ik vier jaar lang de nieuwe regulering van het financiële systeem vormgegeven. Ik ben trots op de nieuwe regels die wij daar opgesteld hebben. Het heeft een wereldwijd bankensysteem gecreëerd dat veel robuuster, veiliger en veerkrachtiger is dan het systeem van voor de crisis.

Samen met een aantal bondgenoten – zoals voormalig president van de Zwitserse Centrale Bank Philipp Hildebrand en Daniel Tarullo, lid van de raad van bestuur van de Federal Reserve Board – maakte ik in die onderhandelingen deel uit van een groepje dat bekend stond als ‘de haviken’. We pleitten voor hogere kapitaaleisen, maar de tegenstanders van verhoging vonden de timing ongelukkig, omdat verhoging het herstel van de wereldwijde economie zou vertragen. Tijdens onderhandelingen moet je realistisch zijn. Op een gegeven moment kom je op een punt waarbij je de sector zekerheid moet geven. Daarom hebben we in 2012–2013 de regels van Bazel III ingevoerd, zoals ze op dat moment waren. Ik denk niet dat je daar elk jaar op terug moet komen en zeggen dat het weer wat omhoog moet.

Maar als ik als *benevolent dictator* aan de basis zou staan van de wereldeconomie, dan zouden de eisen nog strenger zijn. En ik denk dat we na verloop van tijd moeten proberen om strengere kapitaaleisen in te voeren. Mijn ideaal is een equity-ratio van zo’n twintig procent of hoger. Dat is niet per se omdat dit de banken zelf veerkrachtig zou maken, maar omdat dit ook een reële economie met minder schulden inhoudt. Ik denk dat dat belangrijk is.”

Wat valt daar nog aan te doen?

“Omdat het verhogen van de kapitaaleisen op dit moment geen optie is, moeten we financiële stabiliteit op andere manieren nastreven. Op dit moment zou ik mij vooral concentreren op de risicoweging van verschillende soorten kapitaal, en meer specifiek de

risicoweging wat betreft het uitlenen van geld voor de financiering van vastgoed. Die risicoweging zou ik verhogen.”

Hoe denkt u dat een volgende crisis eruitziet?

“Voor het volgende probleem in Europa zou ik kijken naar Italië. Italië heeft niveaus van publieke en private schuld die mogelijk onhoudbaar zijn en het land laat zwak herstel zien.

De crisis zal echter niet dezelfde vorm aannemen als die van 2008. Toen zagen we een financiële crisis waarbij eerst één bank in de problemen kwam, daardoor ontstonden er zorgen over de solvabiliteit van andere banken en bevroor de markt. De maatregelen die we na 2008 hebben genomen, hebben het financiële systeem echt een stuk veerkrachtiger gemaakt dan daarvoor.

In plaats van de financiële crisis denk ik dat we op dit moment gevaarlijk dicht bij een politieke crisis zitten, of er al in. Die twee crises hebben wel met elkaar te maken. Vanaf 2012 presteert de wereldwijde economie niet goed genoeg. Doordat we een reële economie hebben die *overleveraged* is, is dit ongelooflijk moeilijk te herstellen, waardoor economieën dus niet zo hard groeien als ze zouden moeten. Tegelijkertijd zien we wel een toename van de waarde van activa. Hierdoor kennen de rijken een grote welvaartstoename, maar voelen veel gewone mensen niet dat het beter gaat. De ongelijkheid neemt toe – versterkt overigens door technologische ontwikkelingen en seculiere stagnatie. Het kapitalisme heeft dus niet iedereen wat opgeleverd. Door dit beeld en het gevoel dat de politiek dit probleem niet oplost, zitten we nu met het populisme van de Brexit en van Trump. Er zijn grote onopgeloste spanningen. De politieke crisis is weliswaar niet onvermijdelijk, maar gevaarlijk is ze wel.”

LITERATUUR

Bagehot, W. (1873) *Lombard Street: A description of the money market*. Londen: Henry S. King & Co.

Jordà, Ò., M. Schularick en A.M. Taylor (2016) The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles. *Economic Policy*, 31(85), 107–152.

Mian, A. en A. Sufi (2014) *House of debt*. Chicago: University of Chicago Press.

Scheidel, W. (2017) *The great leveler: violence and the history of inequality from the Stone age to the twenty-first century*. Princeton: Princeton University Press.

Turner, A. (2015) *Between debt and the devil: Money, credit, and fixing global finance*. Princeton: Princeton University Press.

Innoveer bij hypotheeken!

De financiële sector staat bekend om zijn innovatieve vermogen. Toch zien we weinig innovatie bij hypotheeken, met twee derde van de leningenportefeuille toch het belangrijkste product van banken. En dat terwijl innovatie juist daar noodzakelijk lijkt, met name om het vliegwieleffect van woningwaarde op particuliere consumptie te beperken.

Dit zit zo: hypotheekschuld heeft een vaste nominale waarde terwijl huisprijzen fluctueren. Tijdens de afgelopen crisis stonden meer dan een miljoen huizen onder water, wat wil zeggen dat er negatief eigen vermogen in het huis zat. Dit heeft een zwaar drukkend effect op de consumptie gehad en de recessie onnodig verdiept en verlengd. We zien nu weer het omgekeerde: onze economie draait op volle toeren en het aantal verleende nieuwe hypotheeken breekt weer records.

Ik heb twee voorstellen voor innovatie; de kern van beide is een betere risicoverdeling. Het eerste voorstel, een lagere *loan-to-value* (LTV), van tachtig of negentig procent, is gemeengoed onder economen. In het economenplan voor de woningmarkt van 2012 en het recente WRR-rapport (WRR, 2016) over de financiële sector in de samenleving wordt gepleit om opgebouwd pensioen als eigen vermogen voor het huis te gebruiken. Op deze wijze kunnen gezinnen tien tot twintig procent van de huisprijs zelf inleggen en het resterende deel lenen. Dit voorstel slaat twee vliegen in één klap: zowel de balansen van gezinnen als die van de financiële sector worden korter en minder gevoelig voor fluctuaties in de huisprijs.

Wat staat implementatie van het voorstel uit het WRR-rapport in de weg? Een eerste barrière is institutionele verkokering – bij de overheid (pensioenen vallen onder het Ministerie van Sociale Zaken, en hypotheeken onder dat van Financiën) en in de sector zelf (pensioenfondsen en banken). Een hieraan gerelateerde barrière is verkokerd denken. Pensioenfondsen vinden het maar moeilijk en lastig om hun standaardproduct aan te passen.



DIRK SCHOENMAKER

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit
Rotterdam en senior fellow bij Bruegel

Maar in Canada en Zwitserland is het al mogelijk: je kunt daar een deel van je pensioenvermogen inzetten voor de aankoop van een eerste huis. Bij verkoop stort je het weer terug.

Naast kampioen hypotheekschuld is Nederland ook kampioen pensioenen. Met dit WRR-voorstel kunnen we beide excessen verminderen en de economie minder procyclisch maken. Een tweede voorstel betreft een fundamentele herziening van de aard van de hypotheek. Die is nu een vaste schuld en het prijsrisico van huizen ligt volledig bij de consument. In hun beroemde boek *House of debt* stellen Mian en Sufi voor om dit prijsrisico tussen de bank en de consument te delen. Laten we hier een middenvariant kiezen waarbij de bank en de consument het risico ieder voor de helft nemen, dan is een

LTV van 90 procent voldoende. Als het huis in waarde stijgt van 100 naar 120, stijgt de hypotheek mee van 90 naar 100. Het eigen vermogen van de consument neemt met 10 toe en de bank boekt ook een winst van 10. Bij daling van de huisprijs van 100 naar 80, daalt de hypotheek van 90 naar 80 en de bank neemt een verlies van 10. Het eigen vermogen van de consument daalt naar nul in plaats van min 10 zoals bij een traditionele hypotheek.

Uiteraard zal een verstandige bank het macrorisico van een dalende huizenmarkt, deels of geheel, afdekken bij langetermijnbeleggers, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, die dit risico beter kunnen dragen. Of nog beter, verzekeraars en pensioenfondsen bieden dit soort innovatieve hypotheeken aan. Met dit voorstel draagt de financiële sector bij aan een stabielere economie. Ook worden de consumenten minder afhankelijk van de waardeontwikkeling van hun huis en kunnen ze er met een geruster hart in slapen.

Literatuur

Mian A. en A. Sufi (2014) *House of debt*. Chicago: University of Chicago Press.
WRR (2016) *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. Den Haag: WRR.

Vijf jaar geleden in *ESB*:

Hollands hoge hypotheekrentes

“In het voorjaar van 2009 beginnen de hypotheekrentes in Nederland structureel af te wijken van die vrijwel overal elders in Europa. [...] Ook al zitten er haken en ogen aan een internationale vergelijking van hypotheekrentes, toch is het markant dat, waar Nederland vóór de kredietcrisis dicht in de buurt van het EMU-gemiddelde bleef, de rente nadien ver daarboven is komen te liggen. [...] De relatief hoge Nederlandse hypotheekrentes vielen de Consumentenbond en Vereniging Eigen Huis al vroeg op en zij vermoedden kartelvorming. [...] Nader onderzoek vond verklaringen in gebrekkige concurrentie op de Nederlandse hypotheecaire markt. [...] Het lijkt te schorten aan toetreding tot de Nederlandse hypotheekmarkt. Hoewel in theorie buitenlandse toetreding mogelijk is, en aantrekkelijk zou moeten zijn, lijkt het in de praktijk problematisch.”

MARK DIJKSTRA EN MAARTEN PIETER SCHINKEL

Dijkstra, M. en M. Schinkel (2012) Hollands hoge hypotheekrentes. *ESB*, 97(4645), 594-597.



Naschrift

Wij juichen toe dat Wim Boonstra en Leontine Treur (B&T) een inhoudelijke discussie aangaan. B&T maken belangwekkende opmerkingen. Zo zouden nieuwe toetreders zo'n felle strijd op de Nederlandse hypotheekmarkt vóór de crisis hebben gevoerd dat er verliezen werden gemaakt. De huidige marges zouden niet meer dan weer normaal zijn. [...] Maar willen B&T werkelijk beweren dat er voor de crisis in Nederland jarenlang op alle hypotheektypen structureel verlies werd gemaakt? Is de hele hypotheekberg dan toen onder de kostprijs gecreëerd? Als dat zo is, dan hebben de banken heel wat uit te leggen. En dan nog blijft het onduidelijk waarom Nederland vandaag hogere hypotheekrentes heeft dan de rest van Europa.”

MARK DIJKSTRA
EN MAARTEN PIETER
SCHINKEL

Dijkstra, M. en M. Schinkel (2012) Naschrift bij: Hollands hoge hypotheekrentes. *ESB*, 97(4645), 599.

Reactie

“De concentratiegraad van de Nederlandse bancaire markt is van oudsher hoog. Ook is bekend dat een hoge concentratiegraad bepaald niet automatisch betekent dat de intensiteit van de concurrentie laag is. [...] Een beperkt aantal spelers met nationale dekking kan resulteren in een veel intensievere concurrentie dan een situatie van een zeer versnipperde markt met veel lokale monopolies. In ons land komt daar nog een specifieke factor bij: de Nederlandse markt voor financiële diensten is extreem open voor nieuwe toetreders. [...] De extra-winstmarge die D&S laten zien, lijkt [...] hoger dan ze in werkelijkheid is. Zouden de marges echt zo aantrekkelijk zijn, dan zou ons land ondertussen een invasie van Duitse hypotheekaanbieders meemaken.”

WIM BOONSTRA EN LEONTINE TREUR

Boonstra, W. en L. Treur (2012) Reactie op: Hollands hoge hypotheekrentes. *ESB*, 97(4645), 598-599.

Naschrift: Doe eens een rondje Europa

Goed idee, zo'n themanummer over hypotheek. Maar waarom die focus op Nederland? Hypotheekbeleid wordt vooral buiten ons land gemaakt, en dat staat onvoldoende op de radar van de Nederlandse beleidsmakers. Dat zit zo. Dominante spelers op de Nederlandse hypotheekmarkt zijn de Nederlandse banken. Zij zijn nog steeds verantwoordelijk voor zo'n driekwart van de totale hypotheeksom (Kakes et al., 2017 in deze *ESB*). Omdat dit beleid voor de banken voor een groot deel internationaal bepaald wordt,

zullen we de grens over moeten om de impact ervan op de Nederlandse woningmarkt en de hypotheekverstrekking te kunnen begrijpen.

Ver hoeven we niet te gaan: in Frankfurt treffen we al de Europese Centrale Bank (ECB), bij Nederlandse huizenbezitters recentelijk vooral bekend vanwege het weldadige effect van haar monetaire beleid op hun woonlasten en woningwaarde. Maar sinds november 2014 ligt bij de ECB ook het microprudentieel toezicht op banken. De Nederlandse hypotheekmarkt mag rekenen op veel belangstelling van de Europese toezichthouder, al was het maar omdat de ECB – net als andere buitenlandse *mortgage watchers* – wil vatten hoe ons land zulke hoge schuldratio's weet te koppelen aan zulke lage verliezen. Onlangs nog lichtte de ECB, samen met De Nederlandsche Bank (DNB), de hypotheekportefeuille in ons land grondig door. Uitkomst:



EDWARD FEITSM

hoofd toezicht en financiële markten bij de
Nederlandse Vereniging van Banken

Nederlandse hypotheekleningen vertonen een zeer solide beeld, zelfs onder scenario's van aanzienlijke stress (DNB, 2017).

Zo'n 350 kilometer ten zuiden van Frankfurt kauwt het Bazels Comité van internationale banktoezichthouders al ruim twee jaar op nieuwe kapitaalregels voor het kredietrisico van banken. De centralebankpresidenten zouden deze 'Bazel 3.5-knoop' graag doorhakken, maar fundamentele verschillen van inzicht tussen vooral Amerikaanse en Europese toezichthouders maken dat dit tot op heden

niet is gebeurd. Twistpunt is het gebruik van interne bankmodellen om in te schatten hoe risicovolle leningen zijn. Kapitaaleisen worden nu afgestemd op deze risico-inschatting die correspondeert met de in Nederland lage feitelijke verliezen, maar Bazel 3.5 stelt voor om deze risicogevoelige kapitaaleisen grotendeels los te laten en te gaan werken met de LTV, een veel ruwere en voor Nederland juist relatief hoge parameter. Hierdoor zou de risicoweging van hypotheekleningen van een gemiddelde hypotheekportefeuille van een Nederlandse bank met 67 procent stijgen. Dit vertaalt zich niet alleen in zwaardere kapitaaleisen. Ook ontstaat er dan een perverse prikkel voor banken om op te schuiven naar risicovollere leningen dan hypotheekleningen, nu het feitelijke risico er voor de kapitaaleisen minder toe doet.

Om het internationale rondje af te maken, zouden we eigenlijk nog langs Brussel moeten waar

kapitaalregels wettelijk worden vastgelegd, of naar Londen waar de Europese Bankenautoriteit (EBA), hangende de Brexit, nog huist. Maar laten we in Amsterdam eindigen. Want een belangrijk stukje van het prudentieel banktoezicht is nog altijd nationaal. Les van de crisis was onder meer een soort *composition fallacy* in het toezicht: stabiele banken betekenen niet zonder meer een stabiel financieel systeem. Dit vraagt om zogenaamd macroprudentieel toezicht, dat nog steeds is belegd bij nationale toezichthouders zoals DNB. Omwille van de financiële stabiliteit bepleit DNB onder meer een verlaging van de wettelijke LTV-grens in ons land. Toch een nationale aangelegenheid dus? Niet helemaal, want Frankfurt coördineert

ook 'macro-pru', en trekt het op termijn mogelijk zelfs naar zich toe.

Kortom: Nederlandse beleidsmakers, blijf oog houden in ons land voor de NIBUD-normen, fiscale regeltjes, zorgplicht et cetera. Maar kijk ook alsjeblieft over de grens bij het reguleren van de hypotheekmarkt. Nederlandse banken doen dit al langer. Niet zonder reden, zo moge duidelijk zijn.

Literatuur

DNB (2017) *Bancaire hypotheekportefeuilles onder de loep*. DNBulletin, 22 november.

Kakes, J., H. Loman en R. van der Molen (2017) *Verschuivingen in de financiering van hypotheekschuld*. ESB, 102(4749S), 69-73.

Colofon

Economisch Statistische Berichten (ESB) signaleert nieuwe ontwikkelingen in de economische wetenschap. Daarnaast worden in ESB economische inzichten toegepast om beleidsrelevante aanbevelingen te doen voor de overheid, maatschappelijke instellingen en bedrijven. Ook analyseert ESB de belangrijkste ontwikkelingen in de Nederlandse economie. Artikelen in ESB verschijnen op persoonlijke titel.

Dit ESB-dossier is samengesteld door de redactie en mogelijk gemaakt door financiële steun van de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen.

Redactie

Hoofdredacteur: Jasper Lukkezen
Eindredacteur: Robert Kleinknecht
Redacteur: Ruben van Oosten, Paul Metzmakers
Redactied medewerkers: Gertjan Dordmond, Matthijs Hut
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Uitgever: Jeroen van Dijk

Commissie van redactie

H.G. van Dissel (voorzitter), P.H.B.F. Franses, E. de Jong, H.J. de Jong, A.C. Meijdam, J. Plantenga, P. Vergauwen en W.F.C. Verschoor

Rechten

ESB is een uitgave van FD Mediagroep. De Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde is houder van de merknaam ESB. Foto's: iStock / AlbertPego; seregalstv, majana.

Publiceren

Aanwijzingen voor het aanleveren van kopij vindt u op www.esb.nu/service/publiceren.

Abonneren

U kunt een abonnement direct online afsluiten. Ga hiervoor naar www.esb.nu/service/abonneren.

Adverteren

Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 020 592 86 35, jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl.

Contact

Telefoon redactie: 020 592 87 77
Email redactie: redactie@esb.nu
Telefoon klantenservice: 0800 333 33 34
Email klantenservice: klantenservice@esb.nu

Postadres: Postbus 216, 1000 AE Amsterdam
Bezoekadres: Prins Bernhardplein 173, 1097 BL Amsterdam
Webadres: www.esb.nu
ISSN: 0013-0583

Verschijningsdata ESB:

11 mei, 15 jun., 13 jul., 10 aug.,
7 sep., 12 okt., 16 nov., 21 dec.





ESB Dossiers:

RECENTE DOSSIERONDERWERPEN UITGELICHT

Het ESB Dossier is een thematische uitgave en verschijnt een aantal keren per jaar. Het dossier behandelt per editie één actueel economisch onderwerp en vormt een platform voor discussie tussen economen, wetenschappers uit andere disciplines en beleidsmakers. Een ESB Dossier wordt samen opgezet met instanties en organisaties die bij het onderwerp zijn betrokken.

Hieronder volgen een aantal dossiers die eerder zijn verschenen:

MKBA: maatwerk in gebruik

In 2013 is de Algemene leidraad MKBA verschenen. Deze geeft richting aan het gebruik van maatschappelijke kosten-baten analyses in de beleidsvoorbereiding op elk denkbaar beleidsterrein. Maar wat zijn aandachtspunten en valkuilen bij het gebruik van MKBA en de nieuwe leidraad? En hoe kan op elk afzonderlijk beleidsterrein het maatwerk worden geleverd dat een goed gebruik van MKBA vereist? Dit dossier behandelt deze vragen en toont de laatste ontwikkelingen bij MKBA's.

ESB 4696S, oktober 2014



Keuzevrijheid en pensioenen

Keuzevrijheid is een centraal thema in de discussie over de toekomst van het pensioenstelsel. Nu nemen de meeste werknemers verplicht deel aan een pensioenregeling van een bedrijfstak- of ondernemingsfonds waarbinnen ze weinig kunnen kiezen, maar dat is door steeds diversere arbeidspatronen steeds minder wenselijk. Er zijn echter vele vormen van keuzevrijheid in het pensioenstelsel denkbaar, die stuk voor stuk verschillende effecten kunnen hebben. De auteurs in het dossier schetsen de mogelijkheden en onmogelijkheden van keuzevrijheid.

ESB 4703S, februari 2015



Ecosystemen voor ondernemen

Een nieuwe benadering van ondernemerschap zet niet de onderneming centraal maar de ondernemer. Samenwerking van start-ups met lokale overheden, kennisinstellingen en andere partijen blijft belangrijk voor succesvol ondernemerschap, maar de ondernemer neemt zelf het initiatief tot een gezond ecosysteem waarbinnen hij productief kan zijn. Deze ecosysteembenadering vraagt om een herwaardering van de rol van de overheid in het bevorderen van ondernemerschap als bron van productiviteit, innovatie en werk.

ESB 4698S, november 2014



Emoties als drijfveer

Voor een breder publiek staat 'de economie' gelijk aan eigenbelang, rationaliteit, efficiency, concurrentie, marktwerking (uiteraard zonder moraal), kostenbatenanalyses, kil rekenen in geldtermen en prikkels gebaseerd op materieel gewin. De economische wetenschap wordt niet voor niets 'the dismal science' genoemd. De auteurs in dit dossier stellen dit beeld op de proef door te laten zien dat economen bijdragen aan geluksonderzoek, hoop in kaart brengen en altruïsme in hun modellen integreren. Een belangrijke bijdrage aan begrip van wat economie is.

ESB 4742S, oktober 2016



Heeft u interesse in de gezamenlijke opzet van een ESB Dossier, neem dan contact op met de redactie.

