

Hervorming hypotheekmarkt zonder schokeffecten

Door hypotheekrenten af te lossen tijdens het arbeidzame leven en de hypotheekrente aftrekbaar te maken tegen een lager tarief kan de woning beter gaan functioneren als oudedagsvoorziening. Door tegelijkertijd de looptijd van hypotheekrenten in lijn met een langer arbeidzaam leven te verlengen en pensioenfondsen een belangrijkere rol te laten spelen bij het financieren van hypotheekrenten conform het Deense model blijft de betaalbaarheid van woningen op peil. De voorgestelde hervormingen maken zowel de overheidsfinanciën als het bankwezen minder kwetsbaar.

De woningmarkt is een potentiële bron van macro-economische instabiliteit in Nederland. In de periode van 1995 tot 2008 zijn de prijzen van woningen met 250 procent gestegen en is de nationale hypotheekschuld gegroeid van 45 procent tot meer dan 100 procent van het bnp. Sinds het uitbreken van de financiële crisis zijn de huizenprijzen met ongeveer 8 procent gedaald, maar mede vanwege het hoge aandeel aflossingsvrije hypotheekrenten bedraagt de totale hypotheekschuld inmiddels 108 procent van het bnp – het hoogste niveau in Europa. De financiering van deze hypotheekschuld stelt banken voor een grote

uitdaging. Deposito's bedragen maar 60 procent van het bnp en brengen voor de financiering van hypotheekrenten een significant mismatch-risico met zich mee. De toegenomen strijd om de deposito's heeft ertoe geleid dat de gemiddelde depositorente inmiddels twee procent hoger is dan de rente op Nederlandse staatsobligaties en dat terwijl deposito's vanwege het depositogarantiestelsel ook een impliciete AAA-rating hebben.

De grote Nederlandse pensioenbesparingen worden maar zeer beperkt ingezet voor de financiering van Nederlandse hypotheekrenten. Momenteel bedraagt deze bijdrage ongeveer vijf procent. De onevenwichtige financieringsstructuur werd voorheen gecompenseerd door buitenlandse investeerders via de kapitaalmarkt, maar vanwege de crisis en de gebruikte financieringsinstrumenten is de kapitaalmarkt duurder en moeilijker toegankelijk geworden voor banken. Het gevolg is dat de hypotheekrente in Nederland nu significant hoger ligt dan in de ons omringende landen. De financieringsmismatch zorgt bovendien voor een potentieel systeemrisico als banken niet in staat blijken om aflopende financieringen door te rollen, en legt in combinatie met de hoge kosten voor hypotheekrenteaftrek een aanzienlijke claim op

LANS BOVENBERG
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

REMCO POLMAN
Oprichter van Solid Mortgages

de Nederlandse overheidsfinanciën. Het grote beslag van hypotheek op de beschikbare financiering van banken raakt ook het MKB, dat immers sterk afhankelijk is van bankfinanciering. De financiële crisis in combinatie met een vergrijzende bevolking heeft ook gevolgen voor de financiering van de oude dag, inclusief pensioenrisico's en de ouderenzorg. Het pensioenakkoord van juni 2011 focust op het pensioendomein door de pensioenleeftijd te verhogen en een groter deel van het rendementsrisico expliciet bij de deelnemers neer te leggen en zich meer te richten op een inflatiebestendig pensioen. Langer doorwerken draagt bij aan de betaalbaarheid van pensioenen en zorg. Maar een andere risicoverdeling met meer nadruk op de bescherming tegen inflatie vraagt ook om nieuwe beleggingsproducten die bescherming bieden tegen inflatie en financiële producten die gepensioneerden in staat stellen hun woning te benutten als oudedagsvoorziening.

Voorwaarden voor een structurele oplossing

Integrale aanpak

Om de stabiliteit van de Nederlandse economie op de lange termijn te waarborgen is een integrale aanpak van de uitdagingen op de woningmarkt en de financiering van de oude dag – inclusief de stijgende zorgkosten – noodzakelijk. Naast menselijk kapitaal zijn aanvullend pensioen en de eigen woning de belangrijkste bestanddelen van het vermogen van huishoudens. Een betere symbiose tussen de woning- en pensioenmarkt kan leiden tot betere uitkomsten op een aantal fronten: betaalbare, veilige en transparante hypotheek voor de consument, efficiëntere en stabielere financieringsbronnen voor banken, hogere participatie van de pensioenfondsen in de financiering van Nederlandse hypotheek en betere mogelijkheden voor fondsen om pensioenrisico's af te dekken, meer mogelijkheden voor huishoudens om de eigen woning te benutten als pensioenvoorziening, en lagere claims van de woningmarkt, financiële sector en de ouderenzorg op de overheidsfinanciën.

Geen schokeffecten

Een belangrijke voorwaarde is dat de overgang naar een robuuster stelsel geen grote overgangsproblemen veroorzaakt. Minder fiscale hypotheekrenteaftrek en het volledig aflossen van hypotheek tijdens het arbeidzame leven moet de economie niet

schaden door de malaise op de woningmarkt verder te vergroten vanwege een slechtere betaalbaarheid van woningen.

Oplossing in drie delen

Verlaging hypotheekrenteaftrek

Het huidige stelsel van hypotheekrenteaftrek legt een te grote claim op de overheidsfinanciën. Dat aanpassingen van dit stelsel noodzakelijk zijn wordt inmiddels door velen onderschreven. De voortdurende onzekerheid over dit thema is waarschijnlijk schadelijker voor de woningmarkt dan de daadwerkelijke aanpassingen zelf. Het is dus van belang om snel duidelijkheid te scheppen. Een concreet voorstel hiertoe is een geleidelijke verlaging van de maximale hypotheekrenteaftrek tot een niveau van 20 procent. Op dit niveau wordt de betaalbaarheid op lange termijn gewaarborgd en wordt het eigenwoningbezit voor de lagere inkomensgroepen voldoende gestimuleerd. De voorgestelde periode om dit te bewerkstelligen bedraagt 27 jaar, waarbij het tarief in de eerste vijf jaar wordt verlaagd van 52 procent naar 42 procent, om daarna in 22 jaar tot de beoogde 20 procent te komen. Om grote schokken te vermijden wordt het eigenwoningforfait tegen ditzelfde lagere tarief afgerekend en wordt de overdrachtsbelasting tegelijkertijd volledig afgeschaft.

Aflossen en verlenging looptijd

Het hoge aandeel aflossingsvrije hypotheek in Nederland draagt bij aan de hoge kosten van de hypotheekrenteaftrek. De nieuwe gedragscode voor banken bij het afsluiten van een hypotheek limiteert het aflossingsvrije deel weliswaar tot maximaal 50 procent van de woningwaarde, maar het volledig aflossen van hypotheek verlaagt het risico voor bank en consument verder. Bovendien draagt het bij aan de vermogensvorming bij consumenten. Dit vermogen kan later ingezet worden als aanvulling op het pensioeninkomen. Om de betaalbaarheid van hypotheek te waarborgen dient dit samen te vallen met een verlenging van de looptijd en aflossingstermijn van hypotheek naar veertig jaar. Dit sluit goed aan bij de verhoging van de pensioenleeftijd en de koppeling van de pensioenleeftijd aan de stijgende levensverwachting zoals vastgelegd in het pensioenakkoord.

Het Deense hypotheekmodel

Het Deense hypotheekmodel bestaat al ruim tweehonderd jaar en heeft zich in die tijd ontwikkeld tot het meest efficiënte en stabiele systeem ter wereld (Frankel *et al.*, 2004). De kracht van het model is de zeer efficiënte manier waarop hypotheek worden gefinancierd. Dit gebeurt met de uitgifte van obligaties op hetzelfde moment dat de hypotheek passeert. Deze obligaties zijn een exacte spiegel van de hypotheek: dezelfde looptijd, rentestructuur en aflossingsprofiel. De obligaties worden doorlopend uitgegeven – telkens wanneer er een hypotheek wordt verstrekt – en maken deel uit van grote liquide series die worden verhandeld aan de beurs van Kopenhagen. De actuele marktrente op deze obligaties bepaalt de hypotheekrente en is hierdoor objectief vast te stellen. Dit maakt het systeem transparant voor de consument.

In het Deense model treden banken op als intermediair tussen de consument en de kapitaalmarkt. Het marktrisico wordt direct en volledig overgedragen aan

Tabel 1

Samenstelling hypotheek in procenten.

	Bestaande hypotheek	Nieuwe hypotheek huidige stelsel	Nieuwe hypotheek voorstel
Aflossingsvrije hypotheek	60	50	0
Spaarhypotheek	30	40	60
Annuïtaire hypotheek	10	10	40

Kader 1

Voorgestelde maatregelen

1. Geleidelijke verlaging van de hypotheekrenteaftrek en afrekening eigenwoningforfait tegen ditzelfde lagere tarief en tegelijkertijd een volledige afschaffing van de overdrachtsbelasting;
2. Verlenging van de looptijd van hypotheek tot veertig jaar en volledige aflossing van de hypotheekschuld;
3. Efficiëntere financieringsstructuur naar Deens voorbeeld met een lagere rente als gevolg: het berekende rentevoordeel is vijftig basispunten.

langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen, die de juiste middelen hebben om dit soort langetermijnrisico's te absorberen. Om moreel gevaar te voorkomen blijft het kredietrisico wel voor rekening van de uitgevende bank. Door optimaal gebruik te maken van de beschikbare langetermijnmiddelen van institutionele beleggers en de bemiddelingscapaciteit van banken, wordt het systeemrisico gereduceerd en een stabiele financiële sector gerealiseerd. Beleggers krijgen een ruim aanbod van zeer liquide obligaties met een laag kredietrisicoprofiel. Dit vertaalt zich in significant lagere tarieven voor de consument: momenteel ligt de hypotheekrente in Denemarken 1,5 tot 2 procentpunten lager dan die in Nederland. Onder genormaliseerde economische omstandigheden zal dit verschil naar onze verwachting nog steeds 0,5 tot 1 procentpunt bedragen. Dit verschil wordt verklaard door de mismatch in de huidige financieringsstructuur die zowel onder Bazel 3 als in de kapitaalmarkt tot een hoger kapitaalbeslag leidt dan onder het Deense model. Bovendien zijn de risicopremies die beleggers vragen voor Deense hypotheekobligaties lager dan voor de huidige financieringsinstrumenten vanwege de grotere liquiditeit en hogere mate van transparantie. Het traditionele hypotheekproduct in Denemarken is de annuïtaire lening met een vaste rente. Dit biedt de consument zekerheid over de maximale maandlasten en volledige aflossing van de lening gedurende de looptijd. Er bestaat ook de mogelijkheid om tegen geringe kosten af te lossen als de rente daalt en de hypotheeklening over te sluiten tegen het lagere tarief om zo de maandlasten te verlagen. Uniek is verder de mogelijkheid voor Deense consumenten om de hypotheeklening met een korting af te lossen als de rente stijgt en zo de hypotheekschuld te verlagen. Bij implementatie van het Deense model in Nederland zou ook een annuïtaire hypotheekvorm waarbij de rente is gebaseerd op de Nederlandse inflatie ingevoerd moeten worden. Aan inflatie gelinkte obligaties sluiten goed aan bij de vraag van pensioenfondsen, die zich hiermee tegen het inflatierisico kunnen indekken.

Gecombineerd effect berekend

Aanpassingen dienen geen grote overgangsproblemen te veroorzaken door een

sterke stijging van de hypotheeklasten. Het gecombineerde effect van de voorgestelde maatregelen (kader 1) voor consumenten is geanalyseerd op basis van de netto effectieve kosten en de ontwikkeling van de netto initiële maandlasten. De netto effectieve kosten worden bepaald door een *internal rate of return*-berekening. Hierbij zijn de netto effectieve kosten gelijk aan de discontovoet waarbij de verdisconteerde kasstromen van de doorlopende netto kosten (rente, aflossing minus hypotheekrenteaftrek) gelijk zijn aan de koopprijs van de woning minus de initiële kosten (overdrachtsbelasting en afsluitkosten) en minus de inbreng van eigen geld. De initiële maandlasten zijn de netto-maandlasten gedurende het eerste jaar van de nieuwe hypotheek. De maatregelen zijn geanalyseerd voor alle inkomensgroepen op basis van inkomensdecielen en de bijbehorende effectieve belastingvoet zoals gepubliceerd door het CBS (2010). Om het stationaire langetermijneffect te kunnen bepalen beslaat de analyse een periode van veertig jaar. Bij de samenstelling van hypotheekleningen is uitgegaan van een gemiddelde gecombineerde hypotheekvorm (tabel 1). De veronderstelde aflossingstermijn voor de restschuld van aflossingsvrije hypotheekleningen bedraagt tien jaar, waarbij 25 procent in het begin wordt afgelost, 50 procent annuïtair en de resterende 25 procent aan het eind.

De netto effectieve kosten zijn berekend onder het huidige stelsel en onder de voorgestelde maatregelen. Vervolgens zijn de netto effectieve kosten onder de voorgestelde maatregelen uitgedrukt als percentage van de netto effectieve kosten onder het huidige stelsel. Een percentage van minder dan 100 procent betekent hierbij dus een daling van de kosten ten opzichte van het huidige stelsel. Tabel 2 laat de resultaten zien, waarbij is uitgegaan van een hypotheekrente van 5,5 procent onder het huidige stelsel. Onder het voorstel wordt een structureel langetermijn rentevoordeel van 0,5 procentpunt verondersteld als gevolg van de efficiëntere financiering na implementatie van het Deense model. De netto effectieve kosten voor alle hypotheekleningen verstrekt in de eerste twintig jaar na implementatie zijn lager onder het voorstel dan onder het huidige stelsel. Alleen voor de hoogste inkomensgroep geldt een zeer beperkte stijging van de netto effectieve kosten vanaf jaar twintig na implementatie. De initiële maandlasten zijn lager voor alle inkomensgroepen gedurende de eerste vijftien jaar na implementatie van de maatregelen (tabel 3). Omdat verder de maximale stijging van de maandlasten niet meer dan 1,5 procent van jaar op jaar bedraagt zal de invoering van deze maatregelen naar alle waarschijnlijkheid een positief effect hebben op de woningmarkt. Voor bestaande hypotheekleningen is een vergelijkbare analyse gemaakt waarbij een gemiddelde resterende looptijd van 23 jaar is verondersteld, plus een aflossingstermijn van 10 jaar voor de restschuld. De verlaging van de hypotheekrenteaftrek voor bestaande hypotheekleningen wordt gedeeltelijk gecom-

Tabel 2

Vergelijking netto effectieve kosten per jaar per inkomensgroep in procenten.

Inkomensgroepen	Jaren na implementatie maatregelen								
	0	5	10	15	20	25	30	35	40
1e deciel (tot 16.000 euro)	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9
2e deciel (16.000 tot 22.000 euro)	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0
3e deciel (22.000 tot 28.000 euro)	73,8	74,4	75,1	75,9	77,1	78,3	78,5	78,5	78,5
4e deciel (28.000 tot 36.000 euro)	74,3	75,6	77,3	79,4	81,8	83,4	83,6	83,6	83,6
5e deciel (36.000 tot 45.000 euro)	74,8	76,7	79,0	81,8	84,7	86,3	86,5	86,5	86,5
6e deciel (45.000 tot 55.000 euro)	75,5	77,9	80,8	84,3	87,3	89,0	89,2	89,2	89,2
7e deciel (55.000 tot 66.000 euro)	76,0	78,6	81,8	85,6	88,6	90,3	90,5	90,5	90,5
8e deciel (66.000 tot 81.000 euro)	76,4	79,3	82,9	86,9	89,9	91,7	91,9	91,9	91,9
9e deciel (81.000 tot 106.000 euro)	77,5	81,0	85,3	89,5	92,6	94,4	94,6	94,6	94,6
10e deciel (106.000 euro of meer)	80,4	85,2	90,5	95,0	98,3	100,2	100,4	100,4	100,4

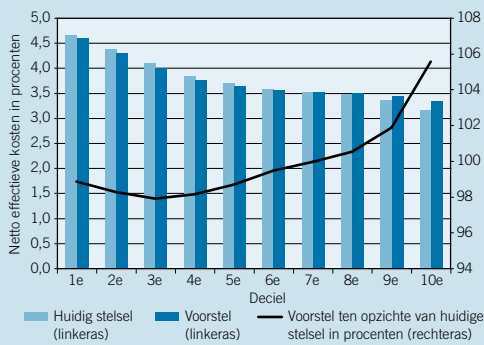
Tabel 3

Vergelijking initiële maandlasten per inkomensgroep in procenten.

Inkomensgroepen	Jaren na implementatie maatregelen								
	0	5	10	15	20	25	30	35	40
1e deciel (tot 16.000 euro)	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8
2e deciel (16.000 tot 22.000 euro)	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6
3e deciel (22.000 tot 28.000 euro)	-10,4	-10,4	-10,4	-10,4	-10,4	-7,8	-5,8	-5,8	-5,8
4e deciel (28.000 tot 36.000 euro)	-10,2	-10,2	-10,2	-10,2	-7,7	-2,5	-0,4	-0,4	-0,4
5e deciel (36.000 tot 45.000 euro)	-10,1	-10,1	-10,1	-10,1	-4,9	0,4	2,6	2,6	2,6
6e deciel (45.000 tot 55.000 euro)	-10,0	-10,0	-10,0	-7,9	-2,4	3,1	5,3	5,3	5,3
7e deciel (55.000 tot 66.000 euro)	-9,9	-9,9	-9,9	-6,7	-1,1	4,5	6,7	6,7	6,7
8e deciel (66.000 tot 81.000 euro)	-9,9	-9,9	-9,9	-5,5	0,2	5,8	8,1	8,1	8,1
9e deciel (81.000 tot 106.000 euro)	-9,8	-9,8	-8,8	-3,0	2,8	8,5	10,9	10,9	10,9
10e deciel (106.000 euro of meer)	-9,5	-9,5	-4,0	2,1	8,1	14,2	16,7	16,7	16,7

Figuur 1

Netto effectieve kosten bestaande hypotheeklen per inkomensgroep.



penseerd door de aftrekbaarheid van de rente over de restschuld. Het negatieve effect op bestaande hypotheeklen is relatief klein en beperkt zich tot de hogere inkomensgroepen. Een geringe verlenging van de resterende looptijd en oversluiting naar het Deense systeem kan dit effect bovendien compenseren (figuur 1).

De effecten op de overheidsfinanciën zijn berekend op basis van een gelijkblijvend volume van 50 miljard euro per jaar. De negatieve effecten van het afschaffen van de overdrachtsbelasting worden na ongeveer veertien jaar volledig gecompenseerd door de lagere hypotheekrenteaftrek, een absoluut lager renteniveau van 0,5 procentpunt en de hogere aflossingen.

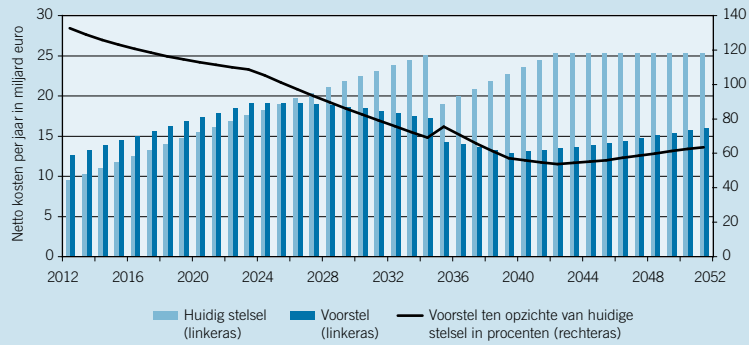
De langetermijn stationaire besparingen bedragen ongeveer 9 miljard euro per jaar. De netto contante waarde van de totale besparingen over de komende veertig jaar – verdisconteert tegen 1,3 procent – bedraagt ongeveer 110 miljard euro. De eeuwigdurende contante waarde van de besparingen – tegen dezelfde discontovoet – bedraagt ongeveer 530 miljard euro. Hierbij is geen rekening gehouden met het lagere risico voor de overheidsfinanciën als gevolg van een robuustere bankensector (figuur 2).

Eigen woning als aanvulling

Door de hypotheek in veertig jaar volledig af te lossen kan de woning beter gaan functioneren als pensioenvoorziening. Met een volledig afgeloste hypotheek hebben gepensioneerden immers lagere woonlasten. Verder kan het vrijgespaarde kapitaal in de woning worden benut als aanvulling op het pensioen. De mogelijkheden om de eigenwoning in te zetten als aanvulling op het pensioeninkomen zijn momenteel beperkt tot de zogenaamde “omkeerhypotheek”. In deze constructie kan ongeveer 65 procent van de marktwaarde van de woning worden gebruikt om een lening op te nemen, verminderd met de toekomstige rentebetalingen. Bij een woningwaarde van 200.000 euro en een rentepercentage van vijf procent, betekent dit een jaarlijkse aanvulling op het pensioeninkomen van ongeveer 5000 euro voor een periode van 17 jaar. Dit is gebaseerd op een gemiddelde levensverwachting na het bereiken van de huidige pensioenleeftijd van 65 jaar. Na aftrek van de onderhoudskosten van gemiddeld 2000 euro (een procent van de woningwaarde

Figuur 2

Ontwikkeling netto kosten overheid.



volgens het Nibud) bedraagt de netto aanvulling op het inkomen 3000 euro per jaar, waarbij het langlevensrisico wordt gedragen door de consument. Een alternatieve oplossing is om de eigenwoning bij aanvang van de pensioenleeftijd te verkopen aan een woningcorporatie en diezelfde woning vervolgens te gaan huren. De woningcorporatie financiert de aankoop met de uitgifte van inflatiegeïndexeerde obligaties – bijvoorbeeld aan pensioenfondsen of verzekeraars – waarvan de uitgaande kasstroom wordt gedekt door de inflatiegeïndexeerde huurinkomsten. De verkoopopbrengst kan vervolgens door het individu worden aangewend voor de aanschaf van een levenslange geïndexeerde lijfrente bij een pensioenfonds of verzekeraar. Hierbij wordt de periodieke uitkering onder de lijfrente gedekt door de couponbetalingen van de inflatie geïndexeerde obligaties. Dit zou ook in de vorm van een zorgannuïteit kunnen, welke meer uitbetaald als ADL (*activities of daily living*) wegvallen. De basis voor de vaststelling van de lijfrente-uitkering is in dit geval de marktwaarde van de woning, en niet een percentage van de executiewaarde. Als gevolg hiervan ligt de periodieke uitkering ook veel hoger. Bij een woningwaarde van 200.000 euro bedraagt deze ongeveer 15.500 euro. Bij een huurprijs van 10.000 euro per jaar – gebaseerd op een woningwaarde van twintig maal de jaarlijkse huur – bedraagt de netto aanvulling op het inkomen 5500 euro per jaar. Lijfrente-uitkeringen onder dit stelsel zouden gedefiscaliseerd kunnen worden of een vergelijkbare fiscale behandeling dienen te krijgen als gerealiseerde overwaarde bij verkoop van de eigen woning (box 3).

Conclusie

Ondanks de minder riant fiscale hypotheekrenteaftrek en het volledig aflossen van hypotheeklen treden er geen grote schokeffecten op en zal de betaalbaarheid van woningen waarschijnlijk zelfs verbeteren. Daarbij betekent het wegnemen van de onzekerheid en de toegenomen transparantie een impuls voor de woningmarkt. Invoering van het Deense model levert een significante verlaging van het systeemrisico op voor banken en daarmee de impliciete claim op de overheidsfinanciën. De participatie van pensioenfondsen in de financiering van woningen wordt groter door een ruim aanbod van liquide, veilige en transparante obligaties. Invoering van inflatiegelinkte obligaties voorziet bovendien in de behoefte bij pensioenfondsen om het inflatierisico af te dekken. Nederland gebruikt haar grote pensioenbesparingen daarom beter voor het financieren van de woningvoorraad. Vermogensopbouw door volledige aflossing van de hypotheekschuld in combinatie met de lijfrente-huurconstructie maakt het mogelijk de woning beter te benutten als oudedagsvoorziening. Hierdoor neemt de druk van kosten van pensioenen en ouderenzorg op de arbeidskosten af en ontstaat er meer ruimte voor investeringen in menselijk kapitaal. De lagere hypotheekrenteaftrek, volledige aflossing van de hypotheekschuld, de lagere hypotheekrente als gevolg van de efficiëntere manier van financiering en de private financiering van ouderenzorg versterken de overheidsfinanciën.

LITERATUUR

CBS (2010) *Huishoudens met hypotheekrenteaftrek 2008*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.
 Frankel, A., J. Gyntelberg, K. Kjeldsen en M. Persson (2004) *The Danish mortgage market*. *BIS Quarterly Review*, maart, 95–109.