

Nederland heeft overtuigende groeiagenda nodig

A.L. Bovenberg*

Samenvatting

Het kabinet-Rutte II ontbeert een overtuigende groei- en hervormingsagenda. Daarom lopen de overheidsfinanciën uit de rails en stijgt de werkloosheid. Dit artikel begint met een diagnose van de problemen waarmee de Nederlandse economie momenteel kampt. De financieringstekorten van de overheid zijn niet de oorzaak van de economische problemen, maar het gevolg van de kwetsbare financiële structuur van ons land. Vervolgens gaat deze bijdrage in op de medicijnen die op korte termijn kunnen worden toegediend om de hypotheekberg op te ruimen die huishoudens en banken zo zwaar op de maag ligt. Tenslotte bespreekt dit artikel hoe de Nederlandse economie vitaler en minder kwetsbaar kan worden voor de wisselende sentimenten op financiële markten. Gezonde overheidsfinanciën vereisen minder kwetsbare balansen van huishoudens, banken en pensioenfondsen met meer risicodragend kapitaal.

Trefwoorden: economische structuur, financieel-economische beleid, hypotheek, pensioenen

Inleiding

De missie van het kabinet Rutte II is het op orde brengen van de overheidsfinanciën en het verkleinen van de inkomensverschillen. Maar het kabinet ontbeert een overtuigende groei- en hervormingsagenda. Daarom lopen de overheidsfinanciën uit de rails en groeit de sociale ongelijkheid door de oplopende werkloosheid. Door de ontbrekende schakel van een groeiagenda gericht op het genezen van onze zieke economie raken de twee belangrijkste doelstellingen van het kabinet buiten bereik. Herstel van vertrouwen vereist een heldere diagnose over wat er mis is met onze economie met bijbehorende medicijnen voor zowel de korte als de lange termijn.

Deze bijdrage voorziet in dit gemis. Paragraaf 1 bevat de diagnose van de aandoening waaraan de Nederlandse economie momenteel lijdt. Vervolgens gaat paragraaf 2 in op de medicijnen die op korte termijn kunnen worden toegediend om de schuldenberg op te ruimen die de Nederlandse economie zo zwaar op de maag ligt. Terwijl paragraaf 2 zich richt op genezing van de patiënt, concentreert paragraaf 3 zich vooral op preventie door het creëren van een meer robuuste financiële structuur. Paragraaf 3 bespreekt de medicijnen die de Nederlandse economie vitaler en minder kwetsbaar maken voor wisselende sentimenten op financiële markten.

1 Diagnose

Nederland is zwaarder dan de ons omringende landen getroffen door de kredietcrisis vanwege zijn door fiscale windhandel opgeblazen balans. Aan de ene kant hebben huishoudens veel onbelast pensioenvermogen (van circa 1.200 mld. euro) maar aan de andere kant van de balans staat een grote fiscaal aftrekbare hypotheekschuld (van bijna 700 mld. euro).

Pensioenfondsen investeren ons onbelaste spaargeld in het buitenland en banken moeten dat geld dan weer op de kapitaalmarkt ophalen om hun grote hypotheekportefeuilles te financieren. Dat laatste gaat na de kredietcrisis niet zo eenvoudig meer – mede omdat banken zichzelf niet meer bloot willen stellen aan het

wisselende sentiment op de ongedurige kapitaalmarkten. Banken draaien daarom de kredietkraan dicht, waardoor bedrijven omvallen en huizenprijzen dalen.

De grote afhankelijkheid van kapitaalmarktfinanciering verklaart waarom de Nederlandse economie sterker dan andere landen is getroffen door de kredietcrisis. Het macro-economische beleid in Europa – een ruim monetair beleid om een krap budgettair beleid te compenseren – werkt niet in ons land. Een belangrijke reden is dat de hypotheekrente hoog is gebleven, mede omdat banken hun afhankelijkheid van volatiele en bij tijd en wijle dure kapitaalmarktfinanciering willen terugdringen. Relatief hoge hypotheekrentes leggen een extra druk op het budget van gezinnen en de overheidsbegroting (vanwege hoge hypotheekrenteaftrek). Ook dragen ze, samen met beperkingen in de kredietverlening, bij aan een relatief sterke daling van de woningprijzen in ons land.

Tot overmaat van ramp heeft Nederland een woningmarkt die niet om kan gaan met dalende prijzen. Dit komt door hoge leningen ten opzichte van de waarde van het onderpand voor starters als gevolg van fiscale prikkels, hoge verplichte pensioenbesparingen en een slecht functionerende huurmarkt. Dalende woningprijzen resulteren direct in negatief eigen vermogen voor jonge gezinnen die net een huis hebben gekocht. Eén miljoen huishoudens zijn inmiddels al door dit lot getroffen. Dat heeft vervelende macro-economische effecten: jonge gezinnen schroeven hun bestedingen terug en kunnen minder gemakkelijk verhuizen. De economie en de woningmarkt komen zo in een neerwaartse spiraal.

Ook de rentegevoelige toezichtregels op ons pensioenstelsel ontkrachten de stimulerende effecten van de lage rente van de ECB. Pensioenfondsen dienen bij lage rentes namelijk met lage verwachte rendementen te rekenen waardoor de pensioeninkomens van ouderen worden gekort en de pensioenpremies hoog blijven.

Stop neerwaartse spiraal op korte termijn

Het is hoog tijd dat we de zelfvernietigende spiraal stoppen van dalende woningprijzen, consumentenvertrouwen en kredietverlening en oplopende overheidstekorten, collectieve lasten, werkloosheid en faillissementen. Deze neerwaartse spiraal bedreigt ook ons structurele groeivermogen. De toenemende werkloosheid tast het menselijk kapitaal aan van vooral jongeren. De beperkte kredietverlening resulteert verder in een kaalslag bij het midden- en kleinbedrijf (MKB). Dit vernietigt veel kapitaal. De daling van de kredietverlening treft vooral jonge, innovatieve ondernemingen met creatieve ideeën. Banken blijven immers nog wel vaak krediet verlenen aan bestaande klanten om de kwaliteit van de bestaande portefeuille te beschermen en verkorten hun balans vooral door geen nieuwe klanten te accepteren. Dit gaat ten koste van de concurrentiekracht en het innovatieve vermogen van onze economie. Al met al is het stimuleren van de vraag op dit moment ook voor de aanbodzijde van de economie van groot belang.

Onze economie is procyclisch...

De lange balans van de Nederlandse economie draagt bij aan het procyclische karakter van de Nederlandse economie. Zo maakt de grote afhankelijkheid van volatiele kapitaalmarktfinanciering onze economie erg gevoelig voor het sentiment op financiële markten. In goede tijden zien beleggers weinig risico's en zijn financieringsmogelijkheden overvloedig, maar in slechte tijden stijgen risicopremies rap als beleggers nerveus worden. Verder werkt het monetaire beleid van de ECB in

Nederland niet goed. Mede door haar lange balans verschilt de financiële structuur van Nederland sterk van de andere eurolanden. Veranderingen in beleidsrentes werken onvoldoende door in de economie vanwege zowel de procyclische risicopremies die banken moeten betalen voor hun kapitaalmarktfinanciering als de rentegevoeligheid van ons pensioenstelsel.

...met negatieve gevolgen voor de openbare financiën

Ook vanuit de optiek van gezonde overheidsfinanciën is een stabielere financiële structuur van ons land van groot belang. Onze procyclische economie en de gebrekkige transmissie van het monetaire beleid resulteren namelijk in een uitermate volatiele financieringstekort. Hierdoor komt Nederland snel in conflict met de Brusselse begrotingsregels met procyclisch budgettair beleid als gevolg.

De budgettaire problemen van de overheid zijn niet de oorzaak van de economische problemen, maar het gevolg van de kwetsbare financiële structuur van ons land. In goede tijden zijn de financieringsmogelijkheden overvloedig. De hoge leencapaciteit van huishoudens doet huizenprijzen en consumptieve bestedingen stijgen. Hogere beleidsrentes van de ECB remmen de Nederlandse economie niet af, maar stimuleren die juist via hogere pensioenuitkeringen en lagere pensioenpremies. Het gevolg is overmatige opbouw van hypotheekschuld, ook al omdat de balansen van de banken door de hausse gezonder lijken dan ze daadwerkelijk zijn. Hetzelfde geldt voor de overheidsfinanciën. Door het geflatteerde financieringssaldo kan de overheid het zich veroorloven olie op het vuur te gooien door de uitgaven te verhogen en de lasten te verlagen.

De huidige problemen van de Nederlandse economie zijn in belangrijke mate terug te voeren tot de bovenstaande opwaartse spiraal: huizenprijzen zijn te ver doorgestegen, er zijn te veel en te hoge hypotheekleningen verstrekt, er is onvoldoende afgelost, en de banken en de overheid hebben onvoldoende buffers opgebouwd omdat zowel de structurele groei als de gezondheid van de balansen werden overschat. Nu er bezuinigd moet worden en de lasten worden verhoogd, biedt een ruim monetair beleid onvoldoende tegenwicht. Daarom doet het op orde brengen van de overheidsfinanciën in Nederland zoveel meer pijn en is het minder effectief dan in de ons omringende landen. Gezonde overheidsfinanciën vereisen een stabiele private sector met een gezonde financiële structuur.

2 Medicijnen op de korte termijn

De korte-termijn-medicijnen richten zich op het opruimen van de schuldenberg bij banken en huishoudens.

Europese bankenunie

Een Europese bankenunie waarbij eerst alle rommel uit het Europese bankensysteem verdwijnt, is juist voor Nederland van het allergrrootste belang. Gezonde banken spelen immers een cruciale rol in onze economie met haar lange balans. Laten we ophouden het Europese schulden probleem vooral als een verdelingsprobleem te zien, want zo schieten we in onze eigen voet.

Overheidsgaranties voor hypotheekleningen

Daarnaast dienen we een tijdelijk noodverband te leggen via overheidsgaranties voor pensioenfondsen die beleggen in Nederlandse hypotheekleningen. Het zal namelijk enige tijd

duren voor het vertrouwen in het Europese bankwezen is hersteld. Hetzelfde geldt voor het verminderen van de hypotheekschuld.

Het kabinet schrijft in de *Miljoenennota* te werken aan een Nationale Hypotheek Instelling (NHI). Deze NHI verstrekt een overheidsgarantie aan beleggers die Nederlandse hypotheek kopen. Daarbij wordt bij kredietverliezen wel eerst de bank aangesproken. Dit voorstel bevordert de concurrentie op de hypotheekmarkt. Verder kan het banken minder huiverig maken om hypotheek op de kapitaalmarkt te financieren omdat ze ook in tijden van stress op de financiële markten via de NHI verzekerd zijn van een goede toegang tot de kapitaalmarkt. Ook kan de NHI de transmissie van het monetaire beleid van de ECB in Nederland verbeteren door de financieringskosten van hypotheek los te koppelen van de ondoorzichtige bankbalansen en de risicopremies die daar bij horen. De financieringskosten van hypotheek zijn via de NHI immers direct gerelateerd aan de rente op staatsleningen. Helaas beperkt het kabinet dit initiatief tot hypotheek met een nationale hypotheekgarantie (NHG). Hierdoor dreigen NHG-hypotheek nog aantrekkelijker te worden ten opzichte van andere hypotheek. Dit creëert twee problemen. In de eerste plaats verstoort de bevoordeling van NHG-hypotheek de concurrentieverhoudingen. De Europese Commissie is daarom nog niet akkoord gegaan met de NHI.

Een tweede probleem is dat de bevoordeling van NHG-hypotheek ertoe leidt dat het marktaandeel van NHG-hypotheek verder dreigt te groeien. Hierdoor krijgt de staat nog meer kredietrisico op zijn balans. De staat wordt dan namelijk ook aangesproken in scenario's waarin de banken nog overeind blijven, maar huishoudens door werkloosheid en huizenprijsdalingen in de problemen komen. Bij de NHG is de staat namelijk ook aansprakelijk als de huizenbezitter zijn lening niet meer kan terugbetalen, maar de bank nog wel gezond is. Dit resulteert in extra risico's voor de staat en kan leiden tot moreel gevaar bij de kredietverlening.

Het is dan ook beter de NHI uit te breiden tot alle hypotheek zonder dat de staat garant staat voor kredietverliezen. De NHI heeft bij kredietverliezen een claim op de bank die de hypotheek heeft verstrekt; er is sprake van zogenaamde *full recourse*. Op die manier beperkt de staatsgarantie zich tot het risico dat banken omvallen, voorkomt de staat dat het steeds meer risico op zijn balans neemt en worden banken gestimuleerd om alleen hypotheek te verstrekken aan kredietwaardige huishoudens.

De NHI maakt het mogelijk om de reikwijdte van de NHG te beperken tot haar oorspronkelijke doel: bescherming van kwetsbare groepen op de woningmarkt door het opvangen van marktfalen bij deze groepen. Momenteel wordt de NHG ingezet om de gehele woningmarkt te stabiliseren. Het plafond voor de NHG is daarom tijdens de kredietcrisis verhoogd naar 350.000 euro. Met een garantievolume van 149 miljard euro en meer dan een miljoen hypotheek is de NHG te ver uitgedijd. Op dit moment wordt maar liefst 80% van de nieuwe woninghypotheek verstrekt onder de NHG.

De omvang en prijs van de financieringsgarantie die door de NHI wordt gegeven, kan de overheid los van de NHG vaststellen op basis van macro-economische overwegingen. Zo kan de NHI worden benut om de woningmarkt te stabiliseren en de Nederlandse economie te beschermen tegen volatiele sentimenten op de kapitaalmarkt. Met twee instrumenten – de NHI en de NHG – kan de overheid deze instrumenten beter richten op de verschillende doelen van macro-economische stabiliteit enerzijds en bescherming van kwetsbare groepen anderzijds. Op deze wijze kan de overheid het totale bedrag dat zij bereid is te garanderen onder de financieringsgarantie afstemmen op de gewenste bijdrage aan de *funding gap* van de Nederlandse economie.

Pensioen benutten voor aflossen restschuld

Huishoudens die onder water staan moeten eenmalig de mogelijkheid krijgen om een deel (afhankelijk van de leeftijd) van de waarde van hun pensioenrechten, tegen een speciaal laag fiscaal tarief, over te dragen aan de bank om zo hun hypotheekschuld onder de waarde van hun woning te brengen. Daarmee benutten we de door de lage rekenrente sterk gestegen waarde van de pensioenrechten van vooral jongeren om de woningmarkt uit het slot te halen en de kwaliteit van de bankbalansen te verbeteren.

Zowel huishoudens als banken kunnen zo hun balansen verkorten zonder dat ze door een zeer pijnlijk proces van sterk dalende bestedingen en kredietverlening hoeven te gaan. Banken kunnen weer meer krediet verstrekken aan het bedrijfsleven. Door het oplossen van de problematiek van de restschuld kunnen huishoudens de volgende stap in hun wooncarrière maken. Zo komt de doorstroming op de woningmarkt weer op gang en stopt de neerwaartse spiraal van prijsdalingen die de waarde van steeds meer woningen doet dalen onder het niveau van de hypotheek en daarmee dus ook de waarde van het onderpand van banken aantast.

Fiscale faciliteiten voor waardeoverdracht van pensioenfondsen naar banken schaadt de overheidsfinanciën niet. Tegenover de gedeerde toekomstige belastingopbrengsten op het pensioen staat namelijk minder hypotheekaftrek. Huiseigenaren doen immers afstand van de fiscale arbitragevoordelen tussen onbelaste vermogensopbouw via pensioen enerzijds en fiscale renteaftrek anderzijds. Bovendien versterkt het de overheidsfinanciën door onnodige vernietiging van kapitaal en groei te voorkomen.

Ook rechtvaardigheidsargumenten pleiten voor fiscale faciliteiten ten gunste van de vele huishoudens die nu onder water staan. Deze burgers lijden immers onder het collectieve mismanagement van onze economie: ruimhartige fiscale faciliteiten en kredietverstrekking, met nauwelijks of geen buffers voor jonge huizenbezitters, hebben een woningmarkt gecreëerd die niet om kan gaan met prijsdalingen. Het is hoog tijd dat de rest van Nederland uit welbegrepen eigen belang deze huishoudens genadig bijstaat om hun overmatige schuld te verminderen.

Huishoudens betalen zelf mee aan het aflossen van hun schuld met lagere pensioenrechten. Gelukkig zijn de pensioenrechten van jongeren door de lage rekenrente veel waard en is een gedeeltelijk afgeloste hypotheek ook een oudedagsvoorziening; de lagere woonlasten zijn in feite een pensioen in natura. Bovendien kunnen jonge huishoudens in een latere fase van het werkzame leven een deel van de lagere woonlasten benutten om weer bij te sparen voor hun pensioen. Dat kan eventueel verplicht via hun pensioenfonds. In feite verschaft het pensioenfonds een tijdelijke lening aan huishoudens om hun restschuld aan de bank af te lossen. Huishoudens gebruiken hun pensioen in plaats van hun in waarde gedaalde woning als onderpand. Door het liquideren van hun pensioenrechten worden deze huishoudens in staat gesteld hun bestedingen meer gelijkmatig te verdelen over hun levensloop. Zo wordt voorkomen dat de huidige liquiditeitsproblemen van huishoudens de solvabiliteit van banken en de groeicapaciteit van de Nederlandse economie aantasten.

De Nederlandse vermogensbalans kenmerkt zich door omvangrijke pensioenvermogens enerzijds en een grote hypotheekschuld anderzijds. Deze balans is opgeblazen door fiscale arbitrage tussen fiscaal begunstigd pensioensparen enerzijds en een riante hypotheekrenteaftrek anderzijds. Maar de fiscale hypotheekrenteaftrek wordt geleidelijk versoerd. Verder zijn sinds de kredietcrisis de marges opgelopen tussen de hypotheekrente en de lage rendementen die pensioenfondsen innen op hun risicovrije

beleggingen. De Nederlandse economie gaat mede hierdoor door een pijnlijk proces van balansverkortings.

Deel van het recept is uitzieken. Maar het proces is nu pijnlijker dan nodig. De pensioenvermogens kunnen worden gemobiliseerd om de woningmarkt uit het slop te halen en de balansen van huishoudens en banken te verkorten, zonder een onnodige neerwaartse spiraal in stand te houden die onze groeicapaciteit uitholt en onnodig veel waarde en vertrouwen vernietigt.

Tijdelijk verlagen van pensioenopbouw....

Het kabinet kan ook het dossier van de fiscale pensioenopbouw benutten om de schuldenberg die onze economie zo zwaar op de maag ligt weg te werken, zonder de werkloosheid sterk te laten oplopen. Daartoe dient de overheid de fiscaal toegestane pensioenopbouw tijdelijk fors te verlagen onder de belofte dat deze ruimte na de crisis weer toeneemt. De Nederlandse economie zucht op dit moment immers onder een balansrecessie waarbij huishoudens naarstig op zoek zijn naar liquiditeiten om hun schulden af te lossen. Het verlagen van de pensioenopbouw stelt huishoudens in staat hun balansen te verkorten zonder de consumptie en de werkgelegenheid te veel onder druk te zetten. Het aflossen van hypotheeklen geeft banken bovendien de kans hun balansen te verkorten zonder de kredietverlening af te knippen.

....èn van pensioenpremies

Een probleem is echter dat de pensioensector weigert de premies te verlagen als de opbouw omlaag gaat. Het kabinet moet daarom de regels voor het toezicht op het nieuwe pensioenstelsel minder rentegevoelig maken. De voorstellen, die het kabinet deze zomer heeft gepubliceerd, koppelen het verwachte rendement dat gebruikt wordt bij de berekening van de premies en de uitkeringen direct aan een volatiele en procyclische indicator, namelijk de nominale rente. De combinatie van deze strengere regels en de lage nominale rente maken het nu voor veel fondsen moeilijk om de premies te verlagen ook al gaat de opbouw omlaag. In ruil voor de belofte van het kabinet om de berekening van de premies en de uitkeringen minder rentegevoelig te maken, kunnen de sociale partners beloven zich sterk te maken voor het verlagen van de premies in lijn met de tijdelijk sterk versoberde opbouw.

3 Naar een vitalere, minder kwetsbare economie

De lange-termijn-medicijnen dienen om onze economie minder kwetsbaar te maken voor schokken op financiële markten.

Robuuster bankwezen met minder herfinancieringsrisico

De eerste prioriteit is een goed gekapitaliseerd bankwezen dat minder herfinancieringsrisico neemt door lang geld via lange-termijn-beleggers te financieren. Door de balansen van banken en pensioenfondsen zo beter op elkaar af te stemmen wordt onze economie minder kwetsbaar voor het wisselende sentiment op financiële markten.

De hypotheekrente vertoont in Nederland slechts een beperkte correlatie met de ontwikkeling van de risicovrije rente (Bovenberg en Polman, 2013). De afhankelijkheid van marktfinanciering - in combinatie met de gebruikte financieringsinstrumenten - zorgt ervoor dat de hypotheektarieven sterk afhankelijk zijn van de totale balansrisico's van Nederlandse banken. De belangrijkste tekortkoming in de financieringsinstrumenten

is de gebrekkige relatie tussen de kasstromen van de hypotheek enerzijds en de financieringsinstrumenten anderzijds. Hierdoor is tijdige betaling op de instrumenten sterk afhankelijk van de uitgevende instelling en ontstaat een herfinancieringsrisico.

Nieuwe toezichteisen maken het voor banken terecht moeilijker om lange leningen met kort geld te financieren. Maar daardoor dreigen lange-termijn-investeringen in de knel te komen. Gelukkig heeft Nederland, in vergelijking met andere Europese landen, veel lange-termijn-pensioenbesparingen. Daarom kan Nederland het voortouw nemen bij het ontwikkelen van een duurzamer financieel stelsel. Onze pensioenbesparingen kunnen een belangrijker rol spelen in een duurzame woningmarkt; zeker als banken en corporaties met inflatie-gerelateerde beleggingen komen. Dat biedt ook mogelijkheden voor een stabielere, objectieve rekenrente in een nieuw pensioenstelsel dat pensioenen koppelt aan de inflatie.

Denemarken laat zien dat een duurzamer financieel stelsel mogelijk is door de hypotheekbusiness te ontvlechten van de rest van de balans van banken. Afsplitsing van de hypotheekactiviteiten draagt bij aan de ont koppeling van hypotheektarieven aan de risicopremies die banken betalen om marktfinanciering aan te trekken en die hypotheekfinanciering zo gevoelig maken voor veranderende risicopercepties over de soliditeit van het bankwezen. Dit verbetert de transmissie van het monetaire beleid.

Hiertoe moeten banken, individueel of gezamenlijk, separate dochterentiteiten - hypotheekbanken - oprichten die hypotheekleningen financieren door middel van de uitgifte van hypotheekobligaties waarvan de kasstromen de exacte spiegel zijn van de hypotheekleningen. De hypotheekbanken hebben zo geen herfinancieringsrisico's meer. Het kredietrisico wordt afgedekt door de hypotheekbank terwijl het marktrisico direct en volledig wordt overgedragen aan lange-termijn-beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Banken concentreren zich op hun kerntaak – het selecteren van kredietwaardige klanten – en speculeren niet langer op macro-risico's met mooie winsten in goede tijden, op kosten van de belastingbetaler in slechte tijden.

Geleidelijk verminderen van fiscale arbitrage

De lange balans van onze economie moet verder worden verkort door het geleidelijk afbouwen van de fiscale arbitrage, die de balansverlening op gang heeft gebracht van aan de ene kant een enorme hypotheekschuld en aan de andere kant hoge verplichte pensioenbesparingen. Het huidige fiscale stelsel moedigt de private sector aan om enerzijds de woning tot de nok toe vol te zuigen met hypotheekschuld en zo te profiteren van de riantere fiscale hypotheekrenteaftrek en anderzijds de eigen middelen weg te zetten in pensioenfondsen die geen belasting betalen over hun rendementen. Het afbouwen van deze fiscale arbitrage vereist het dichterbij elkaar toebrengen van het tarief waartegen hypotheekrente aftrekbaar is en het tarief waartegen de vermogensopbrengsten op pensioenbesparingen worden belast.

Dat vereist meer ambitie dan het huidige wel zeer geleidelijke afbouwschema dat het kabinet voorstaat. Tegelijkertijd moeten we niet doorschieten met verplichte aflossingsschema's die mensen dwingen al hun spaargeld in stenen in plaats van in een goed pensioen te steken.

Bouwsparen

Verder is meer risicodragend vermogen voor jonge woningbezitters van belang zodat deze groep een buffer heeft om prijsdalingen op te vangen en niet direct onder water komt te staan als huizenprijzen onverhoopt dalen. Dat vereist een beter functionerende

huurmarkt zodat jongeren eerst de tijd krijgen om eigen spaarmiddelen te kunnen accumuleren voordat ze een woning kopen. Door jonge huurders toe te staan een deel van hun verplichte pensioenbesparingen te benutten voor de aankoop van een eerste woning wordt het jongeren makkelijker gemaakt om voldoende eigen middelen te kunnen vergaren voor het betreden van de koopmarkt. Zo beschikken starters op de koopmarkt over een buffer van eigen risicodragend vermogen om prijsdalingen op te vangen. Voor een beter functionerende huurmarkt is het van belang dat corporaties meer financiering aantrekken van pensioenfondsen.

Stabiliserende hypotheeknormen

Voor het berekenen van de maximale hypotheek dient net als in Duitsland de waarde van het onderpand berekend te worden op basis van een voortschrijdend gemiddelde van de woningprijzen. Zo resulteren hogere huizenprijzen niet direct in meer leencapaciteit.

Verminder rentegevoeligheid van pensioenen

Het huidige toezichtskader veronderstelt dat het verwachte rendement op risicovolle beleggingen één op één afhangt van de nominale rente; een volatiele en procyclische variabele. Door het verwachte rendement op een andere manier te bepalen (bijvoorbeeld op basis van het advies van de commissie parameters) kan procyclicaliteit van de premies, de opbouw en de uitkeringen worden voorkomen. Dit verbetert ook de transmissie van het monetaire beleid.

De verminderde rentegevoeligheid resulteert ook in betere intergenerationele risicodeling van schokken in de nominale rente. Door robuuste regels te kiezen die de stabiliteit van de macro-economie ten goede komen, hoeft het risicodelingscontract minder vaak discretionair aangepast te worden om ongewenste macro-economische effecten te vermijden. Het pensioencontract wordt dus completer. Dit dient het vertrouwen in het pensioenstelsel en de stabiliteit van eigendomsrechten.

Variabele pensioenopbouw

Verder dienen de sociale partners de afspraken over pensioenopbouw in drie richtingen te wijzigen. In de eerste plaats vereist een vaste pensioenpremie variabele pensioenopbouw. Als het pensioen duurder wordt (omdat de verwachte rendementen lager worden ingeschat) dient er minder pensioen te worden ingekocht. Dit maakt het stelsel minder procyclisch. Verder wordt op deze manier het risico van een variërende prijs van pensioenen niet langer afgewenteld op het inkomen van gepensioneerden door een niet-marktconforme prijs van nieuwe pensioenopbouw in de dekkingsgraad te laten lopen.

Een tweede aanpassing van het pensioencontract is het invoeren van dekkingsgraadneutrale premies. Sociale partners mogen nieuwe pensioenopbouw niet langer onder de kostprijs inkopen, maar sociale partners hoeven bij lage dekkingsgraden ook niet meer bij te dragen aan herstel van de dekkingsgraad. Ook deze hervorming draagt bij aan een stabielere, minder procyclische, pensioenstelsel omdat bij lage dekkingsgraden de premies niet stijgen. Een ander voordeel van een dergelijke hervorming is dat langere hersteltermijnen mogelijk zijn omdat dekkingstekorten niet langer worden afgewenteld op nieuwe pensioenopbouw. Dit maakt het mogelijk meer impliciete leeftijdsdifferentiatie in beleggingsrisico te creëren door het langer uitsmeren van schokken. Verder kan het premie-instrument dan beter worden ingezet om

tegenvallers in de voorziene pensioenen van actieve deelnemers als gevolg van tegenvallende beleggingsopbrengsten op te vangen. Zo wordt de effectiviteit van premiestuur voor werkenden hersteld.

Het geleidelijk omzetten van doorsneeopbouw in meer degressieve opbouw is een derde aanpassing. Dit vermindert leeftijdsdiscriminatie waarbij jongeren minder pensioenwaarde opbouwen voor hun inleg. Verder komt zo een meer gestandaardiseerd pensioenstelsel in zicht dat beter past bij een moderne, flexibele arbeidsmarkt waarin mensen gemakkelijk kunnen overstappen van werknemer- naar ondernemerschap.

Het huidige fiscale kader is afgeleid van een vaste pensioenopbouw. Dit komt voort uit de tijd dat pensioenregelingen een zekere uitkering toezegden en past niet meer bij de verschuiving naar regelingen waarin het risico bij de deelnemers ligt. In plaats van te rekenen met een vaste opbouw, dient een gemoderniseerd fiscaal kader te toetsen op de ingelegde premie. Dit maakt het mogelijk de fiscale behandeling van verschillende pensioenvormen te harmoniseren. De fiscale ruimte voor beschikbare premiereregelingen is nu aanzienlijk minder riant dan die voor uitkeringsregelingen terwijl deze twee regelingen materieel nauwelijks meer verschillen; linksom of rechtsom liggen de risico's bij de deelnemers. Een ander voordeel van een fiscale toets op de inleg is dat de administratief belastende sanctie op bovenmatige pensioenopbouw kan verdwijnen.

4 Conclusies

Rutte moet zijn bezuinigings- en nivelleringsagenda verbreden naar een overtuigende groei- en hervormingsagenda; vooral om de openbare financiën en kwetsbare groepen te ontzien. Dit vraagt om een heldere diagnose van onze zieke economie met bijgeleverde krachtige medicijnen die deze ziekte genezen en in de toekomst voorkomen.

De kwetsbare financiële structuur van ons land is de blinde vlek van het regeerakkoord. Deze infrastructuur is na de kredietcrisis aan een grondige verbouwing toe. Een vitalere economie vraagt om minder kwetsbare balansen van huishoudens, banken en pensioenfondsen met meer risicodragend kapitaal. Nederland heeft gelukkig de instituties die voor een duurzame, minder kwetsbare economie kunnen zorgen, maar banken, pensioenfondsen en corporaties zullen zich wel moeten heruitvinden. Ook moet de winkel open blijven tijdens de verbouwing. Op korte termijn is een actieve overheidsrol nodig om de rommel op te ruimen zonder daarbij een heilloze jacht op zondebokken te ontketenen en lange-termijn-hervormingen in de weg te staan.

Lans Bovenberg

*Hoogleraar economie aan Tilburg University.

Literatuur

Bovenberg, A.L., en R. Polman, Splitsing activiteiten banken verbetert dynamiek woningmarkt, *Economische Statistische Berichten*, jrg. 98, nr. 4654, blz. 116-120, 22 februari 2013.