

Vermogen en conjunctuur

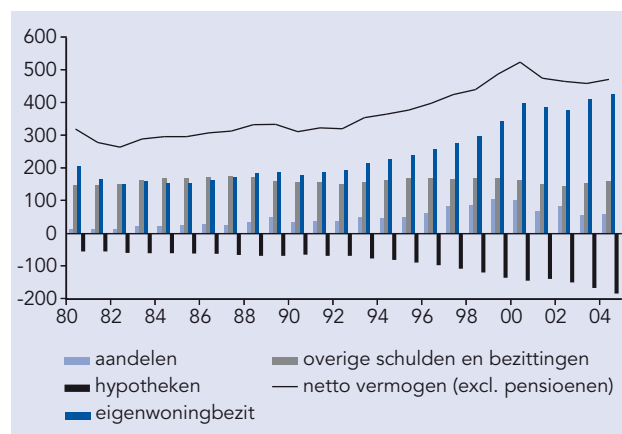
G.E. Hebbink

De auteur is werkzaam bij de Nederlandsche Bank, afdeling Economisch Beleid.
g.e.hebbink@dnb.nl

In de meest recente conjunctuercyclus hing de consumptie sterk samen met de vermogens van huishoudens. In dit artikel wordt daarop teruggeblikt.

Eigenwoningbezit en aandelenvermogen vormen twee belangrijke posten op de balans van de Nederlandse huishoudens (figuur 1). De grootste waardestijgingen van deze activa vonden plaats in de economische bloeiperiode aan het einde van de vorige eeuw. Dit vraagt om meer inzicht in de samenhang tussen vermogensontwikkelingen en conjunctuur. Het blijkt dat deze samenhang vrij sterk was, maar er zijn inmiddels ontwikkelingen die een matigende invloed hebben op de relatie tussen vermogen en bestedingen.

Figuur 1. Balans van gezinnen, procenten beschikbaar gezinsinkomen



Toelichting: Tot en met 2000 zijn de cijfers nog niet aangepast aan de nieuwe gereviseerde cijfers van de Nationale rekeningen 2004.
Bron: CPB en CBS

Volatiel vermogen

In de periode 1991-2002 heeft de Nederlandse huizenmarkt bijzonder sterke prijsstijgingen doorgemaakt. Onder de OESO-landen stegen de reële prijzen het snelst in Nederland, met gemiddeld 6,7% per jaar. Tussen 1995 en 2000 was de prijsstijging zelfs 10,5% per jaar, tegen 1,9% in de OESO-landen en 1,2% in het eurogebied. Naast de mate van prijsstijging, was in Nederland ook de volatiliteit van de prijsmutaties het grootst (OESO, 2004a).

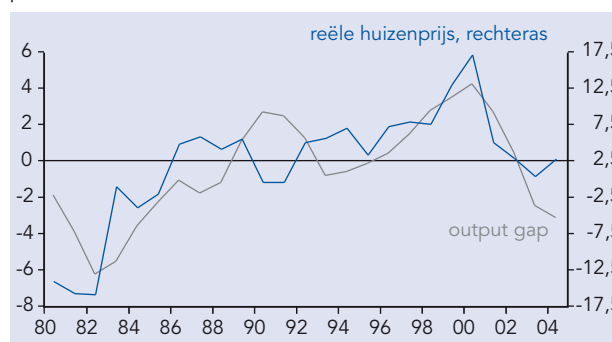
Het aandelenvermogen van Nederlandse huishoudens verdubbelde tussen 1995 en 1999 in waarde (als percentage van het beschikbare inkomen). Dit werd vrijwel geheel veroorzaakt door de wereldwijde stijging van de aandelenkoersen. Vergeleken met andere landen stegen de koersen in Nederland fors. In de jaren 1995-2000 steeg de AEX jaarlijks met gemiddeld 24,6%. De Amerikaanse S&P500 steeg in dezelfde jaren met 19%, terwijl de koersstijging in het eurogebied 8,2% was. In de jaren 2001-2003 daalden de Nederlandse koersen weer even snel als ze eerder waren gestegen, met

gemiddeld 25% per jaar. In andere landen daalden de koersen minder sterk, met zo'n 15% per jaar. Deze golfbeweging in de koersen is terug te vinden in de bijdrage van het aandelenbezit aan de totale bezittingen van gezinnen (exclusief pensioenen). Dit is na een stijging met 6 procentpunt, van 10% in 1995 naar 16% in 2000, scherp gedaald naar 6% in 2004. Dit ligt iets onder het gemiddelde sinds 1970 (9%). Het aandelenbezit ligt sinds 2002 weer op het gemiddelde van de afgelopen 35 jaar, in tegenstelling tot het vermogen in woningen, dat nog steeds groot is (in verhouding tot het inkomen). Wel is het percentage gezinnen dat volgens enquêtes in het bezit is van aandelen sterk toegenomen: 11% in 1993, 27% in 2002 en 23% in 2003.

Huizenprijzen en conjunctuur

Huizenprijzen correleren in veel landen met de conjunctuur (die in dit artikel wordt gemeten als de *output gap*), zij het met enige vertraging (OESO, 2004b). In Nederland is de samenhang relatief zwak (een correlatiecoëfficiënt kleiner dan 0,5) en loopt de huizenprijs drie tot vier jaar achter bij de output gap. In het VK is de correlatie veel sterker (meer dan 0,65) en vrijwel onvertraagd.

Figuur 2. Conjunctuur en huizenprijs, procenten respectievelijk procentuele mutaties



Bron: OESO (output gap), Kadaster en CBS

Hoewel de huizenprijs over de lange termijn de conjunctuur met enige vertraging volgt, was dat niet zo in de laatste conjunctuercyclus. In die cyclus, dat wil zeggen in de periode 1995-2004, was er juist een sterke correlatie tussen huizenprijzen en conjunctuur. Voor de meeste landen geldt bovendien dat de correlatie tussen huizenprijs en consumptie veel minder vertraagd is. Zo is in Nederland de correlatie tussen de groei van de consumptie en de reële huizenprijsmutatie ruim 0,7 (periode 1971-2002; OESO gemiddelde 0,58). Alleen in het VK en Nieuw-Zeeland ligt deze correlatie hoger (ruim 0,8).

Vermogen en bestedingen

Een belangrijke schakel in het verband tussen huizenprijs en consumptie bestaat uit vermogenseffecten. Bij stijgende huizenprijzen worden huizenbezitters 'rijker' – of voelen zich zo – en verhogen daarom hun bestedingen. De levenscyclushypothese geeft hier een economische onderbouwing van. Door de waarde­stijging van het vermogen stijgt het levensduurinkomen, zodat huishoudens hun consumptie over de rest van hun levensduur kunnen verhogen. Dit langetermijneffect wordt doorgaans overheerst door twee effecten op de korte termijn. Ten eerste kan een uitbundige huizenmarkt een impuls geven aan het consumentenvertrouwen, doordat consumenten de toekomstige ontwikkeling van hun inkomen en vermogen rooskleuriger gaan inschatten. Ten tweede is het voor huizenbezitters aantrekkelijk om de waarde­stijging om te zetten in liquide middelen, bijvoorbeeld via een (tweede) hypotheekschuld op de overwaarde. Wel moeten de extra leningen ooit worden afgelost, zodat op de lange termijn mogelijk een neerwaartse invloed op de bestedingen optreedt. Op korte termijn is het echter te verwachten dat een huizenprijsstijging en het omzetten van huizenvermogen in liquide middelen een positieve invloed heeft op de bestedingen. Dit is ook het effect dat in Nederland heeft gezorgd voor de recente sterke samenhang tussen consumptie en huizenprijzen.

Overwaardeverzilvering

De OESO vindt voor Nederland een marginale consumptiequote uit huizenvermogen van 0,08, wat hoog is in vergelijking met andere landen. Verder blijkt het geschatte vermogenseffect van een land hoger te zijn naarmate de gemiddelde hypotheekschuld hoger is en is het vermogenseffect hoger in landen met een grotere mate van verzilvering van huizenvermogen. Beide indicatoren (schuldquote en verzilvering) liggen voor Nederland op een van de hoogste niveaus van de OESO-landen. Kortom, het effect van het huizenvermogen op de consumptie is in Nederland relatief groot, en dit lijkt vooral samen te hangen met de forse overwaardeverzilvering.¹

Uit enquêteresultaten blijkt in welke mate huishoudens de overwaarde van hun woningen hebben verzilverd en hebben omgezet in bestedingen (DNB, 2003). Sinds 1998 is 70% van de overwaardeverzilvering besteed aan woningverbetering en 8% aan overige consumptie. Na 2000 is de besteding uit overwaarde teruggelopen, mede door fiscale beperking van de aftrekbaarheid van rente, tot de rente op leningen die bestemd zijn voor woningverbetering. Volgens de laatste enquêtegegevens zijn de bestedingen uit overwaardeverzilvering sindsdien stabiel gebleven. DNB schat dat overwaardeverzilvering een opwaarts bbp-effect had van 0,5%-punt in 1998, oplopend tot 1,1%-punt in 2000. Daarna is het effect op de bbp-groei negatief: –0,5%-punt in 2001 en 2002 (DNB, 2004).² De OESO schat een opwaarts effect van 0,5%-punt in 1997-2000, dat terugloopt tot 0,25%-punt in 2001 (OESO, 2004a). Recente fiscale maatregelen hebben waarschijnlijk een remmende werking gehad op de mogelijkheden tot overwaardeverzilvering. Zo is de aftrekbaarheid van hypotheekleningen beperkt tot leningen die bestemd zijn voor aankoop of verbetering van de eigen woning en is de aftrekbaarheid gemaximeerd tot dertig jaar. Daarnaast is het

voor kopers van een duurdere woning aantrekkelijker geworden om de overwaarde te besteden aan de nieuwe woning (de bijleen­regeling).

Institutionele invloeden

Op basis van het voorafgaande zijn enkele institutionele invloeden aan te wijzen die de invloed van huizenprijsmutaties op de conjunctuur versterken. Ten eerste zijn dit factoren die de volatiliteit van prijsmutaties versterken. Vergeleken met andere landen blijkt de aanbodelasticiteit in Nederland zeer laag te zijn (Swank et al., 2002). Dit hangt samen met strenge wetgeving (bestemmingsplannen en overige regelgeving), lengte van procedures en stijgende grondprijzen. Daarnaast zijn vraag­schokken op de Nederlandse huizenmarkt in verhouding groot, doordat huizenkopers een grote hefboom op hun inkomen hebben, zowel door het kredietbeleid van financiële instellingen als door de fiscale regelgeving.³ Bovendien zijn er aanwijzingen dat de fiscale subsidiëring van eigen woning tot extra volatilit­eit van de huizenprijs leidt. Dit komt doordat de relatief grote belastingwig op de hypotheekrente, via het reduceren van het effectieve rentetarief, de prijsgevoeligheid van de vraag naar woningen minder groot maakt dan in andere landen. Daardoor heeft een vraagschok, bij een prijsinelastisch aanbod, een groter effect op de prijs dan bij een minder grote fiscale subsidiëring (Poterba, 1984, 1991). Empirisch onderzoek bevestigt dat er een positief verband is tussen volatiliteit van woningprijzen en de mate van fiscale subsidiëring van het eigenwoningbezit (Van den Noord, 2004).

Ten tweede kunnen omstandigheden worden genoemd die het verzilveren van huizenvermogen faciliteren. Naarmate hypotheekmarkten minder gereguleerd en meer concurrerend zijn, is het te verwachten dat consumenten meer toegang hebben tot hypotheekproducten die het verzilveren van overwaarde of het opnemen van een tweede hypotheek bevorderen. Ook de keuzevrijheid tussen hypotheektypen, termijnen en rentevaste perioden speelt een rol. Binnen Europa scoort Nederland rela­atief hoog wat betreft de toegankelijkheid en de keuzevrijheid van hypotheekleningen (Mercer Oliver Wyman, 2003). Een andere indicator is de hoogte van de *loan-to-value* (LTV)-ratio. Deze is in Nederland relatief hoog, wat samenhangt met de vrijheid die banken in Nederland hebben om de hoogte van de lening ten opzichte van het onderpand vast te stellen. Het blijkt dat naarmate LTV-ratio's minder gereguleerd zijn, de gemiddelde LTV-ratio hoger is (G10 Contact Group, 2002). Naast deze structurele factoren, die het opnemen van overwaarde faciliteren, zijn ook incidentele ontwikkelingen te noemen. In de jaren negentig begonnen banken tweede en tijdelijke inkomens mee te tellen bij het verstrekken van hypotheekleningen. Hierdoor ontstond een forse opwaartse verschuiving van de verhouding tussen (maximale) hypotheekschuld en gezinsinkomen.

Aandelenvermogen en conjunctuur

Overeenkomstig de vermogenseffecten vanuit de huizenmarkt, is het te verwachten dat ook het aandelenbezit van invloed is op de consumptieve bestedingen. Dit mechanisme heeft zich gedurende de laatste conjunctuurgolf duidelijk voor-

¹ Dit geldt ook voor Australië, Canada, het VK en de VS.

² De effecten zullen geringer indien huishoudens de bestedingen ook zonder overwaardeverzilvering hadden gedaan.

³ Zie G10 Contact Group (2002) voor samenhang LTV en huizenprijsstijging. Zie OESO (2004a) voor samenhang volatiliteit met aanbodelasticiteit, respectievelijk belastingwig op hypotheekrente.

gedaan. De mate waarin het aandelenbezit van huishoudens van invloed is geweest op de consumptie, is echter moeilijk empirisch vast te stellen, door het uitzonderlijke karakter van de koersmutaties rond de eeuwwisseling. Schattingen over de laatste twee decennia wijzen uit dat het effect van financieel vermogen op de consumptie in Nederland vergelijkbaar is met Australië, Canada, het VK en Japan.⁴ Het geschatte vermogens-effect is groter dan in Duitsland, Frankrijk en Italië. In deze schattingen is echter geen rekening gehouden met het pensioenvermogen, dat in Nederland relatief groot is.

Naast de consumptie, hangen ook de bedrijfsinvesteringen af van de verandering van aandelenkoersen, omdat hogere aandelenkoersen de investeringskosten reduceren. In de laatste conjunctuurgolf waren de particuliere investeringen in Nederland volatieler dan gemiddeld in het eurogebied.⁵ Onderzoek laat zien dat de scherpe koersstijgingen in de laatste jaren van het vorige decennium een extra impuls aan de investeringen hebben gegeven van naar schatting 2 procentpunt per jaar (Hebbink & Van Amerongen, 2002).

Totale bbp-effect

Het totale effect van de recente mutaties van aandelenkoersen op de economie, zowel via consumptie als investeringen, wordt door de OESO geschat op een positief effect op het bbp van een half procentpunt per jaar in de periode 1995-2000, dat na de koersomslag veranderde in een negatief effect van een half procentpunt per jaar. Volgens modelsimulaties leidt een daling van de koersen met 20% na een jaar tot een daling van het bbp met 0,5% (CPB, 2002). Dit wijkt niet af van de schatting voor andere landen. Gemiddeld wordt dit voor de OESO-landen geraamd op 0,6%-punt (OESO, 2004a). In Nederland wordt het relatief sterke effect van koersmutaties op de consumptie en de investeringen gedempt door internationale handelseffecten, zodat een macro-economisch effect resulteert dat niet veel afwijkt van andere landen. Verder speelt een rol dat het aandeel van de consumptie in het bbp in Nederland geringer is dan in bijvoorbeeld de VS. Overigens moet worden opgemerkt dat deze simulaties wellicht een onderschatting geven van de gevoeligheid voor koersmutaties, doordat geen rekening is gehouden met het effect via de pensioenbeleggingen. Het is immers te verwachten dat pensioenfondsen bij grote koersmutaties de premies zullen aanpassen. Bij een koersdaling van 20% zou volgens het CPB door de hogere premies op korte termijn een effect op het bbp kunnen optreden van -0,1 procentpunt, na drie jaar oplopend naar -0,3 procentpunt. Kleinere, min of meer 'normale' koersschommelingen worden echter opgevangen door de vereiste buffers van de pensioenfondsen.

Tot besluit

In vergelijking met andere landen, hebben huizenprijsstijgingen in Nederland het afgelopen decennium een sterke invloed op de consumptie gehad. Dit komt door de ruime mogelijkheden tot hypothecaire kredietverlening, die in het afgelopen decennium nog verder zijn verruimd. Daarbij is de volatiliteit van de huizenprijzen in Nederland in verhouding groot. Dit

komt ten eerste doordat het aanbod van woningen weinig flexibel is, zodat prijsstijgingen nauwelijks worden gedempt door hoeveelheidsaanpassingen van het aanbod. Daarnaast zijn de vraagschokken op de huizenmarkt relatief groot en daarmee ook de prijsvolatiliteit en de daarop volgende vermogens-effecten.

Door het blijvend hoge aandeel van woningen in het vermogen van huishoudens is te verwachten dat vermogens-effecten vanuit de woningmarkt zich in de toekomst zullen blijven voordoen. Anderzijds zullen de prijsvolatiliteit en de daarmee samenhangende vermogens-effecten in verhouding minder groot zijn geworden, door beleidswijzigingen van banken en door fiscale aanpassingen. Dit betekent dat conjuncturele schokken minder dan in het verleden versterkt zullen worden via de huizenmarkt en de consumptie.

In tegenstelling tot woningen, is de omvang van het aandelenbezit van huishoudens recent weer afgenomen naar het langjarige gemiddelde (afgezien van het pensioenvermogen), wat een dempend effect heeft op het vermogens-effect via aandelenkoersen. Nederlandse huishoudens bezitten tevens een omvangrijk aandelenvermogen in de vorm van pensioenbesparingen. Daardoor verloopt de doorwerking van aandelenkoersen naar de bestedingen meer dan in andere landen via de pensioenpremies. Voor de toekomst is het echter aannemelijk dat de effecten van koersmutaties via dit kanaal beperkt kunnen blijven, naarmate de pensioenfondsen voldoende buffers hebben opgebouwd. ■

Gerbert Hebbink

Literatuur

- CPB (2002) *Macro Economische Verkenning 2003*. Den Haag: Sdu.
- DNB (2003) *Financieel gedrag van Nederlandse huishoudens*. Kwartaalbericht, september. Amsterdam: DNB.
- DNB (2004) *Waar komt de Nederlandse groei in 1998-2006 vandaan?* Kwartaalbericht, juni. Amsterdam: DNB.
- G10 Contact Group (2002) *Turbulence in asset markets: the role of micro policies*. Bazel: BIS.
- Hebbink, G.E. & E. van Amerongen (2002) Investeren en Tobin's Q: het kapitaalcosteneffect in Nederland. *Maandschrift Economie*, oktober, 405-423.
- Kadaster (2005) www.kadaster.nl.
- Mercer Oliver Wyman (2003) *Study on the financial integration of European mortgage markets*. Brussel: European Mortgage Federation.
- Van den Noord, P. (2004) *Tax incentives and house price volatility in the euro area: theory and evidence*. Economics Department Working Papers, 356, Parijs: OECD.
- OESO (2004a) *Economic Survey of the Netherlands*. Parijs.
- OESO (2004b) *Housing markets, wealth and the business cycle*. Economics Department Working Papers, no.394. Parijs.
- OESO, *National Accounts*. Parijs.
- Poterba, J. M. (1984) Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset Market Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 99.
- Poterba, J. M. (1991) *House Price Dynamics*. Brookings Papers of Economic Activity, 2.
- Swank, J., J. Kakes & A.F. Tieman (2002) The housing ladder, taxation and borrowing constraints. *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, 9, Amsterdam.

4 De marginale consumptiequote is 0,06 in Nederland (OESO, 2004b).

5 Gemiddeld groeiden de bedrijfsinvesteringen in het eurogebied in 1997-99 met 6%, tegen 8,2% in Nederland. In 2000-2003 was dit 0,7%, respectievelijk -2,9%. Door de revisie van de nationale rekeningen zijn de cijfers van 2002 en 2003 nog lager.