

# Wonen in je pensioen

De woningmarkt kent verschillende problemen. Enerzijds zit de markt op slot met als gevolg dalende prijzen, een stokkende doorstroming en een bouwsector die lam ligt. Anderzijds heeft ons land te maken met hoge hypotheekschulden die de balansen van burgers en banken belasten. Beide problemen versterken elkaar. Steeds meer burgers hebben een negatief eigen vermogen in de eigen woning omdat ze niet aflossen en de huizenprijs daalt, waardoor banken meer risico lopen op hun hypotheek. Banken moeten na de kredietcrisis bovendien voldoen aan strengere solvabiliteits- en liquiditeitseisen (Basel III en CRD IV) en willen daarom hun balans verkorten en herstructureren. De pensioensector kan bijdragen aan het oplossen van deze maatschappelijke problemen.

**LANS BOVENBERG**

Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

**NIELS KORTLEVE**

Innovatiemanager bij PGGM en senior research fellow bij Netspar

**D**e inbreng van de pensioensector betreft zowel de financiering van de woningmarkt op macroniveau als de vormgeving van een meer dynamische toekomstvoorziening waarbij op microniveau pensioenvermogen en risicodragend vermogen in de eigen woning beter uitwisselbaar worden (Bovenberg *et al.*, 2011). Het maatschappelijke rendement mag niet ten koste gaan van het financiële rendement op het pensioenvermogen. Maar er zijn verschillende mogelijkheden voor arrangementen waarvan niet alleen de woningmarkt maar ook de pensioensector zelf profiteert, bijvoorbeeld door betere mogelijkheden om rente- en inflatierisico's te managen.

## DRIE MOGELIJKE MACRO-OPLOSSINGEN

De pensioensector kan bijdragen aan het verminderen van de macro-economische problemen waarmee ons land kampt

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.

door te beleggen in de woningmarkt, hypotheek en zorgvastgoed. De samenleving profiteert van extra belastingopbrengsten, meer werkgelegenheid, lagere woonlasten en betere mogelijkheden om een woning en de oude dag te financieren.

### Investeren in woningen

De eerste mogelijkheid is het beleggen in huurwoningen. Door het introduceren van meer marktconforme huren wordt het voor pensioenfondsen aantrekkelijker te investeren in de Nederlandse huurmarkt. Huren kan in de toekomst voor burgers een aantrekkelijker alternatief zijn voor kopen. Dat geldt met name voor jongeren die eerst risicodragend vermogen moeten opbouwen om een eigen woning te kunnen financieren nu kapitaalmarkten lagere *loan-to-values* (LTV) op hypotheek afdwingen. LTV en andere begrippen staan toegelicht in kader 1. Huren is ook aantrekkelijk voor gepensioneerden die het in de eigen woning opgeslagen eigen vermogen willen vrijmaken als aanvulling op hun pensioen. Pensioenfondsen kunnen woningcorporaties financiering aanbieden voor de aankoop van woningen. Corporaties kunnen – omdat huren vaak gerelateerd zijn aan de inflatie – hoogkwalitatieve inflatie-gerelateerde obligaties uitgeven die voor pensioenfondsen interessant zijn. Uitbreiding van de WSW-borging (kader 1) tot de geïndexeerde hoofdsom, waarbij men die hoofdsom koppelt aan de inflatieontwikkeling, maakt deze financiering aantrekkelijker vanuit het perspectief van pensioenfondsen. Deze fondsen hebben immers de ambitie de pensioenen te indexeren aan de inflatie.

Pensioenfondsen kunnen corporaties ook helpen bij het financieren van *sales-and-rent-back*-constructies. Hierbij verkoopt men de eigen woning aan een woningcorporatie (of ander vastgoedbedrijf) met het recht diezelfde woning tijdens de rest van het leven te kunnen huren. Op deze manier benutten gepensioneerden het vermogen in hun eigen woning om hun pensioen aan te vullen. Het verschaffen van vreemd vermogen door pensioenfondsen geeft corporaties de mogelijkheid de huursector verder te ontwikkelen en daarmee een bijdrage te leveren aan een beter functionerende woningmarkt en economie. Verder verbetert

het de solvabiliteit en liquiditeit van banken die nu nog de belangrijkste verschaffer zijn van langetermijnfinanciering aan corporaties, maar deze rol door strengere kapitaaleisen in de toekomst steeds minder goed zullen kunnen vervullen.

Verder kunnen pensioenfondsen ook risicodragend vermogen verstrekken aan corporaties. Ze kunnen het huizenprijrisico ook overnemen van de corporaties door zelf te beleggen in huurwoningen. Om dit financieel aantrekkelijk te maken moeten pensioenfondsen wel in staat zijn deze woningen te kopen tegen marktconforme prijzen, zodat ze voldoende financieel rendement kunnen behalen. De boekwaardes zoals corporaties die hanteren, leiden echter veelal tot te lage rendementen. Maar als de overheid corporaties toestaat tegen marktprijzen woningen te verkopen, zullen de investeringen van pensioenfondsen toenemen. Het opzetten van een gemengd woningfonds door overheid en enkele pensioenfondsen, dat op commerciële grondslag te liberaliseren corporatiewoningen gaat exploiteren, is in dit verband een hoopgevende ontwikkeling.

### Beleggen in hypotheek

De tweede beleggingsmogelijkheid voor pensioenfondsen is de financiering van koopwoningen. Banken verstrekken die financiering nu in belangrijke mate. Pensioenfondsen kunnen meer in hypotheek gaan beleggen, zeker nu nieuwe kapitaaleisen het voor banken (Basel III en CRD IV) onaantrekkelijker maken om lang geld met kort geld te financieren. Langetermijnbeleggingen door pensioenfondsen verlagen de liquiditeitsrisico's en verbeteren de solvabiliteitspositie van banken en helpen pensioenfondsen hun renterisico beter te managen, vooral als de rentetypische looptijd lang is. Bovendien resulteert de terughoudendheid van banken bij het aanbieden van hypotheekfinanciering in hogere rendementen op het verschaffen van lang geld ten behoeve van hypotheek.

Pensioenfondsen kunnen op verschillende manieren beleggen in hypotheek. Dat kan via gesecuriteerde hypotheekbeleggingen zoals RMBS (Residential Mortgage Backed Securities), waarbij pensioenfondsen meestal de zekerste AAA-tranche kopen en banken de eerste verliezen voor hun rekening nemen. Ook zijn andere arrangementen mogelijk waarbij pensioenfondsen in zeer hoogwaardige leningen (zogenoemde *covered bonds* met hoge rating, vaak AAA) beleggen en het kredietrisico en de distributie bij banken liggen. Pensioenfondsen hoeven slechts het renterisico van banken over te nemen. Het voordeel van deze laatste optie is dat die partij het kredietrisico draagt die dat risico het beste kan beheersen, namelijk de banken. Verder ontstaat er extra aanbod van hoogkwalitatief papier nu het aanbod van dat papier mede door de Europese schulden crisis steeds meer opdroogt. Nadeel is dat banken buffers moeten aanhouden voor het kredietrisico zodat de vrijval van solvabiliteit kleiner is dan wanneer zij de hypotheek in zijn geheel doorverkopen aan institutionele beleggers. De buffers die banken moeten aanhouden voor hypotheek zijn echter beperkter dan die voor andere risico's zoals leningen aan bedrijven. Standaardisatie van securitisaties en *covered bonds* verbetert de liquiditeit en transparantie.

Om pensioenfondsen meer te interesseren om te beleggen in hypotheek kan men ook hypotheekvormen introduceren waarbij men de maandlasten baseert op de Nederlandse

(loon)inflatie. Dit resulteert in optimale intergenerationele risicodeling als pensioenfondsen in deze hypotheek beleggen. Werkenden die met hun menselijk kapitaal zich goed kunnen indekken tegen (loon)inflatie, zijn solidair met gepensioneerden als extra inflatie de koopkracht van gepensioneerden uitholt. Werkenden betalen dan immers meer voor hun hypotheek terwijl pensioenfondsen hun hogere nominale inkomsten uit hypotheek kunnen benutten om de pensioeninkomens van ouderen te beschermen tegen inflatie. In een tijd van deflatie, daarentegen, zijn gepensioneerden solidair met werkenden. Pensioenfondsen maken dan minder goede rendementen op hun inflatie-gerelateerde beleggingen. Dit gaat ten koste van de nominale pensioeninkomens van gepensioneerden, maar werkenden die getroffen worden door lagere looninkomens worden deels gecompenseerd door lagere hypotheeklasten. Door deze intergenerationele risicodeling te baseren op het onderpand van woningen blijft zo'n risicodeling mogelijk in een flexibele arbeidsmarkt met een grote arbeidsmobiliteit.

### Beleggen in zorgvastgoed

De derde beleggingsmogelijkheid betreft zorgwoningen en zorginstellingen. De pensioensector belegt al steeds meer in zorg en zorgvastgoed met de ambitie deze beleggingen de komende jaren verder op te schalen. Daarnaast zijn vastgoedbeleggers, waarin pensioenfondsen weer beleggen, bezig met de inrichting van speciale portefeuilles van zorgwoningen. Veel vastgoedbeleggers hebben al omvangrijke portefeuilles van zorgwoningen die ze willen onderbrengen in aparte fondsen. Door beleggingen zijn zorginstellingen minder afhankelijk van financiering door banken, die vanwege strengere kapitaal-

## Gehanteerde begrippen

KADER 1

**Concentratierisico:** het risico dat een te groot deel van het vermogen bij één debiteuren-groep geconcentreerd blijkt te zijn.

**Covered bonds:** Obligaties die de houders extra zekerheden verschaffen door onderliggende leningen als onderpand (*cover*) te gebruiken. Als de uitgevende instantie niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen hebben de houders van deze obligaties als eerste recht op deze onderliggende leningen.

**Degressieve pensioenopbouw:** opbouw waarbij jongeren meer en ouderen minder pensioenrechten opbouwen in lijn met de actuariële waarde van de door hen ingelegde doorsneepremies.

**Gesecuriteerde hypotheekbeleggingen:** Hypotheek die worden samengebundeld en verkocht als verhandelbare waardepapieren (*securities*).

**Loan to value (LTV):** geeft de verhouding aan tussen het totale geleende bedrag en de zekerheden die daar tegenover staan.

**Omkeerregel:** regel uit de Wet op de loonbelasting, die het mogelijk maakt dat de te betalen pensioenpremie voor de pensioenopbouw niet wordt belast, maar de periodieke uitkeringen wel.

**Sales-and-rent-back-constructies:** constructies waarbij men de eigen woning aan een woningcorporatie (of ander vastgoedbedrijf) verkoopt met het recht diezelfde woning tijdens de rest van het leven te kunnen huren.

**WSW-borging:** een garantie van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw aan financiers die leningen verstrekken aan woningcorporaties. Het WSW biedt woningcorporaties zodoende toegang tot de kapitaalmarkt tegen zo laag mogelijke kosten.

eisen terughoudender zijn geworden. Verder bevordert extra (zorg)woningaanbod de doorstroming op de woningmarkt.

De meeste beleggingen door de pensioensector in de zorgsector hebben nu een vastgoedkarakter. De mogelijkheden om in de zorginstellingen zelf te investeren zijn beperkt, mede vanwege de bestaande marktordening, waarbij tweedelijns-zorginstellingen zoals ziekenhuizen geen winst mogen uitkeren. Meer beleggen in zorginstellingen door pensioenfondsen lijkt op termijn logisch omdat de deelnemersbestanden van de pensioenfondsen vergrijzen en de consumptie van ouderen voor een steeds groter deel uit zorgdiensten en bijbehorende persoonlijke diensten bestaat. Door te beleggen in de instellingen die deze diensten verlenen kunnen pensioenfondsen de risico's van toenemende kosten van deze diensten beter afdekken.

Veel van de macro-oplossingen betreffen illiquide beleggingen door pensioenfondsen. Als toezichthouders duidelijkheid verschaffen over de kaders op basis waarvan zij het percentage illiquide beleggingen van pensioenfondsen beoordelen, neemt dat onzekerheid weg bij pensioenfondsen of hun toenemende illiquide beleggingen wel binnen de toezichtskaders blijven passen. De pensioensector zelf kan de markt voor illiquide beleggingen helpen verbeteren door te werken aan verbeterde transparantie en standaardisatie. Die standaardisatie verbetert de liquiditeit en ook de interesse van buitenlandse beleggers. Dit leidt tot diepere markten en grotere transactievolumes wat de liquiditeit weer bevordert. Grotere handelsvolumes op een grote, diepe markt vergroten de aantrekkelijkheid voor fondsen om te beleggen omdat fondsen dan hun beleggingsportefeuille voortdurend kunnen aanpassen in het kader van hun *asset-liability*-management. Verder kan het reduceren van beleidsrisico's – zoals duidelijkheid over de hypotheekrenteaftrek en huurbeleid – helpen beleggingen in Nederland aantrekkelijker te maken voor institutionele beleggers uit binnen- en buitenland.

Verder moeten Nederlandse pensioenfondsen in Nederland kunnen beleggen zonder daarbij grote concentratierisico's (kader 1) te lopen op de Nederlandse economie, ook vanuit het perspectief van hun deelnemers. Deelnemers zijn namelijk al gevoelig voor ontwikkelingen op de Nederlandse arbeidsmarkt en woningmarkt. Door de risico's helder te scheiden kunnen beleggers kiezen tussen veilig, gestandaardiseerd papier kopen en (direct) in het risicodragende kapitaal van banken en corporaties beleggen. Kapitaalverschaffers kunnen op die manier hun gewenste risicoprofiel kiezen. Om grote concentratierisico's te voorkomen kunnen Nederlandse pensioenfondsen vooral beleggen in veilig papier. Het risicodragende kapitaal kan meer worden verschaft door buitenlandse beleggers zodat risico's meer worden gespreid.

### DRIE MOGELIJKE MICRO-OPLOSSINGEN

Op micro-economisch terrein ligt een bijdrage van de pensioensector vooral op het gebied van het flexibeler kunnen opbouwen en opnemen van vermogen voor de oude dag in het kader van een meer dynamische toekomstvoorziening (kader 2). Vanuit de woningmarkt zien we een mogelijke bijdrage van de pensioensector bij het opbouwen van vermogen voor de aanschaf van een woning, het aflossen van de hypotheek en het beschikbaar maken van het in de eigen woning opgebouwde vermogen voor de oude dag. Door meer flexibiliteit,

in de wijze waarop huishoudens vermogens vormen voor de oude dag, houden huishoudens voldoende bestedingsruimte over tijdens het werkzame leven. Apart sparen voor wonen (bouwsparen) en pensioen is minder efficiënt, leidt tot hogere kosten en tot een minder goede aansluiting op de (toekomstige) levensstijl. Door geïntegreerd te sparen over de domeinen wonen en pensioen kan men beter plannen en tegelijkertijd reageren op onvoorziene omstandigheden.

Het gaat er niet zozeer om dat de meeste Nederlanders meer gaan sparen, als wel dat de verschillende vermogensvormen beter uitwisselbaar worden: men kan pensioengeld benutten voor wonen en vermogen in de eigen woning gebruiken voor pensioen. We moeten voorkomen dat huishoudens een te groot deel van hun inkomen moeten besteden aan wonen en de oude dag.

Een andere microdoelstelling is dat huishoudens meer eigen regie krijgen over de manier waarop ze aan het einde van hun leven willen wonen en worden verzorgd. Ouderen kunnen langer thuis blijven wonen en hebben minder verzorging nodig dan in een intramurale setting. Dit wordt mogelijk door een groter deel van de verzorging van en dienstverlening aan ouderen privaat te financieren en private vermogens beter beschikbaar te maken voor extra bestedingsruimte tijdens de oude dag.

### Bouwsparen

Met bouwsparen – en varianten daarop als huurkoop – bouwen mensen vermogen op voor de aanschaf van een woning. Door vermogen op te bouwen en aan te wenden als risicodragend vermogen voor de aanschaf van een koopwoning hoeven mensen minder te lenen en nemen de risico's voor de financiers van hypotheek af, met een lagere hypotheekrente als gevolg. Dit alles geeft starters een betere positie op de woningmarkt.

Door bouwsparen te combineren met pensioensparen zijn mensen vrijer om te bepalen hoe ze vermogen opbouwen voor hun oude dag: via pensioensparen of via de eigen woning. Jongeren tot 35 jaar zouden de mogelijkheid kunnen

## Flexibilisering en doorsneestelsel KADER 2 in collectieve pensioenen

De huidige pensioenopbouw in de tweede pijler kent het systeem van doorsneeopbouw en doorsneepremie: iedereen betaalt dezelfde premie voor dezelfde opbouw, ook al is die opbouw voor ouderen actueel gezien duurder (Boeijen *et al.*, 2006). Het introduceren van keuzevrijheid – bijvoorbeeld om tijdelijk minder pensioen op te bouwen en (extra) af te lossen op de hypotheek – kan het voor jongeren aantrekkelijk maken minder pensioen op te bouwen zodat ze de pensioenopbouw van oudere deelnemers minder subsidiëren. Meer flexibiliteit in pensioenopbouw vraagt daarom om het vervangen van doorsneeopbouw door degressieve pensioenopbouw. Onder degressieve pensioenopbouw bouwen jongere werknemers (45–) meer en oudere werknemers (45+) minder pensioenrechten op in lijn met de actuariële waarde van de door hen ingelede premies. Actuariële faire pensioenpremies maken een flexibeler inzet van de pensioenpremie mogelijk. Jongeren kunnen kiezen of ze hun verplichte besparingen inzetten voor pensioen, de aankoop van een eigen woning of het aflossen van de hypotheek.

krijgen een deel van hun pensioenopbouw in te zetten voor bouwsparen ten behoeve van de aanschaf van een eigen woning. Daarnaast zouden jongeren ook zelf wat extra moeten sparen voor de aankoop van een woning om hun oudedagsvoorziening op peil te houden. Een deel van het rendement op een eigen woning geniet men immers vóór pensionering (in de vorm van lagere woonlasten) en reserveert men niet voor pensioen. Mede daarom is de eigen woning een minder goede pensioenvoorziening dan besparingen via een pensioenfonds. Een tweede reden om extra te sparen is dat het risicodragende eigen vermogen in de eigen woning minder goed gediversifieerd is dan het vermogen van pensioenfonds. De risico's van sparen via de eigen woning zijn daarom groter dan sparen via pensioenfonds. De pensioensector zou een rol kunnen spelen bij het ontwikkelen van verzekeringen die bescherming bieden tegen fluctuaties in lokale woningprijzen ten behoeve van degenen die hun eigen woning als pensioenvoorziening benutten.

#### Aflossen hypotheek

Mensen kunnen (extra) aflossen op hun hypotheek door tijdelijk minder pensioen op te bouwen. Ze blijven dan wel vermogen opbouwen, zij het minder via het pensioenfonds en meer via de eigen woning. Zo voorkomen we dat nieuwe fiscale en andere regels gericht op het aflossen van hypotheekleningen de bestedingsruimte van huishoudens te ver terugbrengen, het kopen van een woning onaantrekkelijk wordt en de prijzen van koopwoningen nog verder onder druk komen.

Een mogelijkheid is om de aflossing op de hypotheek op een geblokkeerde rekening te zetten bij de hypotheekverstrekker. Dit is in feite een spaar- of beleggingshypotheek nieuwe stijl. Deze constructie is niet fiscaal gedreven want men krijgt alleen fiscale hypotheekrenteaftrek over het verschil tussen de hypotheek en het opgebouwde spaarsaldo. Verder fungeert het vermogen op de geblokkeerde rekening als onderpand voor de hypotheek; deze op de rekening gestorte bedragen kan men beschouwen als aflossing. De grotere zekerheid voor de hypotheekverstrekker resulteert in een lagere hypotheekrente. Het opgebouwde vermogen op de geblokkeerde rekening is bedoeld voor de oude dag. De blokkering van het geld op een aparte rekening is dus ook nodig om te voorkomen dat burgers het opgebouwde vermogen vóór het pensioen te gelde kunnen maken. Voordeel van het storten van aflossingen op een aparte rekening is dat burgers pensioenvermogen en woningvermogen beter kunnen uitruilen en hun vermogensopbouw en het risicoprofiel van beleggingen beter kunnen afstemmen op de eigen levensloop. Verder kunnen burgers de opgebouwde vermogens tijdens hun pensioen gemakkelijker liquideren om hun pensioeninkomen aan te vullen.

Het nieuwe kabinet stimuleert het aflossen van de hypotheek fiscaal door de hypotheekrenteaftrek te beperken. Tegelijkertijd kan zij de aflossingen fiscaal aftrekbaar maken, net als de aftrek van de pensioenpremie; het geblokkeerde vermogen is immers geoormerkt voor de oude dag. Door de omkeerregel te hanteren voor het geblokkeerde vermogen, betalen burgers als zij het geld opnemen tijdens hun pensioen alsnog belasting. Indien de overheid de beperkingen van het fiscale kader voor de omkeerregel toepast op de som van pensioenopbouw en fiscaalgefaciliteerde aflossingen, voorkomt zij daarmee te hoge fiscale voordelen voor werknemers met

riante pensioenvoorzieningen. Tegelijkertijd faciliteert de overheid zo vermogensopbouw voor de oude dag voor zelfstandigen zonder goede pensioenvoorzieningen doordat zij via de omkeerregel vermogen kunnen opbouwen voor hun oude dag in de eigen woning.

#### Overwaarde huis inzetten voor pensioen

Een vorm om het in de eigen woning opgebouwde vermogen te liquideren tijdens het pensioen is een sales-and-rent-back-constructie, waarbij men het huis verkoopt, maar er wel blijft wonen tegen een overeengekomen huur. De opbrengst van de woning kan dan gebruikt worden als aanvulling op het pensioen.

De pensioensector kan, net als banken en andere financiële instellingen, een bijdrage leveren aan het vrijmaken van het eigen vermogen in de woning door het eigendom van het vastgoed te verwerven of financiering te verstrekken aan de partij die de woning koopt. De bewoner kan met het verkregen kapitaal een aanvulling op z'n pensioen krijgen.

#### CONCLUSIES

De pensioensector kan samen met andere partijen, zoals woningbouwcorporaties, banken en de overheid, burgers optimaal ondersteunen bij de financiële planning over de levensloop met name gericht op optimale woonkeuzes. De uitdaging van een duurzame financiering van de woningmarkt zal pensioenbesparingen onder druk zetten en bovendien om meer maatwerk vragen, afhankelijk van de eigendomsverhouding die de deelnemers met hun woning hebben. Eigenaars-bewoners dienen na de kredietcrisis namelijk meer eigen geld in hun woning te investeren om de hogere kosten van schuldfinanciering te vermijden. Zij zullen daarom meer via hun eigen woning en minder via pensioenfonds willen sparen voor de oude dag. Dit geldt vooral voor het eerste deel van het werkzame leven waarin jongeren zich niet langer hoge loan-to-values kunnen veroorloven. In de tweede helft van het werkzame leven kunnen pensioenbesparingen meer op peil blijven als we nieuwe manieren vinden om hypotheekleningen te financieren via langetermijnbeleggers waaronder pensioenfonds, zodat de risico's van hypotheekfinanciering voor het bankwezen beperkt zijn. Ook kan de pensioensector een belangrijkere rol gaan spelen bij het te gelde maken van het opgebouwde vermogen in de eigen woning voor de financiering van de oude dag. Dat geldt ook voor het ontwikkelen en financieren van een grotere particuliere huursector in Nederland, met name ook ten behoeve van mensen aan het begin en het einde van het volwassen leven.

#### LITERATUUR

Boeijen, T.A.H., C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2006) Leefijdssolidariteit in de doorsneepremie. In: Lecq, S.G. van der, en O.W. Steenbeek (red.) *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*. Deventer: Kluwer, 147-165.

Bovenberg, A.L., W. Koelewijn en N. Kortleve (2011) Naar een dynamisch pensioen. *ESB*, 96(4618), 542-545.