

Hypotheekrenteaftrek en de kredietcyclus

De hypotheekrenteaftrek in combinatie met de sterke groei van nieuwe hypotheekvormen vanaf halverwege de jaren negentig heeft geleid tot een stijging van de Nederlandse huizenprijzen en de hypotheekschulden. Dit heeft de Nederlandse economie extra kwetsbaar gemaakt voor schokken.

PIETER GAUTIER
Hoogleraar aan de
Vrije Universiteit
Amsterdam

**REINOUW
LINSCHOTEN**
Masterstudent
aan de Vrije Univer-
siteit Amsterdam

De royale hypotheekrenteaftrek (HRA) in combinatie met allerlei nieuwe hypotheekvormen die halverwege de jaren negentig sterk opkwamen heeft de Nederlandse economie extra kwetsbaar gemaakt voor schokken. De hypotheekschulden in Nederland zijn vanaf halverwege de jaren negentig veel sterker gestegen dan in de ons omringende landen, en dit heeft tot hogere huizenprijzen geleid.

Waarom maakt de HRA onze economie zo kwetsbaar? Kiyotaki en Moore (1997) en Geanakoplos (2002) lieten al voor de financiële crisis zien dat krediet- en leverage-cycli zelfversterkend kunnen zijn. Het idee is dat vastgoed vaak als onderpand dient voor leningen. Als de huizenprijzen stijgen, kunnen mensen makkelijk tegen de overwaarde van hun huis lenen. Ook als ze dat niet doen, dan neemt hun vermogen sterk toe en ook dan zal er nog steeds meer geconsumeerd worden. De extra activiteit leidt weer tot een verdere stijging van de huizenprijzen. Als de huizenprijzen dalen, gebeurt echter het omgekeerde. Geanakoplos (2002; 2010a; 2010b) laat zien dat hefboomwerking belangrijk is. In tijden waarin de huizenprijzen stijgen, kunnen mensen vaak het zeszvoudige van hun eigen vermogen lenen. Dus als je een ton inlegt kun je een huis voor zeven ton kopen. Als dit huis na een jaar tien procent meer waard wordt, maak je een rendement op eigen vermogen van zeventig procent. Een daling van tien procent

leidt echter tot een vermogensverlies van zeventig procent. Deze hefboomwerking wordt gefaciliteerd doordat onze instituties het lenen voor huizen sterk stimuleren. Als gevolg hiervan worden we relatief hard getroffen door de financiële crisis.

Hypotheekrenteaftrek en groei van nieuwe hypotheekvormen

De reële huizenprijzen zijn tussen 1990 en 2008 meer dan verdubbeld. In 2010 had Nederland na Denemarken de hoogste hypotheekschuldratio ten opzichte van het bbp van alle OESO-landen (OESO, 2012). De gemiddelde *loan-to-value*-hefboom bij aanschaf van een huis is toegenomen van negentig procent in het begin van de jaren negentig tot meer dan honderdtwintig procent net voor de crisis (Verhoeven *et al.*, 2012). Met andere woorden, het werd steeds gebruikelijker om een hypotheek af te sluiten die hoger was dan de waarde van het huis. Meerdere factoren hebben aan deze ontwikkelingen bijgedragen, zoals Verhoeven *et al.* beschrijven. Naast de gunstige conjunctuur en de dalende rente speelde vooral de hogere leencapaciteit, ofwel een hoger bedrag dat huishoudens kunnen lenen, een belangrijke rol. De hypotheekrenteaftrek lijkt niet de enige oorzaak te zijn voor de toegenomen leencapaciteit. Er was voor de crisis weliswaar geen land met een royalere subsidie op hypotheekschuld dan Nederland (voor alle belastingschijven kon de rente van alle hypotheekvormen maximaal worden afgetrokken), maar deze hypotheeksubsidie bestaat al sinds eind negentiende eeuw (Van der Hoek en Radloff, 2007). Het was dus niet alleen de HRA, maar de combinatie van HRA en de ontwikkeling van nieuwe hypotheekvormen (beleggingshypotheek en aflossingsvrije hypotheek) halverwege de jaren negentig die verantwoordelijk was voor de sterke toename van de leencapaciteit (Gautier en Van der Klaauw, 2009). Het belangrijkste kenmerk van deze nieuwe hypotheekvormen is dat aflossen werd uitgesteld tot aan het einde van de looptijd, waardoor veel effectiever gebruikge maakt kon worden van de HRA. Dit resulteert in een maximale hypotheekrenteaftrek over de gehele looptijd. Naast het

maximaal gebruikmaken van belastingvoordelen verlaagt de aflossingsvrije hypotheek de maandelijkse lasten verder doordat de hypotheekvorm geen mechanisme bevat om kapitaal op te bouwen voor de uiteindelijke aflossing.

Beide nieuwe hypotheekvormen hebben naast het vergroten van de leencapaciteit ook de risico's voor huizenbezitters vergroot. Doordat het voor de crisis gebruikelijk was een hypotheek af te sluiten die hoger was dan de waarde van het huis, werd de kans groter dat het huis waarop de hypotheek rust geruime tijd onder water zou komen te staan. Dit is met name relevant voor de aflossingsvrije hypotheek, aangezien daar geen kapitaal wordt opgebouwd. Ook de beleggingshypotheek brengt extra risico met zich mee doordat een deel van de aflossing van rendement op aandelen moet komen.

De hypothese die wordt getest is dat de toegenomen leencapaciteit dankzij deze nieuwe hypotheekvormen in combinatie met de HRA, de huizenprijzen en hypotheekschulden opdreef en de kredietcyclus amplificeerde. Vanaf 1996 zijn deze hypotheekvormen sterk toegenomen, zoals figuur 1 laat zien, en daarom wordt 1996 beschouwd als het jaar van de introductie van de nieuwe hypotheekvormen.

METHODE VAN ONDERZOEK

Het effect van de nieuwe hypotheekvormen op de Nederlandse huizenprijzen en hypotheekschulden wordt geïdentificeerd met een eenvoudige verschillen-in-verschillen-methode (VIV). Deze veelgebruikte methode vergelijkt Nederland met een groep controlelanden zowel voor als na de introductie van de nieuwe hypotheekvormen. De introductie van de nieuwe hypotheekvormen kan worden geïnterpreteerd als de toegenomen leencapaciteit van Nederlandse huishoudens. De VIV-methode geeft de mogelijkheid om voor zowel tijd- als landspecifieke effecten te corrigeren. De uitkomstvariabelen meten hoe de huizenprijzen en hypotheekschulden in Nederland stegen vanaf 1996 ten opzichte van de andere landen in de dataset die geen complexe hypotheekproducten ontwikkelden. Deze andere landen vormen de controlegroep.

DE DATA

De jaarlijkse reële huizenprijzen komen uit gegevens van Hypostat, OESO en de Dallas Fed. Er zijn gegevens beschikbaar voor de volgende landen: Australië, België, Denemarken, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Nederland, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, Oostenrijk, Verenigd Koninkrijk en Zweden. Deze gegevens zijn geïndexeerd (met 1996 op 100). De Hypostat-data bevatten informatie van de hypotheekschulden voor de volgende landen: België, Denemarken, Finland, Frankrijk, Duitsland, Nederland, Noorwegen, Oostenrijk, Verenigd Koninkrijk en Zweden. Figuur 2 geeft het verloop van de huizenprijzen en de hypotheekschulden weer voor Nederland en het gemiddelde van de rest van de dataset tussen 1990 en 2010. De figuur laat zien dat de huizenprijzen en hypotheekschulden voorafgaand aan de crisis sterk zijn toegenomen, zowel voor Nederland als voor het gemiddelde van de landen in de controlegroep. In Nederland is een versnelling van de groei zichtbaar na 1996. Dit was met name het geval voor de hypotheekschulden.

RESULTATEN

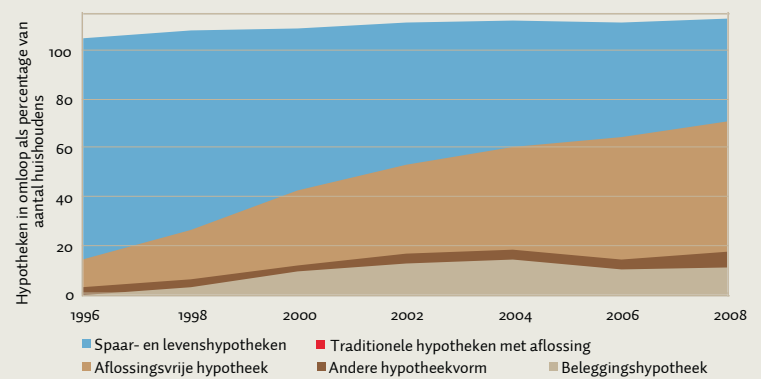
De schatting van de VIV-regressie (log-specificatie) voor het

effect van de nieuwe hypotheekvormen op de huizenprijzen geeft een coëfficiënt van 0,22 en is significant op het eenprocentniveau. De coëfficiënt geeft aan dat het effect van de introductie van de nieuwe hypotheekproducten in combinatie met de HRA, gecorrigeerd voor tijd- en landenvaste effecten, positief is en zeer significant. Met andere woorden: het verschil in huizenprijzen in Nederland ten opzichte van andere OESO-landen nam met 0,22 procentpunt toe vanaf het moment dat de nieuwe hypotheekproducten geïntroduceerd werden.

Het geschatte effect van de VIV-regressie (log-specificatie) op de hypotheekschulden geeft een coëfficiënt van 0,33 en is significant op het eenprocentniveau. Het geschatte effect van de nieuwe hypotheekvormen in combinatie met de HRA op de hypotheekschulden in de VIV-regressie is dus ook positief en significant, net als bij de huizenprijzenregressies.

Verdeling hypotheekvormen in Nederland¹

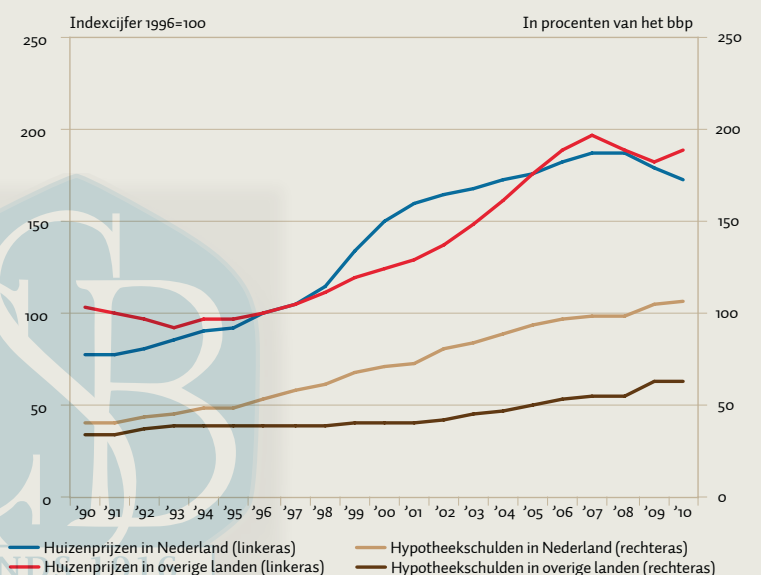
FIGUUR 1



Bron: Verbond van Verzekeraars, 2006

Ontwikkeling reële huizenprijzen en hypotheekschulden

FIGUUR 2



Bron: Hypostat; OESO; Dallas Fed

Effect nieuwe hypotheekvormen (log-specificaties) **TABEL 1**

Effect op	Karakteristieken controlelanden			
	Alle controle-landen	Zelfde trend voor 1996	Zelfde trend en HRA tot dertig procent	Zelfde trend en geen HRA
Huizenprijzen	0,22***	0,16**	0,34***	0,45***
Hypotheekschulden	0,33***	0,33***	0,44***	0,42***

/ Significat op respectievelijk vijf- en eenprocentniveau

Bron: Eigen berekeningen op basis van gegevens van Hypostat, de OESO en de Dallas Fed

ALTERNATIEVE VERKLARINGEN

Door met verschillende controlegroepen te werken kan meer inzicht worden geboden in hoe belangrijk de nieuwe hypotheekvormen en de hypotheekrenteaftrek zijn voor de resultaten. Is het bijvoorbeeld mogelijk dat de huizenprijzen toevallig stegen in Nederland en dat dit niets met de nieuwe hypotheekvormen te maken had? In dat geval zou een zogenaamd placebo-effect – doen alsof de nieuwe hypotheekproducten eerder werden ingevoerd – ook significant zijn. Hieronder worden verschillende controlegroepen samengesteld, waarvoor het placebo-effect telkens niet significant is.

Om te onderzoeken of de hypotheekrenteaftrek en de nieuwe hypotheekvormen elkaar versterkt hebben, zijn alleen die landen in de controlegroep opgenomen die dezelfde trend als Nederland hadden voor de huizenprijzen en hypotheekschulden voorafgaand aan de introductie van de nieuwe hypotheekvormen. Voor de huizenprijzen data blijven in dat geval

vijf landen over waarvoor als gehele controlegroep de trend niet significant verschilde van Nederland voordat de treatment plaatsvond. Voor de hypotheekschulddata was de trend van de controlegroep met alle beschikbare landen in de dataset niet significant verschillend voordat de treatment plaatsvond. De controlegroep met de landen waarvoor gezamenlijk de trend niet significant verschilde, is de eerste alternatieve controlegroep. Voor de rest worden in deze sectie als controlegroep alleen de groep met landen waarvoor de trend niet significant verschilde met Nederland gebruikt.

Een andere manier om de controlegroep te verdelen is op basis van het geldende belastingregime. Er wordt gekeken naar de mate van mogelijkheden om de hypotheekrente af te trekken van de belasting. Informatie hierover komt uit Wolswijk (2005) en Van den Noord (2003). De tweede alternatieve controlegroep bevat de landen die hypotheekrenteaftrek slechts tot maximaal dertig procent toestaan en tegelijkertijd dezelfde trend hadden. Tot deze groep behoren drie landen voor de huizenprijzen data, en voor hypotheekschulddata zijn dat er zes. De derde alternatieve controlegroep bestaat uit de landen waarin geen hypotheekrenteaftrek was toegestaan en tegelijkertijd dezelfde trend hadden. Voor huizenprijzen data zijn twee landen in deze groep en voor de hypotheekschulddata blijven drie landen over.

Tabel 1 laat zien dat voor de huizenprijzen het effect met alleen de controlelanden met dezelfde trend significant is voor de log-specificatie. De schattingen voor de tweede en derde alternatieve controlegroep in de kolommen daarna zijn sterk significant en positief. Daarnaast neemt het effect toe voor zowel van de eerste naar de tweede als van de tweede naar de derde groep. De schatting voor Nederland na invoering van de nieuwe hypotheekvormen wordt dus positiever wanneer de controlelanden minder hypotheekrenteaftrek toestaan. Dit suggereert dat de hypotheekrenteaftrek belangrijk was voor de huizenprijzenstijging in Nederland.

Tabel 1 geeft ook de resultaten van de alternatieve controlegroepen voor de hypotheekschuldenregressies weer. Voor de hypotheekschulden zijn de coëfficiënten van de regressies voor de alternatieve controlegroepen weer sterk significant positief, en sterker dan de regressie met de standaardcontrolegroep. Ook bij de stijging van de hypotheekschulden lijkt de hypotheekrenteaftrek dus van belang geweest.

CONCLUSIE

Zowel de huizenprijzen als de hypotheekschulden blijken positief te zijn beïnvloed door de sterke toename van nieuwe hypotheekvormen die maximaal gebruikmaken van de hypotheekrenteaftrek. Als deze resultaten worden gecombineerd met de literatuur over krediet- en leverage-cycli is het niet verrassend dat Nederland hard door de crisis geraakt werd. De HRA en de nieuwe hypotheekvormen stimuleerden Nederlanders om veel te lenen en in vastgoed te beleggen. In de periode met stijgende huizenprijzen voelden we ons rijk en konden we makkelijk schulden opbouwen, waarbij huizen als onderpand dienden. Toen in de nasleep van de financiële crisis de huizenprijzen begonnen te dalen, maakten veel huishoudens extra grote vermogensverliezen. Dit werd versterkt doordat de waarde van het onderpand voor leningen daalde en doordat banken meer onderpand eisten.

LITERATUUR

- Gautier, P. en B. van der Klaauw (2009) Hypotheekrenteaftrek debet aan DSB-debacle. *Me Judice*, 20 oktober.
- Geanakoplos, J. (2002) Liquidity, default and crashes: endogenous contracts in general equilibrium. *Cowles Foundation Discussion Paper*, 1316.
- Geanakoplos, J. (2010a) Solving the present crisis and managing the leverage cycle. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 101–131.
- Geanakoplos, J. (2010b) Leverage cycle. *Cowles Foundation Discussion Paper*, 1705.
- Hoek, M. van der, en S. Radloff (2007) Taxing owner-occupied housing: comparing the Netherlands to other European Union countries. *MPRA paper*, 5876.
- Kiyotaki, N. en J. Moore (1997) Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211–248.
- Noord, P. van den (2003) Tax incentives and house price volatility in the euro area. *OECD Working Papers*, 356.
- OESO (2012) Debt and macroeconomic stability. *OECD Economics Department Policy Note*, 16.
- Verhoeven, K. et al. (2013) *Kosten koper. Eindrapport – een reconstructie van 20 jaar stijgende huizenprijzen*. Eindrapport parlementair onderzoek “Huizenprijzen” op www.huizenprijzen.tweedekamer.nl.
- Wolswijk, G. (2005) On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU. *ECB Working Paper Series*, 526.