

Charles Goodhart

“De overheid moet jonge huishoudens helpen”

RUBEN VAN OOSTEN
Vakredacteur

Charles Goodhart is emeritus hoogleraar Banking and Finance aan de London School of Economics. Hoewel hij dit zelf nooit zo geformuleerd heeft, is voor het brede publiek zijn naam verbonden aan *Goodhart's law*: “wanneer een indicator een doel wordt, is deze niet meer bruikbaar als indicator”. Daar kunnen belangrijke lessen uit getrokken worden. Een beleidsbepaler moet bijvoorbeeld oppassen om te actief te sturen op de factoren waar zijn beleid op beoordeeld wordt en andere aspecten uit het zicht verliezen, omdat mensen daar dan hun gedrag op aanpassen.

Als macro-econoom is Goodhart een belangrijke stem in het economisch debat. Zo was hij onder meer monetair adviseur en hoofdadviseur bij de Bank of England. Als expert op het gebied van monetair beleid en financiële stabiliteit doet hij onder meer onderzoek naar de wisselwerking tussen de huizenmarkt en de macro-economie. Volgens Goodhart schiet de regulering van banken nog steeds te kort. En tevens waarschuwt hij voor een volgende financiële crisis.

Als u terugkijkt op vorige crises, wat was dan de belangrijkste overeenkomst?

“De drie belangrijkste crises in mijn eigen land waren de beurskrach van 1974–1975, de recessie begin jaren negentig en de financiële crisis in 2008–2009. Bij alle drie was de interactie tussen de huizenmarkt en het bankensysteem de kern van het probleem. Er waren hoge – en onhoudbare – groeivoeten van bankleningen in de vastgoedsector, zowel bij hypotheekleningen voor huizen als voor commercieel vastgoed. En ze leidden uiteindelijk allemaal tot een crisis in de vastgoedmarkt en verschillende onderdelen van de bancaire sector.”

Wat is het probleem met de woningmarkt?

“Het grote probleem in onze landen is dat rijkdom oneerlijk verdeeld is tussen de generaties. Een hoop jonge gezinnen hebben huisvesting nodig, maar de woningprijzen zijn dermate gestegen dat een groot deel van de jonge bevolking geen huis kan kopen en daardoor niet kan stijgen op de huizenladder. Vandaar dat een steeds groter deel van de jongeren nog steeds bij hun ouders woont. Ik denk dat dat een nadelig effect heeft op de welvaart in onze samenleving, omdat het

“Bij alle drie de crises was de interactie tussen de huizenmarkt en het bankensysteem de kern van het probleem”



jongeren beperkt in hun mogelijkheden om te trouwen en een gezin te stichten.

Het wordt tegelijkertijd als sociaal gewenst gezien om jonge mensen op de huizenladder te krijgen, want zo hebben ze een kans om door te groeien naar een duurdere woning. Politici zijn daarom altijd geneigd om huizenfinanciering aan te moedigen, ook als dit eigenlijk niet betaalbaar is. Om dit probleem op te lossen stel ik voor betaalbare huizenfinanciering te stimuleren door de publieke sector een deel van de woning te laten financieren. Dit kan bijvoorbeeld als de publieke sector helpt met een vorm van gezamenlijke vermogensfinanciering (*joint equity participation*). Diegenen die nu geen huis kunnen kopen omdat ze geen eigen geld kunnen inbrengen, doen dan een beroep op de overheid, zodat die een deel van de aanbetaling op zich neemt. Daardoor wordt de omvang van de lening kleiner en wordt het huis betaalbaar. En de overheid deelt dan ook mee in de voordelen als de waarde van het huis vervolgens toeneemt.”

U schreef dat Help to buy, een overheidsgarantieprogramma (kader 1) belangrijk is omdat het een groter deel van de bevolking toegang verschaft tot

Help to buy

KADER 1

In het Verenigd Koninkrijk (VK) is in 2013 *Help to buy* van start gegaan, een overheidsprogramma om de huizenmarkt te stimuleren doordat de overheid garant staat. Een *Help to buy equity loan* maakt het voor de consument mogelijk om tot twintig procent van de hypotheekwaarde te lenen tegen nul procent rente voor vijf jaar. Onder *Help to buy shared ownership* koopt de consument slechts 25 tot 75 procent van de woning. Over de rest van de waarde wordt er huur betaald en de consument heeft een optie tot koop op de rest van woning. Bij een *Help to buy mortgage guarantee*, dat per 31 december is gestopt is voor nieuwe leningen, kreeg de kredietverlener de mogelijkheid een hypotheekgarantie van de overheid te kopen. Daardoor is de kredietverlener dus verzekerd als het huis onder water staat en met verlies verkocht wordt (HM Government, 2017; Mortgage Advice Bureau, 2017).

een eigen woning (Goodhart en Baker, 2013). Heeft het uiteindelijk geholpen?

“Ik denk dat *Help to buy* een stap in de goede richting is. Maar het is onzeker of het uiteindelijk effectief geweest is aan de aanbodkant. Een groot obstakel daarbij is dat het voor grondeigenaren vaak niet loont om de grond te ontwikkelen door er huizen op te bouwen of door het op een andere manier in productie te nemen. Zonder iets te doen, profiteren ze van een steeds hogere grondprijs, en zo neemt het woningaanbod dus niet toe.

Een van de aspecten die mij altijd verbaast, is dat



we grond niet voldoende belasten. Land was er voordat er mensen waren – behalve jullie polders natuurlijk. Bovendien is het schaars en beweegt het niet. De prijs van onroerend goed bij economische groei neemt over het algemeen sneller toe dan die van andere producten, waardoor deze vatbaar is voor zeepbellen. Omdat het moeilijk is belasting op grond te ontwijken, is het uitermate geschikt als bron van belasting, maar dat is op dit moment, zeker in het VK, niet aan de orde. Als grond veel zwaarder belast zou zijn, krijgen de grondeigenaren een prikkel om grond te ontwikkelen in plaats van te blijven zitten op hun ‘landbanken’. En de opbrengst van de toename van de grondwaarde zou dan een belastingopbrengst zijn voor de overheid.”

Ook schreef u dat Help to buy een effectief macroprudentieel instrument kan zijn. Is het daarom een probleem dat Help to buy mortgage guarantee begin dit jaar beëindigd is?

“Ik denk dat het in het VK een belangrijke ondersteuning gevormd heeft voor de huizenmarkt, omdat het tijdens het trage herstel na de Grote Recessie geïntroduceerd werd. Tijdens een afnemende economie kan de

overheid huizenkopers meer hulp bieden wanneer banken bij hypotheek een groter deel aanbetaling vragen, omdat ze bang zijn voor het risico dat de leningen niet terugbetaald worden.

Omdat de huizenmarkt er weer bovenop gekomen is, denk ik niet dat we *Help to buy mortgage guarantee* op dit moment echt missen. Maar als *Help to buy* anti-cyclisch gebruikt wordt, kan het ook grote huizenzeepbellen voorkomen. Daarom zou ik het zonde vinden als het nooit opnieuw in overweging genomen zou worden en als het geen regulier onderdeel wordt van de structuur waarmee we de huizenmarkt beheersen.”

In Nederland ligt, meer dan in het VK, de nadruk op de loan-to-income (LTI) bij het bepalen van de hoogte van de hypotheek. Een van de gevolgen daarvan is dat wij in Nederland een hogere hypotheeksom kunnen lenen, maar ook dat je niet zomaar de sleutel kan inleveren als het huis onder water staat. Maakt het uit welke maatstaf je neemt?

“Het is natuurlijk belangrijk beide te gebruiken, maar de nadruk hangt af van de omstandigheden. De LTI is een redelijke inschatting van wat mensen kunnen beta-

len op een bepaald moment in de tijd, maar geeft niet noodzakelijkerwijs een goed beeld van wat ze kunnen betalen in de toekomst. Tijdens een recessie bestaat de kans dat iemand ontslagen wordt en zal een gezin met tweeverdieners plotseling een inkomen moeten missen. Het geeft de kredietverstrekker daardoor geen veiligheidsmarge. De *loan-to-value* (LTV) geeft die zekerheid wel. Maar aan de andere kant kan de waarde van een huis stevig dalen, vooral wanneer er een huizenzeepbel knapt. Dus ook die waarde is onzeker.”

In 2012 schreef u dat macroprudentieel beleid risicoverspreiding moet voorkomen. Nu is het beleid vaak beperkt tot crisismanagement (Goodhart en Perotti, 2012). Denkt u dat de Bazel-regels zeepbellen op de huizenmarkt kunnen voorkomen?

“Nee, maar ons bankensysteem als geheel is nu wel preventief versterkt door stresstesten. Door periodiek te kijken of banken het in tegenwind gaan redden, krijgen we een redelijke inschatting van de stabiliteit van het financiële systeem. Het *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), dat gebruikt kan worden om faillissementen ordelijk af te handelen, begint pas te werken als banken in echte problemen komen, terwijl de stresstesten naar alle bestaande banken kijken en laten zien hoe zij zich houden onder bepaalde ongunstige omstandigheden. Daarom denk ik dat het optuigen van stresstesten waarschijnlijk het meest heilzame en het meest prijzenswaardige resultaat is van de regelgeving die na de crisis is ingevoerd.

De Bazel-regels hebben daarentegen weinig effect. De risicowegingen zijn ontzettend slecht gedefinieerd en kunnen gemakkelijk ontweken worden. Als voorspeller van moeilijkheden in de periode 2008–2012 deden de verschillende testen op *leverage ratios*, groeivoeten en kredietexpansie het veel beter dan risicoweging.”

Moeten we hypotheek niet gewoon systematisch zwaarder wegen?

“Absoluut. Maar het probleem is fundamenteeler. Eerder noemde ik al dat het zou helpen als de overheid een deel van de financiering op zich neemt via een gezamenlijke vermogensfinanciering voor jonge huishoudens. Dan hoeft de risicoweging niet versoepeld te worden.

Een ander probleem dat nog steeds speelt, is dat illiquide langetermijnhypotheken in toenemende mate worden gefinancierd op basis van vluchtige en onzekere kortetermijndeposito's. Hier is in de afgelopen eeuw

een discrepantie ontstaan. Wanneer een bank kortetermijndeposito's op de balans heeft staan, is dit goedkoop en winstgevend in goede tijden, omdat de rente die ze betaalt lager is. Maar het is ook enorm risicovol, omdat de deposito's snel opgenomen kunnen worden en daardoor tot enorme problemen tijdens liquiditeitscrises leiden. En als het slecht gaat, is de bank ook niet in staat om haar activa te liquideren, omdat de hypotheekfinanciering voor lange tijd vast staat. Wanneer centrale banken stoppen met hun monetaire expansie zullen we deze liquiditeitsproblemen weer gaan zien. Ook Schularick en Taylor (2012) laten zien dat deze risicovolle manier van financieren een van de belangrijke factoren was voor de scherpe stijging in de financiering van vastgoed door banken in de laatste decennia. Als we een crisis willen voorkomen, moeten we goed zicht hebben op de manier waarop banken gefinancierd zijn. We moeten daarom veel scherper zijn op de *net stable funding ratio*: de verhouding tussen langetermijnactiva en langetermijnpassiva van banken. Hoe we schulden nu wegen, is in mijn optiek het recept voor een ramp.”

Dat klinkt niet erg optimistisch voor de toekomst. Hebben we nog steeds onze les niet geleerd?

“De beleidsmakers in Bazel zijn niet bereid geweest om voldoende ingrijpende regelgeving wat betreft huizenmarktfinanciering in te voeren. Dat er na de financiële crisis nog steeds erg weinig gedaan is om de woningfinanciering te herstructureren, is hier een van de meest trieste aspecten. Bij de drie crises in het VK zit er precies zeventien jaar tussen: 1974–1975, 1991–1992 en 2008–2009. De kans is groot dat de volgende financiële crisis weer zeventien jaar later plaatsvinden, in 2025–2026. Dat is wanneer we de lessen van de vorige crisis vergeten zijn.”

LITERATUUR

Goodhart, A.E. en M. Baker (2013) *Help-to-buy: more beneficial than the market thinks*. Artikel te vinden op voxeu.org.

Goodhart, A.E. en E. Perotti (2012) *Preventive macroprudential policy*. Artikel te vinden op www.voxeu.org.

HM Government (2017) *Help to buy*. Artikel te vinden op www.helptobuy.gov.uk.

Mortgage Advice Bureau (2017) *Help to buy: mortgage guarantee*. Artikel te vinden op www.mortgageadvicebureau.com.

Schularick, M. en A. Taylor (2012) *Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008*. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.