

Reactie op: Wonen in je pensioen

Bovenberg en Kortleve (B&K) hebben gelijk dat de doorstroming op de woningmarkt stopt, de bouwsector lam ligt en de hoge hypotheekschuld menig huishouden in problemen brengt. Het is ook juist dat de pensioensector behoefte heeft aan meer mogelijkheden om rente- en inflatierisico's te beperken. We hebben echter onze twijfels bij de effectiviteit van de door hen voorgestelde oplossingen, waarbij pensioenfondsen gaan investeren in woningen, beleggen in hypotheek en in zorg. De vraag is of er niet eenvoudigere en effectievere maatregelen zijn om de problemen op te lossen. Een deel van die maatregelen worden al genomen door het nieuwe kabinet.

KABINETSMATREGELEN VOOR DE HUIZENMARKT

Het kabinet neemt enkele maatregelen, die de doorstroming van de woningmarkt weer op gang kunnen helpen. In de eerste plaats wordt duidelijkheid verschaft over de fiscale behandeling van de eigen woning. De maatregel uit het Lenteakkoord om de overdrachtsbelasting laag te houden wordt gehandhaafd. Op de huurmarkt zullen de huren de komende jaren meer marktconform worden, waardoor het scheefwonen wordt teruggedrongen. Bij meer marktconforme huren wordt het bovendien voor private partijen interessanter om huurwoningen aan te bieden. Dit zijn allemaal maatregelen die de woningmarkt versterken, zonder dat pensioenfondsen daar in betrokken worden.

MAATSCHAPPELIJKE TAKEN PENSIOENSECTOR

De aanvullende pensioenen in Nederland zijn niet voor niets op afstand van de overheid gezet. De pensioenfondsen moeten zorgen voor efficiënt beheer van de pensioengelden voor de leden. Dit doen pensioenfondsen door te investeren in een brede, internationaal gespreide portefeuille (Bovenberg en Van Ewijk, 2011). Pensioenfondsen hebben geen maatschappelijke taak in het uit de nood helpen van de Nederlandse bankensector of de zorgsector. Concentratie van pensioeninvesteringen in Nederlands vastgoed vergroot het systematisch risico voor de deelnemers en voor de Nederlandse economie als geheel. Huizenbezitters lopen zo een driedubbel risico: via de waarde van de eigen woning, via aandelen in Nederlandse banken en dan ook nog via Nederlandse pensioenfondsen met in het kielzog de Nederlandse overheid. De ontwikkeling van de huizenmarkt is een van de grote onzekerheden in de Nederlandse economie. Onduidelijk in het betoog van B&K is of zij pensioenfondsen een actieve rol als beheerder van onroerend goed, bijvoorbeeld huurhuizen, toedichten of niet. Het lijkt vooral te gaan om financiële transacties, waarbij pensioenfondsen kapitaal verschaffen aan corporaties en banken. Uit oogpunt van taakverdeling ligt het voor de hand om de operationele en kredietrisico's van hypotheek en huurwoningen te laten bij de instanties die daarvoor toegerust zijn, namelijk banken en woningcorporaties. Het is dan wel de vraag wat de kapitaalverstrekking door pensioenfondsen meer is dan het verschaffen van langlopend vreemd vermogen. Dat kan ook nu al, gewoon via de openbare markt voor bijvoorbeeld obligaties van banken. Daar komt bovenop dat het verstrekken van vreemd vermogen deze sectoren maar beperkt soelaas biedt, aangezien ze vooral behoefte hebben aan risicodragend vermogen en eigen vermogen. Het is in dat kader een twijfelachtig

CASPER VAN EWIJK

Onderdirecteur bij het Centraal Planbureau en
hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

MARCEL LEVER

Programmaleider bij het Centraal Planbureau

argument om de toezichtseisen van Basel III als belemmering van de markt op te voeren die pensioenfondsen kunnen oplossen. Dat toezicht op banken is er juist op gericht om de risicogeneïghheid van banken binnen de perken te houden. Basel III is daarom geen verstoring, maar juist een correctie van de verstoring. En om zomaar aan te nemen dat pensioenfondsen minder last hebben van governanceproblemen, getuigt van een erg op-

timistische kijk op de recente geschiedenis van de fondsen in Nederland. B&K hebben wel gelijk dat pensioenfondsen baat kunnen hebben bij beleggingen die bescherming bieden tegen inflatie. Zolang de Nederlandse overheid de uitgifte van langlopende indexleningen blijft weigeren, ligt hier inderdaad een mogelijkheid tot wederzijdse winst. Nog interessanter is de mogelijkheid om een deel van het huizenmarktrisico van banken over te nemen door leningen die geïndexeerd zijn aan de huizenmarktprijs. Dit biedt een werkelijke overdracht van macro-economisch risico van banken naar pensioenfondsen. Anders dan bij het overnemen van hypotheek blijft in dit geval het kredietrisico van hypotheek daar waar het hoort, namelijk bij de banken, maar wordt het macrorisico van de prijsontwikkeling op de huizenmarkt door pensioenfondsen overgenomen. Dat zou werkelijk bijdragen aan een grotere weerstand van banken tegen schokken op de Nederlandse huizenmarkt. Om concentratie van risico te voorkomen zou dat bij voorkeur door buitenlandse geldschietters moeten gebeuren.

MEER FLEXIBILITEIT PENSIOENBESPARINGEN

In het tweede deel over micro-oplossingen pleiten B&K terecht voor grotere flexibiliteit in pensioenbesparingen en wijzen zij op de samenhang tussen pensioensparen en vermogensopbouw via de eigen woning. Ook hier is het de vraag of een grotere rol van pensioenfondsen bij het verstrekken van hypotheek voor jongeren en ouderen (*reverse mortgages*) niet een onnodig complexe oplossingsrichting is. Ligt het niet meer voor de hand om de afstemming van pensioensparen en vermogensopbouw via de eigen woning aan het individu zelf over te laten? Dit is goed mogelijk onder twee voorwaarden: ten eerste moet er voldoende ruimte zijn voor een flexibele schil van vrije besparingen (in de tweede of derde pijler) om recht te doen aan individuele verschillen en wensen. Ten tweede moet eigenwoningbezit niet leiden tot een overdreven gedwongen vermogensvorming. De hoge *loan to value*-ratio aan het begin van de levenscyclus moet inderdaad worden beperkt, maar het is volstrekt onlogisch om te eisen dat woningbezitters hun hypotheek volledig aflossen. Dat past in een wereld zonder pensioenregelingen, waarin woningbezit een belangrijk middel is om te sparen voor de oude dag. Maar bij de huidige hoge pensioenvoorziening leidt dit tot overmatige besparingen. Volledige aflossingsverplichting leidt voor een gemiddeld gezin al gauw tot een feitelijke verdubbeling van het pensioenvermogen. Veel logischer is het om juist gedurende de hele levenscyclus een deel van de woning via leningen te financieren. Aflossingsvrije hypotheek, niet noodzakelijk fiscaal gefaciliteerd, passen goed in een omgeving met hoge gedwongen pensioenbesparingen. Wanneer de vermogensopbouw bij eigenwoningbezit beperkt is, kan afstemming met andere pensioenbesparingen uitstekend door het individu zelf worden geregeld. Dit kan doordat woningbezitters minder

vrije besparingen opbouwen dan huurders. Het is ook denkbaar dat pensioenen binnen de tweede pijler voor een deel geflexibiliseerd worden, bijvoorbeeld door invoering van een actuarieel faire individuele rekening naast een basispensioen in de tweede pijler.

In feite kiest het nieuwe kabinet voor een dergelijke route. Het zal – via het fiscale kader – de verplichte besparingen in de tweede pijler verminderen door de verhoging van de pensioenrichtleeftijd en de verlaging van de maximale jaarlijkse opbouw van rechten. Burgers die dit wensen kunnen de versobering van de tweede pijler compenseren via eigen besparingen in de derde pijler, sparen voor de aankoop van een eigen woning of extra aflossen op de hypotheekschuld. Een kleinere tweede pijler biedt de gewenste flexibiliteit voor de aanwending van het pensioenvermogen.

CONCLUSIE

B&K kaarten twee geheel verschillende problemen aan. Het eerste is de rol van de eigen woning als onderdeel van de individuele pensioenvoorziening. Deze rol zou beperkt moeten zijn en door individuen zelf geregeld kunnen worden binnen de flexibele schil van het pensioenstelsel. Banken, verzekeraars en pensioenfondsen moeten daarom gezamenlijk

dringend met nieuwe producten komen voor betere afstemming van de besparingen en risico's op de individuele situatie en preferenties. De heterogeniteit in levenscycli neemt sterk toe en daar passen flexibele, op de persoon gerichte financiële producten bij. Pensioenfondsen kunnen daarbij een belangrijke rol vervullen.

De andere kwestie betreft de rol van pensioenfondsen als kapitaalverstrekkers voor banken, woningcorporaties en zorginstellingen. Ook hier zien wij een belangrijke rol voor pensioenfondsen, maar vanuit hun eigen verantwoordelijkheid en niet als stoplap voor de problemen van andere sectoren. Meer investeren in Nederlandse sectoren kan als dat een goed rendement tegen lage kosten oplevert. Maar de voordelen van grotere concentratie in 'oranje beleggingen' moeten wel worden afgewogen tegen de nadelen van een grotere afhankelijkheid van de specifiek Nederlandse risico's. En laat de onroerendgoedssector nu net een van de grootste onzekerheidsfactoren voor de Nederlandse economie zijn.

LITERATUUR

Bovenberg, L. en C. van Ewijk (2011) *Private pensions for Europe. CPB Policy Brief*, 2011(07).

Naschrift bij: **Wonen in je pensioen**

Evenals Van Ewijk en Lever juichen wij hervormingen van de woningmarkt toe. Maar anders dan zij suggereren, zijn deze hervormingen en de door ons bepleite maatregelen complementen en geen substituten. Zo maken die hervormingen het aantrekkelijker voor de pensioensector om te investeren in de woningmarkt. Verder vergroten zij de wenselijkheid van een dynamische toekomstvoorziening waarin woon- en pensioenvermogen beter uitwisselbaar zijn. De pensioensector heeft volgens Van Ewijk en Lever geen maatschappelijke taak bij het helpen van de bankensector. Maar juist door in te spelen op maatschappelijke noden kan de pensioensector profiteren van goede beleggingsmogelijkheden zodat een win-winsituatie ontstaat. Zo worden hypotheekleningen bijvoorbeeld een aantrekkelijkere belegging voor pensioenfondsen als gevolg van schaarse andere veilige beleggingen en beperkte hypotheekverstrekking door banken.

Van Ewijk en Lever vrezen concentratierisico's voor pensioenbeleggers. Deze risico's kunnen we beperken door tranchering ervan. Dat vereist nieuwe financiële instrumenten die inspelen op de specifieke behoeften van de pensioensector, zoals standaardisatie, transparantie, liquiditeit en veiligheid. De obligaties en securitisaties die banken nu uitgeven voldoen niet aan de vereisten van de pensioensector. Verder gaat het fondsen om het beperken van niet alleen concentratierisico's maar ook inflatierisico's. Veel fondsen hebben immers de ambitie om het pensioen gelijke tred te laten houden met de prijzen en lonen in Nederland. Dat maakt het juist aantrekkelijk om in Nederland te beleggen.

Van Ewijk en Lever betwijfelen of pensioenfondsen banken kunnen helpen die kampen met strengere toezichtseisen. Banken zouden namelijk vooral behoefte hebben aan meer risicodragend kapitaal. Als pensioenfondsen lang vreemd vermogen verstrekken, dan hebben banken echter

LANS BOVENBERG

Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

NIELS KORTLEVE

Innovatiemanager bij PGGM en senior research fellow bij Netspar

minder eigen vermogen nodig en beperken ze zo hun herfinancieringsrisico's. Het Europese bankwezen is fragiel, omdat het te afhankelijk is van kort geld voor langetermijninvesteringen. Nu overheden de herfinancieringsrisico's op bankbalansen terugdringen door zwaardere liquiditeitseisen dreigen langetermijninvesteringen en het groeipotentieel in het gedrang te komen. Efficiëntere risicodeling binnen het financiële

systeem door meer langetermijninvesteringen van langetermijnbeleggers verbetert de afruil tussen financiële stabiliteit en groeivermogen. Juist Nederland met zijn omvangrijke pensioenbesparingen kan een belangrijke rol spelen bij het ontwikkelen van een duurzame financiële sector die de reële economie optimaal ondersteunt door een langetermijnoriëntatie.

Van Ewijk en Lever ondersteunen onze stelling dat een grotere flexibiliteit van pensioenbesparingen wenselijk is. We delen hun stelling dat verplichte, volledige aflossing van hypotheekleningen ongewenst is in het kader van optimale financiële planning. Daarom stellen wij een beleggingshypotheek nieuwe stijl voor. Dit voorkomt afbraak van aanvullende pensioenen om de problemen van de banken op te lossen.

Van Ewijk en Lever zoeken een grotere flexibiliteit primair in een kleinere tweede pijler en een grotere derde pijler. Maar ook de derde pijler kent grote uitdagingen op het terrein van governance en marktordening. Door pensioenbesparingen te verschuiven naar vrijwillige regelingen lopen huurders het gevaar onvoldoende te sparen voor hun pensioen en een te groot beroep te moeten doen op inkomensafhankelijke regelingen tijdens de oude dag. Linksom of rechtsom, de pensioensector staat de komende jaren voor grote veranderingen om optimaal in te spelen op de maatschappelijke uitdagingen die direct voortvloeien uit de kredietcrisis.