

Financieel gedrag Nederlandse huishoudens

De financiële kwetsbaarheid van huishoudens blijkt te zijn toegenomen, met name de gevoeligheid voor rentebewegingen. Van de uitstaande hypotheke heeft 15% een variabele rente, terwijl ruim een kwart voor eind 2004 kan worden geraakt door een eventuele rentestijging. Dit blijkt uit een analyse van het financiële gedrag van Nederlandse gezinnen op basis van de DNB Household Survey. De enquête-uitkomsten geven inzicht in de achtergronden en gevolgen van de aanhoudende schuldstijging van huishoudens. De toename van hypotheekschuld hangt samen met de verzekering van overwaarde op de eigen woning. Sinds 2000 zijn de bestedingen uit overwaardeverzekering fors teruggevallen hetgeen ook in 2003 de economische groei zal drukken, met per saldo 0,3 procentpunt. Met de enquête is ook de reactie van beleggers op de beurscrisis in kaart gebracht. De meerderheid heeft zijn aandelenpakket weliswaar grotendeels of volledig aangehouden, maar is voorzichtiger geworden.

Belangrijk thema van de enquête is de houding van Nederlandse gezinnen ten opzichte van de pensioenvoorziening. Het blijkt dat de kennis over de eigen pensioenregeling bij velen op zijn minst gebrekkig is. Het Nederlands publiek ziet iedere versoering van de huidige regelingen voor 65plussers als een aantasting van verworven rechten en is in grote meerderheid tegen dergelijke maatregelen. Liever betaalt men meer premies om later van de huidige voorzieningen gebruik te kunnen maken. De meerderheid bekommert zich niet veel over de pensioenvoorziening en ziet te zijner tijd wel wat de stand van zaken is. Daarentegen is een substantiële minderheid voorstander van meer keuzevrijheid bij de pensioenopbouw.

Inleiding

Door de economische neergang is de financiële positie van Nederlandse huishoudens verslechterd. Besteedbare inkomens staan onder druk van stijgende pensioen- en ziektekostenpremies, loonmatiging en een oplopende werkloosheid. Door de beurscrisis is ook de vermogenspositie van gezinnen minder florissant geworden. Het netto financieel vermogen (inclusief pensioenvermogen) als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) is gedaald van 208 in 2000, tot 145 in 2002. In combinatie met de onzekere economische vooruitzichten is het consumentenvertrouwen teruggevallen tot het laagste niveau sinds 1983. Dit heeft gezinnen er niet van weerhouden meer te lenen. De schulden, met name hypotheekleningen, zijn de afgelopen jaren onafgebroken toegenomen.

In het eerste deel van dit artikel wordt op basis van macrocijfers aandacht besteed aan de financiële balans van gezinnen. Daarbij wordt de Nederlandse situatie in internationaal perspectief geplaatst. Vervolgens belicht de DNB Household Survey de belangrijkste posten van de financiële balans vanuit het oogpunt van huishoudens zelf. Daarbij wordt ingegaan op de toenemende hypotheekschulden van gezinnen en met name op de risico's die daarmee samenhangen. De huishoudsector is namelijk gevoeliger geworden voor de ontwikkelingen in vermogensprijzen en de hypotheekrente. De

enquête maakt duidelijk hoe huishoudens hebben ingespeeld op de jarenlange daling van de hypotheekrente. Dit biedt aanknopingspunten voor de analyse van de financiële stabiliteitsrisico's die kunnen ontstaan door de recente snelle rentestijging. Ook worden de bestedingseffecten van de verzilvering van overwaarde op de eigen woning onderzocht en de macro-economische gevolgen daarvan gekwantificeerd. Tevens komt het particuliere aandelenbezit aan bod en het gedrag van beleggers sinds de beurscrisis. Speciale aandacht gaat uit naar de houding en verwachtingen van het Nederlands publiek ten aanzien van de oudedagsvoorzieningen. Deze staan door de geslonken pensioenvermogens en de vergrijzing volop in de schijnwerpers. Door middel van de enquête wordt het pensioenvraagstuk door de bril van de huishoudens bekeken. Tot slot wordt ingegaan op twee recente fenomenen die van belang zijn voor het spaargedrag van gezinnen, te weten deflatie (verwachtingen) en de deblokking van bedrijfsspaarregelingen. De huidige enquête vormt in zekere zin een vervolg op de enquêtes die het NIPO in opdracht van de Bank in het voorjaar van 2000 en 2002 heeft uitgevoerd, waarover in de Kwartaalberichten van maart 2000 en juni 2002 is bericht.¹ De Bank is voornemens om jaarlijks op basis van de DNB Household Survey te rapporteren over het financieel gedrag van Nederlandse huishoudens (zie de box).²

Box DNB Household Survey

Enquêtes vormen een belangrijk instrument bij de analyse van financieel gedrag en kwetsbaarheid van gezinnen. Tegen deze achtergrond is DNB een sponsor-overeenkomst aangegaan met CENTERdata, onderdeel van de CENTER Groep, die nauw verbonden is aan de Universiteit van Tilburg. CENTERdata is een onderzoeksinstituut gespecialiseerd in internetenquêtes. Jaarlijks worden ruim 1500 huishoudens (ruim 2500 personen) ondervraagd naar hun financiële kenmerken en gedrag (bijvoorbeeld spaar- en beleggingsgedrag, woningbezit, hypotheek- en andere schulden, pensioenopbouw etc.). Deze gegevens worden gratis ter beschikking gesteld voor wetenschappelijk onderzoek. Dit onderzoek levert een belangrijke bijdrage aan het inzicht in het financieel gedrag van Nederlandse huishoudens en motieven die daarbij een rol spelen. Enquêtes zijn uiterst flexibel omdat het mogelijk is naast de standaardelementen van de vragenlijst actuele thema's te belichten, zoals de oudedagsvoorzieningen, deflatie en de deblokking van bedrijfsspaarregelingen.

Deelnemers aan het CENTER-panel krijgen gedurende een aantal opeenvolgende weekenden diverse vragenlijsten voorgelegd. Door een evenwichtige selectie van de leden is het panel representatief voor de Nederlandse bevolking. Het is geen vereiste om als deelnemer aan het panel te beschikken over een computer met internetaansluiting. De vragenlijsten worden bovendien bij herhaling uitgezet om de respons zo hoog mogelijk te maken. Doordat het panel jaarlijks wordt ondervraagd is het mogelijk ontwikkelingen in de tijd te monitoren (het databestand, dat aanvankelijk bekend stond onder de naam VSB Panel en later onder de afkorting CSS (CENTER Savings Survey), gaat terug tot 1993). Dit artikel is gebaseerd op de voorlopige uitkomsten voor 2003, dat wil zeggen op de informatie verkregen van de respondenten die aan de eerste meting hebben deelgenomen. Dit betekent dat de analyses zijn gebaseerd op ruwweg 1200 huishoudens en – afhankelijk van het onderwerp van de vragenlijst – maximaal 2000 personen.

De gezinsbalans vanuit macroperspectief

De balans van gezinnen internationaal vergeleken

Tabel 1 geeft een overzicht van de financiële balansen van gezinnen in Nederland in vergelijking tot die in het eurogebied, het Verenigd Koninkrijk (VK) en de Verenigde Staten (VS). Daarbij is de situatie in 2001 als ijkpunt genomen omdat dat het laatste jaar is waarvoor vergelijkbare gegevens voor alle landen beschikbaar zijn. Om de vergelijkbaarheid te bevorderen zijn de balansonderdelen uitgedrukt in procenten van het bbp. Nederlandse en Britse gezinnen hebben verhoudingsgewijs veel pensioenreserves opgebouwd, zeker in vergelijking met het eurogebied. Amerikaanse gezinnen beleggen daartegen veel meer in aandelen dan in Europa het geval is. Anderzijds houden Nederlandse en Britse gezinnen een kleinere obligatieportefeuille aan in verhouding tot de VS en het eurogebied. Aan de passiefzijde van de balans valt op dat Nederlandse gezinnen relatief veel schulden hebben. Bovendien is de toename van de door Nederlandse gezinnen opgenomen leningen in de periode 1995-2001 met 32 procentpunten aanzienlijk groter dan in het eurogebied (+6 procent-

punten), het VK (+12 procentpunten) en de VS (+10 procentpunten). Dit hangt samen met de forse stijging van de waarde van het Nederlandse huizenbezit van 123% bbp in 1995 tot 202% bbp in 2001, die veel sterker was dan in de andere beschouwde regio's. Deze stijging weerspiegelt de scherpe toename van de huizenprijzen. Overigens is de waarde van het huizenbezit in de VS in relatieve termen aanmerkelijk kleiner dan in Europa. Balansgegevens over 2002 laten zien dat het pensioenvermogen in Nederland door de beurscrisis is gedaald tot 138% bbp en het aandelenvermogen tot minder dan 30% bbp.

Aanhoudende schuldgroei

De aanhoudende stijging van huishoudschuldschuld in Nederland hangt behalve met de stijging van huizenprijzen ook samen met het financiële gedrag van huishoudens. Dit is de afgelopen twee jaar sterk beïnvloed door de daling van de rente. Door de rentedaling was het aantrekkelijk om te lenen ten einde het bestedingsniveau te handhaven. Hierdoor is de schuld van Nederlandse huishoudens ook in de recente economische teruggang blijven stijgen. Dit in tegenstelling tot

Tabel 1 Balanssamenstelling gezinnen 1995 en 2001

Procenten bbp

	Nederland		Eurogebied ¹		Verenigd Koninkrijk		Verenigde Staten	
	1995	2001	1995	2001	1995	2001	1995	2001
Financiële activa								
M3	55	56	66	61	64	71	45	48
Obligaties	9	8	24	19	6	5	26	19
Aandelen	47	51	40	66	49	55	133	149
Pensioenreserves ²	128	153	36	50	137	152	84	95
Overig	5	6	3	3	9	9	4	4
Totale financiële activa	243	274	169	199	266	292	292	314
Financiële passiva								
Leningen	63	95	45	51	66	78	66	76
Overig	0	0	3	5	7	6	3	4
Netto financieel vermogen	181	178	121	143	193	208	223	234
Waarde huizenbezit	123	202	194	214	146	198	114	130

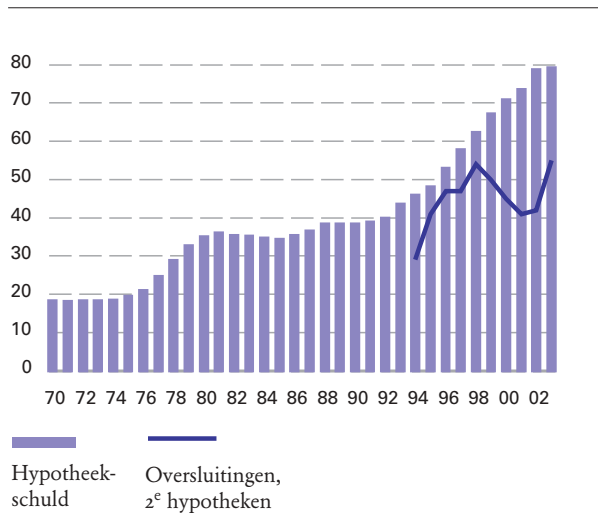
Bron: CBS-gegevens voor Nederland; Eurostat-gegevens voor EU-landen; Flow of Funds Accounts voor de VS (Website Board of Governors of the Federal Reserve System). Waarde huizenbezit betreft eigen berekeningen op basis van informatie van CPB en nationale centrale banken.

¹ Alle eurolanden met uitzondering van Griekenland, Ierland en Luxemburg.

² Inclusief levensverzekeringen en overige verzekeringstechnische voorzieningen.

Grafiek 1 Hypotheekschuldontwikkeling huishoudens

Procenten bbp, respectievelijk oversluitingen en ze hypotheek als aandeel in totaal afgesloten hypotheek



Bron: CBS en DNB.

de neergang in begin jaren negentig toen het schuld-niveau stagneerde (grafiek 1). De hypotheekschuld, die de totale particuliere schuld domineert, piekte in het tweede kwartaal van 2003 op 79% bbp. De aanhoudende schuldstijging, bij een afkoelende woningmarkt, duidt erop dat meer krediet wordt opgenomen dan nodig is voor de financiering van de woning, onder andere via oversluitingen en tweede hypotheek. Oversluiten is bij een lage rente aantrekkelijk omdat de maandlasten kunnen worden verminderd. Als daarbij het leenbedrag wordt verhoogd verruimen gezinnen hun financiële armslag nog meer. Van dit leengedrag gaat een macro-economische impuls uit. Er kleven echter ook risico's aan de aanhoudende schuldstijging. In de volgende paragraaf wordt op basis van de enquête-resultaten op beide aspecten van hypotheekleningen dieper ingegaan.

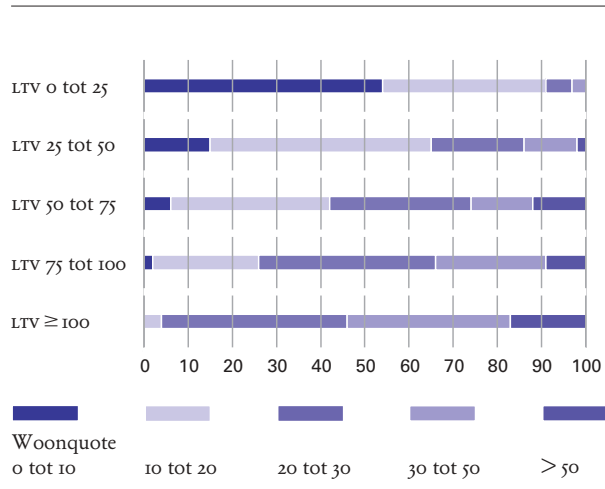
Hypotheekleningen

Risico's hypotheekschuld

Gezinnen kunnen zich een hogere hypotheekschuld permitteren omdat woonlasten laag blijven dankzij de gedaalde hypotheekrente. Dit wordt bevestigd door de enquête-uitkomsten. Terwijl het aandeel van tophypotheek (hypotheek hoger dan aankoopwaarde huis) toenam van circa 60% in de voorgaande jaren tot ruim driekwart in de periode van 2001 tot heden, hebben

Grafiek 2 Woonquoteverdeling per LTV-groep

Woonquote (wq) en loan to value (LTV) in procenten

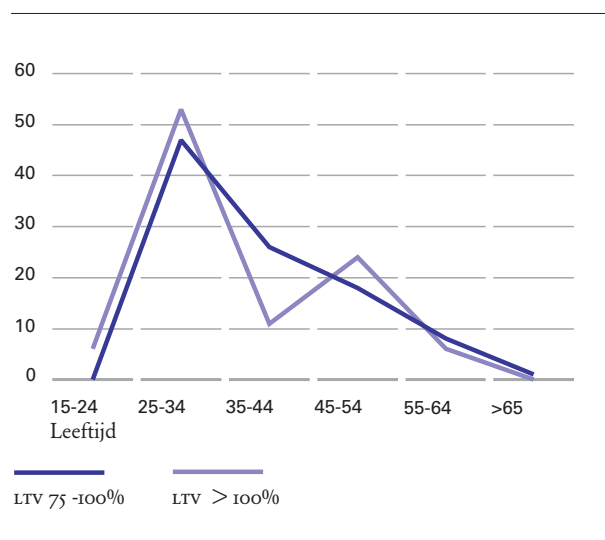


Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

huishoudens de rente van hun hypotheek fors verlaagd. Medio 2003 was het gemiddelde rentepercentage van een hypotheek 5,6%, een daling van 60 basispunten ten opzichte van de hypotheekrente die gezinnen volgens de toenmalige enquête in 2000 betaalden. Deze ontwikkeling verhult dat bepaalde huishoudens met een tophypotheek zeer hoge bruto woonlasten hebben (grafiek 2). Eén op de zes huishoudens met een hypotheek groter dan de verkoopwaarde van de woning ('loan to value' ratio groter dan 100%) is meer dan de helft van het netto beschikbare inkomen kwijt aan hypotheek-

Grafiek 3 Leeftijdsverdeling per LTV-groep

Percentage van het aantal gezinnen met een LTV in genoemde categorie



Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

lasten (woonquote groter dan 50%), waarmee deze groep het meest kwetsbaar is voor tegenvallers. In een scenario van dalende huizenprijzen worden huishoudens met een tophypotheek het eerst geconfronteerd met een restschuld bij een eventuele verhuizing. Bovendien heeft de hoge woonquote bij een eventuele inkomensdaling al snel tot gevolg dat de maandlasten niet meer zijn op te brengen. Overigens zijn de risico's van betalingsproblemen bij de kwetsbaarste huishoudens voor het financiële systeem als geheel beperkt. De gezinnen met een 'loan to value' ratio hoger dan 100% en een woonquote hoger dan 50% vertegenwoordigen circa 0,4% van de bevolking. Een verdeling van de 'loan to value' ratio naar leeftijdsgroep laat zien wie de meest kwetsbare huishoudens zijn (grafiek 3). Tophypotheek zijn geconcentreerd in de leeftijdsgroep van 25 tot 34 jaar. Dit zijn meestal starters op de woningmarkt die de grenzen van hun financieringsmogelijkheden opzoeken om een huis te kunnen kopen.

Een belangrijk risico voor woningeigenaren met een hypotheek ligt besloten in de rente-ontwikkeling. Een stijgende hypotheekrente kan leiden tot hogere woonlasten als de rentetarieven op het moment dat de renteperiode moet worden verlengd duidelijk hoger liggen dan het eerder afgesproken tarief. Bij een variabel tarief leidt een hogere hypotheekrente automatisch tot hogere hypotheeklasten. Voor de renterisico's van huishoudens is niet zozeer van belang hoe lang de contractuele renteperiode is, maar wanneer deze afloopt. Grafiek 4 laat zien dat ongeveer de helft van de uitstaande hypo-

theken een resterende looptijd heeft van vier jaar of minder (dit terwijl slechts 20% kiest voor een variabele rente of een rentevaste periode van minder dan vijf jaar). Ruim een kwart van de hypotheekcontracten bevat een rentelooptijd die voor het einde van het jaar 2004 tot aanpassing van het rentetarief zal leiden. Overigens ligt de afgesproken rente bij een belangrijk deel van deze hypotheekcontracten nog een stuk hoger dan de vigerende rentetarieven. Mocht de hypotheekrente snel stijgen dan zal een grote groep huishoudens evenwel op korte termijn met hogere woonlasten worden geconfronteerd.

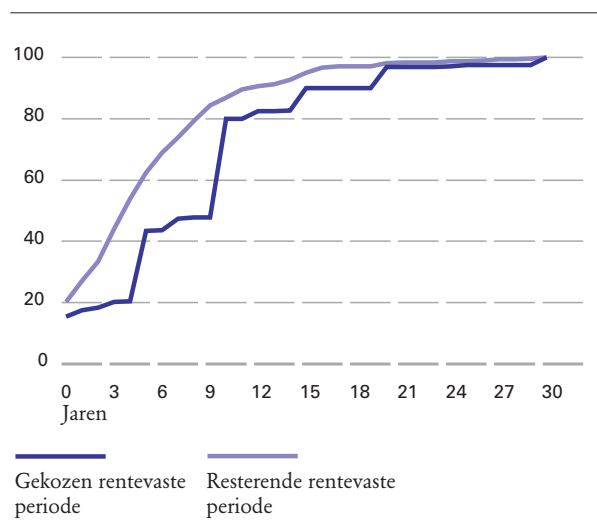
Hypotheekleningen voor balansherstructurering

Hoewel de gezinsbalansen door de aanhoudende schuldstijging op het eerste gezicht onevenwichtiger zijn geworden, biedt de ruime beschikbaarheid van hypothecair krediet ook mogelijkheden om de liquiditeitspositie te verbeteren of de financiële balans meer op orde te brengen. Bijvoorbeeld door herschikking van de diverse vermogens- en schuldbestanddelen, of verlenging van de contractuele renteperiode. In de vs is balansherstructurering een belangrijk motief bij de recente overwaardeverzilvering. Met behulp van de jongste DNB Household Survey is onderzocht of hypotheekleningen ook in Nederland zijn gebruikt voor balansherstructurering.

Allereerst is bekeken hoe gezinnen hebben ingespeeld op de gedaalde rente. In een klimaat van een dalende hypotheekrente kunnen twee overwegingen een rol spelen bij de keuze van de renteaftpraak in de hypotheek. Enerzijds is het mogelijk dat een verdere rentedaling wordt verwacht en huishoudens hierop speculeren door een variabele rente of korte rentevaste periode te kiezen. Dit is de laatste jaren inderdaad gebeurd waardoor het percentage hypotheekcontracten met een variabele rente is toegenomen tot 15%, terwijl dat volgens de enquête die de Bank liet uitvoeren in 2000 8% was. Daarmee zijn Nederlandse huizenbezitters gevoeliger geworden voor rentebewegingen. Anderzijds kan de verwachting bestaan dat de hypotheekrente een bodem heeft bereikt waardoor huishoudens de rente lang vastleggen. Deze renteverwachting kan recent zijn versterkt doordat de hypotheekrente historisch laag is; in juli 2003 werd het laagste peil in ruim veertig jaar bereikt. Dit heeft huishoudens echter niet aangezet om een langere rentevaste periode te kiezen. In tegendeel, vergeleken met drie jaar geleden is het percentage hypotheekcontracten met een rentevaste periode langer dan 10 jaar gedaald en hebben verhoudingsgewijs meer hypotheekcontracten een looptijd van vijf jaar of minder (grafiek 5).

Grafiek 4 Cumulatieve verdeling renteperiode en aantal jaren tot aanpassing rentetarief

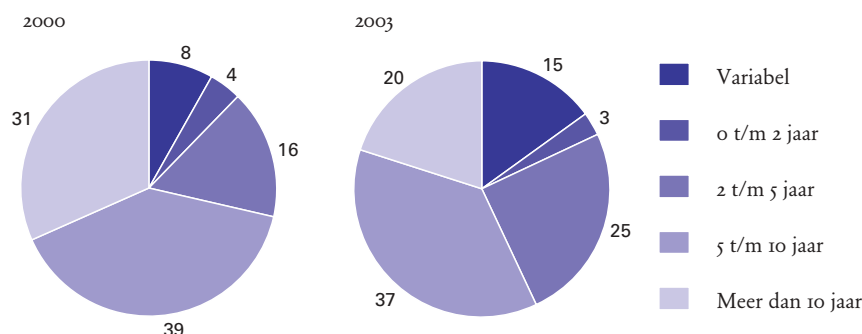
Procenten van het aantal hypotheekcontracten



Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

Grafiek 5 Rentevaste periode hypotheeken

Percentage van het aantal uitstaande hypotheeken



Bron: DNB-enquête, maart 2000 en DNB Household Survey, juni 2003.

Nederlandse huishoudens hebben met andere woorden de gedaalde rente niet aangegrepen om hun rentegevoeligheid te verminderen. Mogelijk hangt dit samen met de versteiling van de rentecurve sinds 2000, waardoor tarieven voor kortlopende leningen relatief meer zijn gedaald dan voor langlopende leningen. Het risico bestaat dat de mogelijkheid van een rentestijging door huishoudens, die de rente kort vastleggen, wordt onderschat. Volgens de enquête ziet slechts 3% van de huishoudens een onverwachte forse rentestijging als aanleiding voor mogelijke problemen bij het betalen van de woonlasten. Onvoorziene persoonlijke omstandigheden hebben hierop grotere invloed. 50% van de huishoudens noemt werkloosheid of arbeidsongeschiktheid en 18% noemt echtscheiding als belangrijkste oorzaken van eventuele betalingsmoeilijkheden.

Ook via verhoging van de hypotheeklening (door verzilvering van overwaarde) kunnen middelen worden vrijgemaakt om de financiële balans op orde brengen, bijvoorbeeld door andere, veelal duurder leningen af te lossen. Van de overwaardeverzilvering in de vs is ongeveer een kwart gebruikt om relatief dure consumptieve leningen en creditcardschulden af te lossen. In Nederland gebeurt dit betrekkelijk weinig; van de overwaarde die sinds 1998 is verzilverd werd slechts 6% gebruikt om andere leningen af te lossen. Als geld uit het eigen huis niet wordt gebruikt voor schuldsanering, maar voor bestedingen of beleggingen, worden huishoudens kwetsbaarder voor financiële tegenwind. Indien wordt belegd komt tegenover een aan waardeschommelingen onderhevig financieel vermogen, een (hogere) hypotheekschuld te staan. Een belangrijke drijfveer achter het opnemen van hypotheekleningen om te beleggen is rentearbitrage. Rentearbitrage is lucratief als het effectieve rendement van beleggingen

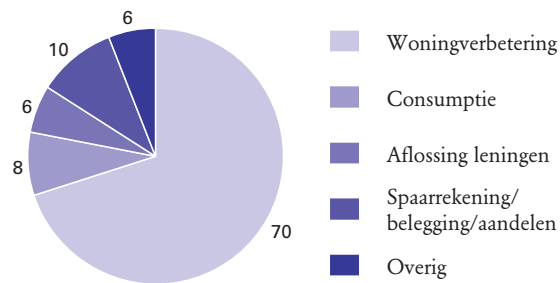
(rekening houdend met de eventuele vermogensrendementsheffing) hoger is dan de effectieve hypotheekrente (rente na eventuele belastingaftrek). Deze conditie heeft door de dalende hypotheekrente het leengedrag van huizenbezitters de laatste jaren steeds meer beïnvloed. Mede als gevolg hiervan is de afgelopen vijf jaar ruwweg 10% van de verzilverde overwaarde in financieel vermogen gestoken, waarvan bijna tweederde in aandelen of andere beleggingen. De bestedingen aan niet-financiële activa betreffen overwegend investeringen in eigen woningen via woningverbetering. Hierdoor neemt de waarde van het eigen huis in de regel toe, maar net als bij financiële beleggingen geldt dat gezinnen, door op de woningmarkt te investeren met geleend geld, gevoeliger worden voor de ontwikkeling van vermogensprijzen en voor renteontwikkelingen. Een hogere rente is immers ongunstig voor de waarde van woningen en aandelenvermogen en leidt (op termijn) tot hogere hypotheeklasten.

Bestedingseffecten uit overwaardeverzilvering

Deels is de overwaardeverzilvering mogelijk gemaakt en aangemoedigd ('feel good' factor) door de sterke prijsstijgingen op de woningmarkt in de periode rond de eeuwwisseling. Woningbezitters worden immers vermogender, voelen zich veelal ook rijker en passen het bestedingsgedrag daarbij aan. Bestedingen uit overwaardeverzilvering betreffen behalve investeringen in de eigen woning ook uitgaven aan duurzame consumptiegoederen, elektronica en bijvoorbeeld vakanties (grafiek 6). Eerdere berekeningen met behulp van het macro-economische model MORKMON lieten zien dat deze bestedingen een grote invloed kunnen uitoefenen op de economische ontwikkeling van Nederland: de bijdragen aan de economische groei variëren van

Grafiek 6 Besteding overwaarde eigen woning

Procenten van totaal benut bedrag



Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

ruwweg 1 procentpunt in 1999 en 2000 tot minus een half procentpunt in 2001 (zie 'Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep', Kwartaalbericht juni 2002). De huidige gegevens zijn gebruikt om de analyse over de macro-economische effecten uit te breiden met de jaren 2002 en 2003 (tabel 2). Enigszins verrassend indiceren de enquête-uitkomsten dat de bestedingen uit overwaarde vorig jaar gelijk zijn gebleven of zelfs licht zijn toegenomen. Desondanks tonen de modelberekeningen ook in 2002 en 2003 een negatieve groeibijdrage van ongeveer een half, respectievelijk een kwart procentpunt. Deze negatieve groeibijdrage houdt verband met vertraagde doorwerkingseffecten van de forse terugval van de bestedingen uit overwaarde na 2000.

Overigens komt uit de enquête naar voren dat huurders, ook als zij aangeven dat zij graag een woning willen kopen, hun spaargedrag nauwelijks aanpassen in reactie op prijsontwikkelingen op de woningmarkt. Dit suggereert dat bij de macro-economische doorrekening van de bestedingseffecten uit overwaardeverzilvering door woningeigenaren geen rekening hoeft te worden gehouden met het gedrag van huurders.

Het op peil blijven van de overwaardeverzilvering in 2002 verrast omdat deze plaats heeft gevonden in een tijd van een dalend consumentenvertrouwen en een afname van de prijsstijgingen op de woningmarkt. Vermeldenswaard is dat de bestedingen uit overwaardeverzilvering in 2003 wederom minimaal hetzelfde niveau lijken te bereiken als in het voorgaande jaar. Niet alleen de enquêtegegevens over het eerste half jaar duiden in deze richting, ook het oplopen van het aantal door het CBS geregistreerde oversluitingen en tweede hypotheekbevestigingen bevestigen deze trend. Waarschijnlijk heeft de daling van de hypotheekrente sinds het tweede kwartaal van 2002 (met bijna twee procentpunten) het hypotheekair financieren van bestedingen bevorderd. Een lage rente betekent immers ook lage financieringslasten. Dientengevolge kan de renteontwikkeling een belangrijke invloed hebben op (de timing van) bepaalde uitgaven.

Tabel 2 Effecten bestedingsimpuls overwaardeverzilvering

Effecten in procentpunten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Veronderstellingen						
Impuls binnenlandse bestedingen (niveau, EUR miljard) ¹	3,1	6,8	9,9	4,5	4,7	5,0
Uitkomsten volgens MORKMON						
Volumegroei binnenlandse bestedingen	1,0	2,0	2,2	-1,1	-0,9	-0,4
<i>waarvan direct uit bestedingsimpuls</i>	0,6	1,0	0,7	-1,4	0,0	0,0
Bbp-volumegroei	0,5	1,0	1,1	-0,5	-0,5	-0,3
Mutatie loonvoet bedrijven	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,5
Inflatie	0,0	0,1	0,2	0,3	0,8	0,5
Werkgelegenheidsgroei bedrijven	0,1	0,3	0,5	0,5	0,1	-0,1

¹ Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een bestedingsimpuls uit overwaardeverzilvering van respectievelijk EUR 1,2 miljard en EUR 0,9 miljard in 1996 en 1997. Het cijfer voor 2003 betreft een

schatting op basis van gegevens van de eerste helft van dat jaar. Bron: DNB-enquêtes (maart 2002 en juni 2003).

Aandelenbezit en de beurscrisis

De gevolgen van de aandelen crisis voor financieel gedrag

Behalve de ontwikkeling van woningprijzen, heeft ook de crisis op de aandelenbeurzen het financieel gedrag van Nederlandse gezinnen beïnvloed. Ruim driekwart van de beleggers heeft naar eigen zeggen grote verliezen geleden. Desondanks hebben particuliere beleggers de aandelenmarkt niet massaal de rug toegekeerd. Volgens de enquête heeft ruwweg 10% van de beleggende huishoudens hun aandelenbezit grotendeels of volledig van de hand gedaan sinds het begin van de beurscrisis en ruwweg 10% heeft de aandelenportefeuille deels afgebouwd. Tevens is deze personen gevraagd in welk jaar het zwaartepunt van de portefeuilleafbouw lag. Het blijkt dat de meesten pas aandelen van de hand deden toen de malaise op de beurs al enige tijd aan de gang was; 19% heeft het grootste pakket in 2000 verkocht, 33% in 2001, 38% in 2002 en 10% in 2003. Tegenover de groep beleggers die de aandelenportefeuille heeft afgebouwd (20% van het aantal aandelenbezitters) staat een klein deel (4%) dat zijn of haar aandelenbezit sindsdien heeft uitgebreid, en een grote groep (ruim 60% van de aandelenbezitters) die de portefeuille grotendeels heeft aangehouden, maar niet of nauwelijks heeft uitgebreid. Velen zijn blijkbaar in staat en bereid geweest de waardedaling van aandelen op te vangen. De concentratie van aandelenbezit bij de meest vermogende huishoudens heeft daar waarschijnlijk aan bijgedragen (zie 'Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep', Kwartaalbericht juni 2002). Deze groep beschikt over relatief grote kapitaalbuffers om schokken in vermogensprijzen te kunnen absorberen. Niettemin is het voorstelbaar dat de waardedaling van aandelen ook bij de huishoudens, die hun aandelenbezit niet hebben afgebouwd, tot aanpassingen in het financiële gedrag heeft geleid. Uit de enquête blijkt dat beleggende gezinnen zich door de beurscrisis risicoaverser opstellen. Een derde van de beleggers is minder gaan beleggen of meer gaan sparen, terwijl nog eens 10% aangeeft dat ze minder zijn gaan consumeren. Daarentegen zijn gezinnen niet minder gaan lenen. Dit bevestigt de macro-economische trend van een aanhoudende stijging van de particuliere schuld.

Bestedingseffecten uit aandelenverkoop

Aan particuliere beleggers die (een deel van) hun aandelenvermogen van de hand hebben gedaan is gevraagd wat zij met de verkregen middelen hebben gedaan. De respondenten geven te kennen dat zij een groot deel (89%) hebben aangewend voor bestedingen en slechts

een kleiner deel om schulden af te lossen (3%) of op een veiliger manier te beleggen (8%). In vergelijking met de bestedingen uit de overwaardeverzilvering op de eigen woning wordt een groter gedeelte puur consumptief aangewend (bijvoorbeeld aan meubilair, elektronica en vakanties). Het economisch belang van het benutten van de overwaarde van de eigen woning is vele malen groter dan dat van het liquide maken van aandelenvermogen. Enerzijds is het aantal huishoudens met een eigen woning meer dan twee keer zo groot als het aantal huishoudens dat aandelen(fondsen) bezit (52% tegen 23%) en anderzijds gaat het liquide maken van het eigen woningbezit gepaard met aanmerkelijk grotere bedragen dan de verkoop van aandelen (gemiddeld ruim EUR 30.000 tegen EUR 10.000).

Pensioenvoorziening

Uit de balans van Nederlandse gezinnen blijkt dat een groot deel van het vermogen bestaat uit pensioengeld. Door de sluipkrach op de aandelenbeurzen is het vermogen van pensioenfondsen sinds eind maart 2000 met ruim EUR 33 miljard geslonken. Hierdoor staat de pensioenvoorziening in de tweede pijler (de pensioenfondsen) onder druk. Vrijwel alle pensioenfondsen hebben maatregelen genomen om hun solvabiliteitspositie te verbeteren. Ook ingrepen in de eerste pensioenpijler (de AOW) zijn niet uit te sluiten, tegen de achtergrond van de toenemende vergrijzing. In de enquête is aan Nederlanders gevraagd wat zij van deze maatregelen vinden en hebben gemerkt. Daarnaast is geïnformeerd naar de kennis en het niveau van de eigen pensioenvoorziening, de toekomstverwachtingen en hun voorkeuren aangaande de oudedagsvoorzieningen.

Kennis

Het blijkt dat slechts 13% zich bewust is van maatregelen die verband houden met de aangetaste pensioenvermogens. Hierbij kan worden gedacht aan het verhogen van pensioenpremies voor werknemers (8%), voor werkgevers (3%) en het niet volledig doorvoeren van de gebruikelijke indexatie (2%). Hoewel het goed mogelijk is dat een aantal respondenten nauwelijks iets heeft gemerkt van eventuele maatregelen van pensioenfondsen, bijvoorbeeld als ze in omvang beperkt zijn of als – bijvoorbeeld in geval van een premievrij pensioen – alleen de werkgeverslasten zijn toegenomen, suggereert dit percentage dat mensen niet erg bewust bezig zijn met hun pensioenvoorziening. Dit wordt bevestigd door een aantal kennisvragen omtrent de eigen pen-

Tabel 3 Kennis over eigen pensioenvoorziening

Procenten

Leeftijd (in jaren)	Aantal respondenten dat op de hoogte is van .. ¹			
	Soort Pensioen- regeling	Indexatie	Huidige pensioen- rechten	Pensioen- hoogte
16-24 ²	25	11	0	18
25-34	35	36	21	29
35-44	52	57	34	35
45-55	64	58	48	39
55-64	65	57	67	42
65 en ouder	77	79	Nvt	Nvt
Totaal	56	55	39	35

¹ Betreft degenen die bij betreffende vraag niet hebben gekozen voor de categorie 'weet niet/ onbekend';

² Percentages in deze leeftijdscategorie zijn gebaseerd op enkele waarnemingen omdat de arbeidsparticipatie in deze groep relatief laag is en veel bedrijven pas pensioenopbouw toestaan vanaf de leeftijd van 25 jaar.

Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

sioenvoorziening (tabel 3). 44% weet niet of zijn of haar pensioenregeling is gebaseerd op het eindloon, het gemiddeld verdiende loon of afhangt van de rendementen op de ingelegde premies. 45% weet niet of het pensioen is geïndexeerd. Maar liefst 61% weet, ondanks het feit dat men een pensioenoverzicht heeft ontvangen, niet hoe groot de nu opgebouwde pensioenrechten zijn. En tenslotte heeft 65% geen idee van de hoogte van het pensioen dat men mag verwachten op 65-jarige leeftijd. Wel neemt de kennis over de eigen pensioenvoorziening toe naarmate de leeftijd hoger is. Dit duidt op een toenemende belangstelling voor de pensioenvoorziening naarmate de pensioenleeftijd dichterbij komt.

Zorg over pensioeninkomsten

Het feit dat werknemers slechts tot op zekere hoogte bekend zijn met hun eigen pensioenvoorziening neemt niet weg dat het Nederlands publiek zich terdege bewust is van de discussie rond de houdbaarheid van de huidige pensioenregelingen. Tweederde houdt er rekening mee dat over pakweg tien jaar de AOW-gerechtigde leeftijd later zal ingaan en/of dat de voorziening minder koopkracht zal vertegenwoordigen. Dit suggereert dat de zorgen over de AOW-voorziening zijn toegenomen ten opzichte van vorig jaar, toen de helft van de geënquêteerden in de toekomst een latere en/of lagere uitkering verwachtte. Desalniettemin verwacht meer

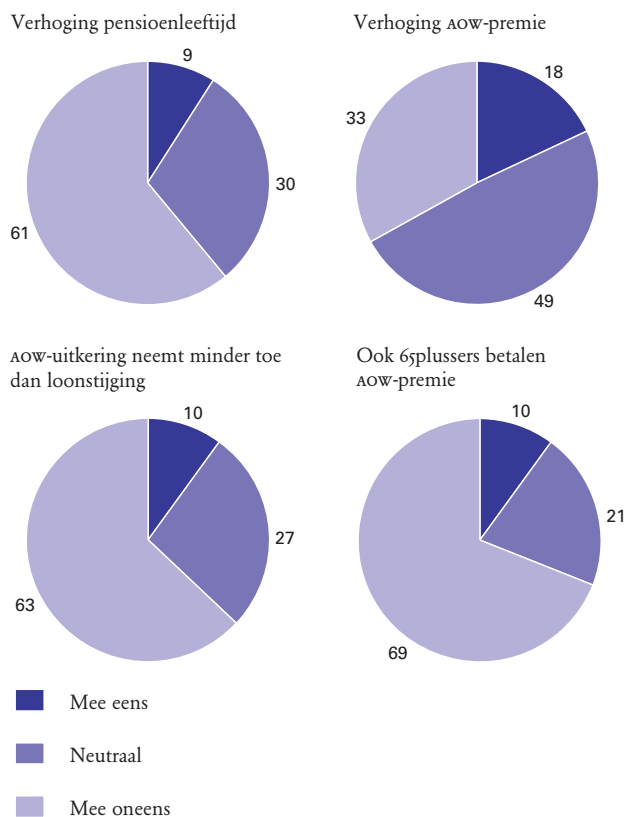
dan 40% van de werkenden onder de 65 jaar uiterlijk op hun 62ste met (vervroegd) pensioen te gaan, terwijl een kleine 40% rekening houdt met een pensioenleeftijd van 65 jaar of ouder. Een derde van de werknemers heeft naast het reguliere pensioen bij de werkgever nog andere pensioenvoorzieningen getroffen. Niettemin zegt ruwweg 15% van de ondervraagde personen niet rond te kunnen komen van het (verwachte) inkomen na pensionering alleen. Van de overigen blijkt grosso modo de helft precies rond te kunnen komen en de helft nog wat te kunnen sparen. Opvallend genoeg is de groep die nog wat zegt te kunnen sparen bij de 65plusers in de meerderheid, terwijl bij de 65minners relatief veel mensen verwachten net rond te komen. Wellicht stellen 65minners hogere eisen aan hun leefstijl, zijn ze voorzichtig in hun verwachtingen of houden ze rekening met een minder gunstig inkomstenpatroon als gevolg van maatregelen om de vergrijzingsgolf betaalbaar te houden. Verder valt op dat tweederde van de degenen die niet rondkomen met hun inkomsten inteneren op hun vermogen, terwijl de overigen grotendeels rondkomen of verwachten rond te komen van de inkomsten van hun partner.

Maatregelen bij de AOW

Het Nederlands publiek lijkt zich dus bewust te zijn van de discussies over het toenemende beslag van de AOW-uitgaven op de overheidsfinanciën en de mogelijke

Grafiek 7 Mening over mogelijke maatregelen ten behoeve van betaalbaarheid AOW

Percentage van de ondervraagden

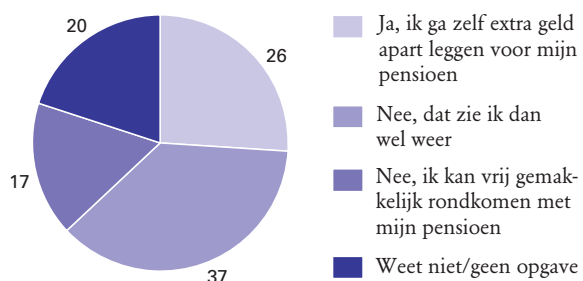


Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

maatregelen om de pensioenvoorziening in de eerste pijler betaalbaar te houden. De respondenten in het DHS is gevraagd naar hun houding ten opzichte van een viertal veel genoemde maatregelen. Uit de antwoorden komt naar voren dat deze zonder uitzondering op veel

Grafiek 8 Past u uw spaargedrag aan als pensioenen worden versoberd?

Percentage van de ondervraagden



Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

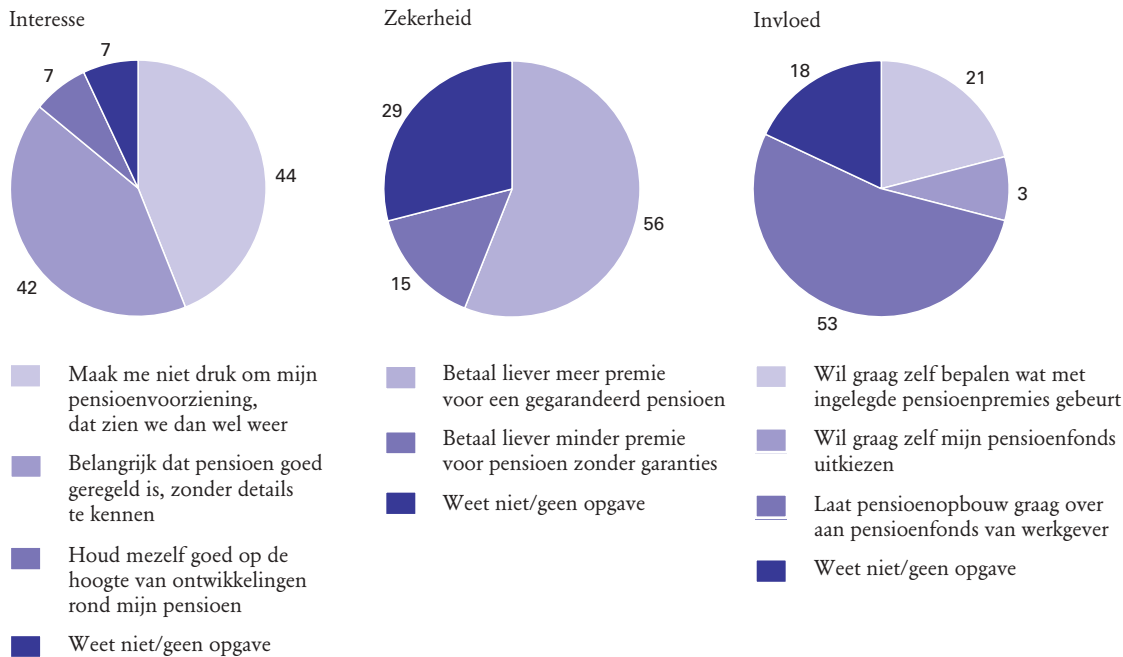
weerstand stuiten (grafiek 7). Opvallend is dat met name de drie maatregelen die een aantasting van de bestaande regelingen inhouden (verhoging pensioenleeftijd, loslaten koppeling van de AOW aan de loonstijgingen en het heffen van AOW-premie bij 65plussers) weinig geliefd zijn. Tweederde is het ronduit oneens met dergelijke maatregelen, terwijl slechts een op de tien ze ziet zitten. Bij de beantwoording valt op dat jongeren wat minder weerstand hebben tegen een versoebing van de huidige pensioenvoorzieningen en vaker tegenstander zijn van een verhoging van AOW-premie voor 65minners. Daarbij kan meespelen dat zij beter in staat zijn op een dergelijke versoebing te anticiperen. Ook kan de *'dat zien we dan wel weer'* houding die velen ten aanzien van de pensioenvoorziening ten toon spreiden hierbij een rol spelen. Deze houding komt onder andere naar voren bij een derde van de respondenten bij de beantwoording van de vraag of mensen hun spaargedrag aanpassen als bestaande pensioenvoorzieningen worden versoerd (grafiek 8).

Preferenties

De geënquêteerden zijn drie stellingen voorgelegd om enig inzicht te krijgen in de houding en preferenties ten aanzien van hun pensioen (grafiek 9). Hieruit komt naar voren dat de meerderheid de pensioenopbouw graag aan hun pensioenfonds overlaat, zodat men zich niet druk hoeft te maken over de pensioenvoorziening. Sowieso wil circa 85% van de respondenten zich liever niet al te veel verdiepen in de details van de pensioenregeling, waarbij de helft van deze groep het *'dat zien we dan wel weer'* standpunt inneemt. Niettemin zou drie op de tien respondenten graag meer keuzevrijheid hebben dan nu het geval is. Een op de tien zou graag zelf een pensioenfonds uitkiezen voor het beheer van de ingelegde pensioenpremies. Twee op de tien willen bovendien invloed uitoefenen op de manier waarop de gelden worden beheerd, waarbij ook de uiteindelijke pensioenuitkering afhankelijk is van de eigen beslissingen. Dit laatste heeft veel weg van een *'defined contribution'* pensioenstelsel, waarbij alleen de inleg vastligt en geen garanties bestaan over de uiteindelijke pensioenhoogte. De meeste pensioencontracten in Nederland hebben evenwel een *'defined benefit'* karakter, waarbij het pensioenfonds belofte doet over de hoogte van de pensioenuitkeringen afhankelijk van het gemiddeld verdiende loon of het laatstverdiende loon (middelloon-respectievelijk eindloonsysteem). De meerderheid van de bevolking voelt zich prettig bij deze regelingen. De enquête-uitkomsten laten zien dat men liever meer premie betaalt voor een gegarandeerd pensioen dan

Grafiek 9 Stellingen over eigen pensioenvoorziening

Percentage van de ondervraagden



Bron: DNB Household Survey, juni 2003.

minder premie met meer onzekerheid over de pensioenuitkering. Een kanttekening hierbij is dat aan huishoudens niet is gevraagd hoeveel meer premie men hiervoor zou willen betalen.

Spaargedrag

Via de enquête is nagegaan of twee fenomenen die recent in de aandacht staan het spaargedrag beïnvloeden. Dit betreft ten eerste de verwachtingen omtrent deflatie, die mogelijk kunnen leiden tot uitstel van bestedingen. Ten tweede gaat het om de gevolgen van de recente versoering van bedrijfspaarregelingen en de daarmee samenhangende additionele deblokkering van eerder ingelegde spaargelden.

Deflatie

Tegen de achtergrond van recente zorgen over deflatie zijn Nederlandse huishoudens gepeild over hun deflatieverwachtingen. Volgens de uitkomsten van de DNB Household Survey wordt de kans op een daling van de algemene prijsindex in de komende twee jaar relatief laag ingeschat (16% op een schaal van 0 tot 100%). Een derde van de huishoudens sluit de mogelijkheid van

deflatie helemaal uit. Volgens de DNB Household Survey wordt het bestedings- en spaargedrag dan ook nauwelijks beïnvloed door deflatieverwachtingen. Van de huishoudens, die met een kans van 50% of meer deflatie verwachten, past slechts 5% zijn bestedings- en spaarpatroon daadwerkelijk aan. In vergelijking met het bestedings- en spaargedrag houden meer gezinnen rekening met deflatie bij het aangaan van leningen (12% van de totale populatie). Men doet dit overwegend door geen nieuwe leningen af te sluiten. Volgens de enquête weerhouden deflatierisico's Nederlandse gezinnen nauwelijks van het opnemen van aflossingsvrije leningen. Bij deflatie is het ongunstig om aflossingsvrij te lenen omdat door een dalend prijspeil de uitstaande nominale schuld in de loop van de tijd in reële termen hoger wordt. Aflossingsvrije hypotheekleningen zijn echter populair bij Nederlandse huishoudens (volgens de enquête-uitkomsten is 41% van de hypotheekleningen aflossingsvrij), hetgeen een bepaalde gevoeligheid voor deflatierisico's met zich meebrengt.

Bedrijfspaarregelingen

Begin dit jaar is de premiespaarregeling afgeschaft en de spaarloonregeling versoerd. Ter compensatie is een deel van spaargelden – dat in beginsel voor vier jaar op

de spaarrekening moest blijven staan – vroegtijdig gede-blokkeerd. Een derde van de respondenten, representatief voor de Nederlandse bevolking van 16 jaar en ouder, is deelnemer aan één of meer spaarloonregelingen en/of premiespaarregelingen. Dit komt neer op grofweg 4¹/₂ miljoen deelnemers. Bij ruim 60% daarvan zijn dit jaar middelen vrijgekomen als gevolg van deblokkering. De overigen nemen nog niet lang genoeg deel, hebben het geld al eerder voor erkende bestedingsdoeleinden opgenomen of weten niet of het geld is gedeblokkeerd. Het gemiddelde bedrag dat is vrijgekomen bedraagt naar schatting ruim EUR 1.500. Dit komt op macro-niveau overeen met ruwweg EUR 4 à 5 miljard. Het blijkt dat tweederde van dit bedrag is overgeheveld naar andere spaarrekeningen. Slechts één vijfde is aangewend voor bestedingen, zoals de dagelijkse boodschappen en (duurzame) consumptiegoederen of geïnvesteerd in de eigen woning. Het bedrag dat is aangewend voor bestedingen komt daarmee uit op 0,3 à 0,4% van het totaal van jaarlijkse consumptieve bestedingen en investeringen in de eigen woning (ruwweg EUR 250 miljard). De macro-economische effecten zijn derhalve beperkt.

Conclusies

De schulden van Nederlandse huishoudens zijn in internationaal perspectief uitzonderlijk hoog en stijgen nog steeds. Mede ingegeven door de lage rente worden massaal tweede hypotheek afgesloten of bestaande hypotheek overgesloten om de overwaarde op de eigen woning te verzilveren. In tegenstelling tot in de VS gebeurt dit zelden om duurdere (consumptieve) leningen af te lossen. Veelal worden middelen uit overwaardeverzilvering geïnvesteerd in de eigen woning. Dit betekent weliswaar dat de toenemende schuld deels gepaard gaat met een hogere waarde van de bezittingen, maar ook dat de kwetsbaarheid voor vermogensprijschommelingen stijgt. Bovendien wordt steeds vaker gekozen voor een variabele rentevoet, waardoor de gevoeligheid voor renteveranderingen toeneemt. Momenteel is de hypotheekrente bij 15% van de uitstaande hypotheek variabel. Hoewel de rentevaste perioden van 5 en 10 jaar nog steeds het populairst zijn, kan potentieel ruim een kwart van de hypotheek voor eind 2004 geraakt worden door een eventuele rentestijging.

De overwaardeverzilvering gaat op macro-economisch niveau gepaard met grote bedragen. Hoewel de overwaardeverzilvering weer enigszins lijkt toe te nemen ligt deze nog steeds duidelijk onder het niveau van 1999 en 2000. De bestedingen uit overwaardeverzilvering zullen

naar schatting dit jaar met EUR 5 miljard de helft bedragen van die uit het jaar 2000. Rekening houdend met doorwerkingseffecten wordt hierdoor de economische groei dit jaar per saldo met ruim een kwart procentpunt gedrukt.

De beurscrisis heeft beleggers niet massaal doen besluiten om aandelen van de hand te doen, maar beleggers zijn wel voorzichtiger geworden. De overgrote meerderheid heeft nauwelijks aandelen bijgekocht en bovendien geeft een deel aan meer te sparen. Slechts 20% van de beleggers heeft de afgelopen jaren het aandelenpakket fors afgebouwd. De meesten hebben dit pas gedaan toen de crisis al meerdere jaren aanhield. De opbrengst uit de aandelenverkoop is weliswaar grotendeels aangewend voor bestedingen, maar omdat het een relatief beperkte groep betreft heeft dit geen grote macro-economische effecten.

Het Nederlands publiek is zich terdege bewust van de discussies over de houdbaarheid van het huidige stelsel van oudedagsvoorzieningen. Tweederde verwacht dat al binnen 10 jaar de AOW zal worden versoberd, dat wil zeggen later zal ingaan en/of minder koopkracht zal vertegenwoordigen. Het publiek kan zich evenwel moeilijk verzoenen met maatregelen die een aantasting vormen van wat men als verworven rechten ziet. Liever betaalt men tot aan zijn/haar 65ste meer premies om daarna van de huidige regelingen te kunnen genieten. Hoewel het de vraag is of deze voorkeur gehandhaafd blijft indien duidelijk is hoeveel meer premie in een dergelijke situatie moet worden betaald, is het kenmerkend voor de houding ten opzichte van de pensioenvoorzieningen. Men laat de pensioenopbouw graag over aan de pensioenfondsen en is bereid meer premie te betalen als daar een gegarandeerd pensioen tegenover staat. Overigens is een substantiële minderheidsgroep (circa 30% van de respondenten) wel voorstander van meer keuzevrijheid. Velen maken zich evenwel vooralsnog niet druk over de pensioenvoorziening en nemen een 'dat zien we dan wel weer' houding aan. Dit komt onder meer tot uiting in het feit dat de kennis van de eigen pensioenvoorziening tekortschiet. Het is evenwel niet uitgesloten dat dit niet alleen wordt veroorzaakt door desinteresse bij de ondervraagden maar ook te maken heeft met de informatievoorziening op dit terrein. Op het gebied van voorlichting is mogelijk een rol voor de pensioenfondsen en de overheid weggelegd. Het is in ieders belang dat mensen een realistisch beeld hebben van wat zij na hun 65ste aan pensioen kunnen verwachten.

Geraadpleegde literatuur

Federal Reserve (2002), Mortgage refinancing in 2001 and early 2002, *Federal Reserve Bulletin*, december 2002.

Haliassos en Hassapis (2002), Equity culture and household behavior, *Oxford Economic Papers*, 54, blz. 719 - 745.

IMF (2003), Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force.

¹ 'Het Nederlands publiek gepolst over gebruik hypotheccair krediet', *Kwartaalbericht*, De Nederlandsche Bank, maart 2000, blz. 31-43, en 'Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep', *Kwartaalbericht*, De Nederlandsche Bank, juni 2002, blz. 29-38.
² Een uitgebreide versie van deze rapportage wordt als onderzoeksrapport gepubliceerd.