

Reactie op: Macro-oplossing voor hypotheekberg

Als een financiële offerte gouden bergen belooft die te mooi lijken om waar te zijn, past een gezonde dosis wantrouwen. Wat staat er in de kleine lettertjes, waar liggen verborgen risico's? Zo ook met het artikel van Boot en Bovenberg (B&B), eerst voorgesteld in NRC Handelsblad en nu uitgewerkt in ESB. Hun voorstel is complex maar belooft ook gouden bergen. B&B denken dat Nederland door de vastgelopen woningmarkt in een neerwaartse spiraal zit; banken hebben te veel hypotheeklen met te weinig onderpand op hun balans, lenen daardoor niet meer aan bedrijven, daar loopt de economie weer slechter door, zo komen er werkgelegenheidsproblemen, meer werkloosheid en nog meer hypotheekproblemen, enzovoort.

B&B hebben daar een *deus ex machina*-oplossing voor. In het kort komt het op het volgende neer. De pensioenfondsen kopen ongeveer de helft van de hypotheeklen die bij Nederlandse banken uitstaan en schonen zo de bankbalansen op; voor 300 miljard aan risicodragende activa eraf en 300 miljard cash erbij waartegen geen kapitaal aangehouden hoeft te worden, dus de banken zijn zo in één klap ruim gekapitaliseerd. Vervolgens wordt er een uitruil (swap) voorgesteld: de fondsen hoeven vanaf dat moment alleen nog maar netto-pensioenuitkeringen te doen, zodat de staat dan wel de belastingafdrachten misloopt uit uitgekeerde pensioenen, maar diezelfde staat krijgt in ruil daarvoor de aflossingen en rentebetalingen uit die opgekochte hypotheeklen. De administratie van de hypotheeklen kan bij de banken blijven, het gaat alleen maar om de kasstroom, zoals bij de fameuze steunactie voor de ING in januari 2009, toen de staat een swap organiseerde tussen de portefeuille met het Alt-A-risico van de ING en een staatsobligatie. Eventueel kan het via een special purpose vehicle (SPV) dat dan de grootste hypotheekbank van Nederland zou worden: Fanny Mae en Freddy Mac aan de Rijn. En waarom denken we dat dit complexe plan niets oplevert? Allereerst, om bij de kleinere bezwaren te beginnen, de uitvoeringskant. Bij het uitbetalen van netto-pensioenen ontstaat direct een probleem. Pensioenfondsen weten hun bruto-verplichting, maar om dan netto uit te kunnen betalen moeten we de belastingdruk op die pensioenen kennen. B&B geven een macro-percentages aan van circa dertig procent, maar dat zal van de individuele situatie van de belastingbetaler afhangen. En daar speelt onder het ingewikkelde Nederlandse boxen-systeem en de progressieve tariefstructuur een heleboel meer mee dan alleen maar het pensioeninkomen. En die gegevens bij de Belastingdienst opvragen gaat niet lukken omdat die zelf ook de gegevens pas het jaar nadat de netto-uitkering gedaan moet worden, binnen krijgt. Dus daar zal een administratief topzware procedure opgetuigd moeten worden om dat achteraf allemaal te verrekenen.

Een tweede administratief probleem ligt ook bij de Belastingdienst, die zal bij moeten gaan houden welk deel van de pensioenafkomstig is van de participerende pensioenfondsen – daar is

SWEDER VAN WIJNBERGEN

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

geen belasting meer over verschuldigd – en welk deel van elders komt, denk aan directeurs-grotaandeelhouders met pensioen in eigen beheer, of ouderen van wie het pensioen via verzekeraars loopt. Of, verder in de toekomst, pensioenen betaald op grond van na deze transactie opgebouwde rechten. Over al die categorieën is dan weer wel belasting verschuldigd. En dan

nog een uitvoeringsprobleem: wat te doen met de hypotheeklen die de banken als onderpand ingezet hebben bij securitisaties, richting ECB of richting kapitaalmarkt? Die zijn mogelijkwys belast met een onderpandverplichting en kunnen niet zomaar weggeswapt worden. En dan zijn er nog hypotheeklen die van bankbalansen afgevoerd zijn met dit soort transacties, maar waar banken toch niet helemaal los van zijn door allerlei steunverplichtingen aan de SPV's waar de hypotheeklen aan verkocht zijn.

Voor de pensioenfondsen wordt het ook een lastige waarderingskwestie: zij kopen in feite de verplichting af om toekomstige bruto-netto-verschillen uit te moeten betalen, door een grote cash-betaling aan de banken. De nu al grote druk vanuit de pensioenfondsen om een hogere rente dan de markrente te gebruiken bij de waardering van hun verplichtingen valt dan helemaal niet meer te stoppen. Daarbij hebben de fondsen momenteel een te lage dekkingsgraad. Moeten zij maar gewoon dertig procent van de activa inleveren in ruil voor het recht voortaan netto-pensioenen uit te mogen keren? Dat zullen fondsen met overdekking niet op prijs stellen: die betalen dan weer te veel.

Voor de staat ligt er het grootste waarderingsprobleem: die swapt in feite relatief maar niet helemaal zekere belastinginkomsten uit toekomstige pensioenen voor onzekere hypotheekamortisatie en rentebetalingen. Het waarderen van obligaties met hypotheeklen als onderpand is de afgelopen jaren toch een stuk ingewikkelder gebleken dan bijvoorbeeld de kredietbeoordelaars dachten. Voor banken ligt het iets eenvoudiger, die verkopen de helft van hun hypotheeklen tegen cash, die hoeven geen toekomstige belastingbetalingen in cash-equivalent om te rekenen.

Maar het hoofdbezwaar is dit: als het voor banken zo eenvoudig is, waarom doen ze dat dan niet direct: verkoop de hele hypotheekberg maar tegen cash in de markt, waarom is die ingewikkelde constructie met de staat als koper en de pensioenfondsen als intermediair nodig? Dat dat niet zou kunnen is evident een contradictio in terminis: wat betekent marktprijs anders dan de prijs waartegen iets wel verkoopbaar is?

Het antwoord geeft het zwakke punt in het verhaal van B&B aan: banken verkopen die hypotheeklen niet massaal omdat de echte marktprijs een stevige korting op de nominale waarde zou inhouden, waarmee precies het tegenovergestelde bereikt zou worden van wat B&B willen; banken zouden niet de best gekapitaliseerde banken in de wereld worden maar een groot gat in hun kapitaalpositie slaan door hypotheeklen beneden hun ingeboekte waarde te moeten verkopen.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

De ‘angel’ in het verhaal van B&B is dan ook dat de hypotheken door de banken op nominale waarde ingebracht mogen worden, in plaats van tegen een marktconforme korting van een procent of tien, twintig. Hiermee worden de banken inderdaad in één klap ruimer gekapitaliseerd, ze hoeven van B&B geen marktwaardeverliezen op hun hypotheekberg te erkennen en tegen cash hoeft je geen kapitaal aan te houden; maar dit werkt alleen maar vanwege een gigantische eenmalige subsidie door de staat – of vanuit de pensioenfondsen –, doordat ze hypotheken ruim boven marktwaarde mogen verkopen aan de staat of aan door de staat gefinancierde intermediairs. Gaat het wel tegen marktwaarde dan is de hele constructie overbodig want dan kunnen banken het ook zonder deze constructie zelf wel doen. Maar juist banken in moeilijkheden doen dit soort transacties niet tegen marktprijzen, omdat ze bij een serieus faillissementsrisico hun activa hoger zullen waarderen dan een solvabele marktpartij: ze houden alleen rekening met de goede uitkomsten, bij de slechte uitkomsten gaan ze toch onder en doet het er allemaal niet toe. Dat is precies de reden

waarom vrijwillig overnemen van *bad assets* nooit lukt bij banken in moeilijkheden, althans niet zonder stevige subsidies.

Dat dit plan in Brussel geaccepteerd zou worden is onwaarschijnlijk, zie ook de reactie van Brussel op de swap waarmee de ING haar alt-A-risico omruilde tegen kasstromen equivalent aan een staatsobligatie. Brussel zou ook vanuit een ander oogpunt vraagtekens kunnen zetten, omdat het B&B-plan een truc uithaalt met staatschuldregels. De omweg via de pensioenfondsen is nodig in hun plan omdat, als de staat de hypotheekberg direct opkoopt, hij ter financiering obligaties zou moeten uitgeven. Die obligaties zouden meetellen bij de eurozone-criteria voor toegelaten staatschuld, maar het financieren door wat neerkomt op verkopen van toekomstige belastinginkomsten telt niet mee.

Al met al een ingenieus bedacht plan, maar het is ofwel overbodig als alles tegen marktprijzen gaat, ofwel een ongehoord grote subsidie aan de bankensector als het niet tegen marktprijzen gaat. Dat laatste zouden we niet moeten willen – zelfs niet in het onwaarschijnlijke geval dat Brussel het wel zou toestaan.

Naschrift bij: Macro-oplossing voor hypotheekberg

Wij zijn zeer verheugd dat een actieve discussie van de grond komt over de plannen die wij hebben gelanceerd. Sweder van Wijnbergen stelt twee hoofdvragen: is ons plan administratief uitvoerbaar en lost het plan überhaupt iets op? Om de discussie te stroomlijnen, eerst kort de diagnose die wij hebben gesteld. Het rondpompen van geld waarbij pensioenfondsen uitgestelde belastingen aan het beleggen zijn en particulieren die excessief lenen voor de eigen woning maakt van zowel de Nederlandse overheid – extra staatsschuld die wordt belegd door pensioenfondsen – als particulieren een soort hedgefonds: er wordt belegd met geleend geld. Tegelijkertijd spaart de particulier via pensioenfondsen die in het buitenland beleggen terwijl banken de hypotheekschuld in het buitenland moeten financieren. De dubbele hedgefondsstructuur, de afhankelijkheid van het buitenland voor financiering en de mismatch tussen de activa en passiva van de Nederlandse economie, inclusief de afhankelijkheid van het buitenland, maken onze economie in het algemeen, en banken in het bijzonder, kwetsbaar en volatiel.

De oplossing van deze situatie vergt het afschaffen van fiscale subsidies op lenen, het oplossen van de bestaande mismatch op de balans van de banken, en het stoppen met de hedgefonds-achtige rol van de overheid via pensioenfondsen. Het aanpakken van de bestaande hypotheekberg en het hedgefonds-achtige karakter van de Nederlandse overheid staan nog niet goed op het vizier. Hierop richt ons plan zich.

De uitvoering van het voorheffingsstelsel is minder complex dan

ARNOUD BOOT

Hoogleraar aan de Universiteit
van Amsterdam

LANS BOVENBERG

Hoogleraar aan de Universiteit
van Tilburg

Van Wijnbergen suggereert. De belastingdienst doet alleen zaken met de pensioenfondsen die onder de voorheffingsystematiek vallen. Voor de pensioendeelnemers verandert er niets: bij de invoering van de voorheffing heft de staat eenmalig het voorheffingspercentage op de waarde van de pensioenvermogens. En vervolgens krijgen de pensioenfondsen bij het uitkeren

een compensatie voor eerder gederfde middelen. Dit gebeurt door de pensioenfondsen een fiscale compensatie te geven – heffing indien negatief – op de netto-uitstroom van middelen.

Van Wijnbergen stelt dat de Nederlandse hypotheekberg een marktwaarde heeft van misschien maar tachtig procent van de nominale waarde, en als het niet zo was, dan hadden banken ze zelf al tegen honderd procent van de waarde kunnen verkopen. Op dit punt verschillen we van mening. Nederlandse hypotheekleners hebben een hoge kwaliteit. Niet voor niets hoefde ING niet haar Nederlandse hypotheekleners te ‘ringfence’ in de crisis. Het belangrijkste doel van onze voorstellen is het minder kwetsbaar maken van de Nederlandse economie van de grillen van de internationale kapitaalmarkt zodat de woningmarkt niet in een neerwaartse spiraal terechtkomt. Doordat besparingen door pensioenfondsen naar het buitenland worden gestuurd, en kapitaalmarkten moeizaam werken, ontbreekt er financiering. Het inzetten van het ‘oneigenlijke’ pensioenkapitaal zal een bodem leggen onder de markt, en dus zorgen voor ‘juiste’ marktwaardes. Met staatsteun heeft het dan weinig te maken, en bovendien kunnen private partijen participeren met risicodragend kapitaal.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.