

Ben jij ook zo bang?

Auteur(s):

I.J.M. Arnold

De auteur is hoogleraar economie aan Universiteit Nyenrode. i.arnold@nyenrode.nl

Verschenen in:

ESB, 90e jaargang, nr. 4455, pagina 105, 11 maart 2005

Rubriek:

Lessen uit het buitenland

Trefwoord(en):

Belanghebbenden prediken doemscenario's wanneer in Nederland de hypotheekrenteaftrek zou worden beperkt. Zij verwijzen naar de 'rampzalige' economische gevolgen van zo'n beperking in Zweden. Het Nederland van nu verschilt echter hemelsbreed van het Zweden van toen.

Angst zaaien is een beproefde manier om verzet te mobiliseren tegen ongewenste veranderingen. Zo ook in de discussie over de hypotheekrenteaftrek. Naar aanleiding van een uitzending van het programma Zembla (28 januari 2004) probeerde Frank van Loon, directeur collectief ledenbelang van Vereniging Eigen Huis, het als volgt: "Wij moeten lering trekken uit de rampzalige gevolgen in Zweden, waar na een beperking van de renteaftrek het land in de grootste crisis belandde sinds de jaren dertig."¹ Ook de Rabobank wijt de Zweedse malaise in het begin van de jaren negentig aan ingrepen in de hypotheekrenteaftrek: "Mede omdat de maatregel in Zweden abrupt is ingevoerd, waren de gevolgen enorm. De huizenprijzen daalden met bijna 25 procent en het duurde vervolgens bijna tien jaar voordat die weer op het oorspronkelijk niveau waren. Tevens kwam het land terecht in een diepe economische crisis."² Belanghebbenden blinken zelden uit in objectieve informatieverschaffing, maar deze uitspraken geven een wel erg vertekend beeld van wat er zich in Zweden heeft voorgedaan.

De zorg over mogelijke negatieve macro-economische gevolgen in de transitie naar een zuinigere fiscale behandeling van de eigen woning is op zichzelf begrijpelijk. Een ingreep in de hypotheekrenteaftrek kan via een daling van de huizenprijzen een drukkend effect hebben op de consumptieve bestedingen en dus de economische groei. Dit betekent echter nog niet dat we moeten vrezen voor Zweedse toestanden.

Dit artikel bespreekt een aantal buitenlandse ervaringen met hervormingen van de hypotheekrenteaftrek. Het doel is om een kwalitatieve inschatting te maken van het risico dat zo'n hervorming in Nederland leidt tot macro-economische brokken. Om bovenstaande uitspraken recht te zetten, begin ik met Zweden. Daarna volgen kort Denemarken en Engeland. Tot slot wordt besproken welke lessen Nederland hieruit kan trekken.

De Zweedse recessie

De dynamiek van de huizenmarkt wordt sterk beïnvloed door macro-economische factoren, waarvan de inkomensgroei en de rentestand de voornaamste zijn. Voor de hypotheeknemer is de relevante rentemaatstaf de reële rente na belastingaftrek, omdat deze zowel corrigeert voor veranderingen in de koopkracht van het geld als voor de belastingheffing. We zullen zien dat deze maatstaf sterk steeg ten tijde van de Zweedse crisis.

De diepte van de Zweedse recessie staat buiten kijf. Het bnp daalde in de periode 1991-1993 met 4%, de reële consumptie met 5% en de totale werkgelegenheid met maar liefst 11%. De huizenprijzen gingen met circa dertig procent omlaag. Ook werd in 1991 het belastingtarief waartegen de rente kon worden afgetrokken vermindert tot 30%. Van een 'abrupte maatregel' was echter geen sprake. Eerdere belastinghervormingen hadden het tarief al verlaagd van 80% naar 50% in 1985 en 47% in 1989. Zou enkel en alleen de laatste tariefsverlaging van 47% naar 30% zo'n zware recessie hebben kunnen veroorzaken?

Voor een gedegen analyse van de Zweedse crisis kunnen we het best Zweedse economen raadplegen. Volgens Lindbeck (1997) is de diepte van de recessie het gevolg van twee factoren. De eerste factor is een ongelukkige samenloop van economische schokken. Begin jaren negentig verslechterde de internationale conjunctuur, op een moment dat de Zweedse concurrentiekracht te wensen overliet. Eind jaren tachtig was de economie mede als gevolg van een onbesuisde financiële deregulering oververhit geraakt, waardoor de kredietverlening, de bedrijvigheid en de lonen in korte tijd sterk waren gestegen. De deregulering veroorzaakte tevens een zeepbel in de vermogensmarkten en maakte het bankwezen kwetsbaar voor een economische neergang. Daarbovenop kwam de belastinghervorming van 1991, waarin de hypotheekrentemaatregel overigens maar één element was (zie Agell et al., 1995). Zo werd de fiscale behandeling van de rente op spaartegoeden versoepeld. Voeg daarbij de eerdere afschaffing van kapitaalcontroles in 1989 en er ontstaat een completer financieel beeld. Nadat jarenlang onroerend goed de enige rationele belegging was geweest voor de Zweedse burger, kreeg hij nu ook toegang tot beter renderende binnenlandse spaartegoeden en buitenlandse investeringsmogelijkheden. In de portefeuilleherschikking die volgde, was onroerend goed het logische slachtoffer.

Nu hadden de Zweden bij de eerste tekenen van economisch onheil kunnen kiezen voor hun traditionele oplossing: een devaluatie van de munt. Dit deden ze echter niet, hetgeen mij brengt bij Lindbecks tweede factor. Als reactie op de hoge inflatie sinds de jaren zeventig werd in 1991 besloten om lage inflatie tot de primaire doelstelling van het macro-economische beleid te verklaren. Daarbij paste het niet dat de regering na de eerste de beste schok weer naar het devaluatie-instrument zou grijpen. Deze koerswijziging had een sterker effect op de reële rente dan de verlaging van de renteaftrek. Tabel 1 licht dit toe aan de hand van een getallenvoorbeeld. De eerste drie rijen laten zien hoe tussen 1980 en 1991 de reële rente na belastingaftrek steeg van -7,0% naar 7,2%. Wanneer de laatste tariefsreductie in de hypotheekrenteaftrek achterwege was gebleven, zou de reële rente zijn gestegen tot 4,8%. Het grootste deel van de stijging van de reële rente tussen 1989 en 1991 was derhalve het gevolg van een sterke disinflatie waarop de ontwikkeling van de nominale rente achterliep. Dit laatste is onvermijdelijk wanneer beleggers nog vertrouwen moeten krijgen in de nieuwe monetaire koers. In Zweden bleef de rente bovendien onnodig lang hoog door de koppeling van de kroon aan de ecu. [figuur 1](#)

		1. nominale rente	2. belasting-tarief	3. belasting-aftrek (1)*(2)	4. rente na belasting (1)-(3)	5. inflatie in het komende jaar	6. reële rente na belasting (4)-(5)
Zweden	1980 (feitelijk)	14,0	0,62	8,7	5,3	12,3	-7,0
	1989 (feitelijk)	14,0	0,47	6,6	7,4	10,2	-2,8
	1991 (feitelijk)	14,0	0,30	4,2	9,8	2,6	7,2
	1991 (hypothetisch)	14,0	0,47	6,6	7,4	2,6	4,8

Nederland	1981	(feitelijk)	13,2	0,60	7,9	5,3	5,8	-0,5
jaren tachtig	1982	(feitelijk)	11,5	0,60	6,9	4,6	2,7	1,9
	1982	(hypothetisch)	11,5	0,30	3,5	8,1	2,7	5,3
	1982	(hypothetisch)	11,5	0,00	0,0	11,5	2,7	8,8
Nederland	2005	(feitelijk)	4,8	0,52	2,5	2,3	1,25	1,0
nu	2005	(hypothetisch)	4,8	0,30	1,4	3,3	1,25	2,1
	2005	(hypothetisch)	4,8	0,00	0,0	4,8	1,25	3,5

Bron: Agell, Berg en Edin (1995) en eigen berekeningen.

Figuur 1. Reële rente na belasting

Een genuanceerd oordeel over de Zweedse hypotheekrentemaatregel luidt dat deze ongelukkig was getimed, volgend op een periode van financiële en monetaire instabiliteit en samenvallend met een internationale recessie, een bankencrisis, een anti-inflatiebeleid en een onhoudbare vaste wisselkoers. De beperking van de renteaftrek deed een schepje bovenop de stijging van de reële rente, maar niet meer dan dat. De Zweedse crisis was er toch wel gekomen. Agell et al. (1995, 271) concluderen: "Although the tax reform coincided with the exceptional consumption bust of the early 1990s, tax factors most likely played a minor role."

Denemarken en het Verenigd Koninkrijk

Het Deense verhaal vertoont gelijkenissen met Zweden. Tussen 1987 en 2002 werd het belastingtarief waartegen de rente kon worden afgetrokken in stappen verlaagd. De grootste klap viel in 1987 toen het tarief daalde van 73,2% naar 52,2%. De huizenprijzen reageerden met een reële daling van 10% in 1987. Daarna volgde nog een tariefsreductie tot 46,4% in 1998 en tot 33,3% in 2002. Ook in Denemarken viel de ingreep samen met een transitie van hoge inflatie (gemiddeld 10% in de periode 1973-1985) naar lage inflatie (gemiddeld 3% in de periode 1986-2003). Net als in Zweden was de omslag van een negatieve naar een positieve reële rente het gevolg van de combinatie van anti-inflatiebeleid en tariefsverlagingen. Het effect op de Deense economie was echter relatief mild. Die stond weliswaar stil in 1987 maar groeide licht in de daaropvolgende jaren. In vergelijking met Zweden had Denemarken geen last van een simultane internationale recessie en was ook het wisselkoersbeleid succesvoller.

Engeland koos voor de weg der geleidelijkheid. Over een periode van 25 jaar werd het belastingvoordeel geleidelijk geërodeerd door de introductie van een nominaal plafond en een stapsgewijze vermindering van de belastingtarieven. De Britse woningmarkt kende vele ups en downs gedurende deze periode, maar deze hadden meer te maken met het boom-bust-karakter van de economie dan met de belastingmaatregelen.

Lessen voor Nederland

De belangrijkste les is dat de interactie tussen monetaire ontwikkelingen en ingrepen in de hypotheekrenteaftrek een explosieve uitwerking kan hebben. Het is vragen om ongelukken wanneer dergelijke maatregelen worden doorgevoerd in een periode waarin de reële rente al toeneemt vanwege disinflatie. Ook Nederland kende zo'n periode in het begin van de jaren tachtig. Tabel 1 laat zien hoe onze reële rente zich zou hebben ontwikkeld wanneer toen de renteaftrek zou zijn hervormd. In 1982 lag het hoogste belastingtarief op 60%. De nominale rente was nog hoog maar de inflatie begon al te dalen. Zonder hervorming steeg de reële rente van -0,5% in 1981 tot 1,9% in 1982. Tariefsverlagingen tot 30% en 0% zouden de reële rente omhoog hebben gestuwd naar respectievelijk 5,3% en 8,8%. Het is maar goed dat de toenmalige Minister van Financiën de renteaftrek ongemoeid heeft gelaten. Dezelfde tariefsverlagingen zouden nu de reële rente verhogen van 1,0% naar respectievelijk 2,1% en 3,5%. Een groot verschil.

Wanneer we erop mogen vertrouwen dat de ECB blijft zorgen voor een stabiel monetair klimaat met een bijbehorende lage nominale rente, zijn de slechte ervaringen in Zweden en Denemarken niet maatgevend voor Nederland. Deze conclusie sluit aan bij de bevindingen van Boelhouwer en De Vries (zie het artikel op blz. 109-111). Hun gematigde scenario B komt nog het meeste overeen met de hervormingen in Zweden en Denemarken en voorziet in een neergang in de Nederlandse huizenmarkt die veel milder is dan wat we in die landen zagen.

Kunnen we veiligheidshalve toch niet beter kiezen voor de Britse oplossing en een extreem lange transitieperiode inbouwen? In de Britse context, gekenmerkt door monetaire instabiliteit en volatiliteit in de woningmarkt gedurende het grootste deel van de naoorlogse periode, was dit een prudente beleidskeuze van opeenvolgende regeringen. In Nederland zou eenzelfde prudentie onnodig veel geduld van de schatkist vergen. De lagere Nederlandse inflatie betekent automatisch dat de uitholling van een nominaal plafond veel langer zal duren dan in het Verenigd Koninkrijk. Onze economie is stabiel en is in staat een snelle ingreep in de hypotheekrenteaftrek beter te verwerken.

Aandachtspunten

Kan er dan echt helemaal niets misgaan? Ik noem twee macro-economische aandachtspunten. Het eerste punt betreft wederom het monetaire klimaat. We zijn nu weliswaar gezegend met een lage inflatie en nominale rente, maar tegelijkertijd zeer afhankelijk van Europese ontwikkelingen. Het geeft een onbehaaglijk gevoel dat we in Nederland nauwelijks controle hebben over het verloop van onze reële rente. Het is mogelijk, hoewel niet erg waarschijnlijk, dat Nederland blijft hangen in zijn economische dip, terwijl de rest van de eurozone uit het dal klimt. In zo'n situatie zal de Europese nominale rente stijgen, waardoor de Nederlandse reële rente naar een dermate hoog niveau kan stijgen dat een gelijktijdige ingreep in de renteaftrek ongelukkig uitpakt. Als beleidsmakers zich willen indekken tegen deze kleine kans op een groot ongeluk dan kunnen ze het beste de renteaftrek baseren op de reële in plaats van de nominale rente (zie Arnold & Smart, 2000).

Het tweede aandachtspunt betreft de vermogensposities van gezinnen. Hoewel gezond op geaggregeerd niveau, zijn individuele vermogensposities kwetsbaar voor een daling van de huizenprijzen. Denk daarbij aan jonge gezinnen met risicovolle hypotheekconstructies en een hoge kans op echtscheiding of baanverlies. In deze context is het verstandig wanneer de overheid eerst de verbetering van vermogensposities fiscaal stimuleert, alvorens de rentelasten te verhogen (zie Arnold, 2002). Veronachtzaming van dit aspect verhoogt de kans dat consumenten zich in hun queeste naar lagere maandlasten laten verleiden tot steeds risicovollere hefboomconstructies, om zo de stijging van de rentelasten te compenseren met gouden beleggingsbergen. Op dit punt moet de overheid de inventiviteit en overtuigingskracht van de financiële sector niet onderschatten.

Conclusie

Het debat over de hypotheekrenteaftrek is gebaat bij zorgvuldigheid. Ongefundeerde bangmakerij past hierin niet. Beweringen dat een beperking van de hypotheekrenteaftrek debet was aan de Zweedse crisis vervuilen het debat. Nederland bevindt zich in een goede macro-economische uitgangssituatie, met een stabiel monetair klimaat en een gezond bankwezen. De macro-economische risico's van een ingreep in de hypotheekrenteaftrek lijken daarom gering. Vergeleken met andere landen zal een tariefsverlaging tot een mildere stijging van de reële rente en daling van de huizenprijzen leiden. Onze achilleshiel is de kwetsbaarheid van de vermogenspositie van een deel van de huishoudens. Voor een behoedzaam scenario is het daarom raadzaam dat de Nederlandse regering eerst werk maakt van het herstel van vermogensposities door het ontmoedigen van risicovolle hypotheekconstructies en het stimuleren van schuldaflossing.

Literatuur

Agell, J., L. Berg & P.A. Edin (1995) The Swedish Boom to Bust Cycle: Tax Reform, Consumption and Asset Structure. *Swedish Economic Policy Review*, 2, 271-314.

Arnold, I.J.M. (2002) Aflossen is een Deugd. *ESB*, 26 april, 324-326.

Arnold, I.J.M. & D.J.C. Smant (2000) Stabiliserende Hypotheekrenteaftrek, *ESB*, 29 september, 763-765.

Lindbeck, A. (1997) The Swedish Experiment. *Journal of Economic Literature*, XXXV, 1273-1319.

¹ Zie ook www.eigenhuis.nl/VerenigingEigenHuis/Actueel/Nieuws/VEHreactiezembla.html

² Zie www.rabobankgroep.nl/download/pphypotheek.pdf