

# De schuld van het Nederlandse huishouden?

J.M. Groeneveld en R.T.A. de Haas<sup>1</sup>

De afgelopen jaren bereikten de aandelenkoersen met grote regelmaat nieuwe recordhoogten en zijn de Nederlandse huizenprijzen flink gestegen. De hausse op de aandelen- en huizenmarkt hangt voor een belangrijk deel samen met het gunstige economische klimaat en de relatief lage rente in combinatie met een zeer gematigde inflatie. Het succes van de aandelenmarkt heeft veel huishoudens er de laatste jaren toe aangezet in effecten te gaan beleggen. Zo blijkt uit NIPO-onderzoek dat een kwart van de twee miljoen Nederlandse particuliere beleggers nog geen twee jaar in effecten belegt<sup>2</sup>.

In het licht van de scherpe prijsstijgingen van financiële activa zullen we hier de ontwikkeling van de financiële positie van Nederlandse huishoudens in het afgelopen decennium onder de loep nemen. We beginnen met een macro-analyse van de belangrijkste bestanddelen van het gezinsvermogen. Vervolgens stappen we over op een beschrijving van de situatie op een lager aggregatieniveau. Speciale aandacht gaat uit naar ontwikkelingen op de woning- en hypotheekmarkt.

## De vermogenspositie van gezinnen

### *Financiële activa*

Tabel 1 biedt inzicht in de ontwikkeling van de vermogenspositie van gezinnen vanuit macro-perspectief<sup>3</sup>. Gezinnen belegden in 1985 nog relatief veel in zogenoemde 'veilige' financiële activa, zoals bijvoorbeeld spaargeld. Deze beleggingen bedroegen gezamenlijk 104% van het beschikbare gezinsinkomen. Daarnaast hadden gezinnen 23% van hun beschikbare inkomen in beursgenoteerde aandelen gestoken. Na 1990 is de waarde van het aandelenbezit scherp toegenomen. Eind 1998 vormden aandelen zelfs de grootste component van de financiële activa. De verzevenvoudiging van de waarde van het aandelenbezit sinds 1985 houdt, behalve met extra aankopen door gezinnen, vooral verband met de zeer sterke koersstijgingen

---

<sup>1</sup> Sectie Strategie van het Directoraat Toezicht van De Nederlandsche Bank. Met dank aan J. Swank.

<sup>2</sup> NIPO, '2 Miljoen huishoudens beleggen geld', 14 augustus 1998.

<sup>3</sup> In navolging van Swank c.s. (1989) laten we het pensioenvermogen buiten beschouwing. Pensioen- en verzekeringspremies kunnen op dezelfde wijze worden opgevat als premies voor de sociale verzekeringen, dat wil zeggen als inkomensoverdrachten om niet (J. Swank, L. de Haan en F.J. Veldkamp (1989), *Financiële balansen van gezinnen en bedrijven in Nederland, 1982-1987*, De Nederlandsche Bank Monetaire Monografie 10, Amsterdam). Ook de door gezinnen afgesloten lijfrentepolissen zijn niet als financieel activum in de tabel opgenomen. Dergelijke vormen van 'latent kapitaal' kunnen pas op de (zeer) lange termijn en onder bepaalde voorwaarden worden aangesproken.

gedurende deze periode<sup>4</sup>. Hierbij speelt een rol dat door de opkomst van beleggingsfondsen de drempels voor particulieren om in aandelen te beleggen de laatste jaren aanzienlijk zijn verlaagd. Uit eerdergenoemd NIPO-onderzoek blijkt dat van de huishoudens die beleggen, tweederde in beleggingsfondsen belegt. Daarnaast is het aandelenbezit van huishoudens in de afgelopen jaren ook toegenomen als gevolg van het feit dat financiële instellingen via talloze nieuwe financiële constructies op een relatief agressieve en soms misleidende manier huishoudens tot aandelenbeleggingen hebben verleid. Denk bijvoorbeeld aan de koerswinst- en winstverdubbelers, die dikwijls neerkomen op beleggen met geleend geld en vooruit betaalde rente. Overigens zij opgemerkt dat de sterke toename van de aandelenbeleggingen slechts in beperkte mate gepaard is gegaan met een afname van de minder risicovolle beleggingen ten opzichte van het beschikbare gezinsinkomen. Dit is enigszins opmerkelijk, aangezien de rentevergoeding op deze vastrentende financiële titels door de historisch lage rentestand vrij laag is.

TABEL 1 ONTWIKKELINGEN IN DE FINANCIËLE POSITIE VAN GEZINEN

	1985		1990		1995		1998	
	A	B	A	B	A	B	A	B
<i>Financiële activa</i>								
-Aandelen	23	100	29	163	47	317	99	698
-Niet- of vastrentend <sup>a</sup>	104	100	99	120	97	145	97	167
<i>Waarde huizenbezit</i>	118	100	130	139	188	244	229	352
<i>Hypothecaire schuld</i>	49	100	56	141	72	223	91	334
<i>Overige schulden</i>	9	100	11	160	13	232	17	368
<i>Totaal schulden</i>	58	100	67	144	85	224	108	339
<i>Hyp schuld / waarde huizenbezit (%)</i>	42		43		38		40	
<i>Totaal schuld / financiële activa (%)</i>	46		52		59		55	

*Kolom A: Ultimo-niveau als percentage van beschikbare gezinsinkomen inclusief contractuele besparingen;*

*Kolom B: Ultimo-niveau waarbij 1985=100.*

<sup>a</sup> *Spaargeld, chartaal geld, girale tegoeden, obligaties en vluchtkapitaal.*

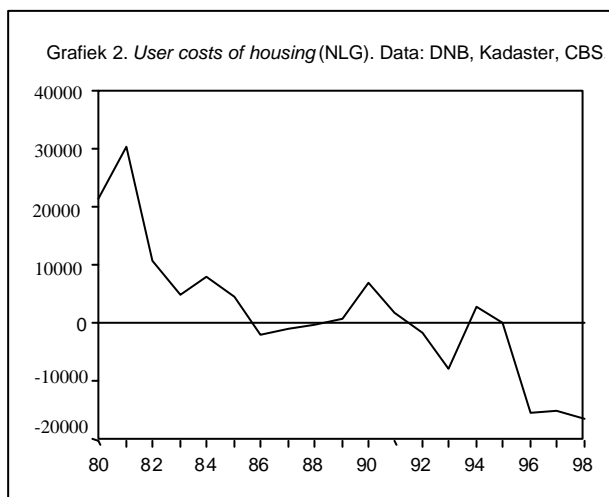
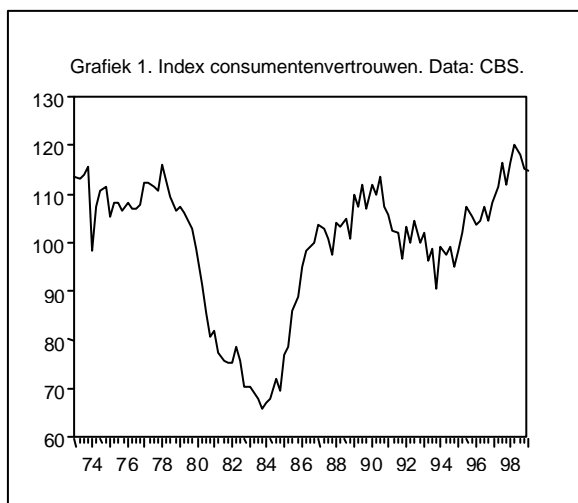
Bron : CPB, MEV 1999.

<sup>4</sup> Centraal Planbureau, *Macro Economische Verkenningen 1999*, blz. 52.

## Waarde huizenbezit

De waarde van het woningbezit van gezinshuishoudens is sinds 1990 met zo'n 250% sterk toegenomen. Ruim viervijfde van deze stijging kan door de toename van de woningprijzen worden verklaard. Gebaseerd op de zogenoemde *repeat-sales-index* zijn Nederlandse koopwoningen de afgelopen drie jaren gemiddeld zo'n 10% per jaar duurder geworden. In deze index is voor de effecten van kwaliteitsverbeteringen in en aan woningen gecorrigeerd<sup>5</sup>.

De huizenprijsontwikkeling is de uitkomst van de interactie van vraag en aanbod op de woningmarkt en kan aan een combinatie van factoren worden toegeschreven. In de eerste plaats was sprake van een gunstig economisch klimaat. De conjunctuur ontwikkelde zich gunstig en het consumentenvertrouwen is sinds 1992 bijna voortdurend gestegen (grafiek 1). Verder is de hypotheekrente in januari 1999 uitgekomen op 5,1% (het laagste niveau sinds 1964), zodat de reële hypotheekrente na belastingaftrek ook vrij laag is<sup>6</sup>. Bij deze lage rente zijn de woonlasten van eigenaar-bewoners minder sterk gestegen dan de huurlasten, wat mede verklaart waarom het kopen van een woning zo aantrekkelijk wordt gevonden. Grafiek 2 maakt dit inzichtelijk door de jaarlijkse kosten of opbrengsten verbonden aan het bezit van een eigen huis weer te geven<sup>7</sup>. Hieruit komt naar voren dat de lage rentestanden en de snelle huizenprijsstijgingen ervoor hebben gezorgd dat voor de gemiddelde huizenbezitter de jaarlijkse rentelasten meer dan 'gecompenseerd' werden door de waardeverhoging van de eigen woning. Hierbij dient overigens te worden opgemerkt dat de rentelasten direct uit het



<sup>5</sup> A. van Bussel, P. Kerkhoffs, P. en R. Mahieu, Een nieuwe index voor de huizenmarkt, (1996), *ESB*, blz. 897-899. Met dank aan Ronald Mahieu voor het ter beschikking stellen van deze index.

<sup>6</sup> Hierbij is de gemiddelde jaarlijkse nominale hypotheekrente gecorrigeerd voor de fiscale aftrekbaarheid tegen het marginale tarief in tariefgroep 3 (gehuwd, twee kinderen) en vervolgens gedeïndexed met de consumentenprijsindex.

<sup>7</sup> Deze kosten (of indien negatief: opbrengsten) zijn als volgt berekend:  $\{(1-t) \cdot R_h \cdot l_{vr} + R_s(1-l_{vr}) - \%hp\} \cdot hp$ . Hierin is:  $(1-t) \cdot R_h$  de hypotheekrente na correctie voor aftrek tegen marginaal belastingtarief,  $l_{vr}$  de *loan-to-value ratio*, oftewel het deel van het huis dat gefinancierd is middels een hypotheek,  $R_s$  is de rente op een bancair spaartegoed (5 jaar vast) als *opportunity cost*,  $\%hp$  is de waardeverhoging op het huizenbezit in een bepaald jaar. Binnen dit 'user costs of housing'-concept wordt de eigen woning dus louter als een financieel activum opgevat. Het is de vraag of gezinnen hun huis ook daadwerkelijk zo zien. De 'liquiditeit' van een koopwoning is immers gering.

besteedbaar inkomen betaald dienen te worden, terwijl de prijsstijging van de eigen woning een ongerealiseerd resultaat betreft dat in de woning zit 'opgesloten'. De initiële huizenprijsstijgingen hebben veel gezinnen er vervolgens mogelijk toe aangezet (eerder) een woning te kopen om maar niet 'de boot te missen'. De huizenmarkt staat verder ook onder invloed van demografische factoren. De hieruit voortvloeiende stijgende vraag overtreft of sluit kwalitatief niet goed aan bij het aanbod. Tot slot zijn de verruiming van de verstrekkingscriteria (tweeverdienersregeling) en de introductie van fiscaal aantrekkelijke hypotheekvormen (beleggingshypotheek) door banken de afgelopen jaren ook prijsverhogende factoren geweest.

### *Hypothecaire schuld*

De sterke expansie van de hypothecaire schuld met ruim 230% sinds 1990 is in overeenstemming met de snelle waardevermeerdering van het woningbezit. De verhouding tussen de hypothecaire schulden en de marktwaarde van het eigen woningbezit lag medio 1998 op 40%. Deze ratio schommelt overigens al vanaf 1985 rond dit niveau.

De stijging van de gemiddelde huizenprijs in combinatie met de ontwikkeling van het aantal verkochte woningen kan de stijging van de hypotheekrenten niet volledig verklaren. In reactie op de lage hypotheekrente en de waardevermeerdering van de woningen hebben ook heel wat huiseigenaren hypotheekrenten tegen een lagere rente overgesloten *en gelijktijdig verhoogd* of een tweede hypotheek op hun huis afgesloten om de vermogenswinst deels te verzilveren. Het aandeel van het aantal nieuw afgesloten hypotheekrenten ten behoeve van de aankoop van woningen is hierdoor sinds 1993 afgenomen van circa 65% naar 43% in het eerste kwartaal van 1999. Volgens globale berekeningen hebben huishoudens in 1998, evenals in 1997, ongeveer f 30 miljard meer aan hypothecair krediet opgenomen dan zij voor de financiering van hun woningaankopen dan wel investeringen in eigen woningen nodig hadden<sup>8</sup>. Het is aannemelijk dat gezinnen deze geliquideerde vermogenstoename op huizen voor een groot deel voor de aanschaf van (duurzame) consumptiegoederen en effectenaankopen hebben aangewend<sup>9</sup>.

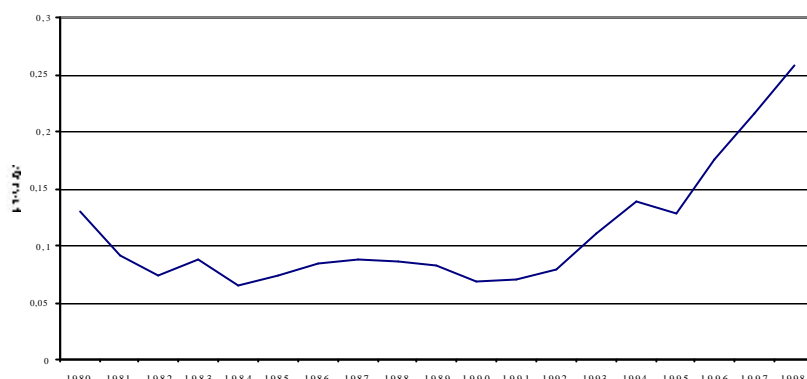
De diverse, in de vorige paragraaf genoemde, vraag- en aanbodfactoren hebben ertoe geleid dat vanaf 1993 de verhouding tussen nieuw afgesloten hypotheekrenten en het beschikbaar inkomen fors is gaan stijgen (zie grafiek 3). In de periode 1982-1992 schoommelde dit getal tussen 6 en 8%. Sindsdien is dit percentage gestaag opgelopen van zo'n 11% in 1993 tot circa

---

<sup>8</sup> De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1998*, p. 89.

<sup>9</sup> Centraal Planbureau, *Macro Economische Verkenningen 1999*, pp. 49-56.

Grafiek 3 Waarde nieuw afgesloten hypotheekleningen in procenten van het besteedbare gezinsinkomen.  
Bron: DNB, CBS

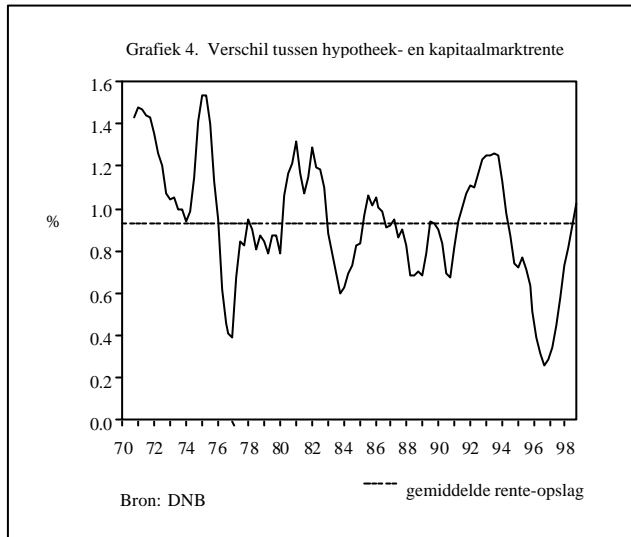


26% in 1998. Deze cijfers zijn gecorrigeerd voor de stijging van de voorraad koopwoningen<sup>10</sup>. Anders zou de ratio in de loop der jaren zijn gestegen, zonder dat sprake hoefde te zijn van een grotere hoeveelheid verleend krediet per koopwoning. Uit de grafiek blijkt dat banken in de afgelopen jaren per eenheid inkomen steeds meer hypothecair krediet zijn gaan verschaffen. Eén van de factoren die aan deze ontwikkeling heeft bijgedragen, is de versoepeling van de (non-)tarifaire verstrekkingvoorwaarden door banken<sup>11</sup>. In de periode 1993-1998 is het marktaandeel van banken in de totale hypothecaire kredietverlening, andere aanbieders van hypothecair krediet zijn bijvoorbeeld verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, opgelopen van 69% naar 82%. Dit suggereert dat banken in de afgelopen jaren via het versoepelen van hun verstrekkingvoorwaarden actief hebben geprobeerd om hun aandeel op de woninghypothekmarkt te vergroten. Ook de grootbanken zelf lijken zich dit te realiseren. Zo schrijft het Economisch Bureau van ABN AMRO de forse vraag naar koopwoningen in de afgelopen jaren onder meer toe aan de ‘duidelijke versoepeling van de hypothecaire leningsvoorwaarden’. Als voorbeelden hiervan worden de verhoging van het leenplafond voor zowel nieuwe als bestaande woningen, de tweeverdienersregeling, de introductie van fiscaal aantrekkelijke hypotheekvormen en het verlenen van hypothecair krediet aan ‘flexwerkers’ genoemd<sup>12</sup>. Verder schrijft Van Assenbergh (op. cit.), werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland: “Door de verruiming van de

<sup>10</sup> Deze correctie is uitgevoerd door in de noemer het beschikbare inkomen te vermenigvuldigen met de factor  $\{1 + \text{jaarlijkse mutatie in het aantal koopwoningen}\}$ .

<sup>11</sup> Hierbij kan onder meer gedacht worden aan het feit dat banken aan tweeverdieners hypothecair krediet zijn gaan verstrekken op basis van beide inkomens en dat ook werknemers zonder vaste arbeidscontracten tegenwoordig vaak in staat worden gesteld hypothecair krediet op te nemen. Ook is in toenemende mate vraag naar hypotheek opgewekt door verzelfstandiging van de adviesfunctie op de hypotheekmarkt, denk bijvoorbeeld aan het ontstaan van gespecialiseerde hypotheekadviseurs. Ook banken zijn actief op de overwaarde-ontwikkeling ingesprongen (Van Assenbergh, W., Ontwikkelingen op de hypotheekmarkt, *Bank- en Effectenbedrijf*, september 1988).

<sup>12</sup> ABN AMRO Economisch Bureau, *Hoge huizenprijzen – een zeepbel?*, juli 1999.



hypotheekmogelijkheden is de vraag naar en daarmee de prijs van koopwoningen opgestuwd”.

Ook de sterk gedaalde hypotheekrente heeft een belangrijke rol gespeeld bij de sterke uitbreiding van de hypothecaire kredietverlening. Een lagere rentestand maakt het voor een huishouden met een bepaald inkomen mogelijk om een hoger bedrag te lenen, aangezien binnen de maandelijkse rente- en

aflossingsverplichtingen door het afgenomen rente-aandeel ruimte ontstaat voor een hoger aflossingsdeel. De Nederlandse banken hebben de hierdoor bij gezinnen ontstane financieringsbehoefte grotendeels geacommodeerd. Overigens mag niet worden uitgesloten dat de groei van de woninghypotheken in de afgelopen jaren mede werd bevorderd door een afnemend ‘Calvinisme’ in het beleggings- en financieringsgedrag van gezinnen. Het eigen woningbezit wordt steeds meer als een potentieel instrument binnen de persoonlijke financiële planning opgevat. Dit valt bijvoorbeeld af te leiden aan het sterk toegenomen absolute en relatieve aantal oversluitingen en tweede hypotheeken.

Naast een verruiming van de non-tarifaire leencondities hebben Nederlandse banken gedurende een aantal jaren een geringe risicopremie in de hypotheekrente gehanteerd. Deze opslag, gewoonlijk gemeten ten opzichte van de rente op staatsobligaties, is niet alleen afhankelijk van de door banken gepercipieerde risico’s van een hypothecaire lening, maar weerspiegelt ook de risicogeneïdheid van banken. Deze opslag wordt dus niet opgevat als de rentemarge die banken verdienen op het aantrekken en weer uitlenen van geld, maar als proxy voor het verschil in waargenomen risico’s verbonden aan twee activa-categorieën: staatsobligaties versus woninghypotheken. Grafiek 4 laat zien dat banken in de periode 1994-1997 exceptioneel lage risico-opslagen hanteerden. In de aanloop naar en tijdens de hausse op de huizen- en hypotheekmarkt aan het eind van de jaren zeventig was de rente-opslag niet zo gering. In 1997-98 hebben banken de rente-opslag overigens weer verhoogd tot gemiddeld 1 procentpunt, ofwel de gemiddelde risicopremie in de afgelopen dertig jaar.

### *Interactie tussen de waarde van het woningbezit en de hypothecaire kredietverlening*

Een ongewenste situatie kan ontstaan wanneer de hiervoor besproken economisch-verklarende variabelen sterk interacteren en elkaar gaan versterken. De huizenprijsontwikkeling kan dan voor enige tijd los komen te staan van fundamentele economische waarden, doordat huishoudens hun verwachtingen omtrent stijgende huizenprijzen vaak ten onrechte naar de toekomst extrapoleren. Empirische studies wijzen uit dat één van de belangrijkste redenen om een huis te kopen van speculatieve aard is: tijdens een *boom* op de huizenmarkt, die in eerste instantie economisch volledig gefundeerd kan zijn, zijn gezinnen bang later geen huis meer te kunnen kopen vanwege de snelle prijsstijgingen<sup>13</sup>. Onderzoek naar de manier waarop nieuwe huizenbezitters een mening vormen over prijsvorming op de huizenmarkt, laat zien dat economisch-rationele en kwantitatieve overwegingen vrijwel afwezig zijn. Verwachtingen omtrent toekomstige huizenprijzen blijken grotendeels gebaseerd op clichés of op per definitie onvolledige informatie uit de directe omgeving<sup>14</sup>. (Over)optimistische toekomstverwachtingen aan de vraagkant kunnen, in combinatie met een op de korte termijn inelastisch huizenaanbod, er op deze manier toe leiden dat huizenprijzen gedurende langere tijd sterker stijgen dan op grond van fundamentele factoren gerechtvaardigd is. De ervaringen met de spaarbankcrisis in de Verenigde Staten in de jaren tachtig en de vastgoedcrisis in het Verenigd Koninkrijk rond 1990 hebben geleerd dat als banken de hiermee samenhangende grote hypothecaire kredietvraag accommoderen en/of hun kredietvoorwaarden versoepelen, een zeepbel op de huizenmarkt kan ontstaan, met alle mogelijke negatieve gevolgen van dien<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Hendry, D., (1984), Econometric modelling of house prices in the UK, in: D. Hendry and K. Wallis, (red.), *Econometrics and Quantitative Economics*, Basil Blackwell, Londen.

<sup>14</sup> Shiller, R.J., (1990), Speculative Prices and Popular Models, *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 4, nr. 2, pp. 55-65.

<sup>15</sup> Garretsen, H., Van Ees, H., Groeneveld, H. en R. de Haas, (1999), *Anatomie van Financiële Crises. Over de Prijs van Risico*, Academic Service.

Na deze kwalitatieve beschouwing over de relatie tussen een aantal macro-economische variabelen en de huizenmarkt, presenteren we in tabel 2 de correlatiecoëfficiënten tussen enkele genoemde variabelen.

TABEL 2. CORRELATIEMATRIX

	<i>Hypotheek-groei</i>	<i>Huizenprijs-mutatie</i>	<i>Hypotheek-rente</i>	<i>Rente-opslag</i>	<i>Economische groei</i>	<i>Consumenten-vertrouwen</i>
<i>Hypotheekgroei</i>	1					
<i>Huizenprijsmutatie</i>	0,47*	1				
<i>Hypotheekrente</i>	-0,58*	-0,33*	1			
<i>Rente-opslag</i>	-0,17	-0,27*	-0,17	1		
<i>Economische groei</i>	0,36*	0,21*	-0,37*	-0,28*	1	
<i>Consumenten-vertrouwen</i>	0,56*	0,45*	-0,19	0,09	0,17	1

Toelichting: De correlatiecoëfficiënten zijn berekend over de periode 1973-1997 (kwartaaldata). De variabelen zijn respectievelijk de groei van de bancaire hypotheek, de mutatie in de *repeatsales*-index, de reële effectieve hypotheekrente, het verschil tussen de hypotheek- en kapitaalmarktrente, de groei van het NNI en een index van het consumentenvertrouwen. Een asterisk betekent dat de correlatiecoëfficiënt significant is op 5%-niveau. Bron: DNB, CBS en Van Bussel cs. (1996).

De statistische verbanden tussen de variabelen hebben plausibele tekens. Om te beginnen is de negatieve samenhang tussen de reële effectieve hypotheekrente enerzijds en de hypotheekverlening en de huizenprijzen anderzijds weinig verrassend. Voorts gaat een hogere groei van de hypothecaire kredietverlening gepaard met hogere huizenprijzen. De correlaties tussen de rente-opslag en de overige variabelen verdienen ook enige aandacht. De rente-opslag is afhankelijk van de gepercipieerde risico's die aan een hypothecaire lening kleven ten opzichte van een risicoloze belegging (overheidsobligatie). Het blijkt dat banken deze opslag in goede tijden terugbrengen. Ook een stijging van de huizenprijzen gaat gepaard met een daling van de door banken in rekening gebrachte opslag op de kapitaalmarktrente. Een versoepeling van de leencondities als het economisch voor de wind gaat, hangt dus samen met stijgende huizenprijzen.

Op dit punt rijst de logische vraag hoe het causale verband loopt tussen de hypothecaire verstrekkingen, de rente-opslag en de huizenprijzen. Formele causaliteitstoetsen over de periode 1973-1998 duiden erop dat hogere huizenprijzen een toeneming van de woninghypotheek tot gevolg hebben (zie tabel 3, waarin een lage P-waarde impliceert dat de nulhypothese verworpen mag worden). Het oorzakelijke verband ligt echter ook andersom:

een hogere hypotheekgroei leidt tevens tot een stijging van de huizenprijzen. De rente-opslag is significant van invloed op de kredietverlening, maar het omgekeerde geldt niet. Van een verruiming(verkrapping) in de tarifaire verstrekingscriteria door banken gaat dus een zelfstandige, opwaartse(neerwaartse) invloed uit op de huizenprijzen.

TABEL 3 RESULTATEN GRANGER CAUSALITEITSTOETSEN OVER DE PERIODE 1973-1998 (N=100)

<i>Nulhypothese:</i>	<i>F-statistiek</i>	<i>P-waarde:</i>
'Huizenprijsmutaties' leiden <i>niet</i> tot 'hypotheekgroei'	13.88	0.00
'Hypotheekgroei' leidt <i>niet</i> tot 'huizenprijsmutaties'	5.54	0.00
'Rente-opslag' leidt <i>niet</i> tot 'hypotheekgroei'	6.31	0.00
'Hypotheekgroei' leidt <i>niet</i> tot 'rente-opslag'	1.26	0.29

Bron: DNB

#### *Totale schuld*

De verhouding tussen de totale schuld en het beschikbare gezinsinkomen is in de periode 1985-1998 opgelopen van 58% naar 108%. De verhouding tussen de totale schuld en de financiële middelen is echter minder snel gestegen: van 46% naar 55%. De relatief geringe stijging van deze *debt-liquidity rate* geeft aan dat huishoudens nog steeds beschikken over relatief veel, min of meer liquide, financiële middelen om schulden, indien nodig, mee te vereffenen. De buffer is echter wel risicovoller geworden, doordat deze afhankelijker is geworden van koersbewegingen op de aandelenbeurs. Zo waren de schulden in 1985 nog voor meer dan tachtig procent door relatief 'veilige' activa gedekt, tegen circa vijftig procent in 1998.

## Een blik achter de macro-cijfers

Het voorgeschetste macrobeeld maskeert enkele belangrijke aspecten. Voor een completer beeld van de financiële positie van huishoudens is informatie op een lager aggregatieniveau onontbeerlijk. Het is van belang te weten of de bezittingen en schulden gelijkmatig of juist erg scheef over de huishoudens zijn verdeeld. Wat betreft het saldo van de bezittingen en schulden van Nederlandse huishoudens kan worden opgemerkt dat in 1997 18 procent van het totale aantal huishoudens een (netto) vermogen van meer dan een kwart miljoen gulden had en daarmee ruim driekwart van het totale vermogen bezat <sup>16</sup>. De helft van alle Nederlandse huishoudens bezat een netto vermogen kleiner dan f 43.000, terwijl 28% een negatief of een netto vermogen van nul had. De netto vermogens zijn dus erg scheef verdeeld. Dit betekent dat een grote groep Nederlandse huishoudens financieel kwetsbaarder is dan uit de hiervoor besproken (gemiddelde) macro-economische cijfers blijkt.

TABEL 4 SAMENSTELLING VAN HET VERMOGEN NAAR LEEFTIJD VAN DE HOOFDKOSTWINNER IN PROCENTEN VAN HET TOTAAL IN 1997

leeftijdscategorie	<25 jaar	25-34	35-44	45-54	55-64	65+	Totaal
<i>Bezit:</i>							
- Effecten	1%	4%	12%	28%	18%	37%	100%
- Banktegoeden	2%	14%	18%	22%	17%	28%	100%
- Onroerend goed	1%	18%	26%	25%	15%	14%	100%
<i>Schulden</i>							
- Hypotheken	2%	27%	33%	26%	10%	3%	100%
- Overige	2%	14%	20%	31%	16%	17%	100%
<i>Gemiddelde overwaarde per woning:</i>							
- in gulden	132.000	114.000	147.000	175.000	223.000	272.000	
- in % van de gemiddelde huizenprijs	49%	40%	48%	56%	70%	89%	
<i>Schuld / Bezit</i>	32	48	42	33	21	9	

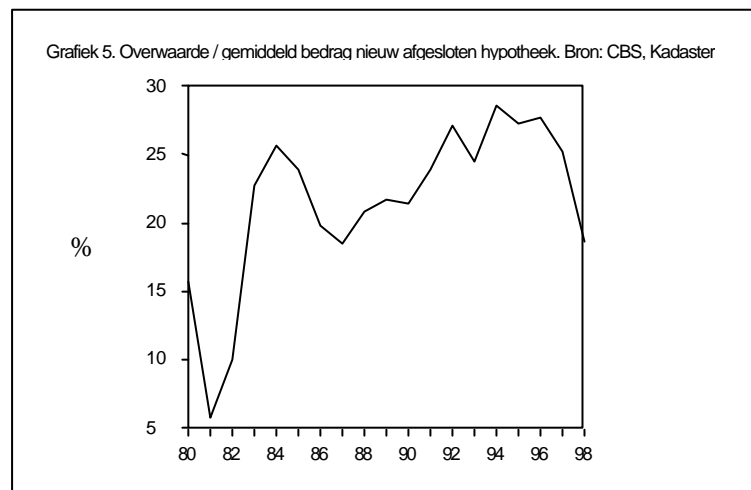
Bron: Eigen berekeningen op basis van CBS-gegevens. In 1997 was de bevolking zodanig samengesteld dat de (frequentie)verdeling over de in de tabel gehanteerde leeftijdscategorieën relatief evenwichtig was.

Hoe zit het nu met de verdeling van de bezittingen en schulden over verschillende categorieën huishoudens? De verdeling van de financiële bezittingen (zie tabel 4) laat zien dat 65-plussers het grootste gedeelte van alle effecten en banktegoeden bezitten (zo'n 35%). De onderliggende cijfers tonen aan dat hoe hoger de leeftijdscategorie hoe hoger het aantal beleggers

<sup>16</sup> CBS Persbericht 15 april 1999, 'Vermogensgroei zet door'. In dit vermogensbegrip is, in lijn met tabel 1, ook het huizenbezit en de daarmee gepaard gaande financiering opgenomen.

alsmede het gemiddeld belegde bedrag. Daarentegen bezitten personen tussen de 35 en 54 jaar ruim de helft van het vermogen in de vorm van eigen woningen. De eerste eigen woning wordt doorgaans gekocht door mensen in de leeftijd 25-34 jaar. De hypothecaire schuld neemt met het klimmen der jaren af; ouderen hebben nauwelijks hypotheek op hun eigen woningen rusten. Dit komt ook tot uitdrukking in de gemiddelde overwaarde per woning in iedere leeftijdscategorie. De gemiddelde overwaarde op de eigen woning is voor de leeftijdscategorie 24-34 jaar met NLG 114.000,- het geringst, terwijl dit bedrag voor 65-plussers NLG 272.000,- bedraagt. De hypotheekschuld is dus vooral bij jongeren geconcentreerd, terwijl het effectenbezit vooral bij ouderen is geconcentreerd. Wat betreft de relatie tussen inkomen en vermogen blijkt dat hoe hoger het inkomen hoe groter het netto vermogen<sup>17</sup>.

Hoewel de effectenbeleggingen een belangrijke plaats binnen het gezinsvermogen zijn gaan innemen, is het eigen woningbezit nog steeds veruit de belangrijkste vermogenscategorie. Uit tabel 1 komt een stabiele over-



waarde op dit bezit aan eigen woningen naar voren<sup>18</sup>. Op macro-niveau is over de gehele periode 1985-1998 de toename van het hypothecaire krediet gepaard gegaan met een vrijwel evenredige stijging van de onderpandswaarden en was de marktwaarde van de woningvoorraad steeds ruim twee keer zo hoog als de totale hypothecaire schuld. Voor de – veelal jonge – huishoudens die de afgelopen 3 jaar een huis hebben gekocht, gaat dit verhaal niet op. Sinds 1995 overtreft de stijging van het gemiddelde hypotheekbedrag bij *nieuwe* inschrijvingen de gemiddelde huizenprijsstijging. De hieruit resulterende lagere overwaarde betekent een geringere buffer tegen neerwaartse prijsaanpassingen (grafiek 5)<sup>19</sup>. De ‘nieuwkomers’ op de huizenmarkt staan hierdoor meer bloot aan de financiële risico’s bij een

<sup>17</sup> Trimp, L., Vermogensverdeling 1996, *Sociaal-economische maandstatistiek*, mei 1998, CBS.

<sup>18</sup> ‘Overwaarde’ wordt gedefinieerd als het verschil tussen de actuele waarde van de woning en de daarop gevestigde hypotheek.

<sup>19</sup> Zie ook W. van Assenbergh (1999), ‘Nederlandse woningmarkt. Ontwikkelingen, onevenwichtigheden en oplossingen’, *Financiële en Monetaire Studies*, jrg. 17, nr. 2. Cijfers uit deze studie laten sinds medio 1993 ook een afname zien van de overwaarde van woningen ten opzichte van alle reeds uitstaande hypotheek.

eventuele omslag op de woningmarkt<sup>20</sup>. Dit geldt te meer aangezien de beleggingshypotheek de laatste jaren enorm populair is. Daar komt bij dat vooral de jongere generaties de ontstane overwaarde op hun woningen hebben verzilverd. Zij hebben de vrijkomende financiële middelen ten dele aangewend voor consumptieve bestedingen en deels ook voor aandelenbeleggingen. Het is aannemelijk dat vooral ‘prille’ huizenbezitters bij een omslag in het rente- en beursklimaat in de financiële problemen geraken. Op statistische gronden valt bij een omslag in het renteklimaat immers zowel een daling van de onderpandswaarde als een daling van de effectenkoersen te verwachten, terwijl de omvang van de hypothecaire schuld in nominale termen gelijk blijft<sup>21</sup>. De oudere generatie huizenbezitters herinnert zich waarschijnlijk nog heel goed de malaise op de huizenmarkt aan het eind van de jaren zeventig.

### **Besluit en beleidsoverwegingen**

Er ontstaat een gemengd beeld van de ontwikkeling in de financiële positie van huishoudens gedurende het afgelopen decennium. Enerzijds zijn de financiële activa fors in waarde toegenomen en is de verhouding tussen hypothecaire schulden en de waarde van het eigen woningbezit het afgelopen decennium ongeveer gelijk gebleven. Anderzijds valt een stijgend aandeel van risicovolle financiële activa te constateren en staan tegenover de totale schulden minder én risicovollere financiële activa. Voorts is sprake van een scheve verdeling van de netto vermogens over verschillende categorieën huishoudens. De macro-economische effecten van een eventuele daling van de huizenprijzen is moeilijk te bepalen. Dit komt doordat de bestedingsuitval voortvloeiende uit vertrouwenseffecten bij *absolute* waardedalingen van financiële activa niet adequaat kan worden gemodelleerd, maar in de praktijk een potentieel grote rol spelen. Daar komt bij dat zich recentelijk structuurbreuken in het gedrag van gezinnen lijken te hebben voorgedaan die nog niet in bestaande macro-economische modellen tot uitdrukking kunnen komen. Zo is de houding van met name jongere huishoudens ten aanzien van hypothecaire schulden en de manier waarop met de overwaarde op woningen wordt omgegaan de laatste jaren gewijzigd.

---

<sup>20</sup> De werkelijke financiële risico's voor de betrokken huishoudens hangen sterk samen met de mate waarin de huidige huizenprijzen 'lucht' bevatten.

<sup>21</sup> Van Assenbergh (op.cit., pp. 43-45) geeft een frequentieverdeling van de maand-op-maand huizenprijzmutaties tussen 1975 en 1997. Op basis hiervan kan worden geconcludeerd dat de kans dat er bij een woning met een aanschafwaarde van NLG 250.000,- binnen een jaar een waardedaling groter dan NLG 20.000,- optreedt, ongeveer 10% bedraagt. Verder blijkt uit

Welke beleidsoverwegingen dienen nu uit het hiervoor besprokene te worden getrokken?

1. Ten eerste is gebleken dat veel innovatieve financiële producten, die aan het sterk gestegen aandelenbezit van de Nederlandse huishoudens hebben bijgedragen, niet altijd transparant in de markt worden gezet. Daardoor is het voor de consument vaak moeilijk om de modaliteiten en risico's van de aangeboden producten goed te kunnen inschatten. Er wordt dikwijls ook te weinig stilgestaan bij de vraag of een bepaald product wel bij de persoonlijke en financiële situatie van een huishouden past. Vanuit hun verantwoordelijkheid voor de bescherming van de consument streven de Nederlandse toezichthouders op financiële instellingen (DNB, Stichting Toezicht Effectenverkeer en de Verzekeringkamer) dan ook naar het bevorderen van transparantie ten aanzien van en het stellen van gedragsregels bij reclame-uitingen voor de aangeboden producten. Zo heeft de Nederlandsche Bank onlangs een unit Consumentenbescherming opgericht. Deze unit zal consumenten beter gaan voorlichten over financiële instellingen en hun producten. Ook wordt ernaar gestreefd om de voorlichting van het publiek door de instellingen zelf, denk bijvoorbeeld aan reclame-uitingen, te verbeteren. Tenslotte zal de Bank sterker betrokken zijn bij de afhandeling van klachten over onder toezicht staande instellingen.
2. Het is gebleken dat het zeer moeilijk is om de verschillende oorzaken van de sterke stijging in de hypothecaire kredietverlening van elkaar te onderscheiden. Met name de rol van de versoepelde bancaire verstrekingsvoorwaarden lijkt zonder verder onderzoek op bancair niveau niet goed in kaart te kunnen worden gebracht. Het Directoraat Toezicht heeft daarom besloten om een aanvullend onderzoek te initiëren naar de hypothecaire kredietverlening, waarbij met name informatie uit het commerciële bankwezen verzameld en geanalyseerd zal worden.

---

eigen berekeningen dat over de afgelopen 10 jaar sprake was van een significante correlatie tussen veranderingen in de kapitaalmarktrente en de AEX-index van -0.23.