



Topics in

Corporate Finance

Macro-oplossingen gezocht: naar integrale oplossingen voor de onevenwichtigheden in wonen, pensioen, ouderenzorg en het bancaire landschap

LANS BOVENBERG

in cooperation with

**Gieskes-Strijbis
Foundation**

NIBESVV



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM
Amsterdam Center for Law & Economics

21

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

**MACRO-OPLOSSINGEN GEZOCHT: NAAR INTEGRALE OPLOSSINGEN
VOOR DE ONEVENWICHTIGHEDEN IN WONEN, PENSIOEN, OUDERENZORG
EN HET BANCAIRE LANDSCHAP**

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

**MACRO-OPLOSSINGEN GEZOCHT: NAAR INTEGRALE OPLOSSINGEN
VOOR DE ONEVENWICHTIGHEDEN IN WONEN, PENSIOEN, OUDERENZORG
EN HET BANCAIRE LANDSCHAP**

Lans Bovenberg

ISBN-978-90-77859-12-4

© 2012, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

Deze publicatie in de reeks ‘Topics in Corporate Finance’ van het Amsterdam Center for Corporate Finance gaat in op macro-onevenwichtigheden in de Nederlandse economie: hoge schulden (hypotheeken), hoge verplichte besparingen (pensioenfondsen), een fragiele financiële sector, een woningmarkt die op slot zit en ontsprende zorguitgaven. Lans Bovenberg, hoogleraar economie in Tilburg, gerenommeerd expert op het gebied van sociaal economische vraagstukken zoals overheidsfinanciën, vergrijzing en arbeidsmarkt, komt in deze publicatie tot concrete beleidsvoorstellen op dit brede terrein van pensioen, zorg, en hypotheeken en het bancaire landschap.

De excessieve private schuldniveau's, in Nederland vooral bestaand uit hyptheekschulden, vallen in het bijzonder op. Mede als gevolg van de introductie van de aflossingsvrije hypotheek, de agressieve prijsstelling, de ruime acceptatiecriteria en de sterk gestegen woningprijzen, is de Nederlandse hypotheekschuld in vijftien jaar tijd gegroeid van 45% tot ruim 108% van het bnp. En dat blijkt nu een grote last te zijn voor de economie, en voor consumenten en banken in het bijzonder. Doordat de consumentenbestedingen, de kredietverlening door banken en daarmee de economische groei in Nederland gedurende langere tijd onder druk staan dreigt een verloren decennium.

Het vraagstuk is echter breder. Pensioenfondsen hebben een overvloed aan besparingen, maar paradoxaal genoeg hebben ze moeite om aan de gewekte verwachtingen te voldoen. Grote bergen geld beleggen is ingewikkeld. De macro-onevenwichtigheid tussen grote schulden en elders geparkeerde grote besparingen vraagt om een oplossing temeer daar banken door de overvloed aan besparingen bij pensioenfondsen moeite hebben zichzelf te financieren.

Bovenberg betoogt dat aan geïntegreerde oplossingen moet worden gedacht. Vanuit de consument moet worden gekeken hoe wonen (het eigen woningbezit), pensioen, en zijn besparingen in het algemeen, zo optimaal mogelijk kunnen worden ingezet. Hierin past ook hoe de consument omgaat met de alsmaar stijgende zorguitgaven. Wat is zijn verantwoordelijkheid hierbij?

Als Amsterdam Center for Corporate Finance hopen wij met deze publicatie een waardevolle bijdrage te leveren aan het publieke debat. Wij zijn erkentelijk voor de financiële ondersteuning van deze publicatie door de Gieskies-Strijbis Foundation.

Arnoud W.A. Boot
Director ACCF

November 2012

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
Inhoudsopgave	vii
Inleiding en samenvatting	1
1 Naar een drie-eenheid van wonen, pensioen en zorg	3
1.1 Inleiding	3
1.2 Begin van het werkzame leven	6
1.2.1 Starters op de woningmarkt	6
1.2.2 Hervorming van collectief pensioensparen	9
1.3 Tweede fase van het werkzame leven	10
1.3.1 Sparen via de eigen woning	10
1.3.2 Hypotheekfinanciering door pensioenfondsen	12
1.3.3 Huurmarkt	14
1.3.4 Grotere flexibiliteit	15
1.4 Begin van pensioenperiode	16
1.5 Tweede helft van pensioenperiode	18
1.6 Conclusies	20
2 Naar een duurzaam financieringsmodel voor hypotheek	23
2.1 Inleiding	23
2.2 Hoe lange-termijnbeleggers interesseren voor het financieren van hypotheek?	23
2.2.1 Veilig langlopende gedekte hypotheekobligaties	24
2.2.2 Standaardisatie, transparantie en liquiditeit	24
2.3 Banken financieren hypotheek op de kapitaalmarkt	25
2.3.1 Gestandaardiseerde gedekte hypotheekobligaties	25
2.3.2 Kapitaliseren van buffers door ongedekte obligaties	26
2.4 Een stabiel financieel systeem	28
2.5 Nieuw pensioenstelsel: geïndexeerde obligaties en discontocurve	31
2.6 De rol van de overheid	32
2.7 Conclusies	33
3 Private besparingen ten behoeve van ouderenzorg	35
3.1 Inleiding	35
3.2 De drie pilaren onder de ouderenzorg	35
3.3 Waarom private financiering van ouderenzorg?	36
3.4 Meer sparen of bestaande besparingen mobiliseren voor ouderenzorg?	37
3.5 Pensioenbesparingen mobiliseren	40
3.6 Vermogen in de eigen woning mobiliseren	41
3.7 Menselijk kapitaal mobiliseren	44
3.8 Conclusies	45

4	Macro-oplossing voor de hypotheekberg	47
	Samen met Arnoud W.A. Boot	
4.1	Inleiding	47
4.2	Woningmarkt en deltaplan	48
4.2.1	Deltaplan	49
4.2.2	Apart vehikel als alternatief	51
4.2.3	Stabieler pensioenstelsel en bankwezen	52
4.3	Conclusies	54
	Referenties	55
	Over de auteur	57
	Eerdere publicaties in de reeks <i>Topics in Corporate Finance</i>	59

INLEIDING EN SAMENVATTING

De combinatie van fiscale aftrek van hypotheekrente en belastingvrije spaarmogelijkheden heeft bijgedragen aan balansverlenging in de Nederlandse economie. Enerzijds belenen huishoudens de eigen woning maximaal en anderzijds zet men het eigen geld weg in verplichte pensioenbesparingen en fiscaal voordelige spaarvormen. Huishoudens hebben door deze fiscale arbitrage lange balansen opgebouwd met veel schuld maar ook veel pensioenvermogen. Ook banken hebben door de grote hypotheekportefeuilles lange balansen met bovendien aanzienlijke herfinancieringsrisico's. Deze door fiscale arbitrage gedreven balansverlenging zet de economische groei in Nederland na de kredietcrisis onder druk vanwege de hogere eisen die toezichthouders en kapitaalmarkten na de kredietcrisis stellen aan de financiering van hypotheekleningen en banken. De grote schuldfinanciering als gevolg van de *hedge fund*-achtige structuur van de Nederlandse economie (lenen om te beleggen) dreigt zo een molensteen te worden voor de Nederlandse economie. Hetzelfde geldt voor de *mismatch* tussen de risicokarakteristieken van bezittingen en schulden en de daarmee gepaard gaande herfinancieringsrisico's van banken. Dit alles resulteert bovendien in systeemrisico's voor de Nederlandse economie.

De uitdaging van een duurzame financiering van de woningmarkt en de daarmee gepaard gaande druk op het bankwezen zullen pensioenbesparingen onder druk zetten en vragen bovendien om meer maatwerk afhankelijk van de eigendomsverhouding die de deelnemers met hun woning hebben. Eigenaar-bewoners zullen na de kredietcrisis immers meer eigen geld in hun woning moeten investeren om de hogere kosten van schuldfinanciering te vermijden. Zij zullen daarom meer via hun eigen woning en minder via pensioenfondsen willen sparen voor de oude dag. Dit geldt vooral voor het eerste deel van het werkzame leven waarin jongeren zich niet langer hoge leningen ten opzichte van de waarde van het onderpand kunnen veroorloven. In de tweede helft van het werkzame leven kunnen pensioenbesparingen meer op peil blijven als nieuwe manieren worden gevonden om hypotheekleningen te financieren via pensioenfondsen zodat de risico's van hypotheekfinanciering voor het bankwezen beperkt zijn. Europa is op dit moment veel te afhankelijk van korte-termijngeld om lange-termijninvesteringen te financieren. Dit heeft bijgedragen aan een fragiel bankwezen. Nu toezichthouders het risico op bankbalansen wil terugdringen door strengere toezichtseisen dreigen lange-termijninvesteringen in het gedrang te komen. Juist Nederland met zijn omvangrijke pensioenbesparingen kan een belangrijke rol spelen bij het ontwikkelen van een duurzame financiële sector die financiële stabiliteit verzoent met het ondersteunen van het groeivermogen door een lange-termijnnoriëntatie. Ook kan de pensioensector een belangrijke rol gaan spelen bij het te gelde maken van het opgebouwde vermogen in de eigen woning voor de financiering van de oude dag.

De uitdaging van een duurzame financiering van de zorg in het algemeen en de ouderenzorg in het bijzonder kan in tegenstelling tot de woonuitdaging resulteren in meer besparingen via pensioenfondsen. Het vraagt bovendien om nieuwe manieren om

deze besparingen uit te keren en te reserveren voor het laatste deel van de uitkeringsfase wanneer de behoefte aan woon-zorg-arrangementen het grootst is.

Een duurzame financiële sector vereist maatschappelijk ondernemerschap van banken en de pensioensector door het zoeken naar nieuwe wegen om de Nederlandse samenleving optimaal te kunnen blijven dienen nu de kredietcrisis vraagt om een ander verdienmodel van banken en een nieuwe rol voor de pensioensector. Het is daarbij van groot belang dat partijen daarbij verder kijken dan alleen het eigen, beperkte domein. Deze publicatie verkent de mogelijkheden voor geïntegreerde macro-economische oplossingen waarin verschillende partijen samenwerken bij het zoeken naar nieuwe, innovatieve oplossingen voor de grote maatschappelijke noden op de terreinen van wonen, zorg en bankfinanciering.

Het eerste hoofdstuk verkent hoe de pensioensector samen met andere partijen, zoals woningbouwcorporaties, zorgverzekeraars en de overheid, burgers optimaal kan ondersteunen bij de financiële planning over een levensloop gericht op optimale woon- en zorgarrangementen. Door stimulering, flexibilisering en afstemming van vermogensopbouw gedurende de gehele levensloop dienen de aan de verschillende levensfase gerelateerde spaardoelen, zoals woningbezit, pensioenvorming en bijdragen aan zorgkosten, zo veel mogelijk met elkaar in evenwicht te worden gebracht.

Het tweede hoofdstuk behandelt een duurzaam financieringsmodel voor hypotheekleningen zonder staatsteun (geen Nationale Hypotheek Garantie, geen beroep op verzekerde deposito's, geen fiscale subsidies voor hypotheekleningen). Banken financieren hypotheekleningen op de kapitaalmarkt met langlopende leningen in plaats van met deposito's die direct opvraagbaar zijn. Hierdoor kan een grote liquide markt voor hypotheekobligaties ontstaan, waarvan ook pensioenfondsen kunnen profiteren, resulterend in een stabiel financieel systeem door het beperken van systematische risico's en kredietrisico's en het beter alloceren van macro-economische risico's.

Het derde hoofdstuk bevat voorstellen om de omvangrijke huishoudbesparingen (pensioenen, het eigen woningbezit en menselijk kapitaal) in ons land beter te kunnen mobiliseren voor het financieren van ouderenzorg alsmede om kwetsbare groepen betere mogelijkheden te bieden om te sparen voor de oude dag.

Het laatste hoofdstuk bespreekt een macro-economische oplossing voor de excessieve schuldenniveaus bij particulieren en banken. Fiscale windhandel met hypotheekleningen en pensioenbesparingen, alsmede risicovolle bankbalansen, hebben de Nederlandse economie onnodig kwetsbaar hebben gemaakt. Nederland is een soort hedgefonds geworden: particulieren en de overheid lenen om te beleggen. De neerwaartse spiraal van een krimpende economie, dalende huizenprijzen, verslechterende overheidsfinanciën en meer bezuinigingen en lastenverzwaringen vragen om een structurele oplossing. Kern van het plan is banken te verlossen van hun overmatige hypotheekberg met het deel van het pensioenkapitaal dat niet meer is dan uitgestelde belastingheffing.

1 NAAR EEN DRIE-EENHEID VAN PENSIOEN, WONEN EN ZORG

1.1 INLEIDING

Nederland staat de komende decennia voor grote uitdagingen op de terreinen van zorg en wonen. Deze bijdrage bespreekt hoe de pensioensector wonen en zorg – in verschillende fasen van de levensloop – optimaal kan ondersteunen en onderzoekt welke hervormingen in de aanvullende pensioenen daarvoor nodig zijn.

Macro-economische uitdagingen van...

Dit artikel neemt twee macro-economische uitdagingen als uitgangspunt, namelijk de stijgende kosten van de ouderzorg en de hypotheekfinanciering van het eigen woningbezit. De eerste uitdaging komt voort uit de vergrijzing en de tweede uit de kredietcrisis.

...financiering ouderenzorg in vergrijzende samenleving en koesteren solidariteit...

Wat betreft ouderenzorg en vergrijzing is het van belang de vermogens die burgers opbouwen in hun pensioen en de eigen woning meer te mobiliseren ten behoeve van financiering van de ouderenzorg. Op deze manier hoeven ouderen een kleiner beroep te doen op schaars gemeenschapsgeld en de solidariteit van relatief kleinere jongere generaties. Tegelijkertijd krijgen ouderen meer regie over wonen en zorg. Door tevens een publiek vangnet overeind te houden voor ouderen die tijdens hun werkzame leven weinig vermogen hebben kunnen opbouwen, neemt de inkomensolidariteit in de ouderenzorg toe ten koste van de generatiesolidariteit. De solidariteit in de samenleving kan door deze grotere mate van heterogeniteit steeds minder gebaseerd zijn op leeftijd en meer op inkomen en vermogen.

...en financiering eigen woningbezit na de kredietcrisis

De tweede uitdaging is het financieren van hypotheekleningen na de kredietcrisis. Banken dienen hun kapitaalbuffers te versterken en hun risico's te verminderen. Dat verhoogt de kosten van hypotheekfinanciering, vooral voor hypotheekleningen die hoog zijn ten opzichte van de marktwaarde van de woning. De kosten van hypotheekfinanciering stijgen ook omdat de overheid na de kredietcrisis de fiscale hypotheekaftrek versobert, mede om overmatige schuldfinanciering te voorkomen en ruimte te creëren op bankbalansen voor kredietverlening aan het bedrijfsleven.

Door al deze ontwikkelingen worden huishoudens gestimuleerd een groter deel van de woning te financieren met eigen geld en hypotheekleningen af te lossen tijdens het werkzame leven. Op die manier kan een groter deel van de vermogensvorming voor de oude dag plaatsvinden via de eigen woning. Dit heeft consequenties voor het pensioenstelsel, zowel tijdens het werkzame leven wanneer er vermogensopbouw plaatsvindt als tijdens de pensioensfase wanneer het vermogen te gelde wordt gemaakt. Gedurende het werkzame leven zal een groter deel van de vermogensvorming ten behoeve van de oude dag plaats gaan vinden via de eigen woning in plaats van via pensioenfondsen en verzekeraars.

Maar in de pensioenfase krijgt de pensioensector een nieuwe taak bij het te gelde maken van de vermogens die zijn opgebouwd in de eigen woning. Op die manier komen deze vermogens beschikbaar voor het financieren van het levensonderhoud van ouderen en ouderenzorg.

Meer flexibiliteit in vermogensopbouw biedt meer bestedingsruimte voor werkenden...

Op het niveau van huishoudens staan twee doelstellingen centraal. In de eerste plaats meer flexibiliteit in de wijze waarop huishoudens vermogens vormen voor de oude dag zodat huishoudens voldoende bestedingsruimte overhouden tijdens het werkzame leven. Het gaat er niet zozeer om dat de meeste Nederlanders meer gaan sparen maar wel dat de verschillende vermogensvormen beter uitwisselbaar worden: pensioengeld kan benut worden voor wonen en vermogen in de eigen woning kan worden gebruikt voor pensioen. Voorkomen moet worden dat huishoudens een te groot deel van hun inkomen moeten besteden aan zorg, pensioen en wonen.

...en meer bestedingsruimte en regie over wonen en zorg voor ouderen

Een tweede doelstelling is dat huishoudens meer eigen verantwoordelijkheid nemen en de 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 hoeven minder verzorgd te worden in een intramurale setting. Dit wordt mogelijk door een groter deel van de ouderenzorg privaat te financieren en private vermogens beter beschikbaar te maken voor extra bestedingsruimte tijdens de oude dag.

Deze bijdrage gebruikt de levensloopenadering als analytisch kader om de verschillende opties te beschrijven. We onderscheiden vier fasen in de levensloop van volwassenen: het begin van het werkzame leven (met bijzondere aandacht voor starters op de woningmarkt, zie paragraaf 1.2), de rest van het werkzame leven (paragraaf 1.3), het begin van de pensioenperiode (paragraaf 1.4), en de tweede helft van de pensioenperiode (paragraaf 1.5) waarin mensen vaak hulpbehoevend worden (met bijzondere aandacht voor de financiering van de ouderenzorg. Tabel 1 vat de, in de rest van deze tekst voorgestelde, maatregelen samen. We ordenen de maatregelen aan de hand van de hierboven genoemde vier fasen van de levensloop.

Tabel 1: Levensfasen met daarbij behorende maatregelen en doelstellingen

Levensfase	Maatregel	Doelstelling
Jongvolwassenheid en eerste fase werkzame leven	<p>Toestaan aan pensioendeelnemers om deel verplichte pensioenopbouw te bestemmen voor bouwsparen ten behoeve van aankoop van een woning</p> <p>Omzetten van doorsneeopbouw in degressieve pensioenopbouw</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Verlagen van schuldfinanciering eigen woning (lagere <i>loan to value</i>-ratio), mede om financieringskosten van hypotheek voor banken en huishoudens te verlagen - Handhaven bestedingsruimte jonge gezinnen en deze gezinnen de mogelijkheid bieden om een eigen woning aan te schaffen - Vergroten stabiliteit Nederlandse economie door jonge huishoudens die minder snel met restschuld komen te zitten en door robuustere banken - Vergroten keuzevrijheid voor burgers hoe ze sparen voor de oude dag - Vergroten kapitaalopbouw jongere volwassenen zodat starters op de woningmarkt kapitaalkrachtiger zijn - Verbeteren benutting menselijk kapitaal babyboomers door snellere stijging effectieve pensioenleeftijd - Verbeteren overdraagbaarheid pensioenkapitaal tussen arbeidsgerelateerde, aanvullende pensioenen (tweede pijler) en individuele pensioenregelingen (derde pijler)
Middenfase van het volwassen leven	<p>Pensioendeelnemers mogen deel verplichte pensioenopbouw bestemmen voor aflossen van hypotheek</p> <p>Fiscale woonreserve met naheffing als vermogen in eigen woning voor het pensioen wordt uitgekeerd</p> <p>Ontwikkelen markt voor gestandaardiseerde, liquide en veilige hypotheekobligaties die deels gekoppeld kunnen zijn aan (loon)inflatie</p> <p>Vergroot mogelijkheden om te huren door huren marktconform te maken en door woningbouwcorporaties financiering te laten aantrekken van pensioenfondsen</p> <p>Vergroot de mogelijkheden voor huurders om aan vermogensopbouw te doen door gemengde huur-koopconstructies</p> <p>Spaarplicht voor de oude dag, niet alleen voor werknemers maar ook voor zzp'ers</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Verlagen van schuldfinanciering eigen woning (lagere <i>loan to value</i>-ratio), mede om financieringskosten van hypotheek voor banken en huishoudens te verlagen - Handhaven bestedingsruimte van huishoudens die voor een eigen woning kiezen - Stimuleren van sparen voor de oude dag zodat het beroep op gemeenschapsgeld wordt beperkt - Verlagen financieringskosten hypotheek door pensioenbeparingen te benutten - Creëren nieuwe aantrekkelijke, veilige beleggingscategorie voor pensioenfondsen - Waarderen van reële pensioenverplichtingen op objectieve wijze - Vergroten van keuzevrijheid burgers - Vergroten flexibiliteit arbeidsmarkt - Creëren nieuwe aantrekkelijke, veilige beleggingscategorie voor pensioenfondsen - Vergroten van keuzevrijheid burgers - Voorkom dat burgers tijdens hun oude dag een te groot beroep moeten doen op de gemeenschap - Beschermen van mensen tegen zichzelf - Voorkomen dat burgers tijdens hun oude dag een te groot beroep moeten doen op de gemeenschap

Levensfase	Maatregel	Doelstelling
Geleidelijke pensionering en eerste fase pensioen	Creëren meer mogelijkheden om vermogen opgebouwd via de eigen woning te benutten voor een hoger pensioen, bijvoorbeeld door sale and rent back constructies	<ul style="list-style-type: none"> - Vergroten bestedingsruimte en grotere keuzevrijheid voor gepensioneerden - Verminderen van druk ouderenzorg op openbare financiën door groter aandeel private financiering - Koesteren van ouderenzorg voor kwetsbare groepen door vermogen van ouderen te benutten voor ouderenzorg
	Creëren van een zorgpensioen waarbij het pensioeninkomen toeneemt als mensen meer dienstverlening en verzorging nodig hebben	<ul style="list-style-type: none"> - Vergroten regie en keuzevrijheid ouderen over hoe ze willen wonen tijdens laatste fase van hun leven - Verminderen van druk ouderenzorg op openbare financiën door groter aandeel private financiering - Koesteren van ouderenzorg voor kwetsbare groepen door vermogen van ouderen te benutten voor ouderenzorg
	Verplichten dat pensioenen-vermogens die fiscaal gefaciliteerd zijn opgebouwd worden uitbetaald als zorgpensioen	<ul style="list-style-type: none"> - Verminderen van druk ouderenzorg op openbare financiën door groter aandeel private financiering
Laatste fase van het leven met zorgbehoefte (80+)	Creëren meer mogelijkheden om vermogen opgebouwd via de eigen woning te benutten voor een goede woon-zorgomgeving naar keuze	<ul style="list-style-type: none"> - Vergroten regie en keuzevrijheid ouderen over hoe ze willen wonen tijdens laatste fase van hun leven - Verminderen van druk ouderenzorg op openbare financiën door groter aandeel private financiering - Koesteren van ouderenzorg voor kwetsbare groepen door vermogen van ouderen te benutten voor ouderenzorg

1.2 BEGIN VAN HET WERKZAME LEVEN

1.2.1 Starters op de woningmarkt

Overmatige schuld op de woningmarkt...

Een fundamenteel probleem voor de woningmarkt is de hoogte van de hypotheekschuld ten opzichte van de marktwaarde van de woning (de zogenaamde *loan to value*-ratio, afgekort met LTV). Huishoudens met een hoge LTV lopen een groter risico op een negatief eigen vermogen waardoor ze moeilijker kunnen verhuizen omdat ze dan met een restschuld blijven zitten. Verder hebben banken na de kredietcrisis moeite om hypotheek met een hoge LTV te financieren op de internationale kapitaalmarkt. Landen als Duitsland en Denemarken laten echter zien dat hypotheek met een gematigde LTV (tot circa 80%) zonder problemen te financieren zijn op de kapitaalmarkt.

...vraagt om bouwsparen in plaats van pensioensparen...

Na de kredietcrisis moet Nederland de woningmarkt solider gaan financieren. Daarom moet de woningmarkt geleidelijk leren leven met lagere initiële LTV's. Maar waar halen starters in Nederland het eigen geld vandaan om in hun eerste koopwoning te investe-

ren? Jongeren in Nederland sparen wel via verplicht gestelde pensioenregelingen maar dat vermogen zit nu nog opgesloten in pensioenfondsen. Het ligt voor de hand een deel van dit vermogen te benutten ten behoeve van een duurzamere financiering van de woningmarkt. Daarom zouden jongeren tot 35 jaar de mogelijkheid moeten 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 wordt immers voor een deel voor pensioenering genoten (in de vorm van lagere woonlasten) en niet gereserveerd voor pensioen. Daarom is de eigen woning een minder goede pensioenvoorziening dan de pensioenfondsbesparingen. Een tweede reden om extra te sparen is dat het vermogen in de eigen woning minder goed gediversifieerd is dan het vermogen van pensioenfondsen zodat de risico's van sparen via de eigen woning groter zijn dan sparen via pensioenfondsen.¹

Als op 35-jarige leeftijd nog geen woning is aangekocht, kunnen huishoudens het gespaarde kapitaal doorstorten naar hun pensioen of het kapitaal op de geblokkeerde rekening laten staan om eventueel later een woning te kopen. De mogelijkheid de verplichte pensioenpremie te benutten voor bouwsparen zal jongeren meer betrekken bij verplicht pensioensparen. Het nut van geld opzij leggen wordt voor jongeren namelijk eerder zichtbaar. Ze hoeven niet tot hun pensioen te wachten totdat sparen een merkbaar profijt oplevert.

Bouwsparen voor een deel uit verplichte pensioenbesparingen financieren kent twee voordelen. In de eerste plaats blijft het kopen van een eigen woning voor jonge gezinnen goed mogelijk ondanks het feit dat de financieringslasten toenemen door aflossen van de hypotheek. In de tweede plaats blijven de pensioenbesparingen voor huurders op peil. Dit zou niet het geval zijn als de verplichte pensioenbesparingen voor werknemers zouden worden verlaagd om pensioendeelnemers de bestedingsruimte te geven om een eigen woning te financieren. Een eventuele alternatieve optie zou zijn om verplichte pensioenbesparingen voor werknemers af te toppen of te verminderen boven een bepaald inkomen (bijvoorbeeld modaal) en er op te rekenen dat mensen met hogere inkomens hun grotere bestedingsruimte benutten voor het financieren van een eigen woning.

... het wegwerken van overmatige schuld...

Daarnaast is een beter functionerende huurmarkt nodig zonder lange wachtlijsten. Jongeren kunnen dan in het begin van hun wooncarrière eerst huren zodat zij de tijd krijgen om vermogen op te bouwen ten behoeve van de aankoop van de eerste koopwoning en niet langer gedwongen worden om met hoge LTV's de woningmarkt te betreden. Het zal echter enige tijd duren voordat de huurmarkt goed functioneert en jongeren voldoende gespaard hebben om eigen geld in te kunnen brengen bij het aankopen van een eigen woning. Gedurende een overgangperiode zullen de LTV's dan ook waarschijnlijk hoog blijven, zeker nu vele jonge huizenbezitters met dalende huizenprijzen te maken

¹ De pensioensector zou een rol kunnen spelen bij het ontwikkelen van verzekeringen die bescherming bieden tegen fluctuaties in woningprijzen in bepaalde regio's ten behoeve van degenen die hun eigen woning als pensioenvoorziening benutten.

hebben. Daarom kan worden overwogen jonge huishoudens met hoge LTV's toe te staan een deel van hun pensioenpremie te benutten voor het wegwerken van het negatieve eigen vermogen in hun eigen woning en het opbouwen van een kleine buffer (d.w.z. een LTV onder de 100%).²

...en verkorten van balansen...

Het bouwsparen via verplicht gestelde pensioenregelingen draagt bij aan het verminderen van de balansverlenging in onze economie, die op gang is gebracht door de combinatie van fiscale aftrek voor hypotheekrente en belastingvrije mogelijkheden om te sparen (via kapitaalverzekeringen eigen woning, banksparen en pensioenbesparingen). Deze combinatie van fiscale aftrek van hypotheekrente en belastingvrije spaarmogelijkheden zet mensen aan tot fiscale arbitrage: enerzijds beleent men de eigen woning maximaal en anderzijds zet men het eigen geld weg in fiscaal voordelige spaarvormen. Huishoudens hebben door deze fiscale arbitrage lange balansen opgebouwd met veel schuld maar ook veel pensioenvermogen. Ook banken hebben door de grote hypotheekportefeuilles lange balansen. Deze door fiscale arbitrage gedreven balansverlenging zet de economische groei in Nederland nu onder druk vanwege de hogere eisen die kapitaalmarkten na de kredietcrisis stellen aan de financiering van hypotheekleningen. Nederland heeft geen gebrek aan besparingen om de hypotheekleningen te financieren, maar deze besparingen komen door fiscale faciliteiten en verplicht gestelde pensioenregelingen niet terecht bij banken die Nederlandse bedrijven en huishoudens financieren, maar bij pensioenfondsen die vooral in het buitenland beleggen. Na de kredietcrisis zetten de internationale kapitaalmarkten de kapitaaluitvoer van pensioenfondsen niet meer zo maar recht door hypotheekleningen met een hoge LTV te financieren tegen lage kosten. Zij straffen nu de grote schuldfinanciering als gevolg van de *hedge fund*-achtige structuur van de Nederlandse economie (lenen om te beleggen) af. Hetzelfde geldt voor de *mismatch* tussen de risico-karakteristieken van bezittingen en schulden en de daarmee gepaard gaande herfinancieringsrisico's.

...en versterkt de groei van onze economie

Het bouwsparen draagt op twee manieren bij aan de groei van de Nederlandse economie. In de eerste plaats stroomt er direct meer geld naar de Nederlandse woningmarkt waardoor de bouwsector en aanverwante activiteiten worden gestimuleerd. In de tweede plaats kunnen banken door een robuustere financiering van de Nederlandse woningmarkt goedkoper geld aantrekken op de internationale kapitaalmarkt. Zo komt er op indirecte wijze goedkoper en meer geld naar de Nederlandse economie. De ruimere beschikbaarheid van krediet door een sterker bankwezen bevordert daardoor ook de groei van andere bedrijven buiten de bouwsector, met name in het MKB dat sterk afhankelijk is van bankkrediet.

² Een nog verder gaande optie is om pensioendeelnemers met een restschuld toe te staan een deel van hun reeds opgebouwde pensioenkapitaal te liquideren om deze schuld weg te werken. De mogelijkheid om vermogen te liquideren zou eventueel ook kunnen gelden voor kapitaalverzekeringen eigen woning.

1.2.2 Hervorming van collectief pensioensparen

Meer maatwerk in pensioensparen, afhankelijk van de eigendomsverhouding van de pensioendeelnemer met zijn woning (huur versus koop), vraagt om hervormingen van het collectieve pensioenstelsel. Dan gaat het vooral om de manier waarop pensioenrechten worden opgebouwd en gewaardeerd.

Vervang doorsneeopbouw door degressieve pensioenopbouw

De belangrijkste hervorming is 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 ingelegde premies. Pensioenopbouw is namelijk goedkoper voor jongere werknemers omdat het door hun ingelegde kapitaal langer kan renderen. Onder degressieve pensioenopbouw bouwen jongeren meer kapitaal op voor de premie die zij inleggen en krijgen zij de beschikking over meer kapitaal voor de aanbataling van hun woning. Actuariel faire pensioenpremie waarbij de individuele vermogensopbouw overeenstemt met de waarde van de ingelegde premies maken verder een flexibelere 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 studieschuld.³ In het begin van hun volwassen leven doen jongeren er beter aan te investeren in hun menselijk kapitaal, een langer werkzaam leven en een eigen woning in plaats van te sparen voor pensioen en ouderenzorg. Door meer te investeren in menselijk kapitaal kunnen mensen langer met plezier doorwerken en zo meer pensioen opbouwen. Verder wordt de economie sterker en innovatiever en stroomt er meer geld naar het hoger onderwijs dat zich kan meten met de wereldtop. Actuariel faire premies als gevolg van de overstap op degressieve pensioenopbouw maakt het pensioenstelsel ook beter uitlegbaar voor jongeren: elke euro die jongeren inleggen komt ten goede aan jongeren zelf.

Overgangsprobleem oplossen met hogere pensioenleeftijd...

De versnelling van het verhogen van de AOW-leeftijd biedt een uitgelezen mogelijkheid om over te schakelen op degressieve pensioenopbouw. Oudere werknemers boven de 45 bouwen in de laatste jaren van hun arbeidzame leven minder pensioen op onder degressieve opbouw dan onder doorsneeopbouw. Dit zorgt er voor dat de pensioenleeftijd voor hogere middeninkomens in hetzelfde tempo gaat stijgen als die voor lagere inkomens. De overgang naar een hogere pensioenleeftijd wordt voor hogere inkomens op deze manier namelijk niet langer vertraagd door de grote voorraad oude aanvullende pensioenrechten die de huidige 45-plussers onder de oude pensioenleeftijd hebben opgebouwd. Zo stijgt de pensioenleeftijd voor degenen met ruime aanvullende pensioenen net zo snel als voor degenen die vooral afhankelijk zijn voor de AOW. Tevens worden de inkomenseffecten van een hogere pensioenleeftijd en het versneld verhogen van de

³ Er zijn daarnaast vele andere redenen om over te schakelen op degressieve opbouw, zoals het verminderen van per-verse solidariteit tussen arm en rijk, het bevorderen van de mobiliteit tussen werknemerschap en ondernemerschap en een betere aansluiting van de tweede pijler op de systematiek van de derde pijler. Zie Bovenberg en Boon (2010).

AOW-leeftijd gelijkmatiger gespreid over de verschillende inkomensgroepen. De AOW is immers vooral van belang voor lage inkomens, terwijl de aanvullende pensioenen voor hogere inkomens belangrijker zijn.

...zodat ouderen solidair zijn met jongeren

De overgang naar degressieve pensioenopbouw maakt dat hooggeschoolden langer doorwerken en menselijk kapitaal beter wordt benut. Verder zorgen oudere generaties er op deze manier voor dat jongeren voldoende eigen vermogen kunnen opbouwen om de woningmarkt te betreden en dat de woningmarkt solide wordt gefinancierd. Dit draagt bij aan waardebehoud van de woningen die de oudere generaties bezitten. Als men de opbouw van vermogen in de eigen woning ziet als een vorm van zorgsparen (voor ouderenzorg, zie paragraaf 1.5) dan draagt de oudere generatie door de transitie naar degressieve pensioenopbouw ook bij aan de kosten van de overstap van omslagfinanciering naar kapitaaldekking voor ouderenzorg, die anders vooral door de huidige jongeren gedragen wordt.

Heldere definitie en waardering pensioenaanspraken

Een tweede noodzakelijke hervorming van het pensioenstelsel is een heldere definitie van individuele eigendomsrechten in het collectieve pensioenstelsel. Als jongeren die een koopwoning willen aanschaffen er voor kiezen een deel van hun pensioenopbouw te benutten voor de aankoop van een woning dient helder te zijn hoeveel pensioenrechten zij opgeven. Dit pleit er voor de individuele aanspraak op collectieve buffers expliciet te maken en expliciet te waarderen. Het pensioenakkoord waarin ook de voorwaardelijke indexatie wordt toegerekend aan de individuele aanspraak is daartoe een belangrijke stap.

1.3 TWEEDE FASE VAN HET WERKZAME LEVEN

1.3.1 Sparen via de eigen woning

Hypotheek helemaal aflossen zet pensioenbesparingen onder druk...

Het voorstel van het kabinet Rutte om annuïtaire aflossing verplicht te stellen om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek maakt een verdere flexibele inzet van de pensioenpremie wenselijk. Ook nadat een woning is aangekocht kan de werknemer er voor kiezen een deel van zijn pensioenopbouw in te zetten voor de aflossing van zijn hypotheek. Huurders blijven wel gewoon de volledige pensioenpremie betalen. Dit voorkomt een tweedeling tijdens de pensioenfase tussen arme huurders en rijke bezitters van een eigen woning.⁴ Deze voorstellen voor eigenaar bewoners resulteren in een verdergaande balansverkorting: besparingen via de woning (door het aflossen van de

⁴ Bewoners van een corporatiewoning kunnen tijdens het werkende leven eventueel wel geleidelijk (een deel van) het eigendomsrecht van hun woning kopen met een deel van hun pensioenpremie. Voor deze gemengde huurkoopcontracten, zie paragraaf 5.3 en 5.4 in Spoor (2007).

hypotheek of het geleidelijk verwerven van een huurwoning) vervangen een deel van de pensioenbesparingen. Een vrijgespaarde woning is pensioen in natura: met lagere woonlasten volstaat een lagere pensioenambitie.

...maar sparen voor ouderenzorg zorgt voor enig tegenwicht...

Tegenover de minder grote noodzaak voor eigenaar bewoners om te sparen via pensioenfondsen staat dat burgers meer moeten gaan sparen als de publieke omslagfinanciering voor de ouderenzorg wordt beperkt (zie paragraaf 1.4 en 1.5). Dit geldt ongeacht de eigendomsvorm van de woning. Maar vergeleken met huurders zullen degenen die een eigen woning bezitten en daarin vermogen hebben opgebouwd nog steeds met een minder hoge pensioenambitie kunnen volstaan.

...maar maatwerk binnen collectief pensioenstelsel gevraagd

Helder is daarom dat het stimuleren van het aflossen van hypotheekleningen om meer maatwerk vraagt in pensioenregelingen en *one size fits all*-regelingen in de tweede pijler onder druk zet. Eigenaren van koopwoningen zullen ceteris paribus minder hoeven te sparen via hun pensioenfonds dan huurders die geen vermogen verwerven in hun woning. Het ligt dan ook voor de hand verplichte pensioenbesparingen en de daarbij horende fiscale begeleiding te verminderen voor hogere inkomens of de fiscale faciliteiten af te toppen vanaf een bepaald inkomen (bijvoorbeeld twee keer modaal).

Vermogen in eigen woning kan voor pensioen worden geliquideerd...

Nadeel van de voorstellen om een deel van de pensioenbesparingen te benutten voor het verwerven van vermogen in een eigen woning is dat de eigenaar bewoners het vermogen dat is opgeslagen in hun woning te gelde kunnen maken door de woning te verkopen. Als men het eigen vermogen vervolgens geheel consumeert moet men het tijdens het pensioen met minder inkomen doen bovenop de AOW. Dan zal wellicht een beroep gedaan moeten worden op allerlei inkomensafhankelijke regelingen (zoals de huurtoeslag en de zorgtoeslag) en zal men ook wellicht weinig inkomensafhankelijke eigen bijdragen kunnen betalen in de AWBZ. Daar staat overigens wel tegenover dat de fiscus profiteert van de balansverkortings door de substitutie van belastingvrije pensioenbesparingen door vermogensopbouw in de eigen woning (via minder hypotheekrenteaftrek).⁵

...maar deze optie kan worden beperkt

De optie om het vermogen in de woning te consumeren kan onaantrekkelijk worden gemaakt door de besparingen in de eigen woning net als pensioenbesparingen te behandelen volgens de omkeerregel. Bij het uitkeren uit de fiscale woonreserve zal dan in één keer moeten worden afgerekend met de fiscus. Men kan nog verder gaan en de woonreserve oormerken voor pensioen door alleen uitkeringen toe te staan uit de fiscale

5 Dit blijft het geval als de eigen woning in Box 3 valt. Eigen geld wordt immers in Box 3 zwaarder belast dan in de pensioenbox, waar de omkeerregel geldt en vermogensopbrengsten dus belastingvrij blijven. Een deel van het kortetermijn budgettaire voordeel van lagere pensioenbesparingen en het verplichten van annuïtaire aflossing (om in aanmerking te komen voor fiscale hypotheekrenteaftrek) betreft overigens het naar voren halen van belastingopbrengsten. Als deze extra opbrengsten niet worden gereserveerd vallen op termijn de belastingopbrengsten terug.

woonreserve na een bepaalde leeftijd in de vorm van een levenslange uitkering. Om besparingen ten behoeve van het einde van het leven te stimuleren volgt na minimaal een annuïtaire aflossing van de hypotheek tijdens het werkzame leven dan maximaal een annuïtaire uitkering vanaf de pensioenleeftijd. Zo worden besparingen gemaximaliseerd en ontsparingen geminimaliseerd. Als men de fiscale woonreserve eerder dan de pensioenleeftijd benut legt de fiscus een naheffing op voor de gederfde belastingopbrengsten.

1.3.2 *Hypotheekfinanciering door pensioenfondsen*

Grenzen aan balansverkorting...

Het is overigens wel de vraag of het optimaal is de hypotheek geheel af te lossen. Als de LTV op zo'n 60% ligt, is er een voldoende grote buffer gevormd om het risico van een restschuld zo goed als uit te sluiten. Het verder aflossen draagt dan niet meer bij aan een solider en minder kwetsbaar financieel systeem. Voor oudere huishoudens die zich in de tweede helft van hun werkzame leven bevinden en met een pensioentekort te maken hebben is het geheel aflossen van de hypotheek niet optimaal als het moeilijk is dat geld tijdens het pensioen te gelde te maken (zie hiervoor paragraaf 1.4). Deze huishoudens doen er dan beter aan hun vermogen niet in stenen te stoppen maar hun besparingen liquide te houden zodat ze hun pensioen kunnen aanvullen.

...vraagt om nieuwe vormen van hypotheekfinanciering door pensioenfondsen...

Balansverkorting door het stimuleren van aflossing en het verminderen van pensioenbesparingen kent dus haar grenzen. In plaats van het geforceerd aflossen van hypotheek tot een LTV van onder de 60% dient ons land daarom de voorwaarden te creëren waaronder institutionele beleggers zoals pensioenfondsen geïnteresseerd kunnen worden in het financieren van hypotheek met een gematigde LTV. Op die manier kan hypotheekschuld gefinancierd worden op de kapitaalmarkt zonder dat deze schuld de kredietcapaciteit van het bankwezen onder druk zet en systematische risico's vergroot. Pensioenfondsen profiteren niet alleen direct door de introductie van nieuwe, aantrekkelijke beleggingscategorieën. Door mee te helpen aan het financieren van hypotheekschuld en het versterken van banken voorkomen ze ook dat pensioenbesparingen onder druk komen te staan omdat hun deelnemers vooral moeten sparen via hun woning om de banken te versterken.

...die aan drie eisen moet voldoen

Om institutionele beleggers in het algemeen en Nederlandse pensioenfondsen in het bijzonder te interesseren om meer bij te dragen aan het financieren van Nederlandse hypotheek dienen de instrumenten die banken gebruiken om hun hypotheekportefeuille op de kapitaalmarkt te financieren aan een drietal, gerelateerde voorwaarden te voldoen. In de eerste plaats moeten fondsen Nederlandse hypotheek kunnen financieren zonder daarbij grote concentratierisico's te lopen op de Nederlandse woningmarkt. In de tweede plaats is een liquide markt als gevolg van een grote mate van standaardisatie van de onderliggende hypotheekproducten en transparantie vereist. In de derde plaats

is een grote, diepe markt waarin de financieringsinstrumenten in grote hoeveelheden kunnen worden verhandeld essentieel zodat fondsen de instrumenten voortdurend kan verhandelen in het kader van hun *asset liability*-management.

Liquide hypotheekobligaties als aantrekkelijke nieuwe beleggingscategorie

Om aan deze drie voorwaarden te voldoen zouden banken veilige, gestandaardiseerde Nederlandse hypotheekobligaties kunnen uitgeven die een exacte spiegel zijn van de hypotheek: dezelfde looptijd, rentestructuur en aflossingsprofiel. Het grote voordeel van dit zogenaamde balansprincipe is dat de bankbalans niet belast wordt met herfinancierings-, rente- of vervroegd aflossingsrisico. Dit beperkt het benodigde risicokapitaal. Het risicodragende vermogen voor de veilige, gedekte obligaties kan worden bij elkaar gebracht door bankaandelen en ongedekte obligaties (junior obligaties) die zijn achtergesteld aan de hypotheekobligaties. Door de risico's helder te scheiden kunnen investeerders kiezen tussen een rol als financier (door veilige, gestandaardiseerde hypotheekobligaties te kopen zonder blootstelling aan de Nederlandse huizenmarkt) en belegger (door direct in het risicodragende kapitaal van banken te beleggen of door risicodragende achtergestelde obligaties te kopen en zo bloot te staan aan de risico's op de Nederlandse woningmarkt). Nederlandse institutionele beleggers kunnen een belangrijkere rol spelen als financiers dan als beleggers. Voor deze laatste rol zullen buitenlandse partijen moeten worden geïnteresseerd zodat de risico's van de Nederlandse woningmarkt voldoende worden gespreid over meerdere partijen en landen.

Koppeling aan Nederlandse inflatie...

Om Nederlandse pensioenfondsen nog meer te verleiden om te beleggen in hypotheekobligaties kunnen hypotheekvormen worden geïntroduceerd waarbij de maandlasten gebaseerd zijn op de Nederlandse (loon)inflatie. Dit resulteert in optimale intergenerationele risicodeling. Jongeren die met hun menselijk kapitaal zich goed kunnen indekken tegen (loon)inflatie, zijn solidair met gepensioneerden als extra inflatie de koopkracht van gepensioneerden uitholt. In een tijd van deflatie, daarentegen, zijn ouderen solidair met jongeren. Door deze intergenerationele risicodeling te baseren op het onderpand van woningen blijft intergenerationele risicodeling mogelijk zonder grote verplichtstelling en in een flexibele arbeidsmarkt met een grote arbeidsmobiliteit.

...helpt om reële pensioenverplichtingen te waarderen en af te dekken...

Een extra voordeel van hypotheekobligaties gebaseerd op inflatie is dat er een reële rentetermijnstructuur ontstaat waarmee de toezichthouder reële pensioenverplichtingen objectiever kan waarderen. Dit is van groot belang voor een pensioen waarbij niet nominale garanties maar reële ambities centraal staan, zoals in het pensioenakkoord beoogd. Het reële aanvullende pensioenstelsel dat het pensioenakkoord beoogt vereist geïndexeerde obligaties die het inflatierisico prijzen. Verder kunnen de individuele voorwaardelijke reële pensioenrechten beter worden gewaardeerd ten behoeve van bouwsparen. Door hypotheekobligaties te gebruiken voor het waarderen van hun ver-

plichtingen worden pensioenfondsen bovendien optimaal geprikkeld om te beleggen in Nederlandse hypotheekobligaties.

...en reduceert waarde pensioenverplichtingen

Het extra aanbod van hoogwaardig euro-papier zorgt er verder voor dat fondsen een minder extreem lage discontovoet hoeven te hanteren voor het waarderen van hun verplichtingen. Zo komen de dekkingsgraden minder onder druk te staan als gevolg van het opdrogen van het aanbod van hoogwaardig euro-papier in Zuid Europa. Op die manier profiteren niet alleen jongere generaties van lagere hypotheekrentes als gevolg van een ruimere financiering van de woningmarkt maar blijven naast de waarde van hun woningen ook de pensioenuitkeringen aan ouderen beter op peil. De winst van een efficiëntere financiering van de woningmarkt wordt zo verdeeld over alle generaties.

1.3.3 Huurmarkt

Huren wordt aantrekkelijker ten opzichte van kopen voor de vraagkant...

Huren kan in de toekomst een aantrekkelijker alternatief worden voor kopen. Dat geldt voor jongeren die eerst vermogen moeten opbouwen om een eigen woning te kunnen financieren nu kapitaalmarkten lagere LTV's afdwingen. Verder kan een grotere huurmarkt voor werkenden bijdragen aan een flexibelere arbeidsmarkt. Voor werkenden wordt huren een aantrekkelijkere optie als de financieringseisen strenger worden en de overheid de fiscale hypotheekrenteaf trek beperkt in het kader van een eigendomsneutraal fiscaal beleid. Huren is ook aantrekkelijk voor gepensioneerden die het in de eigen woning opgeslagen eigen vermogen willen vrijmaken als aanvulling op hun pensioen dat door de lage dekkingsgraden de komende jaren niet of nauwelijks zal worden geïndexeerd. De vergrijzing vraagt om een beter functionerende particuliere huurmarkt.

...maar ook voor de aanbodkant

Door het introduceren van marktconforme huren wordt het aantrekkelijker te investeren in de Nederlandse huurmarkt. Als gevolg van het verminderen van fiscale subsidies aan de koopsector en het introduceren van marktconforme huren zullen corporaties op termijn een minder belangrijke rol hoeven te spelen als buffer tussen de huursector en de koopsector. Wel kunnen corporaties een belangrijke rol gaan spelen in bij het aanbieden van huurwoningen aan gepensioneerden. Enerzijds kunnen zij samen met de pensioensector *sales and rent back*-constructies aanbieden aan gepensioneerden, waarbij corporaties het eigendom en het onderhoud van de woningen overnemen (zie paragraaf 1.4 hieronder). Anderzijds kunnen pensioenfondsen corporaties financiering aanbieden voor de aankoop van woningen; corporaties kunnen hoogkwalitatieve inflatiegerelateerde obligaties uitgeven die voor fondsen interessant zijn omdat huren vaak gerelateerd zijn aan de inflatie. Verder zouden pensioenfondsen een rol kunnen gaan spelen als eigenaren van woningbouwcorporaties. Hierdoor wordt de *governance*-problematiek in de corporatiesector verlicht.

Pensioenfondsen hebben belang bij goede huurmarkt...

Pensioenfondsen hebben belang bij een goed functionerende huurmarkt. Huurders zullen meer pensioen willen opbouwen via pensioenfondsen omdat zij in tegenstelling tot eigen woning bezitters geen vermogen opbouwen in hun woning en tijdens hun pensioen hogere woonlasten tegemoet kunnen zien.

...en kunnen daar aan bijdragen

Pensioenfondsen kunnen een belangrijke rol spelen bij het financieren van de vastgoedondernemingen die het grotere aantal huurwoningen gaan exploiteren. Deze ondernemingen kunnen hoogkwalitatieve inflatiegerelateerde obligaties uitgeven die voor fondsen interessant zijn omdat huren vaak gerelateerd zijn aan de inflatie. Voor het risicodragende vermogen van deze ondernemingen zullen ook buitenlandse partijen moeten worden geïnteresseerd om te voorkomen dat de concentratierisico's op de Nederlandse woningmarkt te groot worden voor Nederlandse institutionele beleggers.

1.3.4 Grotere flexibiliteit

Verschillende ontwikkelingen vragen om dynamische toekomstvoorziening...

Niet alleen ontwikkelingen op de woningmarkt maar ook andere trends vragen om een dynamischer benadering van besparingen gedurende het werkzame leven.⁶ Dan gaat het bijvoorbeeld om een grotere behoefte aan zorgverlof (ten behoeve van zorg aan kinderen en hulpbehoevende ouders) ten behoeve van een gezonde balans tussen werk en privé, meer investeringen in menselijk kapitaal (door om- en bijscholing) ten behoeve van een langer, productief werkzaam leven, meer investeringen in het eigen bedrijf voor de groeiende groep mensen die het werknemerschap verwisselen voor het zelfstandig ondernemerschap, en grotere eigen betalingen in de zorg. Rengelden in de zorg kunnen omhoog als mensen deze betalingen kunnen uitsmeren over het hele werkzame leven met een limiet op de maximale eigen betalingen (eventueel als percentage van het arbeidsinkomen gedurende tot de levensloop).⁷

...die uit twee componenten bestaat

Een dynamische toekomstvoorziening bestaat uit twee componenten. De eerste component is vermogen dat men opbouwt met vaste premiepercentages en vastzet tot het moment van volledige pensionering ten behoeve van een levenslange periodieke uitkering. De tweede vermogenscomponent is een budget dat men ook flexibel kan inzetten (en eventueel ook flexibel kan opbouwen) voor andere specifieke doelen zoals om- en bijscholing, zorgverlof, eigen bijdragen in de zorg of de aankoop van een woning. De

⁶ Zie Bovenberg, Koelewijn en Kortleve (2011).

⁷ Zie hiervoor Gollier en Schlesinger (1995). Zij geven aan dat een eigen risico op de totale schade resulteert in een efficiëntere verzekering dan aparte eigen risico's voor iedere apart schadejaar. Dat geldt met name als er sprake is van beïnvloedbare zorguitgaven die niet gecorreleerd zijn over de tijd. Het is dus beter om het eigen risico te baseren op de totale zorgkosten tijdens het werkzame leven dan op de zorgkosten in elk apart jaar. Dit vereist wel dat er voldoende kapitaal gespaard wordt dat kan worden aangesproken als zorgkosten aan het einde van het leven hoog oplopen. Dit kapitaal komt pas op de pensioendatum tot uitkering.

pensioensector kan, naast het beheren van dit laatste budget, de taak op zich nemen om de deelnemers voor te lichten over het gebruik er van. Het is ook mogelijk het beheer van dat budget toe te vertrouwen aan andere financiële instellingen.

Fiscaal kader gevraagd

De overheid kan een fiscale vrijstelling introduceren voor vermogens die nodig zijn om consumptie gelijkmatig te verdelen over de levensloop ook al daalt het arbeidsinkomen aan het einde van het leven. De rest van de vermogens worden getroffen door een Box 3-heffing. Zo heft de fiscus belasting over grote vermogens en stelt ze tegelijkertijd vermogen vrij dat dient om mensen te helpen hun consumptie te egaliseren over hun leven en te sparen voor de oude dag. Deze fiscale vermogensvrijstelling kan zij koppelen aan de leeftijd en de in het verleden verdiende arbeidsinkomens. De rest van de vermogens valt onder een Box 3-heffing. De fiscale vermogensvrijstelling maakt geen onderscheid tussen verschillende vermogensbestanddelen en tussen zelfstandigen en werknemers. Zzp'ers die onvoldoende pensioen opbouwen kunnen bijvoorbeeld onbelast sparen via een spaarrekening, eigen beleggingen of een eigen huis.

1.4 BEGIN VAN PENSIOENPERIODE

Omzetten van woningkapitaal in verzekeringen voor de oude dag...

Door de beperking van de hypotheekrenteaftrek zullen mensen meer geneigd zijn hun hypotheek af te lossen en zo meer eigen vermogen op te bouwen in de eigen woning. Het benutten van het in de woning opgeslagen vermogen voor pensioen vraagt om nieuwe, innovatieve oplossingen. Terwijl de balansverkorting, als gevolg van het aflossen hypotheek, de rol van pensioenfondsen bij het beheren van vermogen tijdens de opbouwfase zal verkleinen, blijft er een grote rol voor de pensioen- en verzekeringsector bij het liquideren en uitkeren van het opgebouwde vermogen tijdens de uitkeringsfase. Dit geldt zeker als ouderen minder grote erfenissen willen nalaten aan hun kinderen, mede omdat ze voor de zorg aan het einde van hun leven meer willen vertrouwen op formele zorg in plaats van mantelzorg binnen de familie.

...vereisen innovatie en complexe transacties...

Uit onderzoek blijkt dat de meeste mensen tijdens hun pensioen in dezelfde woning willen blijven wonen. De mogelijkheden om de eigen woning in te zetten als aanvulling op het pensioeninkomen zijn momenteel beperkt tot de zogenaamde omkeer-hypotheek. In deze constructie kan slechts de executiewaarde van de woning worden gebruikt om een lening op te nemen (verminderd met de toekomstige rentebetalingen).

...zoals sales and rent back-constructies

Een aantrekkelijke, alternatieve oplossing betreft een *sales and rent back*-constructie waarbij de eigen woning bij aanvang van de pensioenleeftijd verkocht wordt aan een woningcorporatie (of ander vastgoedbedrijf) met het recht diezelfde woning tijdens de rest van het leven te kunnen huren. De verkoopopbrengst kan vervolgens door het

individu worden verzilverd door de aanschaf van een levenslange geïndexeerde lijfrente. De annuïteit vermindert het risico voor de corporatie dat de huur niet wordt betaald. De basis voor de vaststelling van de lijfrente-uitkering is de marktwaarde van de woning, het langlevensrisico is voor de verzekeraar en het vastgoedrisico voor de vastgoedonderneming die verantwoordelijk is voor het onderhoud van de woning. De periodieke uitkering ligt hoger dan in het geval van een omkeerhypotheek maar daaruit zal wel de huur moeten worden gefinancierd. Met deze complexe transacties zijn grote kapitalen gemoeid. Verder vereisen ze veel vertrouwen in de verzekeraar en de vastgoedonderneming die de woning verhuurt en onderhoudt. Pensioenuitvoerders of andere maatschappelijke organisaties kunnen een belangrijke rol spelen bij het voorkomen van woekerpraktijken zodat burgers deze transacties beter aandurven. Pensioenfondsen kunnen de vastgoedbedrijven ook helpen de aankoop van de woning te financieren.

Minder ouderenzorg in publieke AWBZ...

De publieke kosten van de ouderenzorg nemen in Nederland sterk toe. Om de kosten voor de overheid te beperken is het waarschijnlijk dat de AWBZ geleidelijk wordt versoberd tot zware lichaamsgebonden zorg die wordt geïndiceerd op basis van objectief medische gronden. De rest van de ouderenzorg wordt dan een private verantwoordelijkheid zonder publieke financiering. Wel is er op gemeentelijk niveau een vangnet nodig dat welzijnsachtige diensten en persoonlijke hulpverlening verschaft aan degenen die zowel een sociaal netwerk als de financiële middelen ontberen. Het gaat hier om voorzieningen onder de Wet Maatschappelijke Ondersteuning (WMO). Voor deze voorzieningen geldt zowel een inkomensstoets als een vermogenstoets.

...vraagt om nieuwe private verzekeringen voor de oude dag...

Om te voorkomen dat mensen te weinig sparen en daarom een beroep moeten doen op de WMO-voorzieningen kan de overheid verplichten dat pensioenen worden uitbetaald in de vorm van zorgannuïteiten die meer uitbetalen als ADL (*activities of daily living*) wegvallen.⁸ De uitkeringen van zorgannuïteiten zijn normbedragen. Het inkooprisico blijft voor de klant, mede omdat de feitelijke behoefte aan welzijnsachtige voorzieningen moeilijk objectief is te verifiëren en afhankelijk is van de gewenste levensstandaard van betrokkene. Zorgannuïteiten zijn in feite een verzekering tegen een lang leven in ongezonde toestand en combineren een omgekeerde levensverzekering met een schadeverzekering. Ze verminderen de perverse solidariteit in gewone annuïteiten die middelen herverdelen van lage inkomens (met een korte levensverwachting) naar hoge inkomens (met een lange levensverwachting). De reden is dat degenen met lage inkomens meestal ook een slechtere gezondheid kennen en dus relatief meer uitbetaald krijgen bij zorgannuïteiten dan bij gewone annuïteiten. Een ander voordeel van zorgannuïteiten is dat ze de vraag naar annuïteiten op peil houden als ouderen blootstaan aan onverzekerde gezondheidschokken. Een nadeel van annuïteiten is namelijk dat ze onvoldoende flexi-

⁸ Ook kunnen pensioendeelnemers bij pensionering zelf kiezen hoe ze hun pensioen uitbetaald willen krijgen. Om selectie te voorkomen is het wel belangrijk dat deze keuze eenmalig is op de pensioendatum wanneer deelnemers over nog weinig informatie beschikken of ze gezond of ongezond oud zullen worden.

bel zijn als mensen liquiditeit nodig hebben bij een verslechterende gezondheid (bijvoorbeeld om de woning aan te passen).

...en ander beleggingsgedrag van pensioenfondsen

Pensioenfondsen ambiëren om pensioen te indexeren aan de inflatie. Voor zorgannuïteiten zou de ambitie moeten zijn om de additionele uitkering bij het wegvallen van ADL's te laten oplopen met de zorginflatie. Dit maakt het voor pensioenfondsen aantrekkelijker om te investeren in zorginstellingen, zorgvastgoed en infrastructurele voorzieningen voor ouderenzorg. De aard van de pensioenambitie heeft dus consequenties voor het gewenste beleggingsbeleid. Bij een goede definitie van de conditionele verplichtingen en de daarmee gepaard gaande ambities van pensioenfondsen worden fondsen gestimuleerd om te investeren in de infrastructuur voor goede woon-zorg-voorzieningen in Nederland.

1.5 TWEEDE HELFT VAN PENSIOENPERIODE

Nieuwe behoeften...

In de tweede fase van het pensioen zijn mensen steeds meer gebonden aan hun eigen woning. Bovendien verslechtert de gezondheid vaak en krijgt men steeds behoefte aan persoonlijke dienstverlening rondom de woning en aan zorg. Een goede woon-zorg-omgeving wordt daardoor steeds belangrijker. Verder nemen de cognitieve capaciteiten af en krijgen mensen behoefte aan een betrouwbare instantie aan wie ze het regelen van allerlei zaken kunnen toevertrouwen.

...waarop pensioenuitvoerders kunnen inspelen

De pensioen- en verzekeringssector kan op drie manieren diensten verlenen. In de eerste plaats kan ze een rol spelen bij het financieren van woon-zorg-arrangementen. Dit kan door het aanbieden van zorgannuïteiten die op pensioendatum kunnen worden aangeschaft uit òf besparingen die het pensioenfonds beheerd heeft gedurende de opbouwfase òf uit het in de eigen woning opgeslagen vermogen (zie paragraaf 1.4). Een alternatief om woon-zorg-arrangementen te financieren is om het in de eigen woning opgeslagen eigen vermogen later in de pensioenfase pas te verzilveren als de gezondheid het laat afweten. Dan ontstaat vaak een acute noodzaak om de woonsituatie te veranderen, waarbij meestal kostbare investeringen gewenst zijn. Op dat moment kunnen pensioenuitvoerders bemiddelen, bijvoorbeeld bij de verkoop van de woning aan een woningbouwcorporatie of vastgoedbedrijf en het inzetten van de opbrengsten uit de verkoop voor de aankoop van een goed woon-zorg-arrangement voor de rest van het leven. Het acteren als vertrouwenspersoon bij deze complexe financiële transacties is de tweede manier waarop pensioenuitvoerders hun gepensioneerden kunnen bijstaan. Een laatste, derde manier is het benutten van de inkoopkracht van het collectief bij het zoeken naar goede aanbiedingen voor het verkopen van de woning en het aanschaffen van woon-zorg-arrangementen die worden aangeboden door woningbouwcorporaties of verhuurorganisaties.

Sparen voor ouderenzorg moet worden gestimuleerd...

Om mensen met weinig menselijk kapitaal te beschermen die onvoldoende hebben kunnen sparen tijdens hun werkzame leven zal er een vangnet op gemeentelijk niveau moeten blijven met een inkomens- en vermogenstoets (zie paragraaf 1.4). Om te voorkomen dat mensen met lagere middeninkomens een groot beroep doen op deze voorziening zal de overheid mensen willen aanmoedigen of zelfs verplichten⁹ om voldoende te sparen voor hun oude dag en dit spaargeld voor een deel te reserveren voor het einde van het leven.

...via pensioenbesparingen...

Sparen voor ouderenzorg kan op verschillende manieren plaatsvinden. Pensioenbesparingen kunnen op pensioendatum worden omgezet in een zorgannuïteit of een geïndexeerde annuïteit die voldoende koopkracht reserveert voor het einde van het leven wanneer de zorgbehoefte het grootst is. Door langer te blijven doorwerken kan meer kapitaal worden opgebouwd voor een forse levenslange inkomensstroom die eventueel verder wordt verhoogd als ADL's uitvallen.

...vrijsparen van de eigen woning...

Een alternatieve manier van sparen voor ouderenzorg is het aflossen van de hypotheek gedurende het werkzame leven om vervolgens pas als de gezondheid verslechtert aan het einde van het leven het in de woning opgeslagen eigen vermogen te benutten voor woon-zorg-arrangementen voor de rest van het leven.¹⁰ De kabinetsplannen om alleen nog hypotheekrenteaftrek toe te staan voor hypotheekleningen die in 30 jaar volledig worden afgelost kunnen gezien worden als een manier om sparen voor ouderenzorg aan te moedigen. Merk wel op dat op deze manier zorgsparen grotendeels buiten het pensioendomein blijft.

De overheid kan het opgebouwde vermogen in de eigen woning aanspreken door noodzakelijke zorg voor te financieren en de kosten na het overlijden van de betrokkenen te verrekenen met zijn of haar nalatenschap. De Ierse overheid doet dit nu al. Het nadeel van deze optie voor ouderen is wel dat de overheid beperkingen zal opleggen aan de hoeveelheid geld dan wel zorg die het zal willen voorfinancieren. Ouderen hebben door deze beperkende regels minder regie over hoe ze verzorgd willen worden dan wanneer ze zelf geld uit hun woning vrijmaken.

...en via spaararrangementen aangeboden door corporaties

Degenen die huren gedurende hun werkzame leven zullen op een andere wijze moeten sparen voor hun zorg of een beroep doen op hun sociale omgeving als ze niet aangewezen willen zijn op het gemeentelijke vangnet van de WMO. Corporaties kunnen hierbij

⁹ Al er sprake is van verplichte besparingen zal de inleg voor deze besparingen mogelijk tot de collectieve lasten blijven horen. Naarmate het vangnet betere kwaliteit biedt zal een spaarplicht steeds aantrekkelijker worden om te voorkomen dat de vermogenstoets voor deze voorzieningen sparen ontmoedigt.

¹⁰ Zie Spoor (2007).

zorgen voor aantrekkelijke woon-zorg-arrangementen en mensen aanmoedigen hiervoor te sparen tijdens hun werkzame leven. Zo kunnen bewoners van een corporatiewoning tijdens het werkende leven geleidelijk een deel van het eigendomsrecht van hun woning kopen en deze na ingang van het pensioen voor een gegarandeerde prijs weer verplicht terugverkopen aan de corporatie in ruil voor bijvoorbeeld woon-zorg-arrangementen. Door deze tussenvorm van huren en kopen en de daarbij horende welzijnsvoorzieningen kan het vermogen van woningbouwcorporaties worden benut om de kosten van gemeentelijke voorzieningen in de WMO te beperken.

1.6 CONCLUSIES

De noden op de aanpalende terreinen van wonen en zorg zullen de komende jaren veel vragen van het aanpassingsvermogen van de pensioensector. De uitdaging van een duurzame financiering van de woningmarkt en de daarmee gepaard gaande druk op het bankwezen zullen pensioenbesparingen gedurende de opbouwfase onder druk zetten en zullen bovendien om meer maatwerk vragen afhankelijk van de eigendomsverhouding die de deelnemers met hun woning hebben. Eigenaar bewoners zullen na de kredietcrisis meer eigen geld in hun woning moeten investeren om de hogere kosten van schuldfinanciering te vermijden. Zij zullen daarom meer via hun eigen woning en minder via pensioenfondsen willen sparen voor de oude dag. Dit geldt vooral voor het eerste deel van het werkzame leven waarin jongeren zich niet langer hoge LTV's kunnen veroorloven. In de tweede helft van het werkzame leven kunnen pensioenbesparingen meer op peil blijven als nieuwe manieren worden gevonden om hypotheek te financieren via pensioenfondsen zodat de risico's van hypotheekfinanciering voor het bankwezen beperkt zijn. Ook kan de pensioensector een belangrijke 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 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.

De uitdaging van een duurzame financiering van de zorg in het algemeen en de ouderenzorg in het bijzonder kan in tegenstelling tot de woonuitdaging resulteren in meer besparingen via pensioenfondsen. Het vraagt bovendien om nieuwe manieren om deze besparingen uit te keren en te reserveren voor het laatste deel van de uitkeringsfase wanneer de behoefte aan woon-zorg-arrangementen het grootst is.

Zowel het terrein van wonen als dat van zorg vraagt om een flexibelere inzet van besparingen gedurende de levensloop. Dit vereist hervormingen in de huidige systematiek van collectief pensioensparen. Het gaat dan om het omzetten van doorsneeopbouw in degressieve opbouw en het beter definiëren en waarderen van individuele pensioenrechten. Ook is waarschijnlijk een nieuwe marktordening geboden zonder grote verplichtstelling en zonder taakafbakening. Dit opdat pensioenuitvoerders en andere financiële instellingen die collectieve regelingen uitvoeren geïntegreerde dienstverlening kunnen aanbieden op verschillende terreinen en nieuwe type pensioenuitvoerders ontstaan die verschillende vermogenscomponenten kunnen beheren en uitwisselen.

Een elektronische infrastructuur voor het uitwisselen van gegevens over de financiële arrangementen van burgers kan de mededingstechnische bezwaren ondervangen tegen geïntegreerde dienstverlening door instellingen die collectieve regelingen uitvoeren.¹¹ Elke burger zou eigenaar moeten worden van het eigen financiële planning dossier. Dit draagt ook bij aan inzicht en overzicht van burgers in hun financiële situatie.

Een duurzame pensioensector vereist maatschappelijk ondernemerschap door het zoeken naar nieuwe combinaties om de Nederlandse samenleving optimaal te kunnen blijven dienen in een tijd die om nieuwe, innovatieve oplossingen vraagt voor de grote noden op de terreinen van wonen en zorg. Het is van groot belang dat partijen daarbij verder kijken dan alleen het eigen, beperkte domein. Het vraagt om een holistische benadering die in de plaats komt van een gefragmenteerde, verkokerde benadering van de burger. Dit artikel heeft verkend hoe de pensioensector samen met andere partijen, zoals woningbouwcorporaties, zorgverzekeraars en de overheid, burgers optimaal kan ondersteunen bij de financiële planning over de levensloop gericht op optimale woon- en zorgarrangementen. De uitdagingen op het grensvlak van wonen, zorg en pensioen zijn evenzoveel kansen voor de pensioensector om maatschappelijk te ondernemen gericht op de hele mens.

¹¹ Financiële instellingen kunnen via deze infrastructuur, na machtiging door de klant, toegang krijgen tot de gegevens van de financiële producten (inclusief collectieve pensioenproducten) die burgers hebben afgenomen. Zo hebben alle aanbieders toegang tot dezelfde informatie over de klant en kunnen ze geïntegreerd financieel advies verstrekken en producten ontwikkelen die aansluiten bij de individuele situatie van een klant. Zie Bovenberg en Maatman (2007).

2 NAAR EEN DUURZAAM FINANCIERINGSMODEL VOOR HYPOTHEKEN

2.1 INLEIDING

Deze bijdrage bespreekt een duurzaam financieringsmodel voor hypotheeken zonder staatsteun (geen Nationale Hypotheek Garantie, geen beroep op verzekerde deposito's, geen fiscale subsidies voor hypotheeken). Banken financieren hypotheeken op de kapitaalmarkt met langlopende leningen in plaats van met deposito's die direct opvraagbaar zijn. Hierdoor ontstaat een grote liquide markt voor hypotheekobligaties. Dit resulteert in een stabiel financieel systeem door het beperken van systematische risico's en kredietrisico's en het beter alloceren van macro-economische risico's.

Ook pensioenfondsen profiteren. In de eerste plaats genereert een markt voor liquide hypotheekobligaties aantrekkelijke additionele beleggingsmogelijkheden voor pensioenfondsen en verzekeraars en zal meer beleggers verleiden te beleggen in de Nederlandse economie. Door het creëren van een markt voor inflatie-gerelateerde obligaties ontstaat verder een reële-rentecurve die benut kan worden voor het waarderen en indekken van voorwaardelijke reële pensioenverplichtingen. De grotere beschikbaarheid van veilig papier kan ook bijdragen aan een hogere beloning op hoogkwalitatief papier voor pensioenfondsen en een lagere waardering van hun reële verplichtingen. Door het creëren van een markt voor hypotheekobligaties wordt verder een geforceerde afbouw van de Nederlandse hypotheekschuld voorkomen. Door zo'n geforceerde schuldafbouw zou langdurige krimp dreigen. Verder zou er in zo'n scenario maatschappelijke druk gaan ontstaan om pensioenbesparingen te verminderen zodat huishoudens meer ruimte krijgen om te sparen via het aflossen van hun hypotheek.

Pensioenfondsen dienen te zorgen voor een goed pensioen voor hun deelnemers. Daarbij past geen overheidsdwang om te beleggen in banken of de Nederlandse woningmarkt. Om lange-termijn beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars te verleiden om meer in ons land te investeren beschrijft paragraaf 2.2 eerst de condities waaraan beleggingsinstrumenten moeten voldoen om voor pensioenfondsen interessant te zijn. Paragraaf 2.3 gaat in op een door ons voorgestaan bankmodel waarin een bank die hypotheeken verstrekt zich financiert op de kapitaalmarkt in plaats van met deposito's. Paragraaf 2.4 geeft aan dat dit resulteert in een stabiel financieel systeem. Vervolgens gaan we in op de voordelen voor het pensioenstelsel als geheel (paragraaf 2.5) en de rol van de overheid (paragraaf 2.6). Paragraaf 2.7 concludeert.

2.2 HOE LANGE-TERMIJNBELEGGER INTERESSEREN VOOR HET FINANCIEREN VAN HYPOTHEKEN?

Om institutionele beleggers in het algemeen en Nederlandse pensioenfondsen in het bijzonder te interesseren om meer bij te dragen aan het financieren van Nederlandse hypotheeken moeten de instrumenten die banken gebruiken om hun hypotheekportefeuille op de kapitaalmarkt te financieren aan een tweetal, gerelateerde voorwaarden voldoen.

2.2.1 *Veilige langlopende gedekte hypotheekobligaties*

Nederlandse fondsen moeten Nederlandse hypotheek kunnen financieren zonder daarbij grote concentratierisico's te lopen op de Nederlandse woningmarkt. Door de risico's helder te scheiden kunnen investeerders kiezen tussen een rol als financier (door veilige, gestandaardiseerde hypotheekobligaties te kopen) en belegger (door direct in het risicodragende kapitaal van banken te beleggen of door risicodragende achtergestelde hypotheekobligaties te kopen en zo bloot te staan aan de risico's op de Nederlandse woningmarkt). Beleggers kunnen op die manier hun gewenste risicoprofiel kiezen. Nederlandse institutionele beleggers kunnen een belangrijkere rol spelen als financiers dan als beleggers. Voor deze laatste rol zullen meer buitenlandse partijen moeten worden geïnteresseerd zodat de risico's van de Nederlandse woningmarkt voldoende worden gespreid over meerdere partijen en landen.

Een ander voordeel van het creëren van veilige instrumenten om Nederlandse hypotheek te financieren is dat institutionele beleggers zo verleid worden om voor hun risicovrije beleggingen niet alleen naar overheden maar ook naar de private sector te kijken. Zo kan de economie gestimuleerd worden door impulsen vanuit de private sector nu overheden hun begrotingstekorten saneren. Om dit te bereiken moeten de hypotheekobligaties wat betreft de risicokwalificaties in de regelgeving voor pensioenfondsen en verzekeraars (bijvoorbeeld Solvency II) in de buurt komen van de lage risicokwalificaties van overheidsobligaties.¹² Zo moeten pensioenfondsen deze obligaties kunnen benutten als deel van hun zogenaamde *matching* portefeuille die beoogt hun verplichtingen af te dekken. Meer hoogkwalitatief papier zorgt bovendien voor meer goed onderpand in het financiële systeem. Verder draagt extra hoogwaardig papier bij aan minder extreem lage rentes op hoogwaardig overheidspapier zodat marktwaardering van de verplichtingen van pensioenfondsen minder verstoord wordt.

2.2.2 *Standaardisatie, transparantie en liquiditeit*

Een liquide markt als gevolg van een grote mate van standaardisatie van de onderliggende hypotheekproducten en transparantie is van groot belang. Een *lemons' market* moet worden voorkomen waarbij onzekerheid over de kwaliteit van obligaties de markt doet opdrogen. De kredietcrisis heeft de kosten van intransparante producten en structuren duidelijk gemaakt. Complexe structuren, beperkte transparantie over de onderliggende hypotheekleningen en de daaruit resulterende geringe liquiditeit en vertrouwen maken securitisaties moeilijker te plaatsen. De financiële wereld moet doorzichtiger worden. Naast een grote mate van transparantie is het creëren van een grote, diepe markt waarin de financieringsinstrumenten in grote hoeveelheden kunnen worden verhandeld essentieel. Standaardisatie, zoveel mogelijk met Europese standaard voorwaarden, kan daaraan bijdragen. De markt kan ook groter en meer liquide worden als banken de hypotheekobligaties kunnen gebruiken voor hun liquiditeitsbeheer. Daarom

¹² Overheidsobligaties worden in veel regelgeving nog steeds als risicovrij aangemerkt. Op deze manier stimuleren overheden beleggers om de financieringstekorten van overheden te financieren in plaats van middelen ter beschikking te stellen van de private sector. In feite verkrijgen overheden door deze risicokwalificaties een concurrentievoordeel ten opzichte concurrenten aan de vraagzijde van de kapitaalmarkt en houden overheden hun rentelasten laag.

moeten deze obligaties in de hoogste liquiditeitsklassen vallen bij de liquiditeitseisen van Basel III.

2.3 BANKEN FINANCIEREN HYPOTHEKEN OP DE KAPITAALMARKT

In plaats van hypotheeken te financieren met deposito's, securitisaties of traditionele gedekte obligaties zouden banken hypotheeken meer moeten financieren via de kapitaalmarkt met instrumenten die minder macrorisico's impliceren voor de bankbalans. Hierbij zijn zoveel gedekte als ongedekte obligaties van belang.

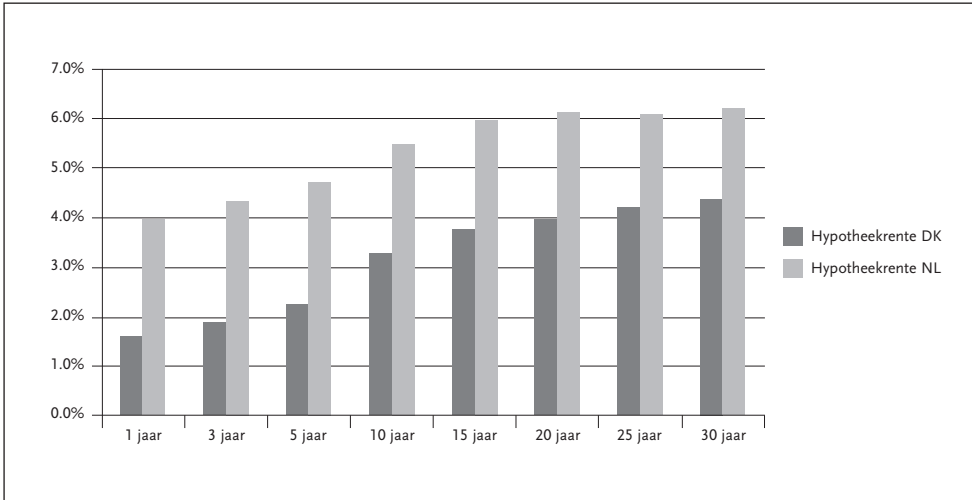
2.3.1 Gestandaardiseerde gedekte hypotheekobligaties

In de eerste plaats dienen banken veilige, gestandaardiseerde gedekte Nederlandse hypotheekobligaties uit te geven die een exacte spiegel van de hypotheek: dezelfde looptijd, rentestructuur en aflossingsprofiel. Het grote voordeel van dit zogenaamde balansprincipe is een transparante relatie tussen kredietnemer en kredietgever waarbij de bankbalans niet belast wordt met herfinancierings-, rente- of vervroegd aflossingsrisico omdat de uitgaande kasstromen volledig worden gedekt door de inkomende kasstromen. In plaats van te speculeren op macrorisico's beperken banken zich tot hun kerntaak: het selecteren van kredietwaardige klanten. Zonder looptijdtransformatie vermindert het extra onderpand (*overcollateralisatie*) dat moet worden aangehouden voor het verkrijgen van een AAA-rating.

Doordat Nederlandse banken de hypotheekobligaties standaardiseren kan er een liquide markt ontstaan met lagere liquiditeitspremies waarop de hypotheekrente objectief is vast te stellen. Een markt voor degelijke, gestandaardiseerde hypotheekobligaties functioneert al tweehonderd jaar in Denemarken. De banken concurreren op service en de opslag bovenop het rendement op de hypotheekobligaties die ze in rekening brengen voor het kredietrisico en administratie. Figuur 1 laat zien dat de Deense hypotheekrente door de grotere transparantie en efficiëntere financieringsstructuur significant lager ligt dan in Nederland voor hypotheeken van dezelfde looptijd en vergelijkbare *loan to value*-ratios.¹³ En dat terwijl de voorwaarden van de langlopende Deense hypotheeken gunstiger zijn omdat de consument tegen lage kosten kan aflossen bij een rentedaling en kan oversluiten tegen het lagere tarief.¹⁴ Verder kent Denemarken geen equivalent van de Nationale Hypotheek Garantie en bevatten de Deense tarieven dus geen impliciete overheidssubsidie. Figuur 1 is daarom gebaseerd op niet-Nationale Hypotheek Garantie-hypotheeken.

13 Deze cijfers zijn gebaseerd op de traditionele Deense hypotheeken en niet op de in Denemarken in de afgelopen tien jaar geïntroduceerde hypotheeken die kortlopend worden gefinancierd. Kredietbeoordelaars zetten de laatste tijd terecht vraagtekens bij dit laatste financieringsmodel waarin Deense hypotheeken niet langer via het balansprincipe worden gefinancierd.

14 Deze vervroegde aflossingsoptie genereert cash-flowrisico voor de beleggers en maken hypotheekobligaties minder interessant voor pensioenfondsen als instrument voor het afdekken van renterisico's. Als rentes dalen zullen veel hypotheekgevers de lening aflossen tegen par zodat de rente-hedge verloren gaat voor de pensioenfondsen. Daarom valt het te overwegen bij Nederlandse hypotheeken en de daarop gebaseerde hypotheekobligaties de Deense vervroegde aflossingsoptie achter wege te laten. Bij inflatie gerelateerde instrumenten is deze vervroegde aflossingsoptie ook minder nodig omdat de reële rente minder zal fluctueren dan de nominale rente.

Figuur 1: Vergelijking Deense en Nederlandse hypotheektarieven per januari 2012

Bron: www.nykredit.dk, www.hypotheekrente.nl

2.3.2 Kapitaliseren van buffers door ongedekte obligaties

In de tweede plaats dekt de bank het kredietrisico af van de leningen die zij verstrekt. Het kredietrisico wordt voor iedere individuele hypotheek vooraf en doorlopend vastgesteld en op basis daarvan wordt de noodzakelijke hoeveelheid buffervermogen bepaald. Dit buffervermogen wordt vervolgens gekapitaliseerd door de uitgifte van aandelen en achtergestelde obligaties.

De hypotheekverstrekker moet de aandelen kopen, de achtergestelde obligaties mogen ook aan derden verkocht worden. Zolang de hypotheekverstrekker het belangrijkste deel – het zogenaamde *first loss* – van het kredietrisico draagt, weten beleggers dat er alleen kredietwaardige klanten geaccepteerd worden en dat het risico van de obligaties zeer laag is.

Om in aanmerking te komen voor een gunstigere behandeling onder Basel III en Solvency II dienen de hypotheekobligaties te voldoen aan de Europese richtlijnen voor gedekte obligaties.¹⁵ Belangrijk onderdeel van deze richtlijnen is de maximale *loan to value*-ratio van de onderliggende hypotheekleningen: deze mag niet meer dan 80% van de marktwaarde bedragen. Dit betekent dat er additionele liquide middelen aangehouden moeten worden in het geval er hypotheekleningen worden verstrekt met een *loan to value*-ratio boven de 80%, of in het geval van een daling van de huizenprijzen.¹⁶ Dit

¹⁵ Deze regels zijn nog niet definitief en veranderen bovendien regelmatig. Primair is dat de hypotheekobligaties zo worden gestructureerd dat de beleggers weinig risico's lopen en daarom een triple-A rating krijgen van rating agencies.

¹⁶ Er blijft dus een herfinancieringsrisico bestaan omdat bij dalende huizenprijzen nieuwe financiering moet worden aangetrokken. Dit risico kan worden beperkt door LTV's via aflossing snel beneden de 80% te brengen. Verder dient de kans op grote correcties in prijzen beperkt te worden door de woningmarkt stabiel te maken. Ook daarbij helpen lagere LTV's. Daarnaast verdient het in navolging van Duitsland aanbeveling om in een opgaande markt de woningwaarde te gaan baseren op een voortschrijdend gemiddelde van huizenprijzen gedurende de afgelopen 10

kan worden vormgegeven door de uitgifte van ongedekte obligaties (junior obligaties) die zijn achtergesteld aan de gedekte hypotheekobligaties, maar preferent ten opzichte van de achtergestelde obligaties en aandelen.¹⁷ Door verschillende soorten papier uit te geven kan beter ingespeeld worden op de specifieke risico-rendementsvoorkeuren van beleggers. Te veel maatwerk kan echter resulteren in een complexe, weinig transparante structuur. Daarom kan eventueel volstaan worden met drie in plaats van vier lagen van risico: *covered bonds*, *junior bonds* en aandelen.

Het risicodragende vermogen voor de veilige, gedekte obligaties wordt dus niet zoals bij veel traditionele gedekte obligaties impliciet verschafft door deposito's en het depositogarantiesysteem (en dus impliciet mede via de overheid) maar door beleggers die zich bewust zijn van deze risico's en dat ook marktconform prijzen. Er is dus geen reden om de uitgifte van deze gedekte obligaties aan banden te leggen om de risico's voor het depositogarantiestelsel te beperken. Door hypotheek niet langer direct te financieren door garanties gesubsidieerde funding (in de vorm van deposito's) worden de overheidsfinanciën niet langer belast. Bovendien liggen de risico's door de uitgifte van deze *junior bonds* niet helemaal op de bankbalans maar ook voor een deel bij beleggers: het risico voor de bank is beperkt tot het aandelenkapitaal en eventueel de achtergestelde leningen die men zelf in de boeken heeft. Dit vermindert de risico's voor de bankbalans en maken banken minder kwetsbaar.

Door de risico's helder te scheiden kunnen investeerders kiezen tussen een rol als belegger (door direct in het risicodragende kapitaal van banken of door risicodragende achtergestelde hypotheekobligaties te beleggen en zo bloot te staan aan de risico's op de Nederlandse woningmarkt) of een rol als financier (door veilige, gestandaardiseerde hypotheekobligaties te kopen).

Overgangsregeling

Om de bestaande grote hypotheekportefeuilles van de Nederlandse banken te financieren zouden banken en pensioenfondsen samen het risicodragende kapitaal bij elkaar kunnen brengen voor een nieuw vehikel dat gestandaardiseerde hypotheekobligaties uitgeeft. Als deze obligaties ook gebaseerd zijn op het balansprincipe is het waarschijnlijk onvermijdelijk dat hypotheek via een eenvoudige administratieve handeling moeten worden overgesloten.

jaar. Dit introduceert een anticyclisch element in het toezicht en maakt de woningmarkt een stuk stabielier omdat sterk stijgende woningprijzen zichzelf niet versterken door een onmiddellijke verhoging van de leencapaciteit.

17 Deze obligaties hebben meestal een kortere looptijd dan de onderliggende hypotheek omdat de LTV van de onderliggende hypotheek door aflossing na verloop van tijd onder de 80% van de marktwaarde komen. Het aparte inprijzen van de kosten van de junior obligaties is een sterke prikkel om de LTV via snelle aflossing snel tot 80% terug te brengen of van te voren voldoende te sparen voor een aanbetaling zodat de LTV vanaf het begin van de lening onder de 80% ligt.

2.4 EEN STABIELER FINANCIËEL SYSTEEM

Deze voorstellen resulteren in een stabielere financieel systeem. Grotere liquiditeit van bankbalansen en kleinere herfinancieringsrisico's verminderen het risico op *bankruns* en daarmee het systeemrisico en de druk op het depositogarantiestelsel. Een betere allocatie van marktrisico's met minder macrorisico op bankbalansen zorgt verder voor lagere financieringskosten en kleinere systeemrisico's. Tenslotte zorgt meer transparantie voor lagere risicopremies en hypotheektarieven alsmede mogelijkheden voor beter toezicht.

Minder systeemrisico's en liquiditeitsrisico's (bankruns)

Een liquide markt voor hypotheekobligaties gebaseerd op het balansprincipe resulteert in een stabielere banksysteem dat minder kwetsbaar is voor bankruns. De kredietcrisis en de daarop volgende Europese schulden- en bankencrisis hebben laten zien dat herfinancieringsrisico's van banken een groot gevaar opleveren voor de financiële stabiliteit van de economie – het gaat hier vooral om het risico van een *wholesale bankrun*. In normale marktomstandigheden waarin de lange rente de korte rente overtreft en er voldoende korte financiering beschikbaar is, rapporteren banken mooie winsten. Maar als er in crisissituaties onvoldoende liquiditeit is om de verplichtingen te herfinancieren moet de centrale bank bijspringen. Het risico van een *wholesale bankrun* wordt in onze voorstellen gereduceerd vanwege het balansprincipe: hypotheekobligaties worden volledig gefinancierd met langlopende obligaties van dezelfde looptijd.

Een ander belangrijk systeemrisico is een *retail bankrun* waarbij consumenten massaal hun deposito's opnemen zonder dat een bank zijn lange, illiquide activa (hypotheekobligaties) kan verkopen om aan zijn direct opvraagbare verplichtingen te voldoen. Dit risico wordt in onze voorstellen gereduceerd omdat hypotheekobligaties volledig gefinancierd worden met langlopende obligaties van dezelfde looptijd in plaats van direct opvraagbaar spaargeld. Banken staan daardoor niet langer bloot aan de verleiding om te stunten met de rente op gegarandeerde spaardeposito's om hun hypotheekobligaties te kunnen herfinancieren. Verder gebruiken banken deposito's niet langer om hun illiquide eigen hypotheekportefeuille te financieren maar wel voor het aankopen van liquide hypotheekobligaties. Op die manier kunnen banken aan enige looptijdtransformatie blijven doen op basis van goed onderpand maar zonder grote liquiditeitsrisico's. Ze kunnen de liquide obligaties immers direct verkopen of bij de centrale bank belenen als deposito's wanneer hun financiering op de kapitaalmarkt opdroogt. De hypotheekobligaties tellen in Basel III in principe als *level-2 assets* in de liquiditeitsbuffers.

Logische verdeling van macrorisico's en microrisico's

Het financiële systeem wordt ook stabielere omdat risico's logischer verdeeld worden over verschillende partijen; de betere allocatie van risico's zorgt voor lagere financieringskosten en minder grote systeemrisico's. In plaats van te speculeren op macro risico's beperken banken zich tot hun kerntaak: het selecteren van kredietwaardige klanten. Alleen het kredietrisico blijft voor een groot deel van rekening van de bank om de bank de goede prikkels te geven voor het selecteren en monitoren van klanten. Langlopende

kredieten zoals hypotheeklen worden ook met lang geld gefinancierd. Vanwege de lange termijnmiddelen die binnenlandse en buitenlandse pensioenfondsen en verzekeraars tot hun beschikking hebben, ontstaat een betere match tussen de lange looptijd van hypotheeklen en de horizon van de financiers. Deposito's die met een druk op de knop kunnen worden weggesluisd spelen geen directe rol meer bij het financieren van lange-termijnhypotheeklen.

Depositohouders worden beschermd tegen kredietrisico

Kredietrisico wordt gedragen door professionele partijen die dit risico inprijsen in plaats van depositohouders en het achterliggende depositogarantiestelsel die deze risico's niet of nauwelijks inprijsen. Dit vermindert moreel gevaar van te veel riskante kredietverlening op kosten van de belastingbetaler of de argeloze depositohouder. De *funding gap* is niet meer direct relevant omdat hypotheeklen niet meer worden gefinancierd door deposito's maar door de kapitaalmarkt. Onze voorstellen creëren de condities (efficiëntere financiering en lagere LTV's) waaronder de *funding gap* geen probleem is. Door deposito's te benutten om liquide hypotheekobligaties aan te schaffen kunnen banken goed onderpand blijven gebruiken maar zonder grote kredietrisico's en liquiditeitsrisico's.

Als hypotheeklen voor een groter deel door lange-termijnbeleggers worden gefinancierd, kunnen banken deposito's voor een groter deel benutten voor hun kerntaak: de financiering van het MKB en jonge dynamische bedrijven. Dit verlaagt de financieringskosten voor het MKB en vergroot de investeringen in Nederland. Door een groter deel van de hoge Nederlandse besparingen te benutten voor binnenlandse investeringen levert Nederland een bijdrage aan het verminderen van de betalingsonevenwichtigheden binnen Europa en versterkt het de groei van de binnenlandse economie.

Meer transparantie

De hypotheekobligaties maken deel uit van grote liquide series die worden verhandeld op de kapitaalmarkt. De actuele marktrente op deze obligaties, en daarmee dus impliciet de hypotheekrente, is hierdoor objectief vast te stellen. Dit maakt de hypotheekmarkt transparant voor de consument. Ook de kosten van hoge initiële LTV's worden zichtbaar en stimuleren huishoudens om snel af te lossen.

Beleggers krijgen toegang tot gestandaardiseerde actuele performance-informatie en het benodigde onderpand van de bank wordt periodiek aangepast in geval van verslechtering van de portefeuille. Dit vergroot het vertrouwen en daarmee de vereiste risicopremies. Ook de heldere relatie tussen kredietgever en kredietnemer verkleint de intransparantie van het financiële systeem.

Door de heldere scheiding van risico's weten beleggers ook waar ze aan toe zijn en kunnen ze hun eigen gewenste mix van risico's samenstellen.

Huidige securitisaties gebruiken allerlei complexe en ondoorzichtige derivaten constructies met tegenpartijrisico's om de rentestructuur van de onderliggende hypotheeklen om te zetten in *floating rates*. Deze ondoorzichtige constructies resulteren in extra transactiekosten.

Door de beschikbaarheid van meer marktinformatie (rente op hypotheekobligaties

en op ongedekte obligaties) worden risico's beter prijsbaar. Dit komt ook de effectiviteit van het toezicht ten goede omdat de toezichthouder een minder grote informatieachterstand heeft en bovendien meer marktinformatie tot zijn beschikking heeft. Marktwaardering wordt beter mogelijk. Toezichthouders krijgen betere informatie over de kwaliteit en marktwaarde van de balansen van financiële instellingen (inclusief banken maar ook pensioenfondsen, zie hieronder).

Een liquide markt voor hypotheekobligaties zorgt ook voor een betere transmissie van monetair beleid. Figuur 2 laat zien dat de renteverlagingen die de ECB als reactie op de kredietcrisis doorvoerde nauwelijks effect hebben gehad op de Nederlandse hypotheektarieven. De correlatie tussen de niveau's van de hypotheek- en swaprentes bedraagt maar 0,14 voor Nederland, terwijl deze in Denemarken 0,95 bedraagt (zie ook Figuur 3).

Figuur 2: Vergelijking hypotheek- en swaprente in Nederland tussen 2003 en 2011



Bron: www.dnb.nl

Figuur 3: Vergelijking hypotheek- en swaprente in Denemarken tussen 2003 en 2011¹⁸



Bron: www.statbank.dk

2.5 NIEUW PENSIOENSTELSEL: GEÏNDEXEERDE OBLIGATIES EN DISCONTOCURVE

Om pensioenfondsen meer te interesseren om te beleggen in hypotheekobligaties kunnen ook hypotheekvormen worden geïntroduceerd waarbij de maandlasten gebaseerd zijn op de Nederlandse (loon)inflatie. Dit resulteert in optimale intergenerationele risicodeling. Jongeren die met hun menselijk kapitaal zich goed kunnen indekken tegen (loon)inflatie, zijn solidair met gepensioneerden als extra inflatie de koopkracht van gepensioneerden uitholt. In een tijd van deflatie, daarentegen, zijn ouderen solidair met jongeren. Door deze intergenerationele risicodeling te baseren op het onderpand van woningen blijft intergenerationele risicodeling mogelijk in een flexibele arbeidsmarkt met een grote arbeidsmobiliteit. Binnenlandse beleggingen voor pensioenfondsen zijn optimaal omdat deze beleggingen gelijke tred houden met de binnenlandse welvaart die gepensioneerden graag willen volgen. Ouderen meten hun welvaart immers af aan dat van anderen in de samenleving. Dit alles pleit voor een zekere *home bias* in de beleggingen van pensioenfondsen.

Een extra voordeel van hoogkwalitatieve hypotheekobligaties met een *triple-A rating* gebaseerd op inflatie is dat er een reële rentetermijnstructuur ontstaat waarmee de toezichthouder reële pensioenverplichtingen objectiever kan waarderen op basis van marktwaardering. Dit is van groot belang nu het pensioenakkoord in plaats van nominale garanties reële ambities centraal stelt. Het reële aanvullende pensioenstelsel dat het

¹⁸ De data voor de swaprente zijn pas beschikbaar vanaf het najaar van 2008.

pensioenakkoord beoogt vereist geïndexeerde obligaties. Verder maakt de lange looptijd van de hypotheekobligaties het mogelijk om ook het langere eind van de discontocurve (tussen een looptijd van 20 en 35 jaar) objectief te bepalen op basis van marktwaarde in plaats van een beroep te moeten doen op allerlei subjectieve modellen. Het is wel belangrijk dat deze markt voldoende liquide is om marktverstoringen te vermijden.

Door hypotheekobligaties te gebruiken voor het waarderen van hun verplichtingen worden pensioenfondsen bovendien optimaal geprikkeld om te beleggen in Nederlandse hypotheekobligaties. Verder wordt het aanvullende pensioenstelsel minder procyclisch omdat de reële rente minder sterk varieert met de cyclus varieert dan de nominale rente. Daarbij komt ook nog dat de risico opslag in de nieuwe discontovoet hoger ligt in slechte economische tijden (de ongedekte obligaties kunnen benut worden voor het bepalen van de risicoopslag) en schokken meer worden uitgesmeerd dan in het huidige pensioenstelsel. Ook dit draagt bij aan een stabielere macroeconomie.

Verder resulteert een groter aanbod van veilig papier voor een hogere rente op hoogkwalitatief papier, waardoor pensioenen minder duur worden. Door een beter rendement op veilige obligaties worden pensioenfondsen minder verleid om risico's te zoeken om hun rendementsdoelstellingen te halen. Dit resulteert in minder volatiliteit in pensioenuitkeringen.

2.6 DE ROL VAN DE OVERHEID

De overheid is medeigenaar van de huidige problemen op de woningmarkt en de financieringsproblematiek van de hypotheekportefeuilles van banken. Door beleggen in Nederland aantrekkelijker te maken voorkomt de overheid dat kredietschaarste de groei en de belastingopbrengsten schaadt. Een grotere financiële stabiliteit drukt verder de impliciete claims van de financiële sector op de overheidsfinanciën. Daarom dient de overheid een actieve rol te spelen bij het bij elkaar brengen van partijen en het standaardiseren van hypotheek en hypotheekobligaties zodat deze obligaties goede risico- en liquiditeitskwalificaties krijgen wanneer pensioenfondsen, verzekeraars en banken in dit papier beleggen. Zo draagt ze er aan bij dat beleggers niet vooral overheidstekorten maar ook de private sector financieren. Verder kan zij het toezicht op zachte reële pensioencontracten mede baseren op geïndexeerde hypotheekobligaties in plaats van alleen overheidspapier.

Ook kan de overheid pensioenfondsen duidelijk maken dat quasi-verplichte pensioenbesparingen zullen moeten dalen als een groter deel van de Nederlandse pensioenbesparingen niet gebruikt wordt om Nederlandse hypotheek te financieren. Dan zal de *funding gap* namelijk moeten worden opgelost door burgers te stimuleren te sparen via de eigen woning door snelle en volledige aflossing van hypotheek. Op die manier blijft er minder ruimte over voor pensioenbesparingen voor eigen woningbezitters en zal het pensioen voor deze burgers mede moeten komen uit het liquide maken van het in de eigen woning opgebouwde vermogen.

Ook kan de overheid jongeren stimuleren te sparen voor de aankoop van een woning. Het fundamentele probleem voor de woningmarkt is de hoogte van de hypotheekschuld

ten opzichte van de marktwaarde van de woning (de zogenaamde *loan to value*-ratio, afgekort met LTV). Huishoudens met een hoge LTV lopen een groter risico op een negatief eigen vermogen waardoor ze moeilijker kunnen verhuizen omdat ze dan met een restschuld blijven zitten. Verder hebben banken na de kredietcrisis moeite om hypotheek met een hoge LTV te financieren op de internationale kapitaalmarkt. Landen als Duitsland en Denemarken laten echter zien dat hypotheek met een gematigde LTV (tot circa 80%) zonder problemen te financieren zijn op de kapitaalmarkt.

Na de kredietcrisis moet Nederland de woningmarkt solider gaan financieren. Daarom moet de woningmarkt geleidelijk leren leven met lagere initiële LTV's. Maar waar halen starters in Nederland het eigen geld vandaan om in hun eerste koopwoning te investeren? Jongeren in Nederland sparen wel via verplicht gestelde pensioenregelingen maar dat vermogen zit nu nog opgesloten in pensioenfondsen. Het ligt voor de hand een deel van dit vermogen te benutten ten behoeve van een duurzamere financiering van de woningmarkt. Daarom zouden jongeren tot 35 jaar de mogelijkheid moeten krijgen een deel van hun pensioenopbouw in te zetten voor bouwsparen ten behoeve van de aanschaf van een eigen woning. Als op 35-jarige leeftijd nog geen woning is aangekocht, kunnen huishoudens het kapitaal doorstorten naar hun pensioen of het kapitaal op de geblokkeerde rekening laten staan om eventueel later een woning te kopen. De mogelijkheid de verplichte pensioenpremie te benutten voor bouwsparen zal jongeren meer betrekken bij verplicht pensioensparen.

Daarnaast is een beter functionerende huurmarkt nodig. Jongeren krijgen zo meer tijd om vermogen op te bouwen ten behoeve van de aankoop van een koopwoning zodat ze niet langer gedwongen worden om met hoge LTV's de woningmarkt te betreden. Het zal echter enige tijd duren voordat de huurmarkt goed functioneert en jongeren voldoende gespaard hebben om eigen geld in te kunnen brengen bij het aankopen van een eigen woning. Gedurende een overgangperiode zullen de LTV's dan ook waarschijnlijk hoog blijven, zeker nu vele jonge huizenbezitters met dalende huizenprijzen te maken hebben. Daarom kan worden overwogen jonge huishoudens met hoge LTV's toe te staan een deel van hun pensioenpremie te benutten voor het wegwerken van het negatieve eigen vermogen in hun eigen woning en het opbouwen van een kleine buffer (d.w.z. een LTV onder de 100%).¹⁹

2.7 CONCLUSIES

De structuur van het Nederlandse financiële stelsel is niet berekend op de financiering van de hoge nationale hypotheekschuld. Intransparante structuren met aanzienlijke *mismatch*- en herfinancieringsrisico's worden na de kredietcrisis afgestraft door beleggers die hoge risicopremies eisen en toezichthouders die hogere kapitaaleisen en liquiditeitsbuffers opleggen. Het Nederlandse bankwezen moet zich heruitvinden om te voorkomen dat het te veel op de overheid blijft leunen (via fiscale aftrek van hypotheekrente en

¹⁹ Een nog verder gaande optie is om pensioendeelnemers met een restschuld toe te staan een deel van hun reeds opgebouwde pensioenkapitaal te liquideren om deze schuld weg te werken. De mogelijkheid om vermogen te liquideren zou eventueel ook kunnen gelden voor kapitaalverzekeringen eigen woning.

impliciete garanties als gevolg van de Nationale Hypotheek Garantie en de depositogarantie). Daarom moet Nederland een liquide, transparante markt creëren voor gestandaardiseerde hypotheekobligaties die de spiegel zijn van de onderliggende hypotheeken.

Zo'n markt draagt bij aan een stabiel en dieper financieel systeem dat minder kwetsbaar is voor de grillen van de internationale kapitaalmarkt. De daarmee gepaard gaande transparantie, liquiditeit en efficiënte allocatie en beperking van risico's zal meer beleggers interesseren om in ons land te investeren. Dit draagt bij aan een sterke Nederlandse economie in een robuuste monetaire unie met minder grote interne betalingsbalansonevenwichtigheden. Banken speculeren niet langer met marktrisico en zijn minder kwetsbaar voor herfinancieringsrisico's, lange-termijnbeleggers zoals pensioenfondsen profiteren van een ruimer aanbod van gestandaardiseerde, veilige en liquide obligaties en consumenten genieten lage, transparante tarieven.

3 PRIVATE BESPARINGEN TEN BEHOEVE VAN OUDERENZORG

3.1 INLEIDING

Deze bijdrage bespreekt hoe de ouderenzorg in Nederland voor een groter deel gefinancierd kan worden uit private vermogensopbouw. Paragraaf 3.2 beargumenteert eerst dat naast private vermogensopbouw ten behoeve van ouderenzorg ook een publieke verzekering voor de zeer zware risico's van de oude dag overeind moet blijven. Daarnaast blijft ook een gemeentelijk vangnet voor lichtere ouderenzorg nodig voor degenen die tijdens hun actieve leven onvoldoende vermogen hebben kunnen opbouwen en ook een sociaal netwerk ontberen. Private besparingen kunnen dus wel een grotere rol spelen maar zullen niet de gehele financiering van de ouderenzorg kunnen overnemen; voor de grote gezondheids- en inkomensrisico's blijven publieke arrangementen nodig. Paragraaf 3.3 bespreekt de argumenten voor een grotere rol van private vermogensopbouw bij het financieren van de ouderenzorg.

De vraag of Nederlanders meer moeten gaan sparen voor ouderzorg wordt besproken in paragraaf 3.4. De conclusie is dat de meeste burgers niet meer moeten sparen maar dat de private vermogens die nu al gevormd worden beter gemobiliseerd moeten worden voor het financieren van ouderenzorg. Wel zijn er groepen die kwetsbaar zijn omdat ze onvoldoende pensioen opbouwen, geen eigen woning bezitten en ook nog eens over weinig menselijk kapitaal beschikken. Paragraaf 3.4 doet daarom voorstellen hoe de vermogensopbouw voor de oude dag van zzp'ers, laaggeschoolden met een kwetsbare arbeidsmarktpositie en huurders kan worden bevorderd. Paragrafen 3.5, 3.6 en 3.7 onderzoeken hoe respectievelijk aanvullende pensioenen, vermogen in de eigen woning en menselijk kapitaal kunnen worden gemobiliseerd voor ouderenzorg. Paragraaf 3.8 concludeert.

3.2 DE DRIE PILAREN ONDER DE OUDERENZORG

Om te kunnen beoordelen of sparen voor ouderenzorg wenselijk is, dienen we eerst de toekomstige organisatie en financiering van de ouderenzorg te schetsen.

De publieke kosten van de ouderenzorg nemen in Nederland sterk toe. Om de kosten voor de overheid te beperken is het waarschijnlijk dat de AWBZ geleidelijk wordt versoberd tot zware lichaamsgebonden zorg die wordt geïndiceerd op basis van objectief medische gronden.²⁰ De ouderzorg in de AWBZ wordt dus beperkt tot zware, onomkeerbare gezondheidsrisico's die meestal tot de opname in een verpleeginstelling nopen.

De rest van de ouderenzorg wordt dan een private verantwoordelijkheid zonder publieke financiering. Wel is er op gemeentelijk niveau een vangnet nodig voor degenen

²⁰ Daarnaast dient de revalidatiezorg geheel in de ZVW opgenomen te worden. Onderzocht kan worden of de ouderenzorg die in de kern AWBZ overblijft, kan worden uitgevoerd door ZVW-verzekeraars voor hun eigen ZVW-klanten. Zorgbehoevenden (of hun zaakwaarnemers) kunnen er ook voor kiezen zelf zorg inkopen op basis van vouchers. Geïndiceerde patiënten krijgen een op geld gewaardeerde indicatiestelling die zij (of hun zaakwaarnemers) zelf direct kunnen inleveren bij professionele gecertificeerde aanbieders van zorg in plaats van te vertrouwen op naturazorg geleverd door de verzekeraar.

die zowel een sociaal netwerk als de financiële middelen ontberen. Het gaat hier om voorzieningen onder de Wet Maatschappelijke Ondersteuning (WMO). Voor de voorzieningen in deze institutionele mantel geldt zowel een inkomenstoets als een vermogensstoets.²¹ Gemeenten zijn als uitvoerder van de WWB goed uitgerust om inkomenstoetsen uit te voeren en kunnen op basis van sociale behoeften een geïntegreerd welzijnsbeleid voeren. Een voordeel van het verplaatsen van welzijnachtige zorg naar gemeenten is dat gemeenten daarmee gestimuleerd worden om een goede infrastructuur te ontwikkelen voor ouderen met beperkingen alsmede respijtzorg aan mantelzorgers. Zo kunnen gemeenten wooncorporaties stimuleren om verouderde verzorgingshuizen om te vormen tot doelmatige geclusterde woon-zorgcomplexen waarin ouderen langer zelfstandig kunnen blijven wonen.

Ouderenzorg is dus gebaseerd op drie pilaren: (1) een kern AWBZ voor de catastrofale risico's; (2) private financiering voor de lichtere vormen van ouderenzorg; en (3) een gemeentelijk vangnet voor ouderen die zowel een sociaal netwerk als de financiële middelen ontberen om in dagelijkse hulp te voorzien. Twee van de drie pilaren (namelijk de AWBZ en WMO) zijn gebaseerd op omslagfinanciering, terwijl de private pijler mede steunt op kapitaaldekking. Zo is de financiering van de ouderenzorg net als het pensioenstelsel gebaseerd op een mix van omslag en kapitaaldekking.

3.3 WAAROM PRIVATE FINANCIERING VAN OUDERENZORG?

Het verschuiven van publieke naar private verantwoordelijkheid voor het financieren van ouderenzorg dient vier doelen.

In de eerste plaats wordt de generatiesolidariteit minder belast door een groter beroep te doen op kapitaaldekking. Voorkomen moet worden dat de maatschappelijke houdbaarheid van de publieke financiering van ouderenzorg onder druk komt te staan als een relatief kleine jonge generatie het idee krijgt dat zij opdraait voor de kosten van een grote groep hulpbehoevende ouderen die met hun forse vermogens, rianten pensioenen en fraaie eigen huizen deze kosten best zelf kunnen financieren.²²

Door een grotere rol voor private financiering met een inkomensafhankelijk vangnet neemt de inkomenssolidariteit in de ouderenzorg toe ten koste van de generatiesolidariteit. Op dit punt bestaat er een parallel met de fiscalisering van de AOW waarbij ouderen ook over het aanvullende pensioen waarvoor fiscale aftrek is genoten geleidelijk meer gaan meebetalen aan de AOW. Leeftijd wordt een steeds minder goede maatstaf voor behoefte. In het midden van de vorige eeuw kwamen ouderen berooid uit de Tweede Wereldoorlog en de depressie van de jaren dertig. De oudere generaties van de toekomst zijn daarentegen heterogener, met grote verschillen in inkomen, vermogen, eigen woningbezit en gezondheid. Steeds meer senioren genieten van goede pensioen-

21 Eventueel kunnen deze voorzieningen ook binnen de AWBZ geleverd met een inkomens- en vermogensstoets. Deze stoetsen passen echter minder goed bij een verzekering. Door alle verzorging en verpleging in de AWBZ te houden kan echter wel de samenhang met ZVW-voorzieningen worden versterkt.

22 Dit eerste doel – het minder zwaar belasten van generatiesolidariteit – kan ook bereikt worden door andere instrumenten dan meer private financiering. Zo kan de staatschuld worden verlaagd, een AWBZ-spaarfonds worden aangelegd of een leeftijdsafhankelijke AWBZ-premie worden ingevoerd.

voorzieningen. Verder hebben veel babyboomers het nodige eigen vermogen in hun woning opgebouwd omdat ze de woningmarkt al betraden voordat de huizenprijzen sterk gingen stijgen. Tegelijkertijd blijven veel andere ouderen, vaak weduwen of personen zonder eigen huis en aanvullend pensioen, financieel kwetsbaar. Verder krijgen veel oudere allochtonen te maken met een onvolledige opbouw van de AOW, omdat zij pas op latere leeftijd naar Nederland zijn gekomen vanuit een land zonder opbouwstelsel voor de basispensioenvoorziening. De solidariteit in de samenleving kan door deze grotere mate van heterogeniteit steeds minder gebaseerd zijn op leeftijd en meer op inkomen en vermogen.

In de tweede plaats wordt de druk op de collectieve middelen minder. Dit voorkomt dat de zorg andere publieke voorzieningen (zoals sociale zekerheid en onderwijs) wegdrukt. Ook wordt de collectieve lastendruk beperkt, hetgeen de werking van de arbeidsmarkt en de concurrentiepositie van het bedrijfsleven ten goede komt.

In de derde plaats draagt private financiering bij aan gepast gebruik van voorzieningen. Kleine risico's die moeilijk verifieerbaar zijn en die mensen zelf kunnen beïnvloeden, kunnen beter niet worden verzekerd om het kostenbewustzijn te vergroten. Dit om een grote claim op schaarse publieke middelen en professioneel zorgpersoneel te vermijden. Bij deze kleine risico's gaat het bijvoorbeeld om dagelijkse verzorging van ouderen en persoonlijke dienstverlening. In deze domeinen zijn persoonlijke behoeften moeilijk te verifiëren en daarom moeilijk te verzekeren, ook omdat deze vormen van hulp direct substitueerbaar zijn door (mantel)zorg uit de directe omgeving. Private financiering stimuleert zorgondernemers ook de verhouding tussen de kwaliteit en de kosten van voorzieningen te verbeteren, mede door allerlei innovaties.

Ten slotte draagt private financiering bij aan meer eigen regie van mensen over hun leven. Door het scheiden van wonen en persoonlijke verzorging enerzijds en medische zorg en verpleging anderzijds en door - voor de meeste grondslagen - de verblijfsfunctie en verzorgingsfunctie uit de AWBZ-aanspraken te verwijderen, kan beter aangesloten worden bij de woonwensen van zorgvragers. De regie is bij langdurige zorg (*care*) van groter belang dan bij kortdurende zorg (*cure*) omdat de aard van de *care* vaak de duurzame kwaliteit van leven voor de patiënt beïnvloedt en sterk is verweven met andere dagelijkse activiteiten waarbij persoonlijk maatwerk geboden is.

3.4 MEER SPAREN OF BESTAANDE BESPARINGEN MOBILISEREN VOOR OUDERENZORG?

Sparen voor ouderenzorg is een publiek belang...

Mensen weten dat ouderdom met gebreken komt en kunnen daarom zelf anticiperen op de kosten van het ouder worden door daarvoor te sparen. De overheid heeft er groot belang bij dat burgers voldoende sparen voor de oude dag. Dit om te voorkomen dat burgers een beroep moeten doen op de institutionele mantel op gemeentelijk niveau. Het publieke belang van het stimuleren van besparingen voor de oude dag neemt toe naarmate de kwaliteit van het vangnet dat gemeenten garanderen op een hoger niveau ligt. Goede inkomens- en vermogensafhankelijke ondersteuning in deze institutionele mantel zal met name de (lagere) middenklasse ontmoedigen te sparen voor de laatste

fase van het leven. Ook worden gepensioneerden gestimuleerd om hun financiële middelen in een vroegtijdig stadium te besteden of over te dragen aan hun geliefden. Deze armoedeval ('spaarval') als gevolg van de inkomensafhankelijke ondersteuning is een argument om vermogensopbouw te bevorderen en deze vermogensopbouw zoveel mogelijk te mobiliseren voor ouderenzorg.

...maar meeste Nederlanders sparen al veel

In Nederland hebben we gelukkig goede pensioenvoorzieningen ontwikkeld die ouderen kunnen benutten voor het betalen voor persoonlijke diensten en woonvoorzieningen. Dit geldt zeker voor de hogere middeninkomens. Voor deze groep nemen andere uitgavencategorieën (zoals vakanties, vervoer en andere activiteiten buiten het huis) vaak af wanneer men met de beperkingen van de ouderdom te maken krijgt en steeds meer gebonden raakt aan de woning. Daar komt bij dat vele babyboomers geprofiteerd hebben van de stijging van huizenprijzen in de periode 1992-2008 en daardoor aanzienlijke vermogens hebben opgebouwd in de eigen woning. Tenslotte is deze generatie goed opgeleid en zijn velen gezegend met het nodige menselijke kapitaal. De beperking van de fiscale hypotheekrenteaftrek (inclusief het voorstel van het kabinet om annuïtaire aflossing verplicht te stellen om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek) zal jongere eigen woningbezitters stimuleren om meer vermogen op te bouwen in de woning. Verder zijn jonge generaties goed opgeleid en beschikken zij over het nodige menselijke kapitaal.

Betere inzet van bestaande vermogensopbouw ten behoeve van ouderenzorg geboden...

Nederlandse huishoudens sparen al met al reeds aanzienlijke bedragen voor de oude dag. De eerste prioriteit voor het grootste deel van de Nederlandse bevolking is dan ook niet om meer te sparen maar wel om pensioenen, het eigen woningbezit en menselijk kapitaal beter inzetbaar te maken voor het financieren van ouderenzorg.

...en aandacht voor specifieke kwetsbare groepen...

Wel zijn er groepen die kwetsbaar zijn omdat ze onvoldoende pensioen opbouwen, geen eigen woning bezitten en ook nog eens over weinig menselijk kapitaal beschikken. Om te voorkomen dat deze specifieke groepen een te groot beroep doen op het gemeentelijk vangnet voor ouderenzorg zijn wel gerichte maatregelen nodig voor zzp'ers, huurders en laaggeschoolden met een grote afstand tot de arbeidsmarkt.

...zoals zzp'ers...

Voor wat betreft zzp'ers kan gedacht worden aan een pensioenplicht (of een plicht om te sparen voor ouderenzorg)²³ voor alle werkenden (eventueel boven een bepaalde leeftijd).²⁴ Dit opdat zzp'ers en anderen, die nu niet verplicht zijn aangesloten bij een

²³ Zo'n plicht ligt meer voor de hand als een groot en riant inkomensafhankelijke vangnet voor ouderenzorg de spaarprikkels aantast. Nadeel van een dergelijke plicht is dat de prikkels om te werken worden aangetast.

²⁴ De grote verplichtstelling (waarbij werkgevers verplicht zijn aangesloten bij een bedrijfstakpensioenfonds) zou dan kunnen vervallen. De grote verplichtstelling ligt onder vuur in Brussel en is nauw verbonden met de taakafbakening, waarbij pensioenfondsen zich dienen te beperken in hun dienstverlening. Het wegvallen van de grote verplichtstel-

pensioenfondsen, geen beroep doen op de gemeenschap voor het financieren van ouderenzorg. Het vergroten van de inkomensolidariteit bij het financieren van de ouderenzorg door een inkomensafhankelijk en vermogensafhankelijk gemeentelijk vangnet vergroot²⁵ de noodzaak om burgers te stimuleren te sparen voor de oude dag. Andere instrumenten om te bevorderen dat zzp'ers voldoende vermogen opzij zetten voor de oude dag zijn fiscale stimulansen en defaults waarbij pensioenpremies worden ingehouden tenzij de betrokkene er expliciet voor kiest niet deel te nemen aan een pensioenregeling.

Verder dient de doorsneesystematiek in de aanvullende pensioenen te worden vervangen door degressieve pensioenopbouw. Onder de doorsneesystematiek is de waarde van de pensioenrechten die jongeren opbouwen lager dan de pensioenpremie die zij en hun werkgever inleggen. Voor oudere werknemers is dit precies andersom. Degenen die het eerste deel van hun leven werknemer zijn en daarna zzp'er worden krijgen bij de overstap naar zzp-schap minder kapitaal mee dan ze aan premie hebben ingelegd. Onder degressieve pensioenopbouw is dat niet langer het geval omdat de betaalde premie en de waarde van het opgebouwde pensioen beter in evenwicht zijn. Op die manier sluit de systematiek van de aanvullende pensioenen (de tweede pijler) beter aan bij de systematiek van de derde pijler. Bovendien hebben pensioenpremies een minder verstorend effect op de arbeidsmarkt als ze meer actuarieel neutraal zijn.

...laaggeschoolden...

De overgang naar degressieve pensioenopbouw komt ook ten goede aan laaggeschoolden die vaak vroeg met werken beginnen en eerder stoppen met werken dan hooggeschoolden. Onder degressieve opbouw bouwen jongere werknemers immers meer pensioen op en oudere werknemers minder. Op deze manier vermindert degressieve pensioenopbouw de perverse solidariteit in het aanvullende pensioenstelsel tussen laaggeschoolden (met meestal een korte levensverwachting) en hooggeschoolden (met meestal langere levensverwachting).

...en huurders

Woningbouwcorporaties kunnen huurders stimuleren vermogens op te bouwen voor de oude dag. Zo kunnen bewoners van een corporatiewoning tijdens het werkende leven geleidelijk een deel van het eigendomsrecht van hun woning kopen en deze na ingang van het pensioen voor een gegarandeerde prijs weer verplicht terugverkopen aan de corporatie in ruil voor bijvoorbeeld woon-zorg-arrangementen. Door deze tussenvorm van huren en kopen en de daarbij horende welzijnsvoorzieningen kan het vermogen van woningbouwcorporaties worden benut om de kosten van gemeentelijke voorzieningen in de WMO te beperken.

ling spoort goed met het vervangen van doorsneeopbouw door degressieve pensioenopbouw (zie verder); onder degressieve opbouw hoeven bedrijven met een jong werknemersbestand niet langer verplicht te worden om bij te dragen aan de solidariteit van bedrijven met een oud deelnemersbestand.

²⁵ Naast het voorkomen van uitretergedrag is een ander, paternalistisch argument voor verplicht sparen voor de oude dag het beschermen van mensen tegen hun eigen kortzichtigheid.

3.5 PENSIOENBESPARINGEN MOBILISEREN

Pensioenbesparingen kunnen op verschillende manieren gemobiliseerd worden voor ouderenzorg. Hogere middeninkomens kunnen ouderenzorg meestal wel uit het lopende inkomen financieren omdat andere uitgaven vaak afnemen als men zorgbehoefstig wordt. Hierbij kan ook indexatie van pensioenuitkeringen aan de (loon)inflatie helpen omdat op deze manier de koopkracht van het pensioen tot aan het einde van het leven op peil blijft. Verder kan meer paal en perk gesteld worden aan hoog-laag-constructies zodat burgers worden gestimuleerd voldoende pensioeninkomen te reserveren voor de laatste fase van het leven waarin men naar verwachting een groter beroep zal doen op ouderenzorg.

Lagere middeninkomens hebben vaak te maken met hogere uitgaven wanneer de gezondheid het laat afweten. Om te voorkomen dat deze groep dan een beroep moeten gaan doen op gemeentelijke WMO-voorzieningen kunnen pensioenfondsen pensioenen aan deze deelnemers gaan uitbetalen in de vorm van zorgannuïteiten. Deze annuïteiten betalen meer uit als ADL's (*activities of daily living*) wegvallen.²⁶ Op deze manier gaan pensioenbesparingen beter fungeren als een vorm van zorgsparen (meer precies: besparingen voor de ouderenzorg).

Zorgannuïteiten zijn in feite een verzekering tegen een lang leven in ongezonde toestand en combineren een omgekeerde levensverzekering met een (beperkte) schadeverzekering.²⁷ Pensioen wordt op deze wijze een mix van sparen, verzekeren tegen een lang leven en verzekeren tegen een ongezond einde van het leven met relatief hoge kosten.

De uitkeringen van zorgannuïteiten zijn normbedragen. Het inkooprisico blijft voor de klant, mede omdat de feitelijke behoefte aan welzijnsachtige voorzieningen moeilijk objectief is te verifiëren en afhankelijk is van de gewenste levensstandaard van betrokkene. Dit draagt bij aan gepast zorggebruik. De schadeverzekering heeft dus een beperkt en grof karakter: de verzekering dekt niet alle idiosyncratische risico's (bijvoorbeeld dat een individu hogere zorgkosten heeft omdat hij of zij een sociaal netwerk ontbeert, op een ongunstige plek woont of een hogere zorgstandaard wenst) en macro-economische risico's (bijvoorbeeld dat de zorgkosten sterk stijgen door schaarste aan zorgverleners). Er is namelijk geen sprake van een natura-verzekering die de verstrekking precies afstemt op de behoefte van elk individu. Zo'n natura-verzekering zou bij aankoop moeilijk te omschrijven zijn. Verder is de specifieke individuele behoefte aan ouderenzorg vaak moeilijk te verifiëren (in hoeverre kan een oudere een beroep doen op sociale netwerken en op eigen zelfredzaamheid), hetgeen afbreuk kan doen aan gepast zorggebruik.

26 De overheid zou pensioenbesparingen alleen fiscaal kunnen faciliteren als pensioenen worden uitbetaald als zorgannuïteiten. Dit om te voorkomen dat burgers een beroep moeten doen om het inkomensafhankelijke gemeentelijke vangnet voor ouderenzorg. Een alternatief is om pensioendeelnemers bij pensionering zelf te laten kiezen hoe ze hun pensioen uitbetaald willen krijgen. Om selectie te voorkomen is het wel belangrijk dat deze keuze eenmalig is op de pensioendatum wanneer deelnemers over nog weinig informatie beschikken of ze gezond of ongezond oud zullen worden.

27 Een aandachtspunt is de uitvoering. Op dit moment mogen pensioenfondsen geen schadeverzekering aanbieden. Men zou dit verbod op kunnen heffen. Een alternatief is om pensioendeelnemers toe te staan een deel van hun pensioenvermogen op pensioendatum te benutten voor de aankoop van een *long-term care* verzekering bij een schadeverzekeraar. Deze verzekering gaat een normbedrag uitbetalen als bepaalde ADL's uitvallen. Bij dit laatste alternatief is er sprake van meer concurrentie op de markt voor schadeverzekeringen. Afhankelijk van de met deze concurrentie gepaard gaande transactiekosten kan dit als een voordeel of een nadeel worden beschouwd.

Ook private verzekeringen voor ouderenzorg in andere landen beperken zich meestal tot normuitkeringen. Deze private verzekeringen staan of vallen met de mogelijkheid van het stellen van een objectieve indicatie voor het verlies van ADL's.

Voor zorgannuïteiten zou de ambitie moeten zijn om de additionele uitkering bij het wegvallen van ADL's te laten oplopen met de zorginflatie. Dit maakt het voor pensioenfondsen aantrekkelijker om te investeren in zorginstellingen, zorgvastgoed en infrastructurele voorzieningen voor ouderenzorg. De aard van de pensioenambitie heeft dus consequenties voor het gewenste beleggingsbeleid. Bij een goede definitie van de conditionele verplichtingen en de daarmee gepaard gaande ambities van pensioenfondsen worden fondsen gestimuleerd om te investeren in de infrastructuur voor goede woonzorgvoorzieningen in Nederland.

3.6 VERMOGEN IN DE EIGEN WONING MOBILISEREN

Vermogen in eigen woning verlaagt woonkosten...

Nu het fiscaal aantrekkelijker wordt om hypotheek rondsom de pensioendatum geheel afgelost te hebben, kan de eigen woning steeds meer gaan functioneren als oudedagsvoorziening. In de eerste plaats hebben eigen woningbezitters lagere woonkosten zodat een lager pensioen volstaat; een eigen woning is pensioen in natura.

...en kan additionele inkomensstroom genereren door te verhuizen naar huurhuis...

Daarnaast kunnen ouderen het vermogen dat ze opgebouwd hebben in hun eigen woning vrij maken door te verhuizen naar een huurhuis. De vergrijzing vraagt om een beter functionerende particuliere huurmarkt. Het verminderen van fiscale subsidies aan de koopsector en het introduceren van marktconforme huren kunnen hier aan bijdragen.

...door sales and rent back-constructies...

Onderzoek geeft aan dat veel ouderen niet willen verhuizen. Daarom zouden pensioenfondsen en andere financiële instellingen eigen woningbezitters kunnen helpen om het in de eigen woning opgebouwde vermogen op een andere manier vrij te maken ten behoeve van de oude dag. Zo kan een pensioenfonds of verzekeraar de woning van de deelnemer bij aanvang het pensioen (of tijdens het pensioen) kopen waarbij de deelnemers het recht houdt diezelfde woning tijdens de rest van het leven te kunnen huren. De opbrengst van de woning wordt verzilverd door een hoger aanvullend pensioen of een zorgannuïteit (d.w.z. een pensioen dat rekening houdt met de zorgbehoefte). De (zorg) annuïteit vermindert het risico dat de huur niet wordt betaald. De pensioenverzekeraar kan het vastgoedrisico uitbesteden aan een vastgoedonderneming (c.q. woningbouwcorporatie) die ook verantwoordelijk is voor het onderhoud van de woning. Met deze *sales and rent back-constructies* zijn grote kapitalen gemoeid. Pensioenfondsen kunnen een belangrijke rol spelen bij het voorkomen van woekerpraktijken zodat burgers deze transacties beter aandurven. Zij kunnen de vastgoedbedrijven ook financiering aanbieden voor de aankoop van de woning. Ook deze constructies vergen overigens een goed functionerende huurmarkt.

...of door woon-zorg-combinaties

Pensioenfondsen, verzekeraars, woningbouwcorporaties of zorgmakelaars kunnen ook helpen het in de eigen woning opgeslagen eigen vermogen pas later in de pensioenfase te verzilveren als de gezondheid het laat afweten.²⁸ Dan ontstaat vaak een acute noodzaak om de woonsituatie te veranderen, waarbij meestal kostbare investeringen gewenst zijn. Op dat moment kan een pensioenuitvoerder bemiddelen, bijvoorbeeld bij de verkoop van de woning aan een woningbouwcorporatie of vastgoedbedrijf en het inzetten van de opbrengsten uit de verkoop voor de aankoop van een goed woon-zorg-arrangement voor de rest van het leven.

Het acteren als vertrouwenspersoon bij deze complexe financiële transacties is de belangrijkste manier waarop pensioenfondsen en pensioenuitvoerders gepensioneerden kunnen bijstaan. Ook kan het fonds (of de pensioenuitvoerder) de inkoopkracht van het collectief benutten bij het zoeken naar goede aanbiedingen voor het verkopen van de woning en het aanschaffen van woon-zorg-arrangementen. Dit kan samen met andere instellingen op het maatschappelijke middenveld, zoals woningbouwcorporaties en zorginstellingen.

Overheid kan inzet eigen woningvermogen bevorderen door vermogenstoets uit te breiden...

De overheid kan het gebruik van de eigen woning als pensioenvoorziening bevorderen door in de vermogenstoets voor het gemeentelijk vangnet voor ouderenzorg ook de WOZ-waarde van de woning te betrekken. Zo wordt voorkomen dat ouderen het vermogen in hun huis laten zitten zodat dit vermogen niet kan worden aangesproken voor het financieren van ouderenzorg. Om vroegtijdige overdracht van het vermogen aan kinderen te voorkomen zouden net als in Duitsland ook kinderen financieel aansprakelijk kunnen worden voor de ouderenzorg aan hun ouders voordat hun ouders een beroep kunnen doen op het gemeentelijk vangnet. Voor ouderen die hun woning niet wensen te verkopen zou er evenals in Ierland een faciliteit moeten komen waarbij de gemeentelijke overheid ouderen zorg aanbiedt maar de kosten daarvan na overlijden verreken met de erfenis. In feite verschaft de overheid zo een omgekeerde hypotheek ten behoeve van ouderenzorg en wordt het illiquide vermogen in de eigen woning benut voor ouderenzorg.

...en omkeerregel voor besparingen in eigen huis

De overheid kan het gebruik van de eigen woning als oudedagsvoorziening ook bevorderen via het fiscale systeem. De omkeerregel zou kunnen gaan gelden voor niet alleen pensioenbesparingen maar ook besparingen voor de aankoop van een eigen woning (bouwsparen) en het aflossen van een hypotheek. Dat vereist het vormen een fiscale woonreserve waarop een fiscale claim rust.²⁹ Bij het uitkeren uit de fiscale woonreserve

²⁸ Zie Spoor (2007).

²⁹ De totale fiscale reserve ten behoeve van de oude dag kan worden beperkt door deze te koppelen aan de leeftijd en de in het verleden verdiende arbeidsinkomens. De rest van de vermogens valt onder een Box 3-heffing. De fiscale vermogensvrijstelling maakt geen onderscheid tussen verschillende vermogensbestanddelen en tussen zelfstandigen en werknemers. Zzp'ers die onvoldoende pensioen opbouwen kunnen bijvoorbeeld onbelast sparen via banksparen, een kapitaalverzekering of een eigen huis.

zal dan in één keer moeten worden afgerekend met de fiscus. Men kan deze woonreserve oormerken voor pensioen door alleen bepaalde uitkeringen toe te staan uit deze fiscale woonreserve, bijvoorbeeld uitkeringen na een bepaalde leeftijd in de vorm van een levenslange uitkering of een zorgannuïteit.³⁰ Om besparingen ten behoeve van het einde van het leven te stimuleren volgt dan na minimaal een annuïtaire aflossing van de hypotheek tijdens het werkzame leven (de voorstellen van de lentecoalitie) dan maximaal een annuïtaire uitkering vanaf de pensioenleeftijd. Zo worden besparingen gemaximaliseerd en ontsparingen geminimaliseerd. Voorkomen wordt zo dat mensen hun huis te gelde maken, de opbrengst consumeren en aan het einde van hun leven een beroep doen op de gemeenschap door het gebruik van allerlei inkomensafhankelijke en vermogensafhankelijke voorzieningen.

Flexibeler gebruik van pensioenpremie voor eigen woning...

In samenhang met deze fiscale hervorming en het beperken van de fiscale hypotheek-renteaftrek zouden werknemers de premies aan verplichtgestelde pensioenfondsen flexibeler kunnen inzetten. Jongeren zouden de mogelijkheid moeten krijgen een deel van hun pensioenopbouw in te zetten voor bouwsparen ten behoeve van de aanschaf van een eigen woning. Nadat een woning is aangekocht kan de werknemer een deel van zijn pensioenopbouw inzetten voor de aflossing van zijn hypotheek. Huurders blijven wel gewoon de volledige pensioenpremie betalen. Dit voorkomt een tweedeling tijdens de pensioenfase tussen arme huurders en rijke bezitters van een eigen woning. Deze voorstellen voor eigenaar-bewoners resulteren in een verdergaande balansverkorting: besparingen via de woning (door het aflossen van de hypotheek of het geleidelijk verwerven van een huurwoning) vervangen een deel van de pensioenopbouw via pensioenfondsen. Ze vereisen wel garanties dat mensen hun huis niet voor hun pensioen te gelde maken. Hiervoor kan het fiscale systeem worden benut (zie hierboven).

...vereist meer actuairiel faire premies

De voorstellen voor een flexibelere inzet van de pensioenpremie vereisen wel meer actuairiel faire pensioenpremie's, bijvoorbeeld door het vervangen van doorsneeopbouw door degressieve pensioenopbouw. Actuairiel fairdere premies als gevolg van de overstap op degressieve pensioenopbouw maakt het pensioenstelsel ook beter uitlegbaar voor jongeren: elke euro die jongeren inleggen komt ten goede aan jongeren zelf. Zo bouwen jongeren meer kapitaal op voor de premie die zij inleggen en krijgen zij de beschikking over meer kapitaal voor de aanbetaling van hun woning. Verder vermindert het collectieve karakter van de pensioenpremie.

³⁰ Als men de woning toch te gelde maakt krijgt men te maken met een naheffing voor de niet-betaalde vermogensrendementsheffing in Box 3.

3.7 MENSELIJK KAPITAAL MOBILISEREN

De zorg produceert menselijk kapitaal...

De grotere vitaliteit en gezondheid van de bevolking die mede het gevolg is van betere gezondheidszorg resulteert in een grotere verdien capaciteit van de beroepsbevolking. De zorg is een belangrijke producent van menselijk kapitaal.

...maar de baten slaan privaat neer en de kosten bij de gemeenschap

De reden waarom we toch vaak zo tobberig doen over de betaalbaarheid van de zorg, is dat de baten van betere zorg vooral privaat neerslaan, terwijl de kosten door de gemeenschap worden gedragen. Publieke armoede en private rijkdom zijn het gevolg. Het beter benutten van menselijk kapitaal in het algemeen en langer doorwerken in het bijzonder zijn belangrijke instrumenten om de zorg betaalbaar te houden doordat de opbrengsten van de zorg ook aan de overheid toevloeien en de kosten voor een groot deel privaat kunnen worden gedragen.

Door langer doorwerken genereert de zorg meer publieke opbrengsten...

Eerst de opbrengsten voor de overheid: door de pensioenleeftijd te koppelen aan de groeiende levensverwachting en mensen te stimuleren hun menselijk kapitaal langer in te zetten in de vorm van betaald werk verbreden we de belastingbasis. We genereren op die manier ook extra arbeidsaanbod voor arbeidsintensieve sectoren zoals de zorg en het onderwijs. Zo voorkomen we dat mensen met een kleine beurs verstoken blijven van goed onderwijs en goede zorg.

...en meer private financiering van ouderenzorg

Het beter ontwikkelen, koesteren en benutten van menselijk kapitaal maakt het verder beter mogelijk voor mensen om meer privaat vermogen op te bouwen tijdens het actieve leven en zo een groter deel van de ouderzorg zelf te financieren. Een jaar doorwerken levert al gauw 8% meer aanvullend pensioen op waaruit ook meer ouderzorg kan worden gefinancierd. Zo zien we dat menselijk kapitaal kan bijdragen aan het financieren van de ouderenzorg. Om de zorg betaalbaar te houden gaat het niet zozeer om meer sparen maar om het beter ontwikkelen, koesteren en benutten van menselijk kapitaal.

Koester en benut menselijk kapitaal langer

Langer doorwerken vraagt om hervormingen op de arbeidsmarkt gericht op werkzekerheid en duurzame inzetbaarheid. De gewenste hervormingsrichting is duidelijk: meer loon naar werk in plaats van naar leeftijd en meer investeren in inzetbaarheid. Verder moeten oudere werknemers minder afhankelijk van hun huidige werkgever worden en meer regie over hun loopbaan krijgen, bijvoorbeeld door ontslagvergoedingen in te ruilen voor een overdraagbaar scholingsbudget. Zo worden middelen die mensen nu nog gevangen houden in de gouden kooi van hun huidige baan benut om mensen naar nieuw werk te geleiden. Een andere werkring is vaak een belangrijk leermoment dat nieuwe motivatie en inspiratie geeft. Verder kunnen werknemers met fysiek zwaar

werk door een overstap naar een lichtere functie langer gezond en inzetbaar blijven. De verplichte pensioenleeftijd kan vervallen zodat mensen zelf kunnen beslissen hoe lang ze door willen blijven werken. Het gaat hier om de emancipatie van ouderen waarbij mensen hun talenten tot op hoge leeftijd kunnen inzetten voor anderen.

Verbindt gemeentelijke vangnetten voor actieven en ouderenzorg

Gemeenten kunnen een belangrijke rol spelen bij het blijven betrekken bij de samenleving van ouderen met een grote afstand tot de arbeidsmarkt. Zo kunnen verbindingen tussen de WWB, de IOAW en WMO tot stand komen. Ouderen die niet meer aan de bak komen in de formele arbeidsmarkt kunnen een IOAW-uitkering krijgen als ze activiteiten verrichten in het kader van de WMO, bijvoorbeeld het doen van kleine reparaties of boodschappen en het langsbrengen van maaltijden bij zorgbehoevende senioren.

3.8 CONCLUSIES

Sparen voor de oude dag is belangrijk om te voorkomen dat burgers een groot beroep moeten doen op de gemeenschap voor het financieren van ouderenzorg. Gelukkig sparen Nederlandse huishoudens reeds aanzienlijke bedragen. De aanstaande veranderingen in de fiscale behandeling van de eigen woning zal huishoudens stimuleren om nog meer te gaan sparen door hypotheek tijdens het werkzame leven af te lossen. De eerste prioriteit voor het grootste deel van de Nederlandse bevolking is dan ook niet om meer te sparen maar wel om deze besparingen (pensioenen, het eigen woningbezit en menselijk kapitaal) beter inzetbaar te maken voor het financieren van ouderenzorg. Wel zijn er groepen die kwetsbaar zijn omdat ze onvoldoende pensioen opbouwen, geen eigen woning bezitten en ook nog eens over weinig menselijk kapitaal beschikken. Om te voorkomen dat deze specifieke groepen een te groot beroep doen op de gemeenschap voor ouderenzorg zijn gerichte maatregelen nodig voor zzp'ers, huurders en laaggeschoolden met een grote afstand tot de arbeidsmarkt. Deze bijdrage doet voorstellen om de omvangrijke huishoudbesparingen in ons land beter te kunnen mobiliseren voor het financieren van ouderenzorg alsmede om kwetsbare groepen betere mogelijkheden te bieden om te sparen voor de oude dag.

4 MACRO-OPLOSSING VOOR DE HYPOTHEEKBERG

(Samen met Arnoud W.A. Boot)

4.1 INLEIDING³¹

Nederland is ruw wakker geschud. We behoren tot het sterke deel van de eurozone, maar de economische groei is bijna net zo laag als in Zuid-Europa. Fiscale windhandel met hypotheek en pensioenbesparingen, alsmede risicovolle bankbalansen, hebben de Nederlandse economie onnodig kwetsbaar hebben gemaakt. Nederland is een soort hedgefonds geworden: particulieren en de overheid lenen om te beleggen.

Een fundamentele aanpak van het fiscaal stelsel is nodig om de schuldenberg terug te dringen, en meer risicodragend kapitaal te krijgen in de Nederlandse economie. De fundamentele kwetsbaarheid van de Nederlandse economie moet worden ondersteund.

In de eerste plaats zet de combinatie van een genereuze hypotheekrenteaftrek en belastingvrije spaarmogelijkheden aan tot extra lenen. In de tweede plaats belegt de overheid – hoe gek het ook klinkt – extra staatschuld via de uitstel van belastingafdracht over premies die zijn ingelegd bij pensioenfondsen. Immers, de overheid levert eerst belastingopbrengsten in door de fiscale aftrek van pensioenpremies en hoopt later deze belegging in pensioenfondsen terug te krijgen via belastingheffing op pensioenuitkeringen.

Het derde element is de *mismatch* tussen bezittingen en schulden. Besparingen komen vooral terecht bij pensioenfondsen – die beleggen in het buitenland – en niet bij banken, die huishoudens en bedrijven financieren. Banken moeten daarom geld aantrekken in het buitenland om de Nederlandse economie te financieren. Nederland – particulieren en overheid – leent dus veel, om grote bedragen in het buitenland te kunnen beleggen. Banken zijn onnodig kwetsbaar door de afhankelijkheid van de internationale kapitaalmarkten met grote risico's van herfinanciering.

In goede tijden rekenen we ons rijk met al dat lenen om te beleggen: rendementen op beleggingen lijken hoog. In slechte tijden zijn we in mineur. Het opgeblazen karakter van de Nederlandse economie leidde vóór de kredietcrisis in 2007 tot overschatting van het groeipotentieel van onze economie. Dit resulteerde in te hoge uitgavenplafonds. Hierdoor leefde de overheid boven haar stand. Daarom moeten we nu fors bezuinigen, hoewel ook de huizenprijzen en de dekkingsgraden van pensioenfondsen onder druk staan. Het consumentenvertrouwen, de bestedingen en de belastingopbrengsten zijn ingestort: zie hier een ware *boom-bust*-economie.

Over oplossingen is een diepgaande discussie nodig. Een mogelijkheid is om de acute financieringsproblemen bij banken te verlichten door het 'oneigenlijke' pensioenkapitaal – de uitgestelde belastingen die worden belegd door pensioenfondsen – te benutten voor de financiering van de hypotheekberg om zo een *selffulfilling prophecy* van een neergaande woningmarkt en stilvallende kredietverlening te voorkomen en banken minder

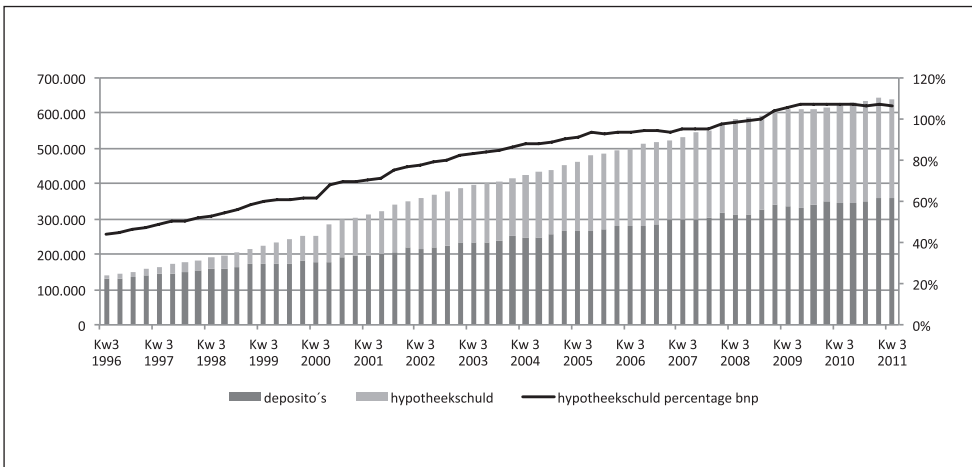
31 Dit hoofdstuk volgt Boot en Bovenberg (2012a en 2012b).

kwetsbaar te maken voor de grillen van de internationale kapitaalmarkten. Samen met het uitfaseren van de fiscale subsidie op lenen (renteaftrek) zou zo een majeure stap worden gezet naar een weerbare structuur van de Nederlandse economie. In dit hoofdstuk zullen we dit verder uitwerken en ook ingaan op de mogelijke voordelen.

4.2 WONINGMARKT EN DELTAPLAN

De Nederlandse economie krimpt omdat de woningmarkt zich in een diepe crisis bevindt. Burgers zijn onzeker over de nieuwe spelregels en de waarde van hun huis, en houden daarom de hand op de knip. Nederland zit ook met een erfenis van door fiscale arbitrage opgeblazen bankbalansen met grote hypotheekportefeuilles. Dit wordt ook wel de hypotheekberg genoemd (figuur 4). Banken moeten steeds meer moeite doen om hun hypotheekportefeuilles te herfinancieren omdat nerveuze internationale kapitaalmarkten vraagtekens zetten bij de Nederlandse woningmarkt en de wijze waarop Nederlandse banken zich financieren. Banken kunnen hierdoor moeilijk hun cruciale rol vervullen als verschafter van krediet aan bedrijven en huishoudens. Er dreigt een neerwaartse spiraal van een krimpende economie, dalende huizenprijzen, verslechterende overheidsfinanciën en meer bezuinigingen en lastenverzwaringen.

Figuur 4: Deposito's, hypotheekschuld en financieringsgat in Nederland



Bron: www.statistics.dnb.nl

De problemen van de Nederlandse economie staan niet op zichzelf. De situatie in de eurozone is zeer onvoorspelbaar. De onevenwichtigheid tussen noordelijke en zuidelijke landen zorgt voor grote politieke spanningen en onzekerheden. De politieke besluitvorming op Europees niveau is mede zo complex omdat nationale politici moeite hebben draagvlak in hun eigen afzonderlijke lidstaten te creëren voor de benodigde Europese oplossingen. Een stabiele situatie kan daardoor nog lang op zich laten wachten.

Nederland kan zich tegen deze aanhoudende onzekerheden wapenen door het implementeren van een integrale macro-economische aanpak waarbij banken, woningmarkt en pensioenen in hun onderlinge verband worden gezien.

De vastgelopen woningmarkt en de financieringsproblemen bij banken zijn de kern van de macro-economische uitdaging in Nederland. Ons land heeft geen gebrek aan besparingen, maar deze besparingen komen door fiscale faciliteiten en verplicht gestelde pensioenregelingen niet terecht bij banken, die Nederlandse bedrijven en huishoudens financieren, maar bij pensioenfondsen en verzekeraars die vooral in het buitenland beleggen. Na de kredietcrisis is het voor banken een grotere uitdaging om de kapitaaluitvoer van pensioenfondsen te compenseren door kapitaal invoer, nu internationale kapitaalmarkten hogere eisen stellen aan de financiering van banken, en kapitaalmarkten en banken in Europa steeds nationaler worden. Zonder ingrijpen zal de financiering voor Nederlandse bedrijven en huishoudens opdrogen en de economie in een neerwaartse, deflatoire spiraal terechtkomen. Een breed gedragen deltaplan voor de duurzame financiering van de woningmarkt, het bedrijfsleven en de opgeblazen bankbalansen kan dit voorkomen.

4.2.1 Deltaplan

Kern van het plan is het verkorten van financiële balansen van banken. Hiertoe kan – door het afzonderen van een deel van het pensioenkapitaal dat niet meer is dan uitgestelde belastingheffing – geld worden vrijgemaakt om daarmee banken te kunnen verlossen van hun overmatige hypotheekberg. Merk op dat pensioenen worden opgebouwd uit inkomen voor belasting; dus pensioenfondsen zijn ten dele uitgestelde belastingen aan het beleggen. Het benutten van dit, in wezen, oneigenlijke deel lost het (her)financieringsprobleem op zodat banken weer hun normale rol kunnen vervullen als kredietverstrekker voor de private sector. Banken worden daardoor minder afhankelijk van de internationale kapitaalmarkten, en samen met een brede hervorming op de woningmarkt versterkt dit de Nederlandse economie in een zorgelijke periode voor de eurozone.

Benut uitgestelde fiscale claim

Pensioenfondsen beleggen niet alleen voor hun eigen deelnemers maar ook voor de overheid. Het vermogen van pensioenfondsen bestaat namelijk gedeeltelijk uit uitgestelde belastingen: de fondsen worden gevoed uit inkomen voor belasting en vervolgens worden de uitkeringen belast. Pensioenfondsen beheren dus een groot kapitaal aan uitgestelde belastingen ten behoeve van de overheid. Dit is het ‘oneigenlijke pensioenkapitaal’ dat ingezet kan worden voor de oplossing van het hypotheekbergprobleem.

Deze pot kan gebruikt worden als risicodragend kapitaal voor het opkopen van bestaande hypotheekportefeuilles tegen marktconforme prijs. Dit betekent dat dit geld wordt onttrokken aan de directe controle van pensioenfondsen, en wordt verrekend met de in de toekomst af te dragen belastingen op de pensioenuitkeringen. Voor de pensioengerechtigde verandert er niets. De netto pensioenuitkering blijft identiek en ook aan het beleggingsbeleid van fondsen en de risico's voor pensioendeelnemers verandert

niets. De overheid loopt in de toekomst belastingen mis maar wordt hiervoor gecompenseerd omdat de terugbetalingen op de hypotheek terechtkomen bij de overheid.

Het is verstandig om banken wel een deel van het kredietrisico te laten behouden: zij moeten namelijk een belang houden bij het innen van de hypotheekschulden. Maar door de financiering van een aanzienlijk deel van de bestaande hypotheekberg uit het oneigenlijke pensioenkapitaal wordt de bankbalans opgeschoond, het herfinancieringsrisico weggenomen en aanzienlijke kapitalisatie vrijgespeeld. Banken kunnen dan weer een bron van kracht zijn voor de Nederlandse economie.

Verantwoordelijkheid pensioenfondsen

In bovenstaande structuur wordt de beleggingsvrijheid van de pensioenfondsen niet aangetast. Pensioenfondsen hebben na het apart zetten van de pot ‘oneigenlijk pensioengeld’, bij een voorheffing op af te dragen belastingen van dertig procent, nog zeventig procent over van het oorspronkelijke vermogen. Maar de verplichtingen aan pensioengerechtigden zijn ook verlaagd tot zeventig procent omdat de belasting in wezen al afgedragen is. Pensioenfondsen dienen te zorgen voor een goed pensioen voor hun deelnemers en daarbij past geen overheidsdwang om te beleggen in banken of te investeren in de Nederlandse woningmarkt. Maar het oneigenlijke pensioenkapitaal staat daar los van. Uitgaande van een totaal pensioenvermogen van bijna 1000 miljard en een gemiddeld inkomstenbelastingtarief van dertig procent bedraagt deze oneigenlijke pot bijna 300 miljard euro. Deze 300 miljard is dan beschikbaar voor het verlichten van de hypotheekberg in het bankwezen. Dit bedrag correspondeert ongeveer met het gat tussen de hypotheekschuld die Nederlandse banken hebben uitstaan en de deposito’s die bij banken worden aangehouden – de zogenaamde *funding gap*.

Verjuben en omkeerregel

Op de besteding van het oneigenlijke pensioenkapitaal rust een bestemmingsplicht, namelijk het financieren van hypotheek. De omkeerregel houdt in dat pensioenpremies aftrekbaar zijn voor de inkomstenbelasting maar pensioenuitkeringen worden belast. Afschaffing van de omkeerregel zou pensioenopbouw doen plaatsvinden uit inkomen na belasting. Initieel zou de overheid dan een groot voordeel genieten omdat zij direct belasting zou kunnen heffen op pensioenbesparingen en daarmee extra inkomsten genereert. Later krijgt de overheid echter minder belastinggeld binnen. Het gevaar dreigt dan dat de overheid de discipline ontbeert om het eerder ontvangen belastinggeld te sparen ten behoeve van bijvoorbeeld de hogere uitgaven in de toekomstige meer vergrijsde samenleving. Dit gevaar kan worden vermeden door de hierboven beschreven bestemmingsplicht.

Acceptabel risico voor de overheid?

In bovenstaande constructie heeft de overheid risico’s overgenomen van de banken. Noch de deelnemer, noch het pensioenfonds heeft additionele risico’s gekregen. Maar is het acceptabel voor de overheid om dit risico over te nemen? Ja, het risico is namelijk beperkt. Wel moet het plan bezien worden in een context waarin een duurzame hervor-

ming van de woningmarkt daadwerkelijk gestalte krijgt, en banken verantwoord omgaan met de verkregen ruimte.

De Nederlandse hypotheekberg is weliswaar hoog – ongeveer gelijk aan het nationaal inkomen (figuur 4) – maar het heeft geen risicoprofiel dat ook maar enigszins aan subprime-hypotheekconstructies doet denken. Het overnemen hiervan is dus geen *Troubled Asset Relief Program*-operatie of *ringfencing* van een problematische portefeuille – vergelijk ING in de bancaire crisis. Voor de overheid verandert er weinig. In plaats van afhankelijk te zijn van het beleggingssucces van pensioenfondsen – dat bepalend is voor de te ontvangen toekomstige belasting – is het nu de prestatie van de hypotheekportefeuille waarvan de overheid afhankelijk is. Hierbij speelt ook nog eens dat de overheid een aanzienlijk deel van de risico's van de hypotheekberg al in eigen 'bezit' heeft. Vele hypotheeken – recentelijk zelfs zo'n 75% – worden namelijk verstrekt met een garantie van de overheid in de vorm van de Nationale Hypotheek Garantie.

Een risico dat wel nadrukkelijk in de hand moet worden gehouden is dat banken de verkregen ruimte goed gebruiken. Het mag niet zo zijn dat banken allerlei risico's via de achterdeur weer naar binnen halen: de macro-oplossing is er immers om Nederland te wapenen tegen mogelijke internationale onrust.

Het ingrijpen van de overheid is nodig om een macro-economische onevenwichtigheid weg te nemen die veroorzaakt wordt door de frictie tussen de financiering van de hypotheekberg op de bankbalans en opgehoopte besparingen bij pensioenfondsen. Bij de huidige status quo zijn acute coördinatieproblemen mogelijk doordat de nerveuze internationale kapitaalmarkten, waar banken nu van afhankelijk zijn, financieringskosten opdrijven. Dit kan resulteren in een *selffulfilling prophecy* waarbij via de hoge financieringskosten de kredietverlening stil valt, de economie krimpt en de belastingbasis erodeert. Een manier om de angst van beleggers voor een neerwaartse spiraal weg te nemen is door de banken te verlossen van de hypotheekberg.

4.2.2 Apart vehikel als alternatief

Een alternatief is om de voorheffing te beperken tot een lager percentage en de verkregen middelen te gebruiken om risicodragend kapitaal te verschaffen aan een apart vehikel dat de hypotheekportefeuilles van banken overneemt, waarbij de overige financiering van het vehikel wordt verkregen door veilige, liquide en gestandaardiseerde hypotheekobligaties te verkopen aan lange-termijnbeleggers.

Met deze alternatieve constructie wordt niet alleen de bestaande eenmalige hypotheekberg aangepakt, maar ook een alternatief financieringskanaal naar de toekomst gecreëerd. Er ontstaat dan een grote liquide markt voor veilige Nederlandse hypotheekobligaties. Dit biedt beleggers, waaronder pensioenfondsen, een aantrekkelijk nieuw veilig renteproduct. Hoe meer pensioenfondsen bereid zijn deze hypotheekobligaties zelf te kopen, hoe kleiner de voorheffing van de overheid zal hoeven te zijn.

De voorheffing kan nog verder omlaag als fondsen vrijwillig bijdragen aan het risicodragende kapitaal van dit vehikel. Maar dan dragen pensioendeelnemers zelf risico op de hypotheekportefeuille. Dus niet alleen een rol als risicodragend belegger is mogelijk, maar ook een rol als koper van veilige gestandaardiseerde hypotheekobligaties.

De overheid kan zich geleidelijk uit het vehikel terugtrekken als het vertrouwen in de Nederlandse woningmarkt terugkeert door haar aandeel in het risicodragende kapitaal te verkopen aan andere beleggers. De voorheffing verdwijnt dan.

4.2.3 *Stabieler pensioenstelsel en bankwezen*

Een apart vehikel dat de bestaande portefeuilles van banken overneemt, kan ook een rol krijgen bij de toekomstige financiering van nieuwe hypotheekobligaties die dan, net als de eenmalige hypotheekberg, niet meer via de bankbalans hoeft te lopen. Zo kan de markt voor liquide, gestandaardiseerde hypotheekobligaties benut worden om de kosten van nieuwe hypotheekobligaties te drukken. Als nieuwe hypotheekobligaties worden gefinancierd door hypotheekobligaties met dezelfde looptijd, rentevastperiode en aflossingsprofiel als de onderliggende hypotheekobligaties, loopt een bank geen herfinancierings-, rente- of vervroegd aflossingsrisico meer. Het kredietrisico kan gedeeltelijk voor rekening van de bank blijven zodat de bank prikkels houdt om alleen hypotheekobligaties te verstrekken aan kredietwaardige huishoudens en om voor monitoring te zorgen.

Pure marktrisico's, zoals rente- en herfinancieringsrisico's, staan dan niet meer op de bankbalans, en ook het kredietrisico wordt beperkt. Hypotheekobligaties gaan dan een belangrijke plaats innemen. Om ook pensioenfondsen te interesseren om te beleggen in hypotheekobligaties kunnen bijvoorbeeld hypotheekvormen worden geïntroduceerd waarbij de maandlasten gebaseerd zijn op de Nederlandse looninflatie. Dit resulteert in optimale intergenerationele risicodeling. Jongeren die zich met hun menselijk kapitaal goed kunnen indekken tegen looninflatie, zijn solidair met gepensioneerden als extra inflatie de koopkracht van gepensioneerden uitholt. In een tijd van deflatie, daarentegen, zijn ouderen solidair met jongeren.

Door deze intergenerationele risicodeling te baseren op het onderpand van woningen blijft intergenerationele risicodeling mogelijk in een flexibele arbeidsmarkt met een grote arbeidsmobiliteit. Binnenlandse beleggingen voor pensioenfondsen worden attractiever omdat deze beleggingen gelijke tred houden met de binnenlandse welvaart die gepensioneerden graag willen volgen. Ouderen meten hun welvaart immers af aan die van anderen in de samenleving. Dit alles pleit voor een zekere *home bias* in de beleggingen van pensioenfondsen.

Een extra voordeel van hypotheekobligaties gebaseerd op inflatie is dat er een reële rentetermijnstructuur ontstaat waarmee de toezichthouder reële pensioenverplichtingen kan waarderen. Dit is van groot belang nu het pensioenakkoord in plaats van nominale garanties reële ambities centraal stelt. Het stelsel voor het reële aanvullende pensioen dat het pensioenakkoord beoogt vereist geïndexeerde obligaties. Door hypotheekobligaties te gebruiken voor het waarderen van verplichtingen worden pensioenfondsen bovendien optimaal geprikkeld om te beleggen in Nederlandse hypotheekobligaties. Verder wordt het aanvullendpensioenstelsel minder procyclisch omdat de reële rente minder sterk varieert met de cyclus dan de nominale rente. Daarbij komt ook nog dat de risico opslag in de nieuwe discontovoet hoger ligt in slechte economische tijden en schokken meer worden uitgesmeerd dan in het huidige pensioenstelsel. Ook dit draagt bij aan een stabielere macro-economie.

Meer duurzame financiering van banken in de toekomst

Een belangrijke vraag is hoe naast het aanpakken van de hypotheekberg en het ontwikkelen van alternatieve vehikels voor toekomstige hypotheekfinanciering, de financiering van banken verder kan worden geoptimaliseerd. In de toekomst zijn veel hogere niveaus aan eigen vermogenfinanciering nodig. Door de combinatie van bijvoorbeeld twintig procent eigen vermogen en minder risicovolle bankbalansen zullen kapitaalmarkten bereid zijn aanzienlijke hoeveelheden lang vreemd vermogen ter beschikking te stellen waardoor de potentiële financieringsproblemen verminderen.

Deze aanpassing in de financieringsstructuur van banken zal tijd kosten, maar uiteindelijk zijn er grote voordelen. Meer eigen vermogen, samen met een materiële hoeveelheid lang vreemd vermogen, betekent dat banken minder afhankelijk worden van deposito's, en de hieraan verbonden depositogaranties. Dergelijke door garanties gesubsidieerde financiering speelt een te grote rol in het huidige bankwezen. En ook de afhankelijkheid van korte financiering uit de kapitaalmarkt is niet bevorderlijk voor de stabiliteit van het financieel systeem. Meer lange financiering is wenselijk, en een hoger niveau aan eigen vermogen maakt dit mogelijk.

Duurzame en stabiele woningmarkt

De investering van het oneigenlijke pensioenkapitaal in de hypotheekportefeuilles van banken is alleen verantwoord als de Nederlandse woningmarkt tegelijkertijd toekomstbestendig wordt gemaakt. Het recent door 22 economen gepresenteerde plan voor de hervorming van de woningmarkt is een goed uitgangspunt voor een geloofwaardig, breed gedragen hervorming. De fiscale arbitrage die de bankbalansen heeft verlengd, wordt gestopt door de hypotheekrenteaf trek geleidelijk te verlagen. Ook de huren gaan geleidelijk stijgen met compensatie voor lage inkomens.

Ten slotte mogen nieuwe hypotheeklen niet meer voor honderd procent of meer van de onderliggende waarde van het huis worden verstrekt. Daarbij verdient het in navolging van Duitsland aanbeveling om bij stijgende huizenprijzen de leencapaciteit door een min of meer anti-cyclische *loan to value*-ratio te beperken, bijvoorbeeld door in een opgaande markt de woningwaarde te gaan baseren op een voortschrijdend gemiddelde van huizenprijzen gedurende de afgelopen tien jaar. Zo versterken stijgende woningprijzen zichzelf niet door een onmiddellijke verhoging van de leencapaciteit. Dit komt de stabiliteit van de woningmarkt ten goede.

Implicaties

De Nederlandse economie in het algemeen en de woningmarkt in het bijzonder dienen op zoek te gaan naar stabielere financieringsbronnen. Banken, pensioenfondsen en de overheid moeten samenwerken om voor een stabiele financieringsbasis te zorgen voor de Nederlandse economie. Na de kredietcrisis heeft nationale verankering van duurzame financiering, gebaseerd op lange-termijnrelaties, aan belang gewonnen.

Deze nationale verankering zou gestalte kunnen krijgen door in de eerste plaats de balansen van banken te verkorten door de bestaande hypotheekberg over te nemen. Het oneigenlijke pensioenkapitaal – de uitgestelde belastingheffing die door pensioenfondsen

wordt belegd – zou hiertoe kunnen worden aangewend. Deze macro-oplossing zou een structurele versterking betekenen voor het bankwezen zonder het mandaat van pensioenfondsen aan te tasten. Het is uiteraard wel van het grootste belang dat de aldus verkregen ruimte door banken verantwoord wordt gebruikt. Governance en toezicht zijn dus cruciaal.

Daarnaast staat Nederland voor de uitdaging om de woningmarkt te hervormen, en om met name de fiscale subsidiëring van schulden tegen te gaan. Ook past in de hervorming van de woningmarkt een structurele verbetering van de financiering, waarbij het ook voor binnenlandse beleggers, zoals pensioenfondsen, interessant is hierin te beleggen. Dit kan verwezenlijkt worden door pensioenfondsen een aantrekkelijke additionele beleggingsmogelijkheid te geven in de vorm van Nederlandse geïndexeerde hypotheekobligaties. Dit versterkt de Nederlandse economie structureel.

4.3 CONCLUSIES

Structurele financieringsproblemen hebben de Nederlandse economie veel te volatiel en afhankelijk van internationale kapitaalmarkten gemaakt. Nederland is een soort hedgefonds: er wordt geleend om te beleggen, niet alleen door particulieren maar ook door de overheid. Een mix van drie onderling zichzelf versterkende factoren is hier debet aan. Dit is ten eerste de fiscale subsidie op lenen die een hypotheekberg veroorzaakt. Een tweede factor is de extra staatsschuld – door uitgestelde belastingen – die ‘namens’ de staat door pensioenfondsen in het buitenland wordt belegd. En de derde factor zijn de particuliere besparingen die via pensioenfondsen in het buitenland terechtkomen, terwijl banken daardoor weer in dat zelfde buitenland moeten gaan lenen. Het is cruciaal dat Nederland minder afhankelijk wordt van de wispelturige internationale kapitaalmarkten.

Hiermee zijn we er evenwel nog lang niet. Het fiscale stelsel moet worden herzien. Schulden maken mag niet langer worden aangemoedigd. Sparen stimuleren is alleen verantwoord als dit geen arbitragecarrousel in werking zet. Fiscaal vriendelijk sparen – banksparen, een kapitaalverzekering op de eigen woning, et cetera – stimuleert het maken van extra schulden om meer te kunnen sparen. Spaarstimulansen moeten worden gericht op de vorming van eigen vermogen en het ontmoedigen van lenen. Dit eigen vermogen maakt de aankoop van een eigen woning mogelijk, zonder dat hiervoor onverantwoord hoeft te worden geleend.

In het licht van de onzekere situatie in euroland moet de Nederlandse economie weerbaarder worden gemaakt. De door fiscale prikkels opgeblazen balansen van huishoudens, banken, pensioenfondsen en de overheid hebben Nederland kwetsbaar gemaakt voor internationale onrust.

Het fiscaal stelsel moet zo worden ingericht dat de gehele Nederlandse economie veel meer zal steunen op risicodragend kapitaal – eigen vermogen dus. Dit kan alleen door het afbouwen van alle subsidiëring op het aangaan van schulden en natuurlijk door het ‘oneigenlijke’ pensioenkapitaal terug te halen naar Nederland.

REFERENTIES

- Boot, A.W.A. en A.L. Bovenberg (2012a), Macro-oplossing voor de hypotheekberg, *Economische Statistische Berichten* Jaargang 97 (4636), blz. 327-329.
- Boot, A.W.A. en A.L. Bovenberg (2012b), De commissie onderschat de fiscale windhandel in Nederland, *NRC Handelsblad (Opinie)*, 31 mei 2012, blz. 17.
- Bovenberg, A.L. en B. Boon (2010), Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw is nu mogelijk en wenselijk, *Netspar NEA Paper*, No. 36.
- Bovenberg, A.L., W. Koelewijn en N. Kortleve (2011), Naar een dynamische toekomstvoorziening. Integratie van werk, pensioen, zorg en wonen, *Netspar NEA Paper*, No. 40.
- Bovenberg, A.L. en R. Maatman (2007), Een '10' voor governance, *Netspar NEA Paper*, No. 1.
- Gollier, C. en H. Schlesinger (1995), Second-Best Insurance Contract Design in an Incomplete Market, *Scandinavian Journal of Economics* Vol. 97, blz. 123-135.
- Spoor, L. (2007), Je huis of je leven? Eigen bijdragen van ouderen voor woon- en welzijnsvoorzieningen en optimalisatie van de pensioenportfolio, *Netspar NEA paper*, No. 9.

OVER DE AUTEUR

LANS BOVENBERG is hoogleraar algemene economie aan Tilburg University (Tilburg School of Economics and Management, Department of Economics) en wetenschappelijk adviseur van het Network for studies on pensions, aging and retirement (Netspar). Daarnaast is hij onder andere actief als kroonlid van de SER. Eerder heeft hij gewerkt als onderzoeker voor het IMF (1985-1990), als beleidsmedewerker bij het Ministerie van Economische Zaken (1990-1992) en als onderdirecteur bij het CPB (1995-1998). In 2003 was hij NWO-Spinozalaureaat. Lans Bovenberg heeft sociaal-economische expertise op een breed terrein. Hij houdt zich op dit moment vooral bezig met overheidsfinancien, belastingen, pensioenen, vergrijzing, arbeidsmarkt en sociale zekerheid. Hij heeft ook expertise opgebouwd op het terrein van milieu-economie. Publicaties van zijn hand zijn o.a.: *De cirkel van goede intenties* (Amsterdam University Press, 2005, met C.N. Teulings en H. van Dalen) en *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*. (International Center for Monetary and Banking Studies and CEPR, 2006, met T. Boeri, B. Coeuré en A. Roberts). Lans Bovenberg studeerde Econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en promoveerde aan de University of California in Berkeley in 1984. Lans Bovenberg is CEPR-research fellow.

EERDERE PUBLICATIES IN DE REEK 'TOPICS IN CORPORATE FINANCE'

- 20 Towards a final resolution of the euro and banking crisis, by Paul De Grauwe and A.W.A. Boot, 2011
- 19 The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario, by D.T. Llewellyn, 2010
- 18 Regulating Private Equity, by L. Phalippou, 2010.
- 17 Towards a Fundamental Understanding of Financial Sector Developments, with contributions from F. Partnoy, A.W.A. Boot and A.V. Thakor, 2009.
- 16 Corporate finance theorie en financiële crisis in breder perspectief (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2008
- 15 Private equity en aandeelhoudersactivisme (in Dutch), with contributions of A.W.A. Boot, H. T. J. Smit and W.A. van den Berg, A. Schmeits, J. Fidrmuc and P. Roosenboom, and D. van Dijk, A. Schwienbacher, L. Goossens and S. Manigart, and M. Meuleman, J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2007.
- 14 Headquarters and Innovation: Does Location Matter?, by X. Vives and V. Strauss-Kahn, 2007.
- 13 The Quality of Corporate Law and the Role of Corporate Law Judges, with contributions of L. Bouchez, A. Karpf, J. Winter, W.W. Bratton, J.A. McCahery, J.B. Jacobs, J.L. Reed, L. Timmerman, M.J. Kroeze, M.W. Josephus Jitta and L. Enriques, 2006.
- 12 Understanding (Un)incorporated Business Forms, by J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2005.
- 11 Recent Research on the Investment Behavior of Private Equity Fund Managers, by D. Cumming, G. Fleming and A. Schwienbacher, 2005.
- 10 Corporate governance: een agenda voor de toekomst (in Dutch), by M.J.G.C. Raaijmakers, G. van Solinge en P. Frentrop, 2005.
- 9 Entrepreneurship and Venture Capita, by A. Bhidé, 2004.
- 8 Perspectives on the Theory and Practice of Corporate Finance, by V. Maksimovic, D. Brounen, A. de Jong and K. Koedijk, 2004.

- 7 Securitisation: Economics en Europees perspectief (in Dutch), by J.J.A. Leenaars, 2003.
- 6 Global Corporate Governance and Accounting Transparency, by U. Bhattacharya, 2003.
- 5 The Role of Bank Funding for the Corporate Sector: the Netherlands in an International Perspective, by A. Saunders and A. Schmeits, 2002.
- 4 Management Compensation in the Netherlands: Theory, Evidence, and Best Practice, by Todd T. Milbourn, 2001.
- 3 De efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving (in Dutch), by A.W.A. Boot and J.E. Ligterink, 2000.
- 2 Perspectives on the Regulation of the Financial Services Industry, with contributions of E.I. Altman and A. Saunders, and A.W.A. Boot, T. Milbourn, and S. Dezelan, 2000.
- 1 The Future of Banking: Two Essays on the Consolidation in the Financial Sector, by I. Walter and A.W.A. Boot, 1999.

For more information check the website: <http://www.accf.nl>

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

Directors

A.W.A. Boot
J.A. McCahery

Board

R.G.C. van den Brink
A. Verberk
J.B.M. Streppel

Address

Roetersstraat 11
1018 WB Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 525 4162
Fax: +31 20 525 5318
E-mail: office@accf.nl
<http://www.accf.nl>