

Duurzame verbindingen tussen de woning- en pensioenmarkt

Netspar Design Paper | Dirk Brounen en Ronald Mahieu

1. Inleiding

De Nederlandse woning- en pensioenmarkt staan volop in de belangstelling. Zo werd er jarenlang bewonderend gesproken over de kracht van het Nederlandse pensioenstelsel waarin vooral de organisatie en dekkinggraden van de tweede pilaar internationaal veel lof oogsten. De organisatie van onze woningmarkt riep eerder vragen op. Zo loopt de omvang van onze sociale huursector internationaal uit de pas, en heeft ons stelsel van hypotheekrenteaftrek geresulteerd in een zeer complexe en omvangrijke hypotheekmarkt, die niet altijd werd begrepen door het

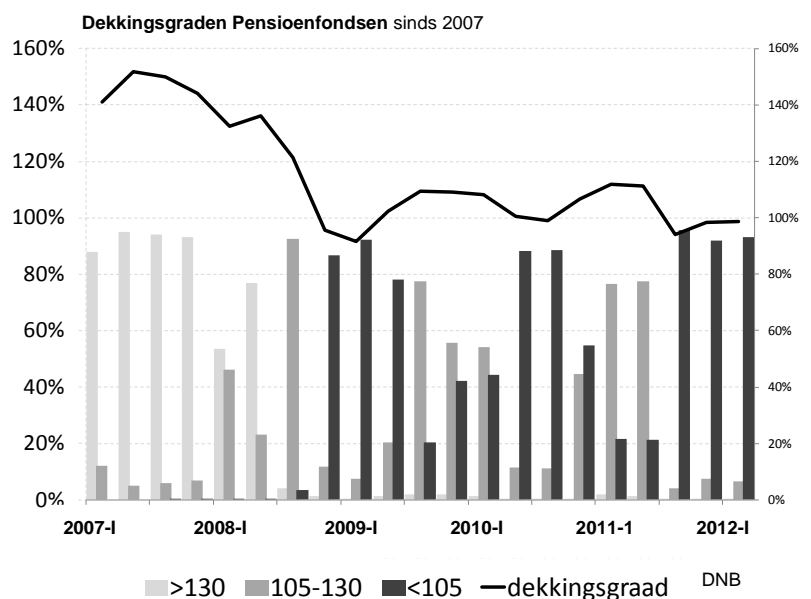
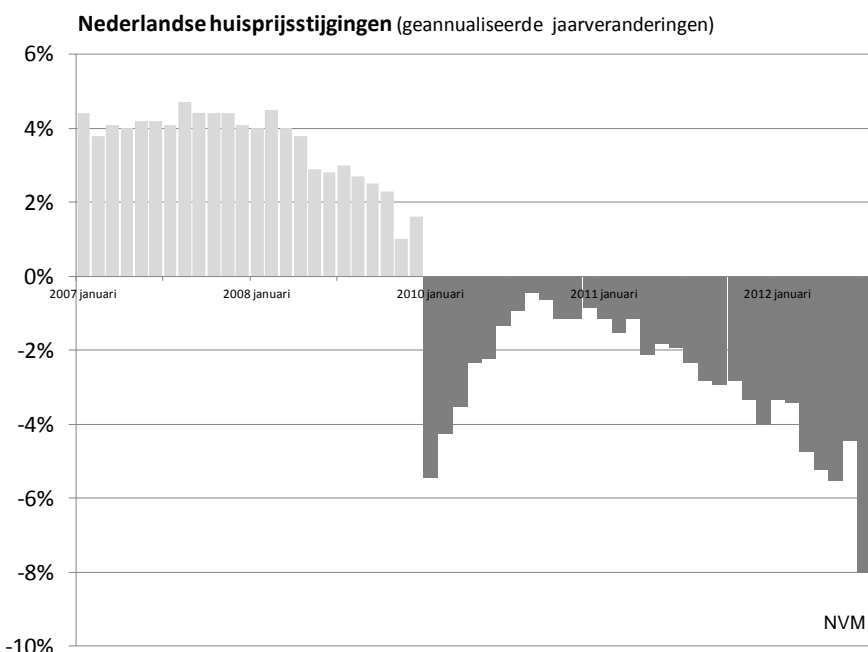
buitenland. Voor beide stelsels was er echter ook lang weinig aanleiding tot discussie en aanpassing. De Nederlandse huizenprijzen stegen immers sinds midden jaren tachtig vrijwel ononderbroken met ruim vijf procent per jaar gemiddeld en de dekkinggraden van onze bedrijfspensioenfondsen stegen geleidelijk aan tot boven de 140, met premievakanties tot gevolg.

De tijden zijn echter veranderd. Zo hebben de krediet- en schulden crisis

het economische getijde sinds 2008 sterk verstoord, waardoor dekkinggraden hard zijn gedaald en de koopwoningmarkt kwetsbaar is gebleken. Figuur 1 toont de duidelijke omslag in het

sentiment op de Nederlandse koopwoningmarkt in de recente jaren. Eigenaren moeten steeds meer geduld opbrengen bij de verkoop van hun woning en steeds vaker zorgt deze verkoop voor verlies en restschuld. Met andere woorden, de koopwoningmarkt werd snel illiquide en risicovol, mede daardoor is de kredietverstrekking door banken geleidelijk gereduceerd.

Figuur 2 toont de ontwikkeling van de dekkinggraden van



Nederlandse pensioenfondsen vanaf januari 2007. Waar in 2007 de dekkingsgraad van 88% van de deelnemers de 130 oversteeg, ligt deze ratio momenteel voor 93% van de deelnemers al onder de kritische grens van 105.

Vanuit het perspectief van *household finance* zijn zowel de woningmarkt als de pensioenmarkt van groot belang. Samen vormen zij het leeuwendeel van de welvaartsportefeuille van Nederlandse huishoudens. Vandaar ook dat de combinatie van dalende huizenprijzen en dekkingsgraden snel leidt tot zorgen, zowel onder huishoudens als ook onder beleidsmakers.

In dit artikel onderzoeken wij op welke wijze financiële verbindingen tussen beide markten kunnen bijdragen aan duurzame stabilisering. Dit doen wij vanuit het perspectief van de institutionele markt die door toedoen van de dalende dekkingsgraden steeds explicieter kampt met de onzekerheden van inflatie. Onderstaande tabel toont de correlaties van rendementen van internationale aandelen en obligaties met de Nederlandse inflatiecijfers uit de voorbije twee decennia.

Correlaties met consumentenprijsinflatie: oktober 1993 – juli 2012

	<i>Inflatie</i>		
	<i>maandelijks</i>	<i>jaarlijks</i>	<i>5 jaarlijks</i>
<i>Verwachte inflatie</i>	0,95	0,99	1,00
<i>Onverwachte inflatie</i>	0,21	0,19	0,36
<i>Aandelen</i>	-0,22	-0,56	-0,10
<i>Obligaties</i>	0,02	0,02	0,25

Noot: Inflatie is CPI (Datastream: NLCPANNL), Aandelen is MSCI World (in euro's), en Obligaties is de Merrill Lynch global index (in euro's).

Uit de tabel blijkt duidelijk dat aandelen en obligaties weinig bescherming vormen tegen de druk van inflatie. Ook wanneer gekeken wordt naar de looninflatie (zie onderstaande tabel), dan komt hetzelfde beeld naar voren; aandelen en obligaties zijn incomplete instrumenten voor het afdekken van inflatierisico.

Correlaties met looninflatie: februari 2002 – juli 2012

	<i>Looninflatie</i>		
	<i>maandelijks</i>	<i>jaarlijks</i>	<i>5 jaarlijks</i>
<i>Verwachte looninflatie</i>	0.99	1.00	1.00
<i>Onverwachte looninflatie</i>	0.17	0.13	-0.06
<i>Aandelen</i>	-0.29	-0.70	-0.62
<i>Obligaties</i>	-0.03	-0.06	0.33
<i>Inflatie</i>	0.68	0.70	0.49

Noot: Looninflatie is de CBS index voor CAO lonen, Aandelen is MSCI World (in euro's), en Obligaties is de Merrill Lynch global index (in euro's).

De woningmarkt bevat echter interessante inflatiegerelateerde elementen, zoals geïndexeerde huurcontracten en variabele hypotheekrentes, op basis waarvan moderne investeringsproposities kunnen worden gebaseerd. In dit artikel geven wij een eerste aanzet voor de zoektocht naar inflatiegerelateerde investeringen in een markt die sterke behoefte heeft aan financiering en liquiditeit.

Deze verkenning voeren wij stapsgewijs uit. In de volgende sectie bespreken wij de Nederlandse woning en hypotheekmarkt. Wij starten met een korte beschrijving van de ontstaansgeschiedenis van de huidige structuren, om vervolgens enkele buitenlandse voorbeelden en ervaringen in kaart te brengen. Uiteraard zal hierbij een bespreking van de gerelateerde wetenschappelijke literatuur niet ontbreken. In sectie drie van dit artikel projecteren wij een aantal (buitenlandse)

structuren op de Nederlandse koopwoningmarkt. Hier staat de vraag centraal op welke wijze pensioenfondsen kunnen participeren in de Nederlandse hypotheekmarkt (bestaande en nieuwe structuur) opdat mogelijk aantrekkelijke beleggingsproposities ontstaan. Tevens belichten wij hier kort het alternatieve perspectief van het huishouden en bestuderen wij mogelijkheden die huishoudens nu hebben en gaan krijgen om hun overwaarde in te zetten voor hun oude dag. Daarna vervolgen wij met studie naar nieuwe mogelijkheden binnen de Nederlandse huursector. Op welke wijze kan een liberalisering van de sociale huur resulteren in interessante beleggingsstructuren voor de pensioenmarkt? Ook zullen wij in dit verband nieuwe structuren zoals social impact bonds bespreken en huurobligaties verkennen. Uiteraard ronden wij het geheel met samenvattende conclusies en suggesties voor verder onderzoek.

2. Een blik in de academische literatuur

In deze paragraaf geven wij een kort overzicht van de meest relevante en recente internationale academische studies die zijn gedaan op het gebied van het (her)-inrichten van de hypotheekmarkt. Hierbij houden wij de aansluiting met de pensioenindustrie in het achterhoofd. Enkele aspecten die van belang zijn in dit kader zijn inflatie(ambities), directe investeringen in woningen- of daarvan afgeleide producten, en de inrichting van pensioencontracten, zowel in de opbouw- als ook in de decumulatiefase. Na een eerste scan kan geconcludeerd worden dat de academische literatuur zich tot nu toe nog niet substantieel bemoeit heeft om de directe link tussen de woningsector en de pensioensector te bestuderen. Een paar studies springt er in dit verband uit.

2.1 Hypotheekfinanciering en huishoudens

Campbell (2012) is geschreven vanuit het perspectief van de Verenigde Staten en vergelijkt de hypotheekmarkt in dat land met een aantal internationale alternatieven. Campbell stelt terecht dat de inrichting van de hypotheekmarkt niet los gezien kan worden van overige structurele economische instituties, zoals pensioen- en arbeidsmarkten, het fiscale systeem, en het faillissementsrecht. Centraal in zijn aanpak staat het huishouden, zoals ook al eerder betoogd in Campbell (2006). Zo analyseert hij bijvoorbeeld wat de invloed is van het waarden van specifieke hypotheekcontracten met vaste en variabele rentebetalingen. Campbell (2012) geeft aan dat inflatieveranderingen leiden tot inkomensrisico in variabele rentecontracten, en tot vermogensrisico in vaste rentecontracten. De keuze voor vast dan wel een variabel tarief hangt af van de persoonlijke voorkeuren en vermogenspositie van huiseigenaren. Incomplete informatie en gedragseffecten spelen tevens een rol in deze keuze. In de analyse geeft Campbell aan dat de specifieke keuze voor een hypotheekcontract grote consequenties heeft voor het beschikbare inkomen van individuele huishoudens. Het Deense model, waar gehandeld kan worden in hypotheekobligaties door huishoudens (zie ook later), is een manier om de hierboven genoemde risico's te beheersen.

Wat betreft de financiering van hypotheekleningen pleit Campbell (2012) voor het in veel Europese landen systeem van "*covered bonds*", d.w.z. de hypotheekverstrekker financiert de verstrekte hypotheekleningen door het uitgeven van obligaties. Het looptijdrisico is dan gelimiteerd, mits de obligaties verhandeld kunnen worden in liquide markten. Ook suggereert hij voor een verdergaande zoektocht naar hypotheekvormen die de invloed van inflatierisico op het beschikbare inkomen van huishoudens vermindert. Dit kan bijvoorbeeld door nominale periodieke betalingen (rente + aflossing) af te laten hangen van veranderingen in de nominale

rente. Zo ontstaat een hybride vorm die hangt tussen de traditionele variabele en vaste hypotheekcontracten.

2.2 Onroerend goed en inflatie

Andrew Ang (2012) geeft een overzicht van de laatste studies op het gebied van het afdekken van inflatierisico's met beleggingsinstrumenten. Hij rapporteert dat een aantal beleggingscategorieën dat vaak wordt genoemd als kandidaat voor een goede bescherming tegen inflatie, zoals *inflation-linked* obligaties, of *commodities* zoals goud, verrassenderwijs een relatief lage correlatie heeft met inflatie. Ook aandelen zijn een slechte *hedge* tegen inflatie. Uit de studie van Ang blijkt dat kort geld, en in mindere mate energiegerelateerde commodities en onroerend goed betere kansen bieden voor het afdekken van inflatierisico's. Gebruikmakend van recente data laat Ang (2012) echter zien dat de correlaties tussen inflatie en rendementen op zowel direct als indirect onroerend goed niet hoger zijn dan +0.4. De correlaties van indirect onroerend goed, gemeten als de rendementen van *Real Estate Investment Trusts* (REITs), liggen zelfs rond nul.

Deze conclusies worden ook ondersteund in de studie van Bekaert en Wang (2010). Tevens laten deze auteurs zien dat de premie voor het lopen van inflatierisico economisch relevant is en door de tijd heen verandert. Dat leidt deze laatste auteurs er overigens toe om wèl te pleiten voor de uitgifte van inflatiegerelateerde obligaties om inflatierisico's af te dekken. Echter, Bekaert en Wang (2010) ondersteunen deze uitspraak niet empirisch. Ang (2012) heeft dit wel gedaan en laat zien dat de correlaties van de rendementen op reële obligaties van Amerikaanse met inflatie 0.16 bedroegen over de periode 1997-2012 en zelfs negatief waren over de periode 2003-2012.

Concluderend kan gesteld worden dat de academische literatuur geen goede aanknopingspunten biedt voor de conclusie dat er beleggingscategorieën zijn die een *hedge* tegen inflatie zouden kunnen bieden, inclusief direct en indirect onroerend goed. Met dit gegeven in het achterhoofd richten wij nu onze blik op mogelijke andere redenen waarom onroerend goed interessant zou kunnen zijn voor pensioenfondsen.

2.3 Hypotheekfinanciering en pensioencontracten

De Roon et al. (2010) geven aan dat het vanuit het oogpunt van risicospreiding verstandig is voor een gemiddeld huishouden om een woning te kopen. Zij geven echter ook aan dat naarmate het huishouden ouder wordt de proportie van het eigen huis in de totale vermogensportefeuille kleiner dient te worden. Na pensionering willen huishoudens het vermogen opgebouwd in de eigen woning activeren voor bijvoorbeeld consumptie. De Roon et al. (2010) schetsen verschillende manieren om dit te bereiken, maar pleiten uiteindelijk voor het bestuderen van de mogelijkheid om zgn. "*reverse annuity mortgages*" te introduceren in de Nederlandse markt. Deze instrumenten stellen de eigenaar van een woning in staat om een vaste (nominale) periodieke uitkering te verkrijgen in ruil voor het juridisch eigendom van de woning. De uitgever van de "*reverse annuity mortgages*" kan het economisch eigendom van de woning opeisen bij overlijden van de eigenaar, of in andere situaties waarin de eigenaar genoodzaakt is om afstand te doen van het economisch eigendom. Hierbij valt te denken aan verhuizing naar bijvoorbeeld een verzorgingstehuis, of dat de eigenaar de resterende hypotheek niet meer kan opbrengen. In het Verenigd Koninkrijk en Australië zijn varianten van deze instrumenten ook al in gebruik. De volumes die in deze markten omgaan zijn echter (nog) zeer laag.

Bovenberg en Polman (2011) pleiten voor een integrale aanpak van de woningmarkt en de financiering van pensioenen in Nederland. Tevens zal in hun ideeën de druk op banken en de overheidsfinanciën verlicht kunnen worden. De oplossing wordt gepresenteerd in 3 stappen: (1) verlaging hypotheekrenteaftrek; (2) aflossen en verlengen looptijd van hypotheek naar 40 jaar (in lijn met verhoogde levensverwachting); en (3) invoeren van het Deense hypotheekmodel, waarin de kasstromen in hypotheek samenvallen met de kasstromen in de financieringsinstrumenten van deze hypotheek. In dit model worden markt- en kredietrisico gescheiden, en daar neergelegd waar zij het beste gedragen kunnen worden; marktrisico bij lange termijn beleggers zoals pensioenfondsen, en het kredietrisico bij de hypotheekuitgevende instelling die de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer in de gaten houdt. Ten opzichte van het traditionele Deense model zou er nog gedacht kunnen worden aan het introduceren van een (annuïtair) hypotheekproduct waarvan de rente is gekoppeld aan Nederlandse inflatie, eventueel met renteplafond om de invloed van zeer hoge inflatie te beperken. Merk op dat deze vorm ook al bepleit is in Campbell (2012). Hierdoor wordt de financiering van Nederlandse hypotheek zeer interessant voor pensioenfondsen om op hun beurt de reële ambities in pensioencontracten te kunnen honoreren. Gepensioneerden kunnen na aflossing van hun hypotheek het in hun woning opgeslagen vermogen liquide maken door bijvoorbeeld de in De Roon et al. (2010) al genoemde “*reverse annuity mortgages*”.

Een interessant voorstel voor een financieringsinstrument dat tegemoet kan komen aan de wensen van zowel huiseigenaren als pensioenfondsen wordt gepresenteerd in Asher (2011). De kern van deze hypotheekvorm is dat betalingen door de hypotheeknemer afhankelijk worden gemaakt van de salarisontwikkeling. Hoe meer salaris een persoon ontvangt, hoe hoger de aflossingen op de hypotheeklening. Op deze manier worden de hypotheeklasten meer in lijn gebracht met de stijgende bestedingsruimte die hypotheeknemers gedurende hun carrière normaal gesproken ondervinden. Voor de hypotheekverstrekker is deze vorm van financiering ook aantrekkelijk aangezien de aan inkomen gekoppelde betalingen een hogere correlatie zullen hebben met looninflatie.

Dit idee is zeker niet nieuw, denk bijvoorbeeld aan bepaalde vormen van studieleningen verstrekt in Nederland. De aflossingen op deze leningen werden afhankelijk gemaakt van het inkomen van de ex-student. Asher (2011) rapporteert ook dat deze vorm van financiering (in het Engels: “*income contingent loans*”) ook is toegepast in het verstrekken van leningen aan ontwikkelingslanden.

In het initiële voorstel van Asher (2011) hoeven er geen beperkingen aan de hypotheekbetalingen opgelegd te worden, zodat mensen met een grote inkomensstijging over hun carrière de verliezen opvangen van mensen die als gevolg van een tegenvallende inkomensstroom lager dan verwachte hypotheekbetalingen plegen. Als gevolg hiervan zou er echter een *moral hazard* probleem kunnen ontstaan: hypotheeknemers zouden minder moeite kunnen steken in het nastreven van een financieel succesvolle carrière. Een manier om de invloed van het *moral hazard* te verminderen is om onder- en bovengrenzen te stellen aan de hypotheekbetalingen.

Ook in andere artikelen is de gedachte om hypotheekbetalingen afhankelijk te maken van lonen en prijzen geopperd. Zo presenteert Nejadmalayeri (2011) een hypotheekvorm, waarin hypotheekbetalingen direct afhangen van een algemene index voor prijs- en looninflatie; dit in tegenstelling tot Asher (2011) waar deze betalingen afhangen van de salarisontwikkeling van een individuele hypotheeknemer. De motivatie in Nejadmalayeri (2011) is om een hybride hypotheekvorm te komen die ligt tussen een hypotheek met vaste en variabele rentebetalingen, met daaraan gekoppeld de eigenschap dat beide partijen in het hypotheekcontract beschermd zijn tegen inflatie. Hij laat zien op basis van historische informatie dat deze hypotheekvorm

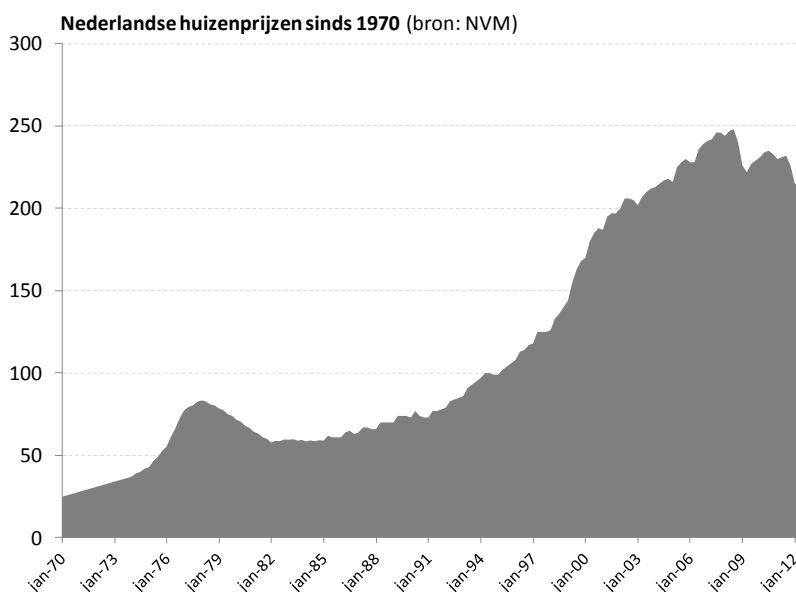
aantrekkelijk is ten opzichte van de meer conventionele hypotheekproducten. Ook Bovenberg en Kortleve (2012) pleiten voor het afhankelijk maken van hypothecaire maandlasten voor loon- en/of prijsinflatie.

3. De Nederlandse woningmarkt in beeld

3.1 Dynamiek door de jaren heen

De Nederlandse woningmarkt heeft de afgelopen decennia turbulente tijden beleefd. Figuur 3 laat zien dat de scherpe stijgingen van de koopprijzen eind jaren zeventig werden opgevolgd door een historische crisis waarin grote delen van de prijsstijgingen weer verdampten als sneeuw voor de zon. Sinds de jaren tachtig zijn de prijzen op de Nederlandse woningmarkt lange tijd enkel nog gestegen, totdat de effecten van de kredietcrisis vanaf 2009 ook in ons land voelbaar werden.

Door onder meer de dalende rente, de bloeiende economie, het ruimere financieerbeleid van de grootbanken en het gebrek aan aanbod op de woningmarkt, stegen de huizenprijzen gedurende de jaren negentig als nooit tevoren. Aan het eind van de vorige hoogconjunctuur, in 1999, stegen de Nederlandse huizenprijzen gemiddeld met 18,1% in één jaar tijd. Deze stijging vond plaats op een moment waarop het bruto binnenlands product groeide met 4,5%, de rente daalde tot 6,0%, de werkloosheid vrijwel verdween, aandelenkoersen stegen met 20,1% en het consumentenvertrouwen sterker was dan ooit tevoren. Sindsdien is er veel veranderd. De internetbubbel barstte in de zomer van 2000, internationale boekhoudfraudes bij Enron en



Worldcom kraakten het vertrouwen van beleggers, en de aanslagen op 11 september 2001 vaagden de laatste zekerheden weg. Deze tegenslagen hadden echter weinig effect op de prijsontwikkeling op de Nederlandse koopwoningmarkt, die ontwikkelde zich gestaag verder omhoog. Pas in 2009 leek aan deze lange opmars een halt te komen, toen de effecten van de Amerikaanse kredietcrisis de oceaan hadden overschreden en zowel het vertrouwen van

consumenten kraakte. Zo daalden de prijzen voor het eerst in lange tijd met enkele procenten per jaar. Voor het eerst zorgde de economische tegenspoed voor een negatieve prijsontwikkeling.

Maar ook andersom bestaan er duidelijke relaties tussen de prijsdynamiek op de woningmarkt en de economische groei als geheel. Zo kan de ontwikkeling op de woningmarkt de economische ontwikkeling versnellen en vertragen. Het Internationaal Monetair Fonds (Claessens et al. 2008) heeft voor de periode tussen 1970 en 2007 een twintigtal zware woningmarktcrises onderzocht in 14 landen. Doorgaans vonden deze gelijktijdig plaats met een algehele economische crises. Uit hun onderzoek bleek dat recessies die samenhangen met woningmarktcrises veel zwaardere

sporen achterlieten dan recessies die samenhangen met vergelijkbare prijsdalingen in de aandelenmarkt. Zo laten zij zien dat de groei van het BBP in een woningmarktcrisis daalde van 3,4 procent naar 0,8 procent. Gedurende crises in de aandelenmarkt daalde de economische groei (BBP) gemiddeld van 4,0 procent tot 2,6 procent. Kortom het is duidelijk dat grote prijsdalingen in de woningmarkt significante gevolgen hebben voor de economie. Zo is er de laatste tijd veel onderzoek gedaan naar de mechanismen waarmee woningmarktprijsdalingen de economie beïnvloeden en de conclusie daarvan is dat consumptie daarin een belangrijke rol vervult. Wanneer huizenprijzen stijgen, neemt de consumptie toe, doordat huishoudens hun hypotheek verhogen, of doordat ze minder gaan sparen. Case, Quigley en Shiller (2005) hebben de consumptie-effecten van hausses op de woning- en aandelenmarkten met elkaar vergeleken voor verschillende landen. Dit onderzoek toont duidelijk aan dat de consumptie-effecten sterker zijn bij stijgingen van de woningprijzen dan bij stijgingen van de aandelenprijzen. Een mogelijke verklaring voor dit verschil is dat mensen verwachten dat woningprijsstijgingen meer blijvend van aard zijn. Ook lijkt het erop dat banken gemakkelijker hypothecair krediet verstrekken dan krediet met aandelen als onderpand. Vermogensgroei door woningprijsstijgingen is daarom een belangrijke factor in de groei van de totale consumptie. Bostic, Gabriel en Painter (2009) schatten dat deze vermogensgroei tussen 2001 en 2005 verantwoordelijk was voor 12,25 procent van de groei in de particuliere consumptie in de Verenigde Staten. Vooral jonge huishoudens blijken een groot deel van de waardegroei uit te geven. Oudere huishoudens zijn wat dat betreft meer voorzichtig. Voor Nederland heeft Brouwer (2003) onderzocht in hoeverre de stijgende woningprijzen hebben bijgedragen aan de consumptie en economische groei. Uit zijn resultaten blijkt dat de woningmarkt verantwoordelijk was voor een kwart van de economische groei tussen 1995 en 2000. Maar ook in neerwaartse zin kan de woningmarkt bijdragen aan de economische ontwikkeling. Zo kunnen dalende huizenprijzen de krimp in consumptie versterken. Sterker nog, er bestaat empirisch bewijs voor het idee dat dalende woningprijzen een sterker consumptie-effect hebben dan stijgende prijzen. Op basis van data voor de jaren '80 vindt Engelhardt (1996) alleen significante consumptie-effecten bij dalende prijzen. Skinner (1996) laat zien dat elke dollar daling van de gemiddelde woningprijzen leidt tot 10 cent extra besparing onder huishoudens. Voor Nederland blijkt, op basis van onderzoek van Berben, Bernoth en Mastrogiamomo (2006), dat het effect van woningprijsdalingen op besparingen 2,5 tot 5 maal zo sterk is als dat van prijsstijgingen. Kortom, de relaties zijn sterk en de economische belangen groot.

3.2 De structuur van de markt

Om de geschetste prijsdynamiek op de Nederlandse woningmarkt goed te kunnen begrijpen is het belangrijk om de uitzonderlijke structuur van deze markt te onderkennen. De Nederlandse woningmarkt kent in internationaal verband een opmerkelijke vraag- en aanbodstructuur. Met een eigenwoningbezit van 55 procent scoort Nederland laag ten opzichte van de 68 procent in de Verenigde Staten en het 63 procent gemiddelde in Europa. Anderzijds is onze hypotheekmarkt in relatieve zin één van de grootste van de wereld, hetgeen een rechtstreeks gevolg is van de aftrekbaarheid van de hypotheekrente. Daarnaast bestaat de Nederlandse huurwoningmarkt voor het leeuwendeel (83%) uit sociale corporatiewoningen, waarvan de huren zijn gereguleerd. Een cijfer dat in onderstaande tabel sterk afwijkt van de landen om ons heen. Met 2,4 miljoen sociale huurwoningen kent Nederland zelfs in absolute zin meer sociale huurwoningen als een land als Duitsland. Kortom, de koopmarkt is jarenlang gevoed door een fiscaal gestimuleerde hypotheekvoorziening, terwijl de huurmarkt de sporen draagt van eengrootschalig corporatiebeleid. Beide kenmerken zijn overigens van de hand van één man:

Nicolaas Pierson. Zo voerde hij in 1893 als minister van financiën de hypotheekrente in (in combinatie met het huurwaardeforfait) en was hij in 1901 als premier verantwoordelijk voor de invoering van de Woningwet, de blauwdruk voor het huidige corporatiebestel. In beide gevallen waren er duidelijke doelstellingen voor zijn beleid. De hypotheekrente werd ingevoerd om de vermogensopbouw in de woningmarkt te fiscaliseren en stimuleren. Het eigenwoningbezit was in die tijd slechts 9%. De woningwet was Pierson's antwoord op de behoefte aan goede, gezonde en betaalbare woonomstandigheden voor Nederlandse arbeiders. In 1901 zag de wereld er immers geheel anders uit, en was zowel de zorg als de woningmarkt amper ontwikkeld. Daar zag hij een taak voor de overheid.

Nu, ruim een eeuw later, ziet de Nederlandse samenleving er echter heel anders uit; het woningmarktbeleid echter niet. Deze rigide structuur resulteerde in een woningmarkt waarin de vraag in twee verschillende deelmarkten (koop en huur) werd bediend, deelmarkten die nauwelijks op prijs en kwaliteit overlappen en concurreren. Vragers op de koopmarkt moeten bereid zijn om door middel van een ruime hypotheek grote koopsommen te betalen en erop te vertrouwen dat de gestage prijsstijgingen uit het verleden ook de komende jaren werkelijkheid zouden worden. Vragers op de huurmarkt dienen vooral veel geduld te hebben, aangezien vooral in de grote steden de wachtlijsten voor een sociale huurwoning vaak vele jaren bedragen. Qua nieuwbouw kent Nederland eveneens een merkwaardige traditie. Sinds de wederopbouw en

Woningmarktstructuren jaareind 2011

	% koop	% sociale huur	% commerciële huur	% hypotheek / BBP	% aflossings hypotheek	% variabele hypotheekrente
Nederland	55%	35%	10%	108%	24%	25%
Groot Brittanie	71%	18%	11%	83%	60%	95%
Duitsland	45%	6%	49%	44%	100%	29%
Belgie	78%	4%	18%	44%	90%	24%
Frankrijk	56%	17%	20%	41%	100%	20%

IMF, EMF, BIS

huisvesting van de babyboomgeneratie is het nieuwbouwwolume de laatste decennia gestaag gedaald tot amper 57.000 woningen in 2011, hetgeen minder is dan 1 procent van de bestaande voorraad. Deze combinatie van een groot corporatiebestand, een relatief laag eigenwoningbezit en beperkte nieuwbouwwolumes heeft ervoor gezorgd dat de aanbodzijde van de Nederlandse woningmarkt zeer stug en beperkt is geweest. De vraag naar woningen is als gevolg van een groeiende bevolking in de afgelopen decennia onverminderd sterk geweest, waardoor 'krapte' een constante werd binnen de Nederlandse woningmarkt.

De vraagzijde op de Nederlandse woningmarkt is echter niet langer stabiel. Zelfs wanneer we afzien van de recente economische terugslag en de tanende vraag onder kopers in de afgelopen jaren, lijkt het erop dat de vraag naar woningen de komende jaren zou kunnen gaan dalen. Enkele jaren geleden overleed Hendrikje van Andel op 115-jarige leeftijd als oudste mens ter wereld. Haar hoge leeftijd trok veel aandacht en illustreert een sluimerende trend die momenteel Nederland geleidelijk aan verovert - de vergrijzing. De gemiddelde leeftijd van onze samenleving stijgt gestaag en lijkt de komende jaren alleen maar verder toe te nemen. Demografen wijzen voor deze trend verschillende oorzaken aan; verbeterende gezondheidszorg waardoor leeftijden als die van Neeltje kunnen worden gehaald en een steeds verder terugzakkend aantal geboortes. Waar het gemiddelde huishouden in 1900 nog bestond uit 4,6 personen is dit cijfer nu ruim honderd jaar later gedaald tot minder dan de helft, namelijk 2,2 personen. Het gemiddelde Nederlandse gezin krimpt jaarlijks als gevolg van emancipatie op de arbeidsmarkt en individualisering van de samenleving. Deze demografische kenteringen bevatten geen verrassingen meer. Economen en beleidsmakers maken zich steeds vaker publiekelijk zorgen

over de houdbaarheid van het Nederlandse zorgstelsel, pensioensysteem en de structurele economische groei. Vooral de terugval in geboortecijfers die al decennia lang voort duurt heeft duidelijke consequenties op middellange termijn. Terwijl de Nederlandse bevolking vlak na de tweede wereldoorlog nog voor ruim 34% bestond uit jeugd, is dit percentage nu al gedaald tot 22% en voorspellen de meest actuele ramingen een verdere afname tot 19%. Die grootschalige jeugd van 1950 is vandaag de dag toe aan haar pensioen. Vooral hier zit de grote kentering. Het percentage 65-plussers vertegenwoordigde vlak na de tweede wereldoorlog slechts 3% van de totale bevolking. Straks in 2050 is dit cijfer uitgegroeid tot maar liefst 22% van de gehele bevolking. Vergeleken bij de twee demografische uitersten binnen de Europese gemeenschap, Duitsland en Turkije, blijkt Nederland op demografisch gebied een middenmoter. Terwijl in Duitsland over twintig jaar al ruim 21% van de bevolking de 65 is gepasseerd en in Turkije deze proportie nog onder de 10% ligt, blijft Nederland in het midden met een raming van 18% van het bevolkingstotaal. De maatschappelijke kosten van de vergrijzing zijn enorm en zeer uiteenlopend. De oplopende kosten van de AOW, de betaalbaarheid van de pensioenen en de stijgende kosten in de zorg zullen ook in Nederland zorgen voor een economische beperking. De omvang laat zich momenteel moeilijk ramen en zal grotendeels afhangen van de solidariteit tussen generaties. Wel is zeker dat de vergrijzing op meerdere manieren zal gaan doorwerken op de woningmarkt. Zo is het evident dat de veranderingen in onze demografie ook de vraag naar woningen zal doen veranderen.

3.3 Hervormingen en lessen uit het buitenland

De houdbaarheid van het Nederlandse woningmarktstelsel in de afgelopen jaren sterk onder druk komen te staan. Zo loopt de rekening van de bestaande regelingen steeds verder op voor de overheid, terwijl bezuinigen juist het devies is. Daarnaast zorgen meer structurele trends zoals vergrijzing ervoor dat een meer structurele hervorming aan de orde komt. Ruim honderd jaar na Nicolaas Pierson is het moment aan gebroken om de bestaande structuur van de woningmarkt nog eens grondig te herzien. Daarbij staat een beperking van de hypotheekrente-aftrek en een liberalisering van de sociale huursector steeds centraal. Na jaren van een verlamdende uitruil tussen politieke partijen, is er nu een moment

Het Verenigd Koninkrijk

De afbouw van de *mortgage* hypotheekrenteafrek in het Verenigd Koninkrijk is zeer geleidelijk verlopen. Pas in 2000 is het proces formeel afgerond, terwijl de eerste beperkingen stammen uit de jaren zeventig. De afbouw is langs drie wegen verlopen:

1. Een maximering van de aftrekbaarheid van de hypotheekrente tot de betaalde rente over de eerste £ 30.000. Dit maximum is in 1983 voor het laatst verhoogd;
2. Een verlaging van de marginale belastingtarieven in 1988 van 60 naar 40%;
3. Een beperking van de renteaftrek tot het laagste tarief van 25% in 1991 en een afbouw van dit tarief tot 0% in 2000.

Onderzoek heeft uitgewezen dat met name de bevrozing van de maximale hypotheekgrens op £ 30.000 heeft bijgedragen aan de afbouw van de hypotheekrenteafrek. Immers, als gevolg van de forse prijsstijgingen op de woningmarkt viel een relatief steeds beperkter deel van de uitstaande hypotheekschuld onder de grens van £ 30.000, in 1990 bedroeg de verkoopprijs van de gemiddelde woning reeds £ 60.000. Ruwweg de helft van de afbouw vond plaats door de bevrozing van het maximum, 20% door de verlaging van de marginale belastingtarieven. De overige 30% was het gevolg van de stapsgewijze vermindering van de hypotheekrenteafrek.

De uitgaven aan hypotheekrenteafrek piekten in 1990 tot een maximum van £ 7,7 miljard. Sindsdien zijn de overheidsuitgaven aan hypotheekrenteafrek geleidelijk aan teruggelopen tot minder dan £ 2,4 miljard in 1996 en £ 0,5 miljard in 2000. In procenten van de totaal betaalde hypotheekrente is de daling geleidelijker verlopen. Een belangrijke factor die aan deze ontwikkeling heeft bijgedragen is de sterk gedaalde hypotheekrente in de jaren negentig (van 14,4% in 1990 tot 6,5% in 2000). In het Verenigd Koninkrijk is het gebruikelijk dat de hypotheekrente variabel is, dat wil zeggen maandelijks wordt aangepast. Een daling van de hypotheekrente heeft in het Verenigd Koninkrijk dan ook direct grote gevolgen voor de belastinguitgaven aan hypotheekrenteafrek.

Duidelijk is dat de effecten van de fiscale wijzigingen relatief gering zijn geweest op het totale verloop van de uitgaven aan mortgage interest tax relief. Anders gezegd: de gevolgen van de fiscale wijzigingen op de woningmarkt zijn relatief klein vergeleken bij de effecten van de gedaalde hypotheekrente.

aangebroken waarin meer structurele veranderingen op deze markt bespreekbaar zijn geworden. Het gaat te ver om alle ideeën hierover op te sommen. Graag schetsen wij de contouren van de twee meest recente en integrale voorstellen hieromtrent – het woningmarktplan van 22 economen en wonen 4.0 dat in juni door Aedes, de Woonbond, NVM en Vereniging Eigen Huis gezamenlijk is voorgedragen. Daarnaast schetsen wij in een drietal kaders kort de hoofdpunten van soortgelijke hervormingen in het buitenland. Daarbij ligt de nadruk vooral op de defiscalisering van de woningmarkt. Tot slot, bespreken wij kort de hoofdpunten van de woningmarktmaatregelen van het recente Lenteakkoord en het nieuwste regeerakkoord, opdat een concrete indruk ontstaat van de nabije toekomst en mogelijke richtingen die in dit dossier nog kunnen worden bewandeld.

De 22 economen

In februari 2012 presenteerde een collectief van 22 economen onder aanvoering van Bovenberg en Schoenmaker een hervormingsplan waarin de Nederlandse woningmarkt middels een zestal stappen duurzaam zou worden verbeterd. Deze zes stappen betroffen zowel de huur- als de koopsector en waren samengesteld als een hervorming en niet als bezuiniging. Met andere woorden het uitvoeren van dit voorstel zou de staat geen budgettaire meevallers opleveren,

Zweden

Waren in Denemarken de wijzigingen in de fiscale behandeling van het eigen woningbezit min of meer het gevolg van een algehele belastingherziening en bezuinigingsronde, in Zweden daarentegen was één van de expliciete doelstellingen van de regering om de royale fiscale subsidiering van de eigen woningsector terug te dringen. Gelijke behandeling van de eigen woningsector en de huursector was hierbij het uitgangspunt.

Voor de fiscale wijziging van 1991 konden de Zweden hun hypotheekrente aftrekken van de belasting tegen marginale tarieven die opliepen tot meer dan 70%. Na de introductie van het duale belastingstelsel werd het saldo van de inkomsten en uitgaven van kapitaalinkomen belast tegen een standaardtarief van 30%. De kern van de herziening voor de eigen woning was de afschaffing van het eigen woningforfait en een defacto verlaging van de hypotheekrenteaftrek van 47% (gemiddeld) tot 30% (standaard). De verlaging van de inkomstenbelasting kon niet voorkomen dat voor veel eigenaar-bewoners in Zweden de belastingherziening per saldo negatief uitviel.

De fiscale wijzigingen in 1991 hadden grote gevolgen voor het functioneren van de koopwoningmarkt, de koopprijzen daalden sterk vanaf het hoogtepunt in 1991 met meer dan 26% in 1995. In dezelfde periode nam het aantal transacties dramatisch af. Deze situatie was vergelijkbaar met die in Denemarken. De nieuwbouwproductie in de eigen woningsector viel terug tot nagenoeg nul in 1992. Nadien is de situatie in Zweden gestabiliseerd, eind jaren negentig had de eigenwoningsector zich weer grotendeels hersteld. Ook voor Zweden gold dat de belastingherziening plaatsvond in een periode dat Zweden in een ernstige recessie verkeerde. Vraaguitval en prijsdalingen op de koopwoningmarkt werden niet alleen veroorzaakt door de fiscale wijzigingen maar ook door de algemeen economische situatie.

hetgeen in contrast staat met de maatregelen uit het Lenteakkoord zoals deze later kort worden besproken. De zes stappen luiden kunnen kort als volgt worden samengevat: 1. Geleidelijke verlaging van de hypotheekrenteaftrek tot 30% in box 3 in twintig jaren tijd, 2. Geleidelijke afschaffing van de overdrachtsbelasting, 3. Verbetering van de financiering door inzet van kapitaal van pensioenfondsen en verzekeraars, 4. Beperking van de hypotheekschuld van huishoudens door een maximale LTV van 90%, 5. Huren geleidelijk verhogen tot markthuren in twintig jaren tijd, 6. Verlagen van de NHG grens tot de prijs van een gemiddelde koopwoning. Uitvoerige besprekingen van dit plan inclusief een opsomming van de voor- en nadelen zijn inmiddels ruim voor handen. Belangrijk om in deze context kort te benoemen is de inzet van pensioengeld bij de financiering van hypotheeklen en de liberalisering van de huursector (met minder plek voor corporaties). Vanuit het perspectief van pensioenfondsen zijn deze twee maatregelen van direct belang, aangezien middels een zogenaamd 'Deens model' pensioenfondsen in staat zouden worden gesteld om met de aankoop van gedekte hypotheekobligaties het hypotheekbeslag bij banken te verlichten. Ook zou door een liberalisering van de (sociale) huursector een

aantrekkelijk perspectief ontstaan voor pensioenfondsen om te participeren in dit deel van de markt.

Wonen 4.0

In mei 2012 was het de beurt aan de woningmarkt zelf om zich uit te spreken. Zo lanceerden de vakorganisaties Aedes, de Woonbond, NVM en Vereniging Eigen Huis hun woningmarktplan – Wonen 4.0. Dit plan was de uitkomst van een overleg dat ruim 2 jaar in beslag had genomen en was net als het plan van de 22 economen opgezet als een integraal plan waarin zowel de huur- als de koopsector structureel zouden worden hervormd. Opnieuw, net als bij het voorgaande plan handelt het hier om een hervorming, dus niet om een besparende bezuiniging. Vandaar ook dat de maatregelen voor alle deelnemers in de markt zowel voor- als nadelen bevat. De kernpunten van wonen 4.0 luiden als volgt: 1.) Een afbouw van de hypotheekrenteaf trek over een periode van 30 jaar. 2.) Een geleidelijk verhoging van de huren tot marktconform niveau. Bij punt 1, worden ook de overdrachtsbelasting en het eigen woningforfait afgeschaft en bij beide punten wordt er gepleit voor de inzet van een woontoeslag die ervoor moet zorgen dat het betreffende huishoudens op basis van het inkomen kan rekenen op een extra bijdrage waardoor de betaalbaarheid (per regio) kan worden geborgd. Net als het plan van de 22 economen is het streven van wonen 4.0 om te komen tot een beter functionerende woningmarkt waarin huur en koop op een meer gelijke behandeling kunnen rekenen. Het grote verschil is dat bij wonen 4.0 er geen aandacht is voor de financiering van koop.

Het Lenteakkoord

Toen op 21 april duidelijk werd dat het Catshuisoverleg tussen de

Denemarken

In Denemarken verwerd het financiële arrangement woningmarkt in de herfst van 1986 tot heikel gespreksonderwerp. Denemarken verkeerde toen in een recessie, hoge inflatie, hoge werkloosheid en een stagnerend inkomen waren het directe gevolg. De Deense regering besloot tot ingrijpende bezuinigingsronden en een omvangrijke belastingherziening. Alhoewel een en ander niet direct gericht was op een andere fiscale behandeling van de eigen woningsector hadden beide maatregelen grote gevolgen voor de koopwoningmarkt.

Het beteugelen van de inflatie (begin jaren tachtig gemiddeld 8% per jaar) vond onder meer plaats door een aanzienlijke aanscherping van de hypotheekverstrekking. Vanaf 1986 kon een eigen woning alleen nog maar gefinancierd worden door middel van een zogenaamde "mixed-loan" (60% annuïteit + 40% lineair). Het directe gevolg hiervan was dat kopers met aanmerkelijk hogere aanvangslasten werden geconfronteerd dan voorheen.

De belastingherziening van 1987 leidde ook tot een wijziging in de fiscale behandeling van de eigen woning. Deze wijziging had tot gevolg dat eigenaar-bewoners de hypotheekrente nog maar konden aftrekken tegen een tarief van 50%, een aanmerkelijke daling ten opzichte van de marginale tarieven die voordien konden oplopen tot meer dan 70%. De marginale belastingtarieven gingen aanzienlijk omlaag, het eigen woningforfait bleef vooralsnog in stand. Per saldo leidde dit alles voor de gemiddelde eigenaar-bewoner in Denemarken tot een verslechtering. Het gevolg van deze ontwikkelingen - hogere aanvangslasten, lagere fiscale tegemoetkoming gecombineerd met een recessie leidden tot een enorme vraaguitval naar koopwoningen, onder meer het wegvallen van starters op de koopwoningmarkt.

Het gevolg was dat zowel in nominale als in reële termen de gemiddelde verkoopprijs van de eigen woning in die periode scherp daalde. Het dieptepunt werd bereikt in 1992, toen in reële termen de gemiddelde verkoopprijs met 25% gedaald was ten opzichte van 1985. De stijging nadien, voor een belangrijk deel geïnitieerd door de voortdurende rentedalingen leidde uiteindelijk tot een herstel van de koopwoningmarkt. Pas in 1999 was de reële verkoopprijs gestegen tot het niveau van voor de fiscale wijziging. In 1989 was het aantal transacties gedaald met bijna 70% ten opzichte van de situatie voor de fiscale wijzigingen. Het aantal gedwongen verkopen steeg explosief van minder dan 1.000 per jaar tot het drievoudige eind jaren tachtig. Afgezien van deze individuele probleemgevallen was de belangrijkste gedragsreactie van de Denen "overwinteren": afwachten tot betere tijden. Deze gedragsreactie verlaagde het transactievolume nog verder maar hield tegelijkertijd de prijzen relatief hoog. Het eigenwoningbezit daalde in die periode met 5%, tot minder dan 50%. Eind jaren negentig was dit weer enigszins gestegen tot 51%.

Het herstel van de koopwoningmarkt in de tweede helft van de jaren negentig ging gepaard met een verdere tariefsverlaging in de inkomstenbelasting. Het gemiddelde tarief waartegen eigenaar-bewoners hun hypotheekrente kunnen aftrekken is inmiddels gedaald tot 39%, een verdere daling tot uiteindelijk 31% ligt in het verschiet.

regeringspartijen was mislukt, werd op 26 april een alternatief akkoord gesloten tussen vijf partijen waarmee de Nederlandse begroting kon worden goedgekeurd onder Europese regelen van het Europese Stabiliteit- en Groeipact. Hoewel dit akkoord niet te boek staat als een woningmarktplan, staan er verschillende maatregelen in die op korte termijn invloed zullen hebben op het functioneren van de woningmarkt. De belangrijkste punten hierbij zijn: een blijvende verlaging van de overdrachtsbelasting tot 2%, een extra huurverhoging van 1% boven inflatie voor huurder met een inkomen van 33.000-43.000 euro en een beperking van de hypotheekrenteaftrek voor nieuwe gevallen. Vooral dit laatste punt zal snel voelbaar zijn, aangezien starters op de koopsector conform dit akkoord alleen nog annuïtaire of lineaire hypotheekrenteaftrekbaar zullen kunnen aantrekken. Hiermee verhogen hun maandlasten en verlaagt het fiscaal voordeel gedurende de looptijd van het contract. Anders dan in de eerder twee voorstellen handelt het hier om een bezuinigingsplan en worden inkomenseffecten hierdoor niet gecompenseerd door aanpalende tegemoetkomingen.

Het regeerakkoord van Rutte II

De meest recente bijdrage aan de lopende woningmarktdiscussie werd geleverd in het regeerakkoord van het kabinet Rutte II. Pagina 33 van dit akkoord bevatte een aantal zeer concrete acties, die de komende jaren de structuur en de dynamiek van de woningmarkt zullen gaan beïnvloeden. In het kader van de vooruitblikkende mogelijkheden voor pensioenfondsen binnen de woningmarkt, is het dan ook logisch om deze sectie met deze maatregelen af te sluiten. Het kabinet Rutte II is voornemens om met ingang van 2013 beleidswijzigingen door te voeren op de koop- als de huurmarkt. Zo zal de hypotheekrenteaftrek in de hoogste belastingschijf met jaarlijks 0,5% worden verlaagd, waardoor er de hypotheekrente over 28 jaar nog slechts tegen het 38%-tarief van de derde schijf kan worden afgetrokken. Op de huurmarkt worden de huren opgehoogd tot een markthuur die gelijk is aan een maximum van 4% van de WOZ-waarde van de woning. Voor inkomens tot 34.000 euro inkomen per jaar worden de huren verhoogd tot dit peil middels jaarlijkse huurverhogingen van 1,5% bovenop inflatie, voor huishoudens met een inkomen tot 43.000 verloopt dit middels jaarlijkse huurverhogingen van 2,5% bovenop inflatie en voor inkomens boven de 43.000 middels verhogingen van jaarlijks 6,5% boven inflatie. Deze jaarlijkse verhogingsnormen gelden overigens enkel voor het gereguleerde huursegment (tot een maandhuur van 664,66 euro). Op deze wijze wordt de hypotheekrenteaftrek versoerd, en de sociale huur geleidelijk aan geliberaliseerd, en hoopt het kabinet de doorstroming op het middensegment te bevorderen en het maatschappelijke kosten van het scheefwonen te verkleinen. In hoeverre deze veranderingen ook interessant en relevant zijn voor institutionele beleggers zal in het verdere verloop van dit artikel worden besproken.

4. Institutionele Investeringsproposities in de Nederlandse huursector

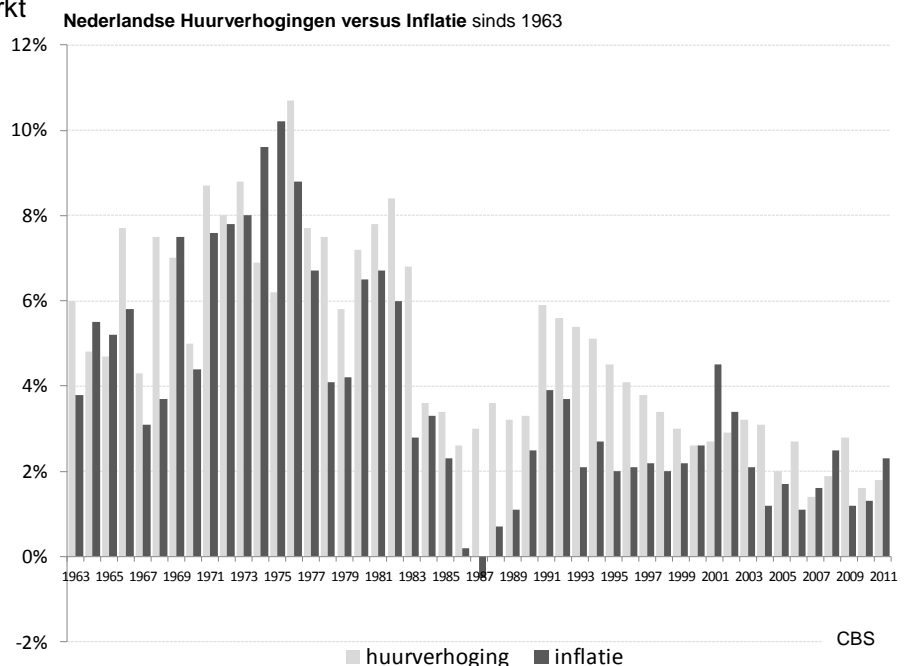
Ruim 40% van de Nederlandse huishoudens huurt de woning die zij bewonen. Dat staat gelijk aan 2,8 miljoen woningen en in ruim 80% van de gevallen is een woningbouwcorporatie de huurbaas. Zoals in de voorafgaande paragraaf al uitvoerig is besproken is deze dominante component van de woningmarkt de laatste jaren regelmatig onderwerp van gesprek. Onderdeel van dit gesprek is de financiële stabiliteit van de sociale huursector en de houdbaarheid van hun marktpositie tegen de achtergrond van Europese mededingingsbezwaren. Steeds meer corporaties (Nederland telt er momenteel 383) hebben moeite om hun hoofd financieel boven water te houden. Afgezien van de recente financiële dwalingen, zoals de aankoop van de SS Rotterdam door Woonbron Maasoever en de speculatie met derivaten van Vestia, hebben steeds meer corporaties moeite om de financiële consequenties van hun onderhouds- en

nieuwbouwprogramma's te financieren. Daar een groot deel van het huidige corporatiesegment is opgebouwd in de jaren '60 en '70 stijgt de noodzaak voor groot onderhoud in steeds meer gevallen. De inkomsten uit de verhuur volstaan in vele gevallen niet langer om de oplopende operationele kosten nog langer het hoofd te bieden. De door Rutte II aangekondigde verhuurderheffing zorgt daarbij voor een verdere verslechtering van de financiën.

Kortom, corporaties gaan steeds vaker op zoek naar nieuwe manieren om geld vrij te maken om het stijgende kostenpeil te kunnen doorstaan. Vaak wordt daarbij gedacht aan verkoopprogramma's waarbij woningen uit het middensegment (eventueel tegen een tijdelijke prijskorting) aangeboden worden aan de zittende huurders. Corporaties kunnen woningen ook tussentijds afstoten via het woninginvesteringsfonds, een vehikel dat speciaal in het leven is geroepen als facilititeit voor corporaties om woningen te verkopen. In dit soort trajecten kunnen uiteindelijk ook institutionele beleggers in beeld komen, als eindafnemer van gedeeltelijke uitponding van het corporatiebestand. Daarmee worden pensioenfondsen directe beleggers van vastgoed met alle organisatorische consequenties van dien. Daar grote pensioenfondsen de afgelopen decennia juist gekozen hebben voor het op afstand plaatsen van hun woningportefeuilles (Amvest voor PGGM en Vesteda voor ABP) lijkt deze omgekeerde trend niet waarschijnlijk. Bovendien zorgt de aankoop van woningen voor zowel direct als indirect rendement, waarbij de laatste bron aanzienlijk minder stabiel is gebleken sinds 2009. Dalende huizenprijzen kunnen zorgen voor vermogensverlies en verdere verlaging van de dekkingsgraad.

De huurstroombaan van de corporatiemarkt biedt echter een zeldzame stabiliteit, en vanwege de regulering van de huurmarkt

is de relatie met de inflatie sterk gebleken. Sinds 1963 overtrof de jaarlijkse huurverhoging 38 van de 49 jaren het inflatiepeil. In de figuur aan de rechterkant staan deze jaarlijkse huur en prijsontwikkelingen weergegeven. De correlatie tussen beiden bedraagt zo'n 78% en daarmee is er sprake van sterke inflatiehedge capaciteit.



Huurobligaties

Om deze aantrekkelijke huurstroombaan beschikbaar te maken voor pensioenbeleggers, zouden huurobligaties gecreëerd kunnen worden. Hierbij worden de huren gesequitiseerd en ruilen corporaties en pensioenfondsen, stabiele inflatiegerelateerde kasstromen uit tegen een directe kapitaalinjectie. Op deze wijze kunnen beiden actoren worden geholpen. Bovendien blijft de woning in bezit van de corporaties, die ook het beheer van de woning kan voorzetten op basis van de opgebouwde ervaring binnen de eigen organisatie. Indien de rendementseisen van beide partijen elkaar niet teveel ontlopen zorgen deze huurobligaties voor de corporaties voor een betere matching van inkomsten en onderhoudsuitgaven.

In onderstaand kasstroomschema staat een sterk vereenvoudigd voorbeeld uitgewerkt. Hierbij gaan wij uit van een betrekkelijk jonge huurwoning van gemiddelde omvang en met een aanvangsmaandhuur van 700 euro per maand (in het gedereguleerde deel van de markt). Op grond van een onderhoudsprogramma waarbij 15 procent van de huurinkomsten wordt besteed aan onderhoud. Na 10 jaren wordt er een eenmalig aanvullend groot onderhoud ingepland van 5.000 (prijspeil heden) en na 20 jaar kan de verhuurder (de corporatie) besluiten de woning te verkopen. Daarbij rekenen wij met een gangbare huur/prijs verhouding (exit-yield) van 5%. Indien de corporatie rekt met een rendementseis van 7,00%, is hier sprake van een DCF waarde van het pand van €155.363,66 op de balans van de corporatie.

Kasstroomschema modelwoning

	jaar	huur	leegstand	onderhoud	gr. onderhoud	rest	totaal	cw totaal	cw huur
maandhuur	€	700,00							
jaarhuur	€	8.400,00		€ 1.260,00		€ 7.140,00	€ 6.672,90	€ 7.924,53	
inflatie	2,50%	€ 8.825,25		€ 1.323,79		€ 7.501,46	€ 6.123,43	€ 7.409,85	
onderhoud (%huur)	15%	€ 9.045,88		€ 1.356,88		€ 7.689,00	€ 5.865,90	€ 7.165,19	
kostenstijging	2,50%	€ 9.272,03		€ 1.390,80		€ 7.881,22	€ 5.619,20	€ 6.928,60	
gr. onderhoud	€	5.000,00		€ 1.425,57		€ 8.078,25	€ 5.382,88	€ 6.699,82	
exit yield	5%	€ 9.741,42		€ 1.461,21		€ 8.280,21	€ 5.156,50	€ 6.478,60	
rendementseis	7%	€ 9.984,96		€ 1.497,74		€ 8.487,22	€ 4.939,64	€ 6.264,69	
		€ 10.234,58		€ 1.535,19		€ 8.699,40	€ 4.731,90	€ 6.057,83	
		€ 10.490,45	€ 5.245,22	€ 786,78	€ 6.400,42	€ 1.941,98-	€ 987,21-	€ 5.857,81	
		€ 10.752,71		€ 1.612,91		€ 9.139,80	€ 4.342,25	€ 5.664,39	
		€ 11.021,53		€ 1.653,23		€ 9.368,30	€ 4.159,64	€ 5.477,36	
		€ 11.297,07		€ 1.694,56		€ 9.602,51	€ 3.984,70	€ 5.296,51	
		€ 11.579,49		€ 1.736,92		€ 9.842,57	€ 3.817,12	€ 5.121,62	
		€ 11.868,98		€ 1.780,35		€ 10.088,63	€ 3.656,58	€ 4.952,51	
		€ 12.165,70		€ 1.824,86		€ 10.340,85	€ 3.502,80	€ 4.788,98	
		€ 12.469,85		€ 1.870,48		€ 10.599,37	€ 3.355,49	€ 4.630,86	
		€ 12.781,59		€ 1.917,24		€ 10.864,35	€ 3.214,37	€ 4.477,95	
		€ 13.101,13		€ 1.965,17		€ 11.135,96	€ 3.079,19	€ 4.330,09	
		€ 13.428,66		€ 2.014,30		€ 268.573,23	€ 279.987,59	€ 72.354,11	€ 4.187,12
						DCF waarde @7%	€ 155.363,66		
						DCF huurstroom @6%		€ 117.377,20	



Familie doorzon

Een huurobligatie waarbij de investeerder de huurstromen van de eerste 20 jaren overneemt tegen een rendementseis van 6,00% vertegenwoordigt een marktwaarde van € 117.377,20. In dit voorbeeld profiteert de investeerder van de stabiele huurstroom die met de toekomstige inflatie zal meelopen, terwijl de corporatie voorzien wordt van een vervroegde uitbetaling tegen een relatief lage rendementseis (een impliciete waardecreatie ten opzichte van 7%-factor van € 9.754,46 in dit voorbeeld). Het verschil in rendementseis, kan deels verklaard worden door het risico van de waardeontwikkeling van de opstal (de woning), die geheel voor rekening van de corporatie blijft.

Uiteraard is hier sprake van een vereenvoudigd voorbeeld, waarin lang niet alle nuances een plaats krijgen. Daarom bespreken wij nu kort een aantal praktische condities die de aantrekkelijkheid van deze huurobligaties kan stimuleren en beperken.

Voor de opkomst van een dergelijke huurobligatiemarkt bestaan sinds Rutte II een aantal beperkende en stimulerende randvoorwaarden. Een aantal negatieve (-) en positieve (+) aspecten worden hieronder genoemd:

- **Frictie leegstand (-)**

De huurstroom kan worden onderbroken door verhuisbewegingen, waardoor er tijdelijke sprake is van een gebrek aan huurinkomsten. Gemiddeld bewonen huurder hun adres ruim 14 jaar. In veel gevallen zal er bij een termijn van 20 jaren derhalve sprake zijn van verloop van de bewoners en tijdelijke frictieleegstand.

- **Structurele leegstand (-)**
Naast de tijdelijke leegstand die gepaard gaat met verhuisbewegingen, kan er ook sprake zijn van meer langdurige huurdering. Zeker in de commerciële vastgoedmarkt zijn de leegstandcijfers de afgelopen jaren snel gestegen tot bijna 15% voor de kantorenmarkt. Voor de woningmarkt liggen deze cijfers heel anders. Commerciële woningverhuurders als Amvest en Vesteda rapporteerden over 2011 een gemiddelde bezettingsgraad van ruim 97%.
- **Dalende WOZ waarden (-)**
Het nieuwe huurbeleid van het kabinet Rutte II, waarbij afscheid is genomen van het oude puntensysteem en waarbij huurniveaus rechtstreeks worden afgeleid van de WOZ waarde, kan zorgen voor een minder stabiele huurstream. Met een dalende prijstrend in de woningmarkt is een negatieve bijstelling van de WOZ-waarde een directe aanleiding om huren te verlagen. Dit verandert dan ook het verloop en de aantrekkelijkheid van deze propositie. Dit element van het regeerakkoord wordt echter momenteel nader beschouwd en zal wellicht in aangepaste vorm worden ingevoerd met oog voor bovenstaande zorg.
- **De gepercipieerde waarde van het corporatiebezit (+)**
Hoewel bij het vereenvoudigde rekenvoorbeeld gewerkt is met een gangbare rekenmethodiek, is bekend dat in de corporatiepraktijk vaak nog gerekend wordt met meer behouden boekwaarden. Tegen deze achtergrond zal het verhandelen van huurobligaties tegen marktwaarden een positievere perceptie krijgen. Uiteraard is dit slechts een tijdelijke conditie van een markt die steeds meer in marktwaarden leert redeneren. Het zogenaamde 'vermogen in dode hand' dat momenteel bij corporaties is ondergebracht zal echter door de invoering van huurobligaties deels liquide kunnen worden tegen marktwaarde.
- **De flexibiliteit van duratie (+)**
Aangezien het eigendom van het pand voor rekening blijft van de obligatie-uitgever (de corporatie), bestaan er veel mogelijkheden om de duratie van de uit te geven huurobligaties aan te laten sluiten bij de voorkeuren van de investeerder. Corporaties hebben in het verleden veel ervaring opgedaan met langdurig beheer van hun portefeuille, en zijn organisatorisch ingericht om deze taken te vervullen.

Door middel van overcollateralisatie kunnen de bezwaren met betrekking tot leegstand worden ondervangen. De gevolgen van de huurkoppeling aan de WOZ-waarde dienen nog verder uitgewerkt te worden in het beleid. Een bijkomend effect van deze huurobligaties is dat de rollen verder worden gedefinieerd. Corporaties zullen in deze constructie meer de rol van beheerder spelen, minder die van belegger. Door het beschikbaar stellen van tijdelijke liquiditeit ontstaan er natuurlijke prikkels om het beheer efficiënt te kunnen vervullen en wordt het vermogen in de dode hand van corporaties geactiveerd om de woningmarkt te dienen. Al met al zijn deze randvoorwaarden gunstig voor de invoering van vormen van huurobligaties in de toekomst. Zoals in de inleiding van de sectie al is aangegeven is het potentiële volume van een dergelijke markt aanzienlijk. Momenteel ontbreken de exacte cijfers nog inzake de WOZ-waardering van het corporatiebezit, maar op basis van de inkomenspositie van corporatiehuurders is nu al duidelijk dat ruim 800,000 huurders meer verdienen dan in de nieuwe normen is toegestaan voor sociale huurvoorzieningen. Daarmee wordt duidelijk dat ruim een derde deel van het huidige corporatiebezit in de komende jaren op grond van huurbeleid zal worden geliberaliseerd. Door de huren in dit segment te verhogen tot markthuren, worden gunstigere condities geschapen voor de uitgifte van huurobligaties. Deze zijn immers waardevoller naarmate het huurniveau marktconform geprijsd is.

Kortom, op grond van het vereenvoudigde voorbeeld in deze sectie en deze eerste kengetallen lonkt er een toekomst voor een huurobligatiemarkt met een omvang van ruim 90 miljard euro. Geld dat in de woningmarkt kan zorgen voor liquiditeit voor onderhoud en in de pensioensector kan zorgen voor een stabiele kasstroom die rechtstreeks relateert aan het Nederlandse inflatiepeil.

5. Institutionele Investeringsproposities in de Nederlandse koopsector

In deze sectie verkennen wij de mogelijkheden voor pensioenfondsen om inflatiegerelateerde investeringen te plegen binnen de Nederlandse koopwoningmarkt. De laatste maanden is de suggestie om pensioengelden in te zetten op de hypotheekmarkt te voorzien van een liquiditeitsimpuls meerder malen geopperd, zie bijv. het krantenartikel hiernaast. Inmiddels verkent NIBC-bankier Kees van Dijkhuizen in opdracht van minister Blok voor Wonen en Rijksdienst de mogelijkheden om de rol van pensioenfondsen in de hypotheekmarkt uit te breiden.

In deze sectie verzorgen wij eenzelfde verkenning, ditmaal vanuit het perspectief van pensioenfondsen die op zoek zijn naar een stabiele inflatiegerelateerde investering.

Daarbij maken wij duidelijk onderscheid in twee groepen:

1. Uitstaande hypotheek
2. Nieuw hypotheek

Bij de eerste categorie spreken wij over het totaal aan 670 miljard euro¹ aan uitstaande woninghypotheken. Investeren in deze markt betekent dat er gestructureerd zal moeten worden om te zorgen voor de gewenste inflatiehedge. Bij de tweede categorie gaat het om de nog uit te geven hypotheek vanaf 2013, die onder de nieuwe regels van het kabinet enkel nog in aanmerking komen voor hypotheekrenteaftrek indien er annuïtair zal worden afgelost. In beide gevallen maken wij gebruik van recente gegevens en inzichten die afkomstig zijn uit de sectorstudie hypotheekmarkt van de NMa van mei 2011. In dit rapport onderzocht de NMa de structuur van de Nederlandse hypotheekmarkt, met bijzondere aandacht voor de concurrentieomstandigheden en de ontwikkeling van hypotheekrentetarieven. Uiteraard valt deze thematiek buiten de scope van deze studie, toch zullen wij ook kort reflecteren op de effecten van een actievere rol van pensioenfondsen in de pensioenmarkt met het oog op de concurrentieverhoudingen.

Ten eerste DE VOLKSKRANT ZATERDAG 24 NOVEMBER 2012

'Pensioenmiljarden in Nationale Hypotheekbank'

Van onze verslaggevers **Wilco Dekker, Gijs Herderscheé**

AMSTERDAM De twee grootste pensioenbeleggers van Nederland, APG en PGGM, zijn bereid grootschalig in hypotheek te stappen. Daarvoor moet het kabinet een Nationale Hypotheekbank helpen oprichten. Die kan voor tientallen miljarden aan hypotheek overnemen van banken, zodat die weer lucht krijgen.

Zo moeten de economie in het algemeen en de huizenmarkt en de bouw in het bijzonder weer vlot worden getrokken. De enorme slagkracht van de fondsen (gezaamenlijk vermogen: 450 miljard euro) kan voor de consument bovendien leiden tot een lagere hypotheekrente.

Dit bepleitten APG (ambtenaren en de bouw) en PGGM (zorg en welzijn) vrijdag. Het pleidooi voor een Nationale Hypotheekbank (NHB) volgt op een noodkreet van VNO-NCW-voorzitter Bernard Wientjes. De werkgeversvoorman riep vrijdag in *Het Financieele Dagblad* het kabinet op een doorbraak te forceren om de bouw en de woningmarkt te redden. De stap van APG en PGGM is opmerkelijk, want eerder weigerden de pensioenbeleggers nog om de bouw en woningmarkt te financieren. 'We zijn er voor de pensioenen van de deelnemers. We zijn niet de nationale pinautomaat', zei een woordvoerder destijds in antwoord op de oplopende druk om de pensioenmiljarden deels in Nederland te investeren.

De mogelijkheden van de fondsen om in hypotheek te beleggen zijn beperkt, door de dreigende stapeling

APG en PGGM willen helpen met het vlottrekken van bouw en woningmarkt

van risico's. Als de pensioenbeleggers veel hypotheek hebben, tref een economische crisis de pensioengerechtigden via de huizenmarkt dubbelop, in zijn huidige en toekomstige inkomen.

Daarom willen APG en PGGM alleen veilige hypotheek die nu onder de Nationale Hypotheekgarantie vallen. Die NHG garandeert dat de bank toch zijn geld krijgt als de hypotheek niet meer betaald kan worden. NHG zou omgebouwd moeten worden tot een Nationale Hypotheekbank, stellen APG en PGGM. De NHB kan dan door de overheid gegarandeerd schuldpaapier uitgeven, ter waarde van de onderliggende hypotheek. Er valt nu zo'n 130 miljard euro aan hypotheek onder de NHG.

Door de garantie worden deze hypotheek een soort staatspaapier en kunnen APG en PGGM de NHG-portefeuille overnemen. Zo kunnen niet alleen de grootste beleggers van Nederland investeren in de Nederlandse hypotheek, maar ook buitenlandse beleggers.

De honderden miljarden van de pensioenbeleggers die de basis vormen onder de NHB, betekenen verder 'zonder twijfel' dat consumenten een lagere rente gaan betalen, melden APG en PGGM. Volgens de fondsen hadden banken eind vorig jaar voor 650 miljard euro aan hypotheek uitstaan, terwijl ze maar 350 miljard aan spaargeld hebben. De resterende 300 miljard moeten ze ophalen op de internationale markten, maar dat is lastig. Bovendien moeten ze steeds hogere buffers aanhouden.

'We zijn niet doof voor onze maatschappelijke rol. We willen best helpen, zodat de banken weer kredieten kunnen verdienen en de economie weer op gang kan komen', zegt een woordvoerder van de fondsen. Volgens hen is het kabinet nu aan zet.

¹ Eind 2011 op basis van CBS gegevens, zie <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/macro-economie/publicaties/artikelen/archief/2012/2012-3680-wm.htm>

Investeren in uitstaande Nederlandse woninghypotheken

Investerings in hypotheekgerelateerde effecten zijn sinds de kredietcrisis in een nieuw daglicht komen te staan. Waar de Amerikaanse overheid hypotheeksecuritizatie in 1978 stimuleerde om de primaire hypotheekmarkt weer in zwang te trekken, mondde dit uiteindelijk uit in een subprime hypotheekcultuur die vanaf 2008 tot grote verliezen leed. Risico is hier het sleutelwoord, en belangrijk hierbij is om vanaf de start van de vergelijking de opmerking te plaatsen dat de non-recourse structuur van de Amerikaanse hypotheekmarkt een versterkend effect heeft gehad op de dynamiek van deze markt in de afgelopen jaren.

In Nederland kennen wij een sterk afwijkende hypotheekstructuur en kredietcultuur. De hoofdelijke aansprakelijkheid van Nederlandse hypotheeknemers zorgt er op een natuurlijke wijze voor dat geldnemers slechts beperkt bereid waren om kredietrisico te lopen. Dit uit zich ondermeer in het relatief geringe aantal gedwongen verkopen op de Nederlandse hypotheekmarkt. Zo werden er in 2011 ongeveer 6.000 huishoudens geconfronteerd met een gedwongen verkoop van hun woning. Op een totaal van 4,1 miljoen uitstaande hypotheek (adressen) vertegenwoordigd dit slechts 0,2% van het totaal. Er is dus sprake van een beperkt terugbetalingsrisico. In de Verenigde Staten bedroeg dit percentage ruim 2,2% in hetzelfde jaar. Nederlandse huishoudens hechten veel waarde aan het kunnen naleven van hun maandelijkse hypotheekschuld.

Verder kent de bestaande Nederlandse hypotheekmarkt een sterk geconcentreerde aanbodstructuur. De onderstaande tabel afkomstig uit het eerder vermelde NMa onderzoek toont

Marktaandeel Nederlandse Hypotheekmarkt in 2004 en 2010

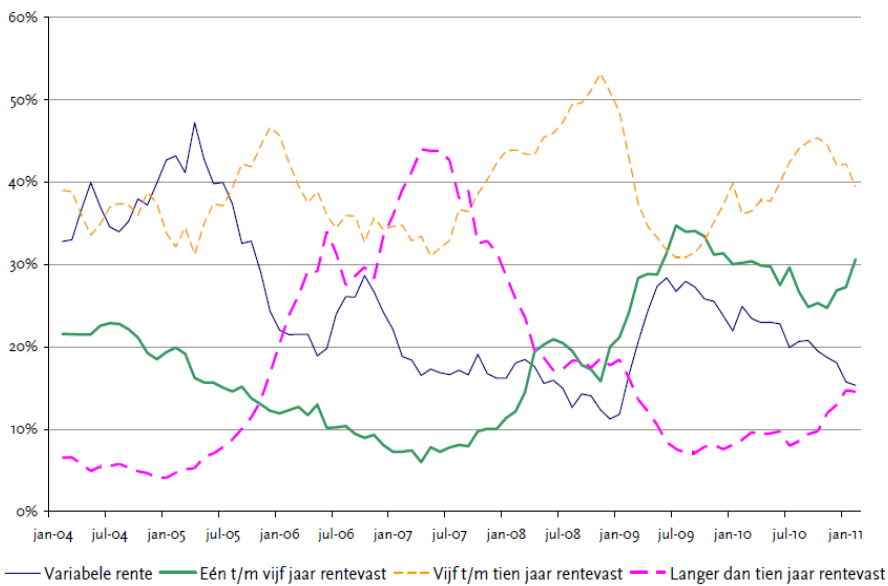
Aanbieder	2004	2010
Rabobank	25,7%	30,2%
ING	21,7%	20,2%
ABN Amro	14,3%	20,0%
SNS	11,2%	6,7%
Fortis	8,4%	-
AEGON	1,3%	5,6%
BNP Paribas	0,5%	7,7%
Overig	16,8%	9,6%
Concentratiegraad		
HHI	1.579	1.883
C4	72,8%	78,5%

Bron: Kadaster, bewerking NMa.

de verdeling en ontwikkeling van marktaandelen op de Nederlandse markt voor woninghypotheken. De vier grootste aanbieders (Rabobank, ING, ABN Amro en SNS) hebben samen 78,5% van de markt in handen. Deze concentratiegraad ligt hoger dan in de ons omringende landen, maar geeft volgens het NMa onderzoek geen aanleiding tot zorg.

Buiten een clustering van aanbieders is het Nederlandse hypotheekaanbod in hypotheekvormen juist weer opvallend divers geweest. Zo kent de Amerikaanse hypotheekmarkt een vrij eenzijdig aanbod van annuïtaire hypotheek, terwijl in Nederland mede door de aanwezigheid van de hypotheekrente-afbrekeregeling een grote diversiteit van hypotheekvormen variërend van lineaire hypotheek tot generatiehypotheek en van spaar- tot aflossingsvrije beleggingshypotheek. In hoeverre de bestaande Nederlandse hypotheekportefeuille financieel interessant is voor pensioenbeleggers vanuit een inflatiegerelateerd perspectief is sterk afhankelijk van de gangbare rentestructuren in Nederlandse hypotheekcontracten. Onderstaande figuur laat zien dat het marktaandeel van hypotheek met variabele rentestructuren gehalveerd is van 40% tot minder

Ontwikkeling Aandeel Rentevaste Periodes Hypotheken



Bron: DNB.

opbrengsten. Het merendeel van de uitstaande hypotheekcontracten kent immers een rentevastperiode van 5 jaren of meer. Daarmee worden onverwachte inflatieveranderingen maar sporadisch gecompenseerd richting de geldgever, en dus de uiteindelijke investeerder in hypotheekgerelateerde stukken. Ongeveer 20% van de totale markt van 670 miljard euro (=134 miljard euro) aan uitstaande hypotheken kent een variabele rentestructuur. Deze rente correleert sterk aan de inflatie, en dankzij de hoofdelijke aansprakelijkheid en hoge concentratiegraad van deze markt zouden pensioenfondsen met beperkte terugbetaalrisico's en eenvoudige bilaterale structuren in dit segment van de markt kunnen investeren om tot een inflatiegerelateerd product te komen.

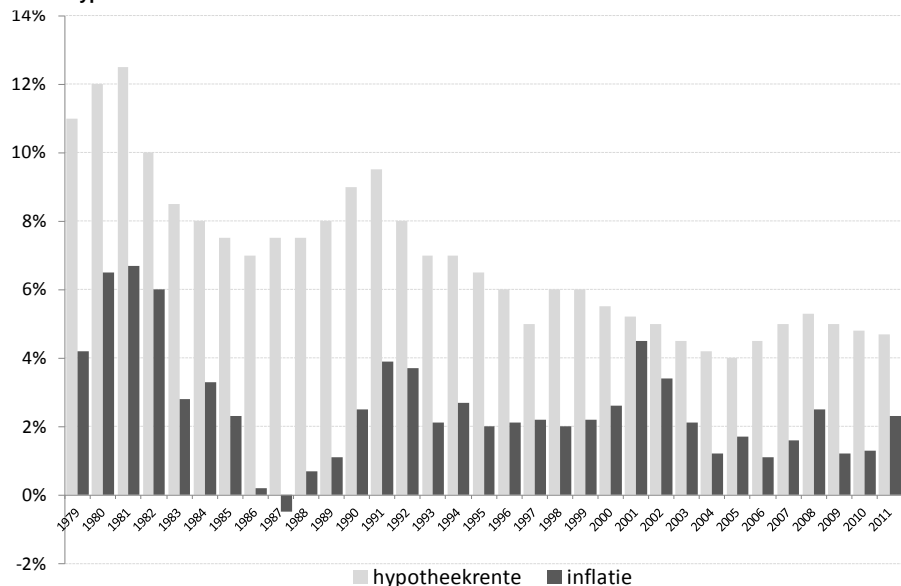
Tot slot blijkt uit de rechter figuur wel duidelijk dat de relatie tussen

Nederlandse inflatie en de ontwikkeling van de hypotheekrente sterk is geweest. In alle jaren overtrof de hypotheekrente de inflatie en de contemporele correlatie bedroeg 0,65 sinds 1979. Dit alles combinerend mag worden geconcludeerd dat er in de markt voor bestaande hypotheken interessante investeringssegmenten aanwezig zijn voor institutionele beleggers op zoek naar inflatiegerelateerde geldstromen. Hypotheken met variabele hypotheekrentes (en bij voorkeur voorzien van NHG-garantie) kunnen als basis dienen voor inflatiegerelateerde investeringen met lage terugbetaalrisico's.

dan 20%. Minder dan de helft van de uitstaande hypotheken in ons land heeft een rentevast periode van minder dan 5 jaar. Dat betekent dat in de rest van de gevallen, fluctuaties in het inflatiepeil niet worden gecompenseerd aan de uitgever.

Kortom, in de markt van uitstaande hypotheken zijn kleine delen aantrekkelijk voor pensioenfondsen die op zoek zijn naar inflatiegerelateerde

Hypotheekrente versus Inflatie sinds 1979



Investeren in nieuw uit te geven startershypotheken

Naast het opkopen van uitstaande woninghypothekenschuld (met korte rentes), zouden pensioenfondsen ook exposure in de hypotheekmarkt kunnen opbouwen door nieuwe hypotheekleningen uit te geven. Met name het segment van nieuwe kopers, de koopstarters, kan sinds 1 januari 2013 een interessante doelgroep voor deze hypotheekleningen zijn.

Eén van de meest opmerkelijke elementen van het regeerakkoord 'Bruggen Slaan' was volgens velen de aflossingsplicht voor koopstarters. Om in aanmerking te blijven komen voor hypotheekrenteaftrek moeten koopstarters vanaf 1 januari 2013 hun woning financieren met een annuïtaire of lineaire hypotheek. Deze aflossingsplicht heeft vele tongen los gemaakt. Vele organisaties binnen de woningmarkt (waaronder de NVM en de Vereniging Eigen Huis) vrezen voor de gevolgen van deze verhoging van de maandlast onder deze groep kopers. Tot 1 januari 2013 financierden starters de aankoop van hun eerste koopwoning immers grotendeels met aflossingsvrije hypotheekleningen, waardoor hun leenvermogen kon worden opgerekt tot het prijspeil van de gewenste woning. Voor een doorsnee starterwoning in het prijssegment tot 200.000 euro bedraagt het verschil in bruto maandlast tussen een aflossingsvrije versus een annuïtaire hypotheek per maand ruim 37%.

Deze wijziging kan tal van gevolgen hebben voor de woningmarkt. Zo kunnen starters zich deels terugtrekken en langer in de huurmarkt actief blijven. Starters kunnen door hun beperktere kredietruimte lagere biedingen inbrengen, waardoor het prijspeil in het lagere koopsegment extra onder druk komen te staan. Maar wellicht ook interessant in dit verband is de mogelijke verschuiving van de duurdere rentevast hypotheekcontracten naar de lagere variabele rentecontracten. Momenteel bedraagt het verschil tussen het gemiddelde 10-jaars rentevast tarief (5,08%) en de variabele hypotheekrente (4,00%) ruim 1,0%. Door te kiezen voor de lagere variabele rente kunnen starters hun maandlasten tot 20% verlagen, om zo een deel van de druk van de aflossingsplicht op te vangen.

Met andere woorden, de door Minister Blok ingezette aflossingsplicht kan op deze wijze de voorkeur voor variabele hypotheekrentecontracten versterken. Dergelijke hypotheekleningen bieden de geldgever een inflatiegerelateerde geldstroom, en kunnen zodoende interessant zijn voor hypotheekfondsen om zelf uit te geven. Op deze startershypotheken worden eveneens NHG-garanties uitgegeven en de aflossingsplicht zorgt dat de toch al verlaagde *loan to values* (ratio van hypotheeklening t.o.v. de waarde van het huis), die al moeten dalen van de oude ratio's van 125% naar 100%, gedurende de looptijd zullen blijven dalen. Zodoende zal het terugbetalingsrisico beperkt zijn voor de geldgever.

De bovenstaande bezwaren vanuit de sector hebben de Minister inmiddels wel al aangezet tot het uitzetten van een tweede verkenning. Ditmaal naar de mogelijkheden voor een minder vergaande annuïtaire aflossing (tot 50%). Indien deze aanpassing zal worden doorgevoerd zal de voorkeur voor variabele hypotheekrentecontracten uiteraard minder sterk zijn.

Tot slot, een alternatieve hypothecaire vorm die kan passen in deze nieuwe tijd is de uitgifte van zogenaamde inflation linked mortgages. Hierbij kan de looptijd in plaats van de maandlast worden aangepast aan wijzigingen van het inflatiepeil. Voor de geldnemer is er dan een betaalbare maandlast, terwijl de geldgever gecompenseerd wordt voor een stijgende inflatie middels eens verlenging van de termijnen. In een tijd van oprekkende levensverwachtingen is het goed denkbaar om de standaard hypotheektermijn op te rekken tot voorbij de reguliere 30 jaren.

6. Conclusies

De Nederlandse woning- en pensioenmarkten staan op hun kop. Waar bij pensioenfondsen dekkingsgraden onder druk staan, is er op de woningmarkt sprake van dalende huizenprijzen, slechte doorstroming van de huur- naar de koopsector, en de verlaagde verkoopsnelheid binnen de koopsector. Gegeven de substantiële invloed die deze twee markten hebben voor het welvaren van Nederlandse huishoudens, zijn er nu maatregelen nodig om de gezondheid van deze sectoren nu te verbeteren en ook in de toekomst te garanderen. Een analyse van de problematiek in beide sectoren wijst al snel uit dat er mogelijkheden zijn om beide sectoren te verbinden. In dit artikel hebben wij ons specifiek gebogen over de vraag hoe de gestegen wens bij pensioenfondsen voor het (kunnen) aanbieden van reële pensioenproducten kan worden gefaciliteerd door de woningmarkt. Deze wens uit zich bijvoorbeeld in een gestegen interesse bij pensioenfondsen voor inflatiegerelateerde investeringsvehikels. De omvang en de specifieke structuur van de woningmarkt biedt interessante mogelijkheden voor het creëren van deze instrumenten.

In onze analyse hebben wij een onderscheid gemaakt tussen de huursector en de koopsector. In beide sectoren zijn mogelijkheden voor het creëren van inflatiegerelateerde instrumenten. De huursector is in Nederland relatief groot vergeleken met de ons omringende landen. Zo kan in de huursector gekeken worden naar securitisatie van huurstromen. Deze stromen zijn vanuit financieel oogpunt gezien relatief gemakkelijk afhankelijk te maken van inflatie, in de vorm van bijvoorbeeld huurobligaties.

In de koopsector hebben recente politieke ontwikkelingen geleid tot het stimuleren van de aflossingsplicht van hypotheeklen. Naar verwachting zullen de maandlasten van deze hypotheeklen stijgen, zodat er een tendens kan ontstaan naar een hogere vraag van goedkopere hypotheeklen met een variabele rente. De betalingen uit deze hypotheeklen zullen een hogere correlatie met inflatie hebben en aldus een interessante inflatiehedge kunnen vormen voor pensioenfondsen.

Dit artikel geeft een momentopname. De ontwikkelingen in zowel de woning- als ook de pensioenmarkt gaan snel. Allerlei belangenverenigingen, marktpartijen en de politiek, buitelen over elkaar heen met nieuwe voorstellen, proefballonnetjes en discussiestukken. Wij zijn ervan overtuigd dat wij met dit artikel op het vlak van inflatiebescherming van pensioenrechten een bijdrage tot deze discussie hebben geleverd.

LITERATUUR

Ang, A., 2012, "Real Assets", manuscript, Columbia Business School.

Asher, A., 2011, "Salary Linked Home Finance: Reducing Interest Rate, Inflation and Idiosyncratic Salary Risks", *Australian Actuarial Journal*, volume 17, no. 1: 117-148.

Bekaert G., en X. Wang, 2010, "Inflation Risk", *Economic Policy*, October: 757-806.

Berben, R.P., K. Bernoth, en M. Mastrogiacomo, 2006, Households's Response to Wealth Changes: Do Gains or Losses make a Difference, *DNB Working Paper* No. 90.

Bovenberg, A.L., en N. Kortleve, 2012, "Wonen in je pensioen", *Economisch Statistische Berichten*, volume 97, no. 4647: 658-663.

Bovenberg, A.L. en R. Polman, 2011, "Hervorming hypotheekmarkt zonder schokeffecten", *Economisch Statistische Berichten*, volume 96, no. 4624: 730-733.

Bostic, R., S. Gabriel and G. Painter. 2009. Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data. *Regional Science and Urban Economics*. 39: 79-89.

Campbell, J.Y., 2006, "Household Finance", presidential address to the American Finance Association, *Journal of Finance* 61:1553-1604, Augustus.

Campbell, J.Y., 2012, "Mortgage market design", te verschijnen in *Review of Finance*.

Case, K.E., J.M. Quigley, en R.J. Shiller, 2005, Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, *Advances in Macroeconomics*, 5 (1), 1-32.

Claessens, S. M.H. Kose, en M.E. Terrones, 2008, What Happens During Recessions, Crunches, and Busts? *IMF Working Paper* WP/08/274.

De Roon F.A., P.M.A. Eichholtz, en C.G. Koedijk, 2010, "Housing with a Silver Lining", manuscript.

Engelhardt G.V. 1996, House prices and home owner saving behavior, *Regional Science and Urban Economics* 26, 313-336

Nejadmalayeri, A., 2011, "Wages, inflation, and mortgage design", *Journal of Economics and Business*, volume 63: 503-516.

Skinner, J. 1996, Is housing wealth a sideshow?' in D. Wise (ed) *Advances in the Economics of Aging*, Chicago: Chicago University Press, for National Bureau of Economic Research.