

De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Centrale bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen

©2015 De Nederlandsche Bank n.v.

Auteurs

Jante Parlevliet en Thomas Kooiman

Met de serie 'Occasional Studies' beoogt de Bank inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor de Bank relevante gebieden.

De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van de Nederlandsche Bank.

Redactiecommissie

Jakob de Haan (voorzitter), Lieneke Jansen (secretaris), Hans Brits, Pim Claassen, Maria Demertzis, Peter van Els, Jan Willem van den End, Maarten Gelderman.

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de Bank.

Verzoeken voor een abonnement en voor toezending van een exemplaar kunt u richten aan:

De Nederlandsche Bank n.v.

Afdeling Communicatie

Postbus 98

1000 AB Amsterdam

Internet: www.dnb.nl

Inhoud

1.	Inleiding	5
2.	Hoe bepalen huishoudens hun vermogensopbouw?	7
3.	Een overzicht van het Nederlandse vermogenslandschap	14
4.	Knelpunten in de vermogensopbouw van huishoudens	30
5.	Uitgangspunten voor integraal beleid	42
	Verwijzingen	49

1. Inleiding¹

Nederlandse huishoudens hebben de afgelopen decennia hun pensioenbesparingen en eigenwoningvermogen fors zien groeien. Tegelijkertijd zijn ook hun hypotheekschulden toegenomen. Per saldo zijn hun netto vermogens gegroeid én zijn hun balansen langer geworden. Het gegroeide netto vermogen is in het licht van de vergrijzing in principe goed nieuws. De langere balansen hebben huishoudens echter ook kwetsbaar gemaakt voor schommelingen in de rente en vermogensprijzen, wat zich de afgelopen jaren pijnlijk manifesteerde op de woningmarkt. Ook heeft de gegroeide hypotheekportefeuille de financiële risico's voor banken vergroot. Daarnaast versterken de lange balansen de cyclischeiteit van de Nederlandse economie.

Het huidige vermogenslandschap reflecteert niet louter voorkeuren van huishoudens, maar ook diverse fiscale prikkels en andere vormen van overheidsingrijpen. Dit ingrijpen is idealiter geformuleerd vanuit een integrale visie op het spaar- en leengedrag van huishoudens. Immers, beslissingen over de verschillende vermogenscomponenten – de eigen woning, het pensioen en vrije besparingen – worden in samenhang genomen. Het doel van deze studie is te verkennen waar ingrijpen in de vermogensopbouw van huishoudens vanuit zo'n integrale visie al dan niet gerechtvaardigd is en waar het dus beter kan. Puttend uit een uitgebreide literatuur, beschrijft de volgende paragraaf daartoe allereerst hoe huishoudens hun optimale vermogensopbouw zullen bepalen en hoe de overheid de uitkomsten kan verbeteren. Paragraaf 3 schetst een beeld van het Nederlandse feitelijke vermogenslandschap, en hoe diverse

¹ Met dank aan deelnemers aan de klankboordsessie d.d. 17 december 2014 voor hun input en nuttige commentaar op een eerdere versie.

6 beleidsinterventies deze beïnvloed hebben. Paragraaf 4 confronteert dit feitelijke beeld met de optimale vermogensopbouw uit paragraaf 2 en identificeert enkele knelpunten. Paragraaf 5, tot slot, presenteert een aantal denkrichtingen voor beter beleid.

2. Hoe bepalen huishoudens hun vermogensopbouw?

Deze paragraaf gaat na hoe rationele huishoudens in de afwezigheid van overheidssturing een afweging maken over de omvang en timing van besparingen (paragraaf 2.1) en de vorm daarvan (paragraaf 2.2). Paragraaf 2.3 gaat na hoe de overheid, gegeven onder meer kortzichtigheid van huishoudens en ontbrekende markten, de uitkomsten voor huishoudens kan verbeteren.

2.1 De omvang en timing van besparingen

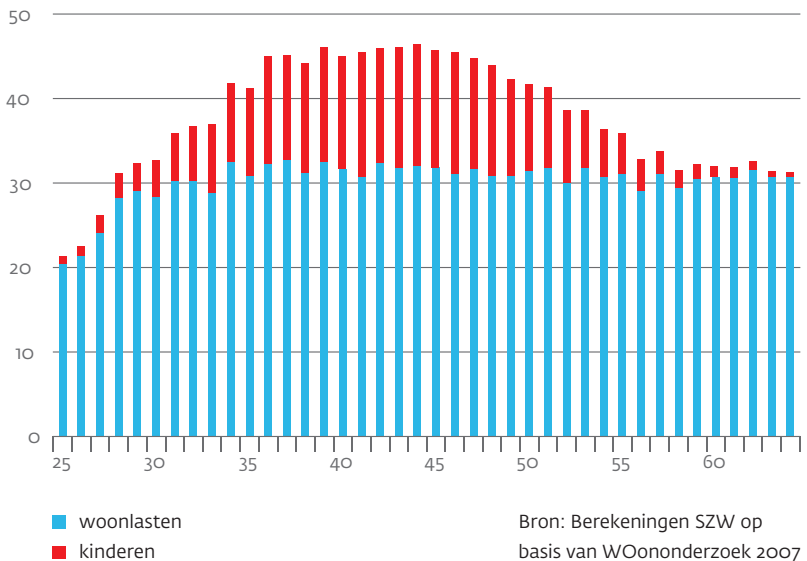
Centraal uitgangspunt in de economische literatuur is dat huishoudens proberen via sparen en beleggen het nut uit consumptie zo goed mogelijk over hun leven te spreiden. Dit vereist de nodige financiële planning. Om het juiste niveau van besparingen te bepalen moeten huishoudens aannames maken over te verwachten rendementen, de verwachte inkomensontwikkeling, de duur van de loopbaan en het moment van overlijden. Huishoudens met kinderwens moeten er rekening mee houden dat zij een aanzienlijke periode minder ruimte hebben voor besparingen (zie grafiek 1; zie ook Warnaar en Van Galen 2012). Dit geldt ook wanneer zij eventuele studieschulden moeten terugbetalen.² Huishoudens moeten ten slotte ook een inschatting maken van hun bestedingsbehoeften op hun oude dag, inclusief eventuele zorgkosten.

Naast de oudedagvoorziening kunnen huishoudens ook andere redenen hebben om vermogen op te bouwen, die deels in elkaar kunnen overlopen. Ten eerste beschikken veel huishoudens graag over een buffer voor

2 Uiteraard worden ook keuzes over de investeringen in menselijk kapitaal in samenhang genomen met beslissingen over de opbouw van financieel/reëel vermogen. De investeringen in menselijk kapitaal vinden vooral plaats in het begin van de levensloop, waarna zij een loopbaan lang rendement opleveren en huishoudens financieel/reëel vermogen kunnen gaan opbouwen. Dit vermogen kan op zijn beurt weer worden ingezet voor nieuwe investeringen in menselijk kapitaal.

Grafiek 1 Netto uitgaven aan wonen en kinderen over de levensloop

Procenten huishoudinkomen, uitgaven van 25- tot 65-jarigen in 2007



onvoorziene gebeurtenissen, zoals hoge ziektekosten (Mastrogiacomo en Alessie 2013). Ten tweede kunnen huishoudens vermogen willen nalaten voor erfgenamen (zie ook paragraaf 4). Tot slot kunnen onbewuste factoren een rol spelen (zie meer in paragraaf 2.3). Zo kan gewenning optreden (Alessie en Teppa 2010). Huishoudens wennen dan aan een bepaald consumptieniveau, en wanneer bijvoorbeeld hun besparingen oplopen door onverwacht hoge rendementen of doordat de kinderen financieel zelfstandig zijn geworden, passen zij hun consumptie niet opwaarts aan. In dat geval houden zij meer vermogen over dan zij aanvankelijk planden voor hun oudedag.

2.2 Portfoliokeuze

Huishoudens moeten ook beslissen over de vorm van hun beleggingen. Belangrijke overwegingen hierin zijn het langlevensrisico, de timing en omvang van risicovolle beleggingen, diversificatie en liquiditeit.

De levensverwachting is voor huishoudens een van de grootste onzekerheden in de financiële planning. Omdat huishoudens niet weten hoe lang ze na pensionering leven, zullen veel huishoudens, indien op zichzelf aangewezen, óf te arm leven en geld overhouden óf op hun geld interen en vervallen in armoede. Pensioenverzekeringen kunnen deze onzekerheid wegnemen door het risico op lang leven binnen een generatie te delen.³ Huishoudens die geld willen nalaten, zullen niet al hun geld in een pensioenverzekering willen onderbrengen (die immers niet vererfbaar is), maar ook vastgoed of vrij financieel vermogen willen aanhouden (Teppa en Lafourcade 2013).

Risicovollere beleggingen brengen over de lange termijn gemiddeld een hoger verwacht rendement op en kunnen zodoende de consumptie over de levensloop verhogen (Berk en DeMarzo 2013). Hoeveel risico huishoudens kunnen en willen dragen, hangt af van persoonlijke omstandigheden en voorkeuren. Ook de levensloophase speelt een rol. Zo is het eigen menselijk kapitaal voor jonge huishoudens veel belangrijker dan financieel kapitaal (Luigi en Sodini 2013). Zij zijn daardoor beter in staat dan ouderen om financiële beleggingsrisico's te dragen. Daarnaast kunnen zij besluiten langer door te werken, mochten financiële rendementen tegenvallen. Wanneer huishoudens dichterbij de pensioenleeftijd komen, zullen zij het aandeel risicovolle beleggingen willen terugbrengen.

3 Macro-lang leven risico (waarbij de gehele generatie langer leeft) is veel lastiger te delen (anders dan via het verhogen van de AOW-leeftijd door de overheid).

Voor alle huishoudens is het daarnaast van belang om hun portfolio te diversifiëren om hun beleggingsrisico te beperken. De samenstelling van hun vermogensportefeuille is een reflectie van inschattingen van risico en rendement.

Of huishoudens een eigen woning zullen kopen of willen huren, hangt af van een aantal afwegingen. Huizenvermogen biedt rendement in natura (woongenot), en biedt daarnaast een bescherming tegen inflatierisico omdat de huizenprijs, *ceteris paribus*, meebeweegt met de inflatie. Een eigen woning kan ook gebruikt worden als pensioenverzekering; de woning kan immers gebruikt worden zo lang men leeft. Maar een investering in een eigen woning is ook risicovol en ondeelbaar. Met de aankoop van een eigen woning is het grootste deel van de vermogensportfolio zeer geconcentreerd en (ten opzichte van alternatieven) illiquide belegd. Het gros van de huishoudens zal bovendien een schuld moeten aangaan voor de aankoop. Deze verlenging van huishoudbalansen maakt huishoudens kwetsbaar voor schommelingen in huizenprijzen en de rente. Indien huishoudens ook al sparen voor hun pensioen, leidt de aanschaf van een woning ook tot extra transactiekosten, omdat huishoudens tegelijkertijd meerdere financiële producten aanhouden zonder dat dit diversificatievoordeel biedt. Of huishoudens een huis kopen of huren, hangt natuurlijk ook af van hun toegang tot een goed functionerende huurmarkt. In een niet-gereguleerde markt zou de huurprijs in principe gelijk moeten zijn aan de kapitaalkosten plus onderhoudskosten van een eigen huis.⁴ Wanneer het vermogen van huishoudens beperkt is en zij geen groot concentratierisico aan willen gaan, zullen zij doorgaans de voorkeur

4 De woningprijs is dan gelijk aan de verdisconteerde som van toekomstige huursommen min onderhoud. Is de huurwoning door een investeerder met eigen vermogen gefinancierd, dan zijn de kapitaalkosten gelijk aan de opportunity costs op alternatieve investeringsprojecten. Bij financiering met vreemd vermogen brengt de verhuurder een vergoeding voor de bijbehorende rentekosten in rekening.

geven aan huren. Dit geldt helemaal wanneer zij verwachten in de nabije toekomst mogelijk van baan te wisselen.

2.3 Welvaartswinst door overheidsingrijpen

In de praktijk zal het de meeste huishoudens niet lukken hun optimale financiële planning te realiseren en met gerichte interventies kan de overheid de welvaart van huishoudens verhogen. Een eerste motivatie voor overheidsingrijpen ligt in beperkingen aan de kant van huishoudens. Financiële planning vergt een vooruitziende blik, discipline (handelen naar de plannen) en financiële geletterdheid. Veel huishoudens ontberen deze eigenschappen (Van Els et al. 2006; Van der Schors en Warnaar 2013). In de praktijk sparen veel huishoudens daardoor te weinig, en zullen zij zelfstandig te conservatief beleggen en te weinig diversifiëren (Van Rooij, Kool en Prast 2006; Barber en Odean 2013). Ook zien zij vaak onvoldoende het belang in van een verzekering die hun individuele langlevensrisico wegneemt (Brown et al. 2008; Teppa en Lafourcade 2013).

De overheid kan dan ook de welvaart verhogen door sturend optreden in de oudedagsvoorziening. Een dergelijk optreden moet huishoudens ertoe bewegen gedurende het werkende leven voldoende te sparen voor de oude dag. Ook kan de overheid sturend optreden in de portfoliokeuze, bijvoorbeeld door huishoudens hun vermogensbeheer te laten delegeren aan een verzekeraar of pensioenfonds. De precieze vorm van het pensioenstelsel is mede afhankelijk van maatschappelijke voorkeuren en daarmee een politieke keuze. De overheid kan de oudedagsvoorziening organiseren via een omslag gefinancierd stelsel (aow) en/of verplichte deelname aan een particulier kapitaal gedekt stelsel (al dan niet collectief georganiseerd). Nederland kent een combinatie van deze twee stelsels, wat een diversificatievoordeel oplevert (zie ook paragraaf 4).

Een tweede motivatie voor overheidsingrijpen ligt in het corrigeren van marktfalen (Frank 2009). Wanneer huishoudens zich willen verzekeren tegen onvoorziene omstandigheden (ziektekosten, werkloosheid, arbeidsongeschiktheid of langlevenrisico), kunnen financiële markten dit niet altijd aanbieden tegen een prijs die transacties uitlokt. Dit komt mede doordat sprake is van asymmetrische informatie, waardoor vooral huishoudens met hogere risico's zich willen verzekeren (averechte selectie) en huishoudens na verzekeren hun gedrag aanpassen (moreel risico). De overheid kan dan helpen dit marktfalen te corrigeren. Dat kan bijvoorbeeld door verplichte deelname aan een particuliere ziektekostenverzekering, of via collectieve verzekeringen voor bijvoorbeeld arbeidsongeschiktheid, de oudedagsvoorziening en werkloosheid. Hoe breder het pakket waartegen huishoudens verzekerd zijn en hoe groter het aandeel van de kosten dat zij vergoed krijgen, des te minder buffers zij hoeven op te bouwen voor onvoorziene omstandigheden, wat de nodige welvaartswinst kan opleveren. In landen met een uitgebreide verzorgingsstaat is de noodzaak tot huishoudbesparingen daarom veel minder groot dan in landen met slechts minimale sociale zekerheid.

Naarmate de overheid met verplichtstellingen en collectieve verzekeringen meer ingrijpt in het spaargedrag van huishoudens, neemt ook de kans op overheidsfalen toe. Allereerst kunnen collectieve arrangementen uit de pas gaan lopen met de voorkeuren en omstandigheden van individuele huishoudens. Zo hebben sommige huishoudens meer behoefte aan hoge oudedagbesparingen dan andere of kan de risicobereidheid uiteenlopen. Daarnaast kunnen overheden ook doorschieten in de correctie van marktfalen in verzekeringsmarkten. Zo kan overheidsfalen perverse prikkels geven, met bijvoorbeeld onnodig lange werkloosheid en overconsumptie van zorg tot gevolg, die op hun beurt collectieve arrangementen onder druk zetten. Een laatste vorm van overheidsfalen kan ontstaan wanneer beleid onvoldoende integraal wordt afgewogen. Overheidsbeleid gericht op een specifiek beleidsterrein kan namelijk onbedoelde effecten hebben

op een ander beleidsterrein. Het hoge ambitieniveau van het Nederlandse pensioenstelsel kan bijvoorbeeld niet los worden gezien van de hoge hypotheekschuld (zie paragraaf 3.3).

3. Een overzicht van het Nederlandse vermogenslandschap

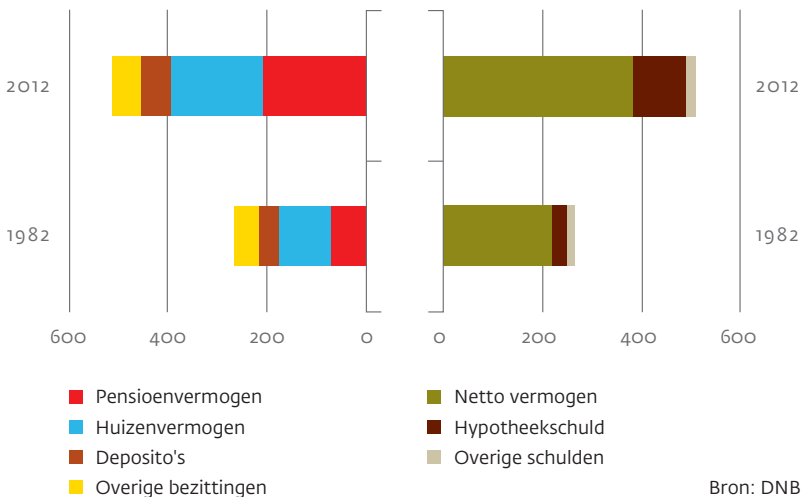
14

Deze paragraaf geeft een beeld van de feitelijke vermogensvorming van Nederlandse huishoudens. We beginnen met een inspectie van de huishoudbalans en bespreken aan de hand daarvan de invloed van overheidsbeleid op het gebied van de oudedagsvoorziening, woning- en hypotheekmarkt, en sociale verzekeringen waaronder de zorg.

3.1 De balansen van Nederlandse huishoudens

Het vermogen van Nederlandse huishoudens is de afgelopen decennia aanzienlijk gegroeid. Het saldo van hun bezittingen en schulden is toegenomen van circa twee keer het bruto binnenlands product (bbp) in 1982 tot bijna vier keer het bbp anno 2012 (zie grafiek 2). Vooral het

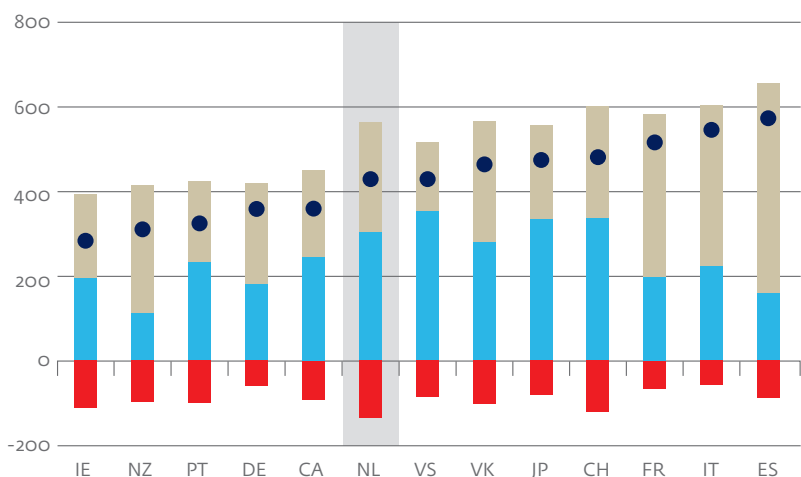
Grafiek 2 Vermogenspositie Nederlandse huishoudens
Procenten bbp



Bron: DNB

Grafiek 3 Netto vermogen en samenstelling - internationaal perspectief

Procenten bbp



- Netto vermogen
- Niet-financiële bezittingen (inclusief woningen)
- Financiële bezittingen (inclusief pensioenen)
- Schulden (inclusief woninghypotheken)

Bron: IMF Fiscal Monitor oktober 2013. Cijfers betreffen laatst beschikbare jaar.

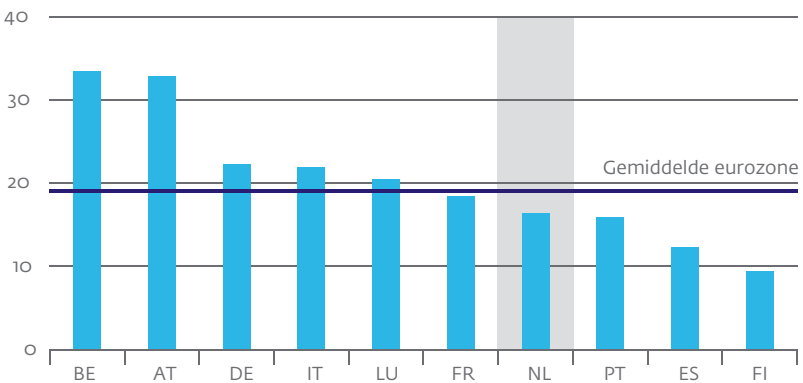
pensioenvermogen is fors toegenomen, maar ook het huizenvermogen is gestegen. Daar tegenover staat dat de hypotheekschuld als percentage van het bbp steeg van 30% in 1982 naar 109% in 2012. Doordat zowel bezittingen als schulden in omvang zijn toegenomen, is de balans van huishoudens aanzienlijk langer geworden.

Het netto vermogen dat Nederlandse huishoudens hebben opgebouwd is vergeleken met andere geïndustrialiseerde landen gemiddeld (grafiek 3).

Grafiek 4 Netto liquide vermogen van huishoudens

Spaartegoeden en financiële titels min schulden (andere dan hypotheek)

Als aandeel jaarlijks bruto-inkomen, mediane waarde



Bron: ECB (2013)

Vooral in sommige landen met een beperkte verzorgingsstaat (Italië, Spanje, VS en VK) is het vermogen omvangrijker. Wanneer de vermogenscomponenten worden vergeleken, valt op dat het financieel vermogen in Nederland relatief hoog is. Dit betreft vooral het grote collectieve pensioenvermogen (zie ook grafiek 6). Het vrij beschikbare ('liquide') vermogen van huishoudens is daarentegen vergeleken bij peers als Oostenrijk, België en Duitsland beperkt (grafiek 4).

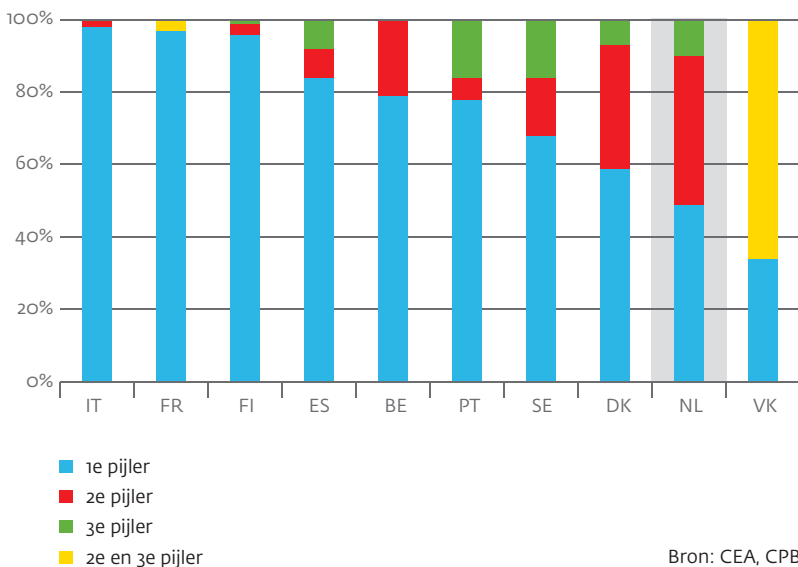
Het niet-financiële vermogen – in Nederland met name huizenvermogen – is gemiddeld (grafiek 3). Verder valt op dat de balansen van Nederlandse huishoudens ook in internationaal perspectief lang zijn (zie ook ECB 2013). Nederland kent van alle beschouwde landen in de grafiek de hoogste schuld; dit betreft vooral de woninghypotheek.

3.2 Het pensioenstelsel

Net als in de meeste andere landen hebben huishoudens in Nederland recht op een via omslag gefinancierd universeel pensioen (eerste pijler)⁵ (grafiek 5). Nederlandse huishoudens hebben daarnaast omvangrijke besparingen opgebouwd in de kapitaal gedekte tweede en derde pijler (zie ook grafiek 6).

Grafiek 5 Omvang 1e, 2e, en 3e pijler

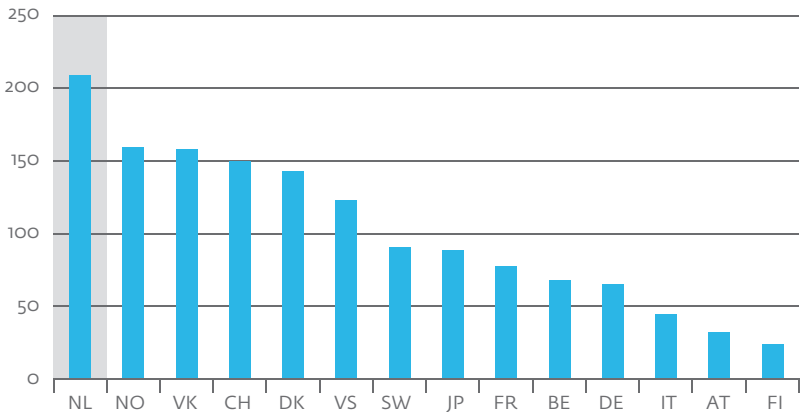
Aandeel pijlers in de uitgekeerde pensioenen; 2007



⁵ In een zuiver omslag gefinancierd pensioensysteem betalen de thans werkenden de volledige pensioenuitkering van de huidige gepensioneerden. In Nederland wordt de AOW ook mede gefinancierd uit de algemene middelen.

Grafiek 6 Vermogen opgebouwd bij pensioenfondsen en levensverzekeraars

Procenten bbp; 2012



Bron: ECB

Meer dan 90% van de werknemers bouwt pensioen op in een regeling van hun werkgever of beroepsgroep (tweede pijler). De derde pijler bestaat uit vrijwillige pensioenbesparingen van werknemers en van de pensioenregelingen die ondernemers voor zichzelf hebben afgesloten.

Overheidsbeleid heeft een belangrijke rol gespeeld in deze pensioenmix. De overheid heeft deelname in de tweede pijler voor werknemers semi-verplicht gesteld.⁶ Pensioeninleg in de tweede en derde pijler wordt

⁶ Werkgevers zijn niet verplicht om hun werknemers een pensioenregeling aan te bieden. Echter, zodra een bedrijf een pensioenregeling opricht moet deze gelden voor alle werknemers. Daarnaast geldt voor de bedrijfstakpensioenfondsen een verplichtstelling.

daarnaast met fiscale prikkels gestimuleerd. De overheid faciliteert pensioenbesparingen met de omkeerregel, waardoor premie-inleg en opgebouwd kapitaal onbelast blijft tijdens het werkende leven en de pensioenuitkering belast wordt.⁷ Het Witteveenkader bepaalt de maximale pensioeninleg die onbelast blijft. Momenteel resulteert deze maximale jaarlijkse inleg bij een loopbaan van 40 jaar in een vervangingsgraad van 75% van het gemiddeld verdiende loon.⁸ Recent heeft de overheid een maximum van €100.000 gesteld aan de fiscaal vriendelijke opbouw in de gecombineerde tweede en derde pijler.⁹

3.3 Huizenvermogen en hypotheekschulden

Nederlandse huishoudens hebben de afgelopen decennia ook een aanzienlijk huizenvermogen opgebouwd. Dit komt allereerst doordat meer huishoudens een woning zijn gaan kopen; het aandeel koopwoningen in de totale woningvoorraad steeg van 43% in 1986 naar 59% in 2012 (MinBZK 2013).¹⁰ Daarnaast zijn huizenprijzen fors gestegen.

-
- 7 Dit is een 'omgekeerd' regime ten opzichte van de fiscale behandeling van andere besparingen, waar huishoudens sparen uit het inkomen na belasting en hierover daarnaast vermogensbelasting betalen in box 3.
- 8 Tot voor kort was het maximaal fiscaal vriendelijke opbouwpercentage 2,25%. Recent is met het oog op de verhoogde pensioenleeftijd van 65 naar 67 – en de daarmee langere loopbanen – het fiscaal vriendelijke opbouwpercentage verlaagd, eerst naar 2,15% en recent verder naar 1,875%.
- 9 In 2011 hadden 145 duizend werknemers een salaris van een ton of meer (inclusief bijzondere beloningen). Dat is op de totale beroepsbevolking (werkenden onder 20 jaar uitgesloten) 2 procent.
- 10 Huishoudens kochten ook op steeds jongere leeftijd een woning. Daar waar huizenbezitters een minderheid bleven in het cohort dat geboren werd aan het eind van de jaren twintig, had de meerderheid van het cohort geboren in 1975 al voor de dertigste een eigen woning (Kullberg en Iedema 2010).

Met het toegenomen huizenvermogen zijn tegelijkertijd de schulden van huishoudens fors toegenomen.¹¹ Verschillende factoren hebben hier een bijdrage aan geleverd. Allereerst heeft de overheid huishoudens met diverse fiscale prikkels aangemoedigd tot de aanschaf van een eigen woning. Huishoudens konden tot voor kort bijna ongelimiteerd de rente op de hypotheek voor hun eerste woning aftrekken voor de inkomstenbelasting. Daarnaast is de belasting op vermogen in de eigen woning lager dan op andere vormen van vermogen.¹² Met deze maatregelen heeft de overheid het eigenwoningbezit willen stimuleren, echter tegen een hoge prijs (Glaeser en Shapiro 2002). Doordat het aanbod van huizen in Nederland vanwege beperkte nieuwbouwmogelijkheden onvolledig op vraagimpulsen reageert, hebben de fiscale prikkels vooral de prijzen opgedreven. Al met al zijn de Nederlandse huizenprijzen in de periode 1990-2008 in reële termen met 150% gestegen.

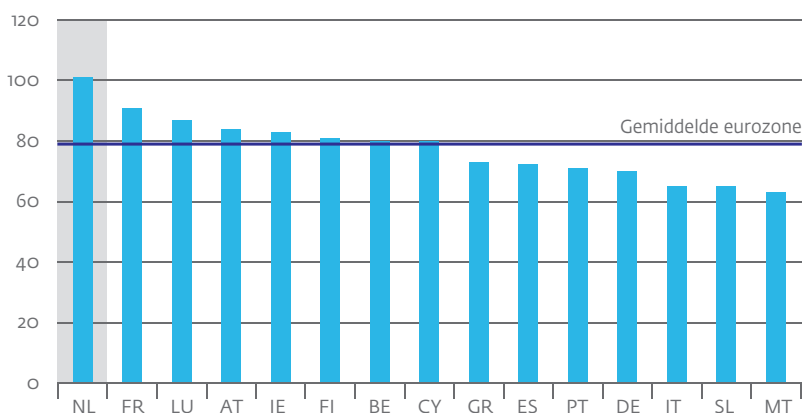
Via financiële innovaties als beleggings-, spaar- en aflossingsvrije hypotheeklen hebben financiële instellingen huishoudens in staat gesteld de hypotheekrenteaftrek ten volle te benutten. Hierdoor, en doordat de hoogte van de hypotheek ten opzichte van de woningwaarde (loan-to-value – LTV) tot 2013 van overheidswege niet gemaximeerd was, liggen LTV's in internationaal perspectief hoog (grafiek 7). Ook ruimere kredietvoorwaarden hebben de hypotheekportefeuilles van banken en de

11 Tegenover de gegroeide hypotheekschulden hebben huishoudens ook kapitaal opgebouwd in aan de hypotheek verpande spaarproducten. Deze cijfers zijn niet in alle statistieken opgenomen en zijn bijvoorbeeld niet in mindering gebracht op de hypotheekschuld in grafiek 2 en 3. Aangezien het naar schatting gaat om 32 à 37 miljard euro – oftewel circa 5% van de totale hypotheekschuld – is de vertekening beperkt.

12 'Normaal' vermogen wordt belast tegen een heffing van 1,2% (30% op een fictief rendement van 4%). De eigen woning wordt daarentegen belast met de eigenwoningforfait bijtelling (oftewel, 0,364% in geval van het hoogste marginale tarief). Boven een woningwaarde van 1 miljoen euro loopt dit percentage verder op, maar blijft onder de 1,2%.

Grafiek 7 LTV-ratio's in internationaal perspectief

Meest gebruikelijke LTV bij aanschaf eerste woning; 2007



Bron: ECB (2009)

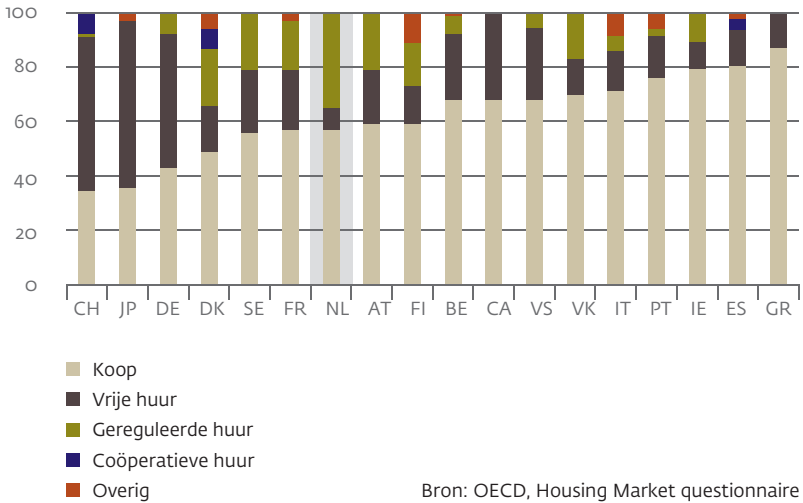
huizenprijzen opgestuwd (Francke et al. 2014). Zo zijn banken, in reactie op de gestegen arbeidsparticipatie van vrouwen, tweede inkomens gaan meetellen in hun inkomensvoets.

Naast de fiscale stimulering van het eigen woningbezit heeft ook de regulering van de huursector huizenbezit en hypotheekschulden gestimuleerd. Vanuit inkomenspolitieke overwegingen is de huurmarkt vrijwel volledig gereguleerd (grafiek 8). De huren in deze grote gereguleerde huurmarkt zijn laag, maar de wachtlijsten zijn lang.¹³

¹³ De lagere huurprijs gaat naar schatting gepaard met een impliciete subsidie van ongeveer 8 miljard euro. Dit is het verschil tussen de feitelijke huurprijs en de marktconforme huurprijs die op basis van de woz-waarde gevraagd zou kunnen worden (zie voor details MinFin 2010). Doordat alleen bij instroom een inkomensvoets wordt gedaan, heeft naar schatting 25% van de huurders momenteel een hoger inkomen dan de grenswaarde.

Grafiek 8 Kopen versus huren in een aantal OESO-landen

Aandelen in totaal; 2009

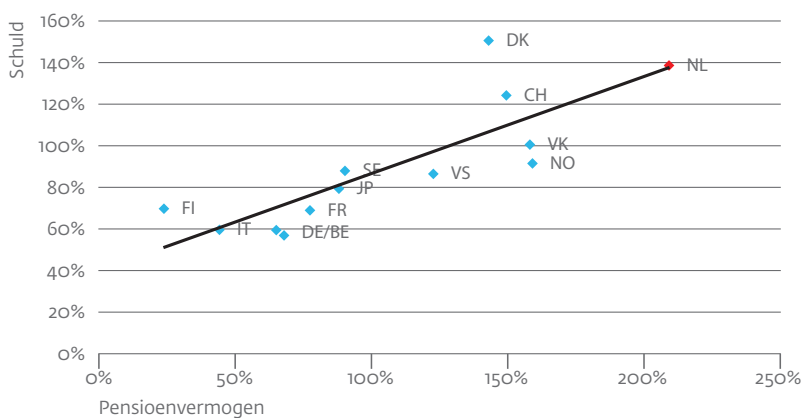


Het vrije huursegment is juist klein en de huren liggen fors hoger. Hierdoor is de prikkel beperkt om vanuit een sociale huurwoning door te stromen naar het veel duurdere vrije segment. Tegelijkertijd biedt toetreding tot de koopmarkt een aanzienlijk fiscaal voordeel. Zij die willen verhuizen maar niet in aanmerking komen voor het gereguleerde segment, zullen daarom vaak kiezen voor een koopwoning.

Overigens kan de hoge huishoudschuld macro-economisch niet los worden gezien van de hoge pensioenbesparingen van huishoudens (zie grafiek 9). Immers, mede doordat huishoudens al verplicht (collectief) sparen voor later, hebben zij minder behoefte en minder financiële ruimte om eigen geld in de woning te stoppen (zie ook Shirono 2014; IMF 2015).

Grafiek 9 Pensioenvermogen en schuld van huishoudens

Procenten bbp; 2012



Bron: ECB, IMF, OECD, landelijke bureaus voor de statistiek en centrale banken

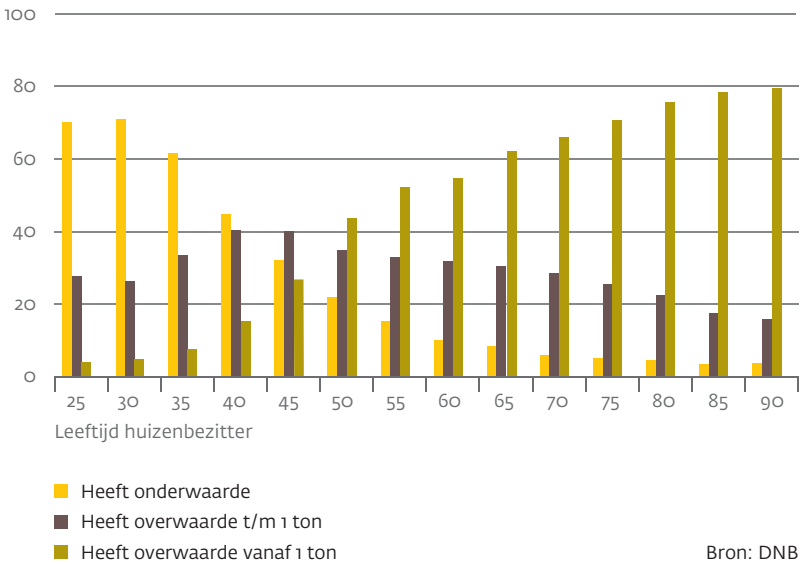
Ook zonder fiscale prikkels zullen huishoudens er dus voor kunnen kiezen hun hypotheekschuld niet volledig af te lossen.

Een belangrijke constatering is tot slot dat het huizenvermogen en de hypotheekschuld scheef over huishoudens verdeeld zijn. Weliswaar was in 2012 het totale huizenvermogen met ruim 200% bbp een stuk hoger dan de hypotheekschuld (109% bbp), op individueel niveau hebben sommige huishoudens een forse overwaarde op hun woning en andere juist een forse onderwaarde (grafiek 10)¹⁴. Leeftijd speelt hier natuurlijk een

¹⁴ In deze cijfers is een correctie toegepast voor kapitaal dat is opgebouwd in aan de hypotheek verpande spaarproducten.

Grafiek 10 Onderwaarde en overwaarde naar leeftijd

Aandelen in procenten; 2013



belangrijke rol, maar er is ook sprake van heel specifieke cohorteffecten. Vooral de huishoudens die de woningmarkt betraden voor en gedurende de jaren negentig hebben veel geprofiteerd van de fiscale subsidies op eigenwoningbezit en de toenmalige huizenprijsstijgingen (Van der Schors et al. 2007). De huishoudens die instapten na 2000 hebben een hoge prijs betaald voor hun woning, maar veel van hen hebben recentelijk de waarde van hun woning zien dalen tot (ver) onder de hypotheekwaarde. Nu de hypotheekrenteaftrek wordt versoerd, zullen de huidige jonge huishoudens waarschijnlijk niet meer in dezelfde mate profiteren van huizenprijsstijgingen zoals die zich voordeden in de decennia voor de crisis.

De overheid heeft recent een aantal maatregelen genomen om de hypotheekschuld te verminderen. Zo wordt de maximaal toegestane LTV in stappen verlaagd naar 100% in 2018, al blijft dit in internationaal perspectief hoog. Voor nieuwe hypotheekrenteaftrek wordt alleen nog toegestaan bij volledige aflossing. Dat is een trendbreuk, omdat tot voor kort maar weinig jonge huishoudens de gehele hypotheek aflostten. Daarnaast wordt het maximale aftrekpercentage van de hypotheekrenteaftrek langzaam afgebouwd, al blijven fiscale subsidies voor kopen bestaan.¹⁵ In 2014 is daarnaast de mogelijkheid voor ouders om belastingvrij te schenken voor de aanschaf van of aflossing op de eigen woning van hun kinderen verruimd: het bedrag dat onbelast mag worden geschonken is ongeveer verdubbeld tot €100.000 (per januari 2015 is dit bedrag weer teruggeschoefd naar €50.000).

Ook worden enkele maatregelen getroffen op de huurmarkt. Zo worden in het gereguleerde segment inkomensafhankelijke huurstijgingen mogelijk gemaakt. Dit kan de doorstroom naar het vrije segment bevorderen. De opwaartse prijsdruk die daarmee gepaard, kan de vrije huurmarkt op zijn beurt aantrekkelijker maken voor particuliere investeerders. Ook de beslissing om de huurgrens voor het vrije segment de komende jaren niet te indexeren biedt ruimte voor de ontwikkeling van deze markt.

3.4 Sociale verzekeringen en zorg

Nederland beschikt over een verzorgingsstaat waarmee huishoudens zijn afgeschermd van diverse risico's. Alle ingezetenen zijn verplicht verzekerd

¹⁵ Bij een fiscaal neutrale behandeling van de eigen woning zou de hypotheekrenteaftrek worden verlaagd naar 30% (het tarief waartegen het rendement op vermogen wordt belast in box 3) en wordt het vermogen in de woning net als ander vermogen belast in box 3.

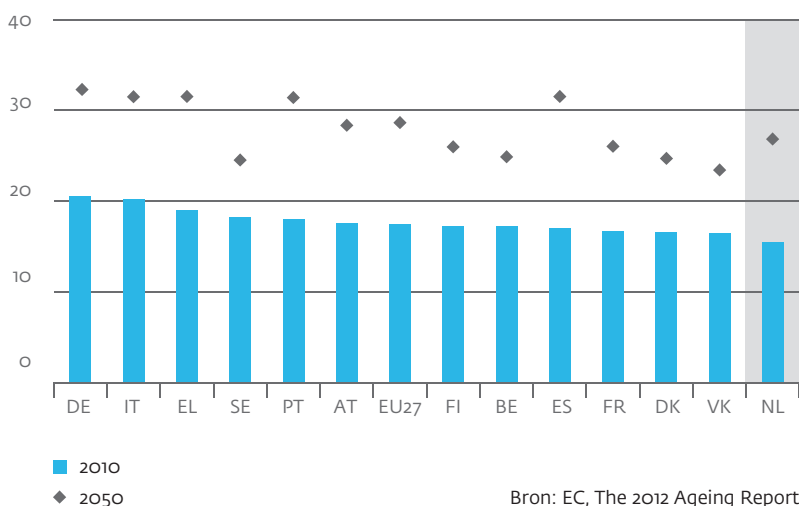
voor hun oudedagvoorziening (aow) en langdurige zorg (wlz). Via hun werkgever betalen werknemers premies voor verzekeringen tegen werkloosheid (ww) en arbeidsongeschiktheid (wia/wga).

Door de collectieve verzekering tegen onzekere, hoge kosten, hoeven huishoudens geen hoge buffer aan te houden die ze mogelijk nooit nodig zullen hebben. Dit speelt bijvoorbeeld in de gezondheidszorg, waar de kosten zeer scheef verdeeld zijn (Wong et al. 2008; Knoef et al. 2014c). In de ziekenhuiszorg, bijvoorbeeld, is in een gemiddeld jaar 2% van de patiënten verantwoordelijk voor twee derde van de zorgkosten. Over een langere periode gemeten neemt de scheefheid wat af maar is nog steeds 2% van de patiënten verantwoordelijk voor een derde van de kosten. In de ouderenzorg maakt twintig procent van de patiënten tachtig procent van de langdurige zorgkosten (De Bijl et al. 2013). Zowel in de curatieve als in de langdurige zorg zal dus lang niet iedereen geconfronteerd worden met hoge zorgkosten en is verzekeren efficiënter dan zelf sparen (Amand 2012; De Bijl et al. 2013).

Natuurlijk hebben deze collectieve verzekeringen wel een prijs. Samen bedragen zij in Nederland ongeveer een derde van het bruto loon. Hierdoor neemt de ruimte voor vrije besparingen af. Bij de vormgeving van collectieve verzekeringen bestaat ook steeds het gevaar dat de regeling door overmatig gebruik onder druk komt te staan. De wet op de arbeidsongeschiktheid (wao) was een belangrijk voorbeeld van een onhoudbaar geworden collectieve verzekering. Door oneigenlijk gebruik van de regeling, onder meer voor vervroegde uittreding, kon in 2003 het aantal arbeidsongeschikten bijna de grens van 1 miljoen overschrijden (op een beroepsbevolking van ruim 7 miljoen). De afgelopen jaren zijn in de wao diverse aanpassingen doorgevoerd om het beroep op de regeling te beperken.

Grafiek 11 Vergrijzing - internationaal

Aandeel 65+ers in % van de totale bevolking; 2010 en 2050

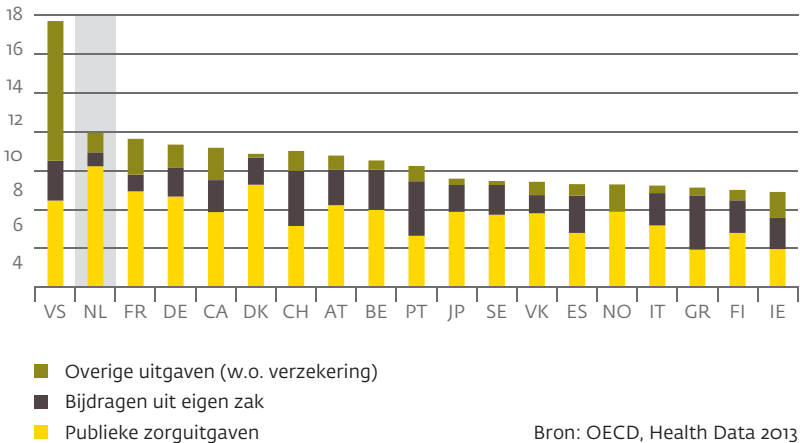


Momenteel dreigen vooral de verzekeringen voor de curatieve zorg (zvw) en langdurige zorg (wmo en wlz) steeds duurder te worden. De totale zorgkosten stegen van circa 11% bbp in 2000 naar 16% bbp in 2013. Dit is zowel het resultaat van hogere zorgprijzen, als van een grotere hoeveelheid verleende zorg door onder meer het groter aandeel ouderen en de gestegen welvaart. In de komende jaren zullen de zorgkosten naar alle waarschijnlijkheid verder oplopen. Het aandeel ouderen in de beroepsbevolking neemt in de komende decennia flink toe (grafiek 11). Ook de andere trends – hogere zorgprijzen, hogere welvaart – zetten naar verwachting door. De precieze zorgkostenstijging is door allerlei onzekerheden moeilijk te voorspellen; in scenario's van het CPB variëren de zorguitgaven als aandeel in het bbp in 2040 van 20% tot 30% bbp (Van der Horst et al. 2011).

Met hoeveel de zorguitgaven toenemen, zal ook afhangen van de vormgeving van de collectieve verzekeringen. Uit grafiek 12 blijkt dat het aandeel van de zorgkosten dat collectief gefinancierd wordt in Nederland in internationaal perspectief uitzonderlijk hoog is. Huishoudens zijn verplicht verzekerd voor curatieve zorg met een basispakket dat 80% van de kosten dekt. Iedereen is daarnaast verplicht verzekerd voor langdurige zorg. Nederlandse huishoudens betalen daarentegen een uitzonderlijk lage bijdrage uit eigen zak. Hiervoor betalen zij indirect natuurlijk wel mee via de werkgeversheffingen zvw en wlz. Een modaal Nederlands huishouden besteedt momenteel via de eigen zorgverzekering en sociale premies 23,5% van het bruto gezinsinkomen aan zorg; in 2040 zou dit zonder ingrijpen uitkomen op 36%¹⁶ (Van der Horst et al. 2011; De Jong en Van der Horst 2013).

Grafiek 12 Verhouding publieke/private uitgaven in de zorg

Procenten bbp; 2011



Bron: OECD, Health Data 2013

Deze overwegend collectieve financieringsstructuur heeft als nadeel dat het overmatig aanbod en consumptie van zorg in de hand kan werken (*moreel risico*). Doordat de effectieve prijs van veel behandelingen voor gebruikers vaak nul is, ontbreken voor consumenten en aanbieders immers de prikkels tot gepast gebruik¹⁷. Empirische studies vinden ook verschillende aanwijzingen voor overmatige zorgproductie, met name sinds de stelselwijziging van 2001 die afscheid nam van strakke budgettering in de zorg (Van de Vijssel et al. 2011; Douven et al. 2012; Van Dijk et al. 2013). Dit vraagt om betere prikkels tot gepast zorggebruik voor zowel gebruikers als aanbieders.

¹⁶ Dit betreft een scenario met trendmatige groei van de zorguitgaven. In een scenario met betere zorg zou dit kunnen uitkomen op 47%. Indien zorgkosten minder hard stijgen, zou het juist lager kunnen zijn.

¹⁷ Met 'gepast gebruik' wordt bedoeld op zorg die nodig, effectief en doelmatig is. Zie ESB-dossier gepaste zorg (Jrg. 97, editie 4644s) voor een overzicht.

4. Knelpunten in de vermogensopbouw van huishoudens

30

Dit hoofdstuk confronteert de feitelijke vermogenshuishouding met het optimale beeld en identificeert zodoende enkele knelpunten in de omvang en timing van de besparingen (paragraaf 4.1) en de portfoliokeuze (paragraaf 4.2). In paragraaf 4.3 wordt ingegaan op onbedoelde negatieve gevolgen van overheidsingrijpen voor de macro-economie en de financiële stabiliteit.

4.1 De omvang en timing van besparingen

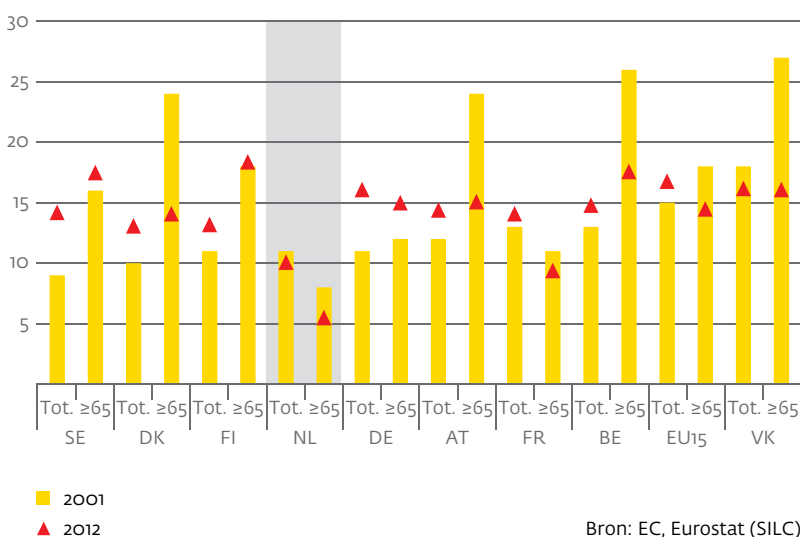
Overheidsingrijpen heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de spreiding van de consumptie van huishoudens over het werkende en gepensioneerde leven. Alle inwonenden ontvangen aow en het merendeel van de werknemers kan reken op een pensioen uit de tweede pijler. Uit internationale vergelijkingen komt naar voren dat het Nederlandse pensioenstelsel werknemers recht geeft op een relatief hoge pensioenuitkering ten opzichte van het verdiende loon ("vervangingsgraad") (OECD 2013; Mercer 2014; Knoef et al. 2014b).

Dit geldt vooral voor de midden- en hoge inkomens; in geen enkel ander OESO-land ligt hun vervangingsgraad zo hoog als in Nederland. Vooral door de eerste pijler kent Nederland een relatief lage relatieve armoede onder gepensioneerden (grafiek 13). In 2001 was de armoede onder 65+ers in Nederland met 8% het laagst van alle beschouwde landen. Daarnaast is opvallend dat de armoede onder ouderen ook lager was dan die onder de totale bevolking. In 2012 is de armoede onder ouderen gedaald naar 5,5% – tegen 10,1% onder de totale bevolking. In veel andere landen ligt de armoede onder ouderen juist hoger dan gemiddeld (zie ook IBO 2013).

Het paternalistische ingrijpen in de oudedagsvoorziening heeft echter ook beperkingen. Allereerst is er veel heterogeniteit in het niveau van de oudedagsvoorziening. Zo is er een aanzienlijke groep huishoudens die

Grafiek 13 Relatieve armoede, gehele en oudere bevolking

Aantal mensen onder armoedegrens in procenten van de leeftijdsgroep



Toelichting: gebaseerd op 60% mediane gestandaardiseerd inkomen inclusief sociale uitkeringen.

een vervangingsratio van 70% – een veel gebruikte maatstaf voor een adequaat pensioen – niet zal halen. Dit is vooral het geval voor sommige zelfstandigen, ook wanneer een eventuele eigen woning in de analyse wordt meegenomen (Knoef et al. 2014a ; Mastrogiacomo en Alessie 2015). Ook kwetsbaar zijn huurders. Immers, daar waar eigenaar-bewoners eventueel hun woning kunnen aanspreken voor extra inkomsten (in natura en/of via een hypotheek), blijven huurlasten doorlopen op de oude dag.

Tegelijkertijd zijn er aanwijzingen dat sommige huishoudens juist onnodig veel sparen. Veel gepensioneerden hebben naast aanvullende pensioenen vaak de beschikking over overwaarde op de eigen woning. Wanneer dit wordt ingezet voor de aanschaf van een annuïteit, zouden sommige huishoudens in netto termen zelfs uitkomen op een vervangingsratio van ruim boven de 100% (Knoef et al. 2014a). In de praktijk zullen veel van deze ouderen slechts beperkt interen op hun vermogen. Sommigen blijken zelfs door te sparen na pensioneren (Van Ooijen et al. 2014).

Het hoge netto vermogen van veel van de huidige gepensioneerden is ten dele een cohorteffect van de groep woningbezitters die hun woningvermogen fors hebben zien stijgen en de werknemers die met genereuze eindloonregelingen de arbeidsmarkt hebben kunnen verlaten. Er zijn echter diverse aanwijzingen dat ook veel van de huidige werkenden geprikkeld worden tot hoge oudedagbesparingen. Allereerst is de dekking van het tweede pijlerpensioen de afgelopen decennia sterk verbeterd, vooral onder de jongere generaties vrouwen, waardoor huishoudens kunnen rekenen op een beter pensioen dan veel van de huidige gepensioneerden (Cie Goudzwaard 2010; CBS 2014). Doordat huishoudens langer zullen doorwerken kunnen zij daarnaast ook met de verlaagde opbouwpercentages een relatief hoog ambitieniveau behalen (CPB 2013). Tot slot bouwen ook veel van de huidige werkenden het nodige vermogen op in de eigen woning. Dat geldt met name voor de huidige starters op de woningmarkt, die geprikkeld worden hun woning geheel af te lossen.

Daarnaast sluit de *timing* van besparingen niet altijd goed aan bij de levensloop van huishoudens. Allereerst worden huishoudens gedwongen tot het betalen van een constante pensioenpremie, ook in tijden dat zij hoge lasten hebben (bijvoorbeeld in de kinderfase). In het tweede pijler pensioen worden premies namelijk vastgesteld op basis van de doorsneesystematiek. Dat betekent dat deelnemers een vaste premie

Kader 1 Hoe werkt de doorsneepremie?

De doorsneepremie is in de naoorlogse jaren geïntroduceerd om oudere generaties in relatief korte tijd een gedegen pensioen te kunnen laten opbouwen. Onder de doorsneepremie bouwen ouderen namelijk meer pensioenrecht op dan de ingelegde premies kunnen bekostigen. Om het verschil tussen het pensioenrecht en de ingelegde premies te financieren, wordt een beroep gedaan op jongere generaties.

De premie die een jonge deelnemer inlegt is dan ook fors hoger dan het recht dat hij opbouwt. Tabel 1 illustreert dit voor een fictieve deelnemer. Naar mate hij ouder wordt, neemt het verschil tussen het ontvangen recht en betaalde premie af, en op een gegeven moment betaalt hij minder dan actuariael fair. Mocht deze deelnemer echter besluiten te emigreren of zzp'er te worden, zal hij deze compensatie nooit ontvangen.

Leeftijd	Premie	Recht	Premie (cumu- latief)	Recht (cumu- latief)
25	3388	1170	3388	1170
35	4337	2497	43251	19126
45	5157	4430	112705	63953
55	5696	6903	213168	147821
67	-	-	389071	334890

Aannames: de deelnemer begint op zijn 25e met werken en gaat naar verwachting op zijn 67e met pensioen. Startsalaris is €30.000. Hij ontvangt t/m zijn 40^e 2,5% reële loonsverhoging, daarna 1%. De rekenrente bedraagt 3%, de inflatie is 0%. Jaarlijkse franchise: €13.192. Berekeningen gaan uit van een nominaal recht.

betalen voor hetzelfde recht, ongeacht hun leeftijd (zie kader 1). Jongeren betalen hierdoor meer dan *actuarieel fair*. Immers, omdat hun premie-inleg langer kan renderen, zou een lagere inleg volstaan. Daarnaast zijn huishoudens op steeds jongere leeftijd een woning gaan kopen (zie ook voetnoot 10), een keuze die waarschijnlijk niet al deze huishoudens zonder fiscale subsidies gemaakt zouden hebben.

Sparen huishoudens misschien bewust zoveel voor later, om geld na te laten voor erfgenamen? Er zijn verschillende aanwijzingen om te betwijfelen dat dit voor veel huishoudens opgaat. Allereerst geven huishoudens in enquêtes vaak aan niet van plan te zijn vermogen na te laten (Wildeboer Schut 2010; Van der Schors et al. 2007). Ten tweede blijkt dat ook huishoudens zonder kinderen veel vermogen aanhouden op oude dag. Ten derde overschatten huishoudens mogelijk hoeveel geld ze nodig hebben na pensioneren. Bestedingen blijken voor de meeste gepensioneerden in de praktijk een stuk lager dan voor werkenden, aangezien uitgaven aan zaken als transport, recreatie en woonlasten – in het geval van een afbetaalde hypotheek – fors dalen (Soede 2012; Knoef et al. 2014c). Ten slotte hebben veel huishoudens zoals gezien *onverwachts* vermogen opgebouwd, met name in de eigen woning. Hierdoor zal (de hoogte van) de nalatenschap niet altijd gepland zijn maar een “toevallig” resultaat van onverwacht hoge rendementen en lager dan verwachte uitgaven (Van der Schors et al. 2007; Graaf en Rouwendal 2013).

4.2 Portfoliokeuze

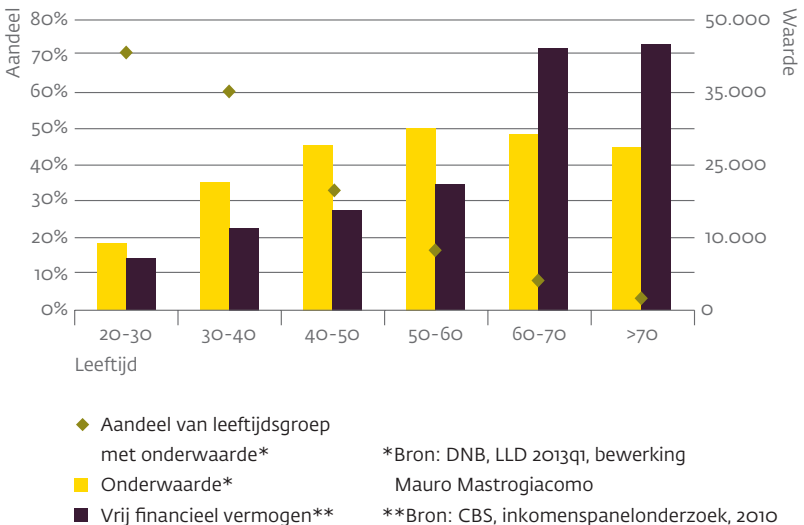
Bij hun portfoliokeuze is voor huishoudens belangrijk zich goed te verzekeren tegen langlevensrisico, te diversifiëren, het rendement te optimaliseren en te beschikken over een vrij beschikbare buffer. Pensioenfondsen en verzekeraars spelen een belangrijke rol in het verwezenlijken van de eerste drie doelstellingen. Het pensioenstelsel helpt huishoudens risico's te diversifiëren, zowel tussen de pijlers als binnen het pensioenfonds. Tussen de pijlers worden demografische, beleggings- en inflatierisico's gediversifieerd. De eerste pijler is gevoelig voor een vergrijzende bevolking: een steeds kleinere groep werkenden moet immers de aow-uitkering van een steeds grotere groep gepensioneerden betalen. Omdat huishoudens in de kapitaal gedekte tweede en derde pijler sparen voor hun eigen pensioenvoorziening, is vergrijzing hier een minder groot probleem. Wel speelt net als bij de aow dat huishoudens bij een algemene stijging van de levensverwachting genoeg moeten nemen met een lagere uitkering of langer moeten doorwerken. Anders dan de aow, zijn de tweede en derde pijlers kwetsbaar voor inflatie en beleggingsrisico. Deelname aan collectieve pensioenfondsen stelt huishoudens daarnaast in staat beleggingsrisico's op een efficiënte manier te diversifiëren en rendementen te verhogen, doordat zij tegen lage kosten een breed scala aan beleggingen kunnen doen.

Op andere punten sluit de samenstelling van het huishoudvermogen minder goed aan bij de optimale portefeuille. Dat geldt met name voor de concentratie van vermogen in vastgoed en de hoge hypotheek, waardoor huishoudens kwetsbaar zijn voor schommelingen in huizenprijzen. Huizenprijzen zijn tussen 2008 en 2013 in reële termen met bijna een derde gedaald. Omdat de eigen woning in Nederland voornamelijk met vreemd vermogen is gefinancierd, staan veel huishoudens "onder water" (ongeveer een miljoen).

Grafiek 14 toont voor diverse leeftijdsgroepen het aandeel huishoudens dat onder water staat plus de omvang van de onderwaarde en het vrije financiële vermogen (financieel vermogen exclusief tweede en derde pijler pensioenen). Huishoudens in de leeftijdsgroep 30-40 hebben duidelijk het meeste te maken met onderwaarde op hun woning. Juist deze jonge huishoudens beschikken over kleine financiële buffers en kunnen moeilijk eigen geld inzetten voor de aflossing van hun schuld. Als deze huishoudens willen verhuizen, brengt dit problemen met zich mee.

Grafiek 14 Onderwater problematiek en financiële buffer, naar leeftijd

Aandeel van de leeftijdsgroep dat kampt met onderwaarde op de eigen woning (l-as) en de hoogte van de onderwaarde en de financiële buffer van mediane huishoudens met onderwaarde (r-as)



In sommige andere landen hebben huishoudens mogelijkheden hun balansen te verkorten door bijvoorbeeld pensioengeld in te zetten voor de eigen woning (zie kader 2). In de Nederlandse situatie is dit door de doorsneepremie niet goed mogelijk. Immers, jongeren kunnen niet beschikken over hun betaalde premies zonder de dekking van het fonds in gevaar te brengen. Opname van slechts het opgebouwde recht is daarentegen weinig aantrekkelijk (zie ook kader 1).

Kader 2 De flexibele inzet van vermogen

In beleidsdiscussies over de vermogens van huishoudens wordt recentelijk vaak verwezen naar beleidsinitiatieven in andere landen om te schuiven tussen vermogenscomponenten. Dit kader licht enkele voorbeelden toe.

In **IJsland**, waar het eigendomsrecht van het pensioen is gebaseerd op de betaalde premies, wordt het huizenbezitters toegestaan drie jaar lang de helft van de pensioenpremies (drie maal 6% van het brutoloon) in te zetten voor schuldaflossing op het eigen huis.

Gevolg is wel dat de uiteindelijke vervangingsgraad 2%-punt lager uitkomt. In **Zwitserland** bestaat al langere tijd de mogelijkheid om pensioenvermogen in te zetten (met een minimale inleg van EUR 16.000) voor de aflossing van schuld. De doorsneesystematiek maakt deze voorstellen moeilijk te implementeren in Nederland.

In sommige landen is ervaring opgedaan met verschillende financiële producten die de waarde van de eigen woning liquide maken (**verzilverproducten**). Veruit het populairste verzilverproduct is de omkeermortgage. Dit is een lening die het afgeloste deel van het

vermogen in de eigen woning liquide maakt. Tot overlijden wordt maandelijks een bedrag overgemaakt, of er vindt een eenmalige betaling plaats (lump sum). Wanneer de bewoner overlijdt wordt de lening terugbetaald uit de opbrengsten van de woningverkoop. Dergelijke omkeerhypotheken zijn bijvoorbeeld beschikbaar in Ierland, Noorwegen, Frankrijk, Australië, het VK en de VS. Ook in Nederland bestond voor de crisis een (onderontwikkelde) markt voor omkeerhypotheken. Sinds de crisis is de markt echter vrijwel volledig stilgevallen (Taskforce Verzilveren 2013). Diverse factoren bemoeilijken de marktwerking voor omkeerhypotheken. Allereerst bestaat het risico op averechtse selectie – vooral huishoudens die langer leven, en hun woning minder goed onderhouden melden zich dan voor een polis (Graaf en Rouwendal 2013). Er zullen dan afspraken moeten worden gemaakt over hoe om te gaan met restschulden in geval van lang leven risico. De afwezigheid van een dergelijke afspraak beperkt het vermogen dat verzilverd kan worden zonder het risico te lopen een restschuld na te laten, en is juist voor de Nederlandse economie met haar hoge hypothecaire schulden van belang. Tot slot drukt momenteel het grote verschil tussen de rendementseis van beleggers en de huidige lage risicovrije rente de opbrengst van verzilveren (Conijn et al. 2014).

In **Ierland** wordt de overwaarde op huizenbezit belast voor de bekostiging van intramurale zorg. De overheid, in de vorm van de 'Health Service Executive', verstrekt een lening die het bedrag financiert, waarna deze lening wordt terugbetaald via een belasting van 15% van de overwaarde op de eigen woning.

Meer in het algemeen zijn de vrije besparingen van sommige – vooral jongere – huishoudens mogelijk te laag. Ook voor de crisis gaven jonge huishoudens al aan graag over meer financiële buffer te beschikken (NIBUD 2008). Een financiële buffer kan huishoudens helpen schokken op te vangen, en kan voor kleinere bedragen efficiënter zijn dan verzekeren door lagere transactiekosten. Dit geldt ook voor bijdragen aan gezondheidszorg, waar eigen bijdragen bovendien overmatig gebruik van zorg kunnen helpen tegengaan (zie paragraaf 5).

4.3 Macro- en financieel-economische onevenwichtigheden

De vermogensopbouw van huishoudens heeft ook invloed op de macro-economie. Met de stijging van het eigenwoningbezit en de huizenprijzen is allereerst de omvang van de hypotheekportefeuilles die banken beheren aanzienlijk toegenomen, zonder dat de bij hen aangehouden deposito's meegroeiden. Dat komt mede doordat huishoudens hun besparingen grotendeels in pensioenfondsen hebben belegd. Hierdoor is een gat ontstaan tussen de verstrekte leningen en de deposito's waar deze traditioneel mee werden gefinancierd (het 'depositofinancieringsgat'):¹⁸ Om dat gat te dichten, zijn banken afhankelijk van kapitaalmarkten. Sinds de financiële crisis zijn die markten veel kritischer gaan kijken naar de Nederlandse hypotheekmarkt (Jansen et al. 2013), waardoor de financieringscondities van Nederlandse banken onder druk zijn komen te staan.

¹⁸ Het totale depositofinancieringsgat bedroeg in 2008 op zijn piek EUR 500 miljard, en is sindsdien afgenomen naar EUR 391 miljard medio 2014.

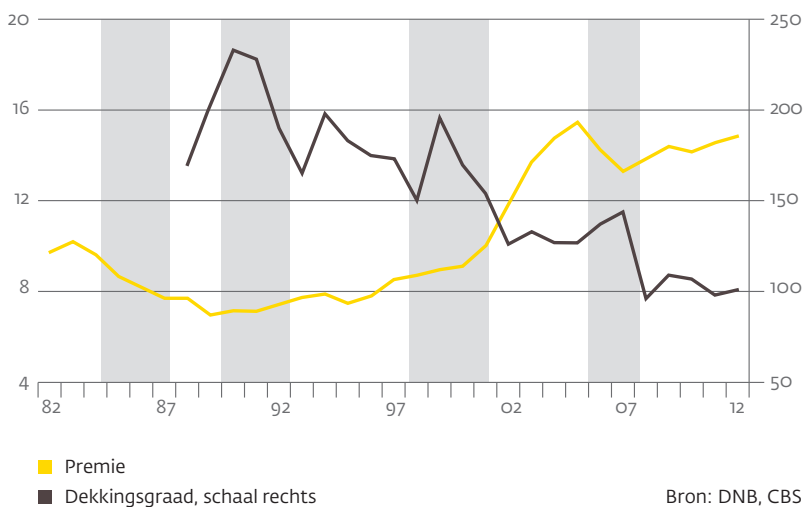
Daarnaast dragen de lange balansen van huishoudens bij aan schommelingen in de economie. Alhoewel huishoudens in theorie de impact van een vermogensschok, zoals een daling van de huizenprijzen, over de rest van hun leven kunnen spreiden, gaat een dergelijke schok in de praktijk vaak gepaard met aanzienlijke macro-economische effecten (Van Es en Kranendonk 2014). In de huidige context geven vooral de onderwaterproblemen aanleiding tot extra besparingen voor balansherstel, die de consumptie onder druk zetten en daarmee de economische cyclus versterken.¹⁹ De onderwaterproblemen belemmeren tevens de doorstroom op de woningmarkt, en als gevolg daarvan mogelijk ook de mobiliteit op de arbeidsmarkt (Sterk 2010; Høj 2011).

Ook de vormgeving van het Nederlandse pensioensysteem draagt bij aan schommelingen in de economie. Door vergrijzing, tegenvallende rendementen en de lage rente bleek het oudedagspensioen minder goed gedekt dan voor de crisis werd aangenomen. Veel fondsen hebben in de afgelopen jaren daarom hun premies verhoogd, zij het minder fors dan rond de eeuwwisseling (grafiek 15). Dit is ten koste gegaan van het beschikbare inkomen van huishoudens, en heeft de arbeidskosten voor werkgevers verhoogd. Daarnaast is het vanuit veel huishoudens gezien niet aantrekkelijk dat juist bij lage rendementen de besparingen worden verhoogd.

¹⁹ In 2013 werd in de eerste drie kwartalen in totaal bijna EUR 7 miljard vrijwillig afgelost op hypotheeklen. Overigens bestond slechts een kwart hiervan uit aflossingen van huishoudens die onder water staan. Zie DNB (2014). Van Beers et al. (2015) vinden dat huishoudens met een onderwaterhypotheek relatief sterk reageren op huizenprijsschokken.

Grafiek 15 Pensioenpremie en dekkingsgraad

Procenten bruto lonen (linkeras) en dekkingsgraad (rechteras)



Toelichting: gearceerde gedeelte geeft periode van hoogconjunctuur weer.

5. Uitgangspunten voor integraal beleid

42

In deze paragraaf worden enkele uitgangspunten geschetst voor overheidsbeleid dat geformuleerd is vanuit een integraal perspectief op de vermogensvorming van huishoudens. Deze beleidsrichtingen kunnen de vermogensvorming van huishoudens meer in lijn brengen met de keuzes die zij zonder versturende prikkels zouden maken, en tegelijkertijd de financiële stabiliteit en macro-economie ten goede komen. Voor zover ongewenste verdelingseffecten optreden, kan de overheid deze mitigeren met compenserend beleid.

Neutraliteit tussen kopen en huren

De overheid bouwt de maximale hypotheekrenteaftrek momenteel in jaarlijkse stapjes van een half procentpunt af tot 38% in 2041. Nog steeds prikkelt de overheid huishoudens met deze aftrek – en met de lagere belasting op vermogen in stenen – tot een hoge hypotheekschuld en een sterke concentratie van het vermogen in vastgoed. Verschillende analyses concluderen dat, vanuit macro-economisch perspectief, de voordelen van eigen woningbezit niet opwegen tegen de nadelen van schuldfinanciering (Glaeser en Shapiro 2002; CSED 2010; SER 2013). De meest effectieve manier om hypotheekschulden op de lange duur te verminderen en risico's voor zowel banken als huishoudens te beperken is door het eigenwoningbezit helemaal fiscaal neutraal te maken. Dat maakt het immers minder aantrekkelijk om een woning te kopen met vreemd vermogen.

Een duurzame verlaging van de hypotheekschuld vereist ook een beter werkende huurmarkt. Momenteel biedt het vrije segment namelijk nog onvoldoende alternatief voor een koopwoning. Dit vraagt onder andere om een effectieve aanpak van de scheefwoningproblematiek, om via een hogere vraag meer aanbod in het geliberaliseerde segment te genereren. Aan de aanbodzijde van het geliberaliseerde segment is

daarnaast van belang dat het ruimtelijke ordeningsbeleid voldoende ruimte biedt voor nieuw- en verbouw. Zowel het verminderen van fiscale prikkels op hypotheekschulden als het liberaliseren van de huurmarkt is overigens een proces van een zeer lange adem, omdat ruime transitietermijnen van belang zijn om grote inkomensschokken te vermijden. Uiteraard kan de overheid ook de herziening van het belastingstelsel, en met name de verlaging van de marginale tarieven op arbeid, aangrijpen om deze schokken te verzachten.

Weloverwogen paternalisme

Gezien de beperkte vooruitziende blik van huishoudens draagt de overheid er terecht zorg voor dat huishoudens via de universele aow en een aan inkomen gerelateerd aanvullend pensioen sparen voor de oude dag. Het ingrijpen van de overheid kan echter meer weloverwogen worden vormgegeven. Dit geldt helemaal wanneer naast de pensioen ook interventies in de hypotheeksfeer meenemen worden meegenomen.

Zoals gezien bouwen sommige huishoudens – waaronder sommige groepen zelfstandigen – momenteel mogelijk te weinig pensioen op. Voor huishoudens die momenteel te weinig sparen is meer overheidsingrijpen goed te verdedigen. Dit kan via verplichting, maar ook door het aantrekkelijker maken van het aanbod en het opleggen van ‘stille keuzes’, waarbij huishoudens automatisch een pensioenregeling aangaan tenzij zij hier expliciet van afzien (Bosch et al. 2014; Van Rooij en Teppa 2014). Ook een gedegen informatievoorziening is van belang, aangezien sommige groepen een te rooskleurig beeld hebben van hun te verwachten pensioen.

Aan de andere kant worden sommige huishoudens momenteel juist tot hoge besparingen aangemoedigd. Dit geldt vooral voor huishoudens die naast een tweede pijler pensioen ook een eigen woning hebben aangeschaft of dit van plan zijn te doen. Voor deze huishoudens zouden

de prikkels tot hoge besparingen kunnen worden verminderd. Hiertoe zijn verschillende opties. Een eerste optie is om de fiscale prikkels tot eigenwoningbezit te verminderen. Huishoudens die momenteel de woningmarkt betreden worden nu zoals beschreven geprikkeld hun hypotheek volledig af te lossen, terwijl velen ook al sparen via hun pensioenfondsen. Vanuit macro-prudentiële overwegingen is het verdedigbaar dat de overheid grenzen stelt aan de maximale LTV van een hypotheek. Volledige aflossing is echter vanuit zowel het perspectief van huishoudens als dat van banken niet nodig. Zolang de overheid dus nog fiscale prikkels verschaft, zou zij de voorwaarde van volledige aflossing daarom beter kunnen versoepelen. Op de langere termijn kunnen, zoals hierboven betoogd, de fiscale prikkels op huizenbezit verder worden afgebouwd waarmee de fiscale verplichting tot annuïtaire aflossing vanzelf komt te vervallen.

Naast de (fiscaal) verplichte besparingen in de eigen woning, zouden ook de verplichte pensioenbesparingen kunnen worden verminderd. In de praktijk bieden besparingen via een pensioenregeling diverse voordelen boven eigenwoningbezit. Zo is pensioenvermogen veel beter gediversifieerd en is een spaarplicht in de pensioensfeer veel beter afdwingbaar dan bij eigenwoningbezit. Echter, vooral voor huishoudens met hogere inkomens is het mogelijk de van overheidswege verplichte tweede pijler besparingen terug te brengen. Huishoudens met hogere inkomens zijn doorgaans beter in staat een eigen financiële planning te maken, waardoor paternalistisch ingrijpen minder nodig is. Daarnaast is een lagere pensioenambitie – als aandeel van het verdiende loon – voor hogere inkomens minder problematisch dan voor lagere inkomens. Voor huishoudens met hogere inkomens, en vaak meer vermogen, brengt een belegging in vastgoed daarnaast minder concentratierisico's met zich mee. Zo bezien zouden deze huishoudens kunnen profiteren van een lagere verplichte pensioenopbouw. De daarmee gecreëerde ruimte zouden zij kunnen gebruiken voor meer

consumptie of voor de aanschaf van een eigen woning. Dit kan door een inkomensafhankelijke premie in te voeren, waarbij het premiepercentage afneemt met het inkomen.

Meer maatwerk

Het huidige pensioenstelsel kan door sommige huishoudens momenteel als knellend worden ervaren. Dit is deels onvermijdelijk. Omdat veel huishoudens zonder ingrijpen te weinig zullen sparen, wordt sparen voor werknemers verplicht gesteld. Wel is de verplichte pensioenambitie zoals besproken voor sommige huishoudens momenteel wellicht onnodig hoog, helemaal in combinatie met fiscale prikkels tot aflossing. Ook op andere gebieden is meer maatwerk mogelijk.

Dit geldt allereerst voor de premiestelling. De huidige doorsneepremie-systematiek kan loopbaanbeslissingen verstoren en heeft onbedoelde herverdelingseffecten (zie ook kader 1). Daarnaast is het met de doorsneepremie lastig om pensioengeld te kunnen inzetten voor bijvoorbeeld een aanbetaling aan de eigen woning. Afbouw van de doorsneesystematiek kan huishoudens zodoende meer maatwerk bieden. Er zijn meerdere opties om toe te werken naar een systeem met actuariële principes. Een stelsel met progressieve premies – waarbij een jongere deelnemer voor hetzelfde recht minder hoeft in te leggen – heeft als voordeel dat de lagere inleg in het begin van de loopbaan goed past bij de ruimte voor besparingen over de levensloop. Een nadeel is dat het voor werkgevers minder aantrekkelijk kan zijn om ouderen aan te nemen.²⁰ In een stelsel met degressieve opbouw, waarbij de premie stabiel blijft

²⁰ Dit kan worden tegengegaan door de werknemer het grootste deel van de premieoploop te laten betalen, en het aandeel van de werkgever minder te laten toenemen.

46 en het opgebouwde recht daalt, is dit niet aan de orde. Overigens zijn de transitiekosten naar een nieuw systeem hoog en een zorgvuldig en langdurig overgangsregime is dan ook noodzakelijk.

Meer maatwerk is ook mogelijk in de portfoliokeuze. Voor huishoudens met hogere inkomens is de aanschaf van een eigen woning waarschijnlijk eerder optimaal dan voor huishoudens met lagere inkomens en minder opgebouwd vermogen. Ook de beleggingen in pensioenfondsen kunnen beter worden afgestemd op individuele situaties (leeftijd, woningbezit of niet, verdienvermogen) en voorkeuren van deelnemers (risicobereidheid) (Van Ewijk et al. 2014). Dit kan ook betekenen dat huishoudens een meer stabiele premie betalen, en bij tegenvallende rendementen consumptie verkiezen boven een gegarandeerd pensioen. Een meer stabiele premie draagt tevens bij aan de macro-economische stabiliteit.

Sociale verzekeringen die efficiënt én houdbaar zijn

Sociale verzekeringen tegen werkloosheid, arbeidsongeschiktheid, ziekte en zorg beschermen huishoudens tegen kosten die zij moeilijk zelf kunnen dragen. De uitgebreide bescherming die Nederlandse huishoudens genieten voor een breed scala aan risico's, vermindert de noodzaak om uit voorzorg hoge buffers aan te houden die misschien wel nooit hoeven worden aangesproken en kan zodoende grote welvaartswinst opleveren.

Deze arrangementen moeten natuurlijk wel houdbaar zijn. De afgelopen jaren zijn vooral de zorguitgaven sterk opgelopen. Een deel van deze kostenstijging is onvermijdelijk, en gezien de scheve spreiding van zorgkosten blijft collectief verzekeren de meest efficiënte optie. Wel zijn er aanwijzingen dat door de huidige collectieve financiering sommige zorguitgaven niet noodzakelijk, kosteneffectief en doelmatig zijn. Hier zijn sterkere prikkels nodig tot gepast gebruik van zorg. Voor behandelingen

die gevoelig zijn voor overmatig gebruik, kan een eigen bijdrage aan de behandeling de uitgaven remmen. Ook kan de overheid meer nadruk leggen op kosteneffectiviteit in de afbakening van het collectief verzekerde pakket. Indien het basispakket beperkt wordt, kunnen aanvullende verzekeringen een rol spelen in het financieren van extra zorg.

Efficiënte belastingheffing

Om collectieve voorzieningen zoals hierboven te kunnen financieren, zijn belastingen nodig. In het Nederlandse belastingstelsel ligt veel nadruk op belastingen op inkomen uit arbeid. De marginale belastingen op arbeid zijn in internationaal perspectief hoog en ontmoedigen onder sommige groepen deelname aan het arbeidsproces (in personen en in uren). Om de lasten op arbeid te kunnen verlagen, wordt steeds meer gekeken naar de inzet van andere belastinginkomsten (Studiecommissie Belastingstelsel 2010). De keuze voor de belastingmix is uiteindelijk een politieke. Wel zijn ook vanuit het perspectief van de vermogensvorming van huishoudens verschillende overwegingen van belang.

Allereerst geldt dat momenteel de verschillende vermogensposten – pensioen, de eigen woning en ander vermogen in box 3 – fiscaal zeer verschillend behandeld worden. Deze gedifferentieerde behandeling gaat met de nodige verstoringen gepaard. Zo is het aantrekkelijk om vermogen in stenen aan te houden, ook al zouden huishoudens misschien liever blijven huren. Een meer gelijke behandeling van de verschillende vermogenscomponenten kan zodoende welvaartswinst opleveren voor huishoudens, en tevens de grondslag voor vermogensrendementsheffingen verbreden.

Dit speelt ook bij de fiscale subsidies op tweede pijler besparingen (omkeerregel).²¹ Met de verplichtstelling draagt de overheid er immers al zorg voor dat huishoudens een aanvullend pensioen opbouwen. Omdat het gemiddelde belastingtarief na pensionering veelal lager ligt dan tijdens het werkzame leven, derft de overheid door de omkeerregel per saldo belastinginkomsten. De omkeerregel kent echter ook voordelen. De omkeerregel stelt een deel van de belastinginkomsten uit, wat de budgettaire druk van de vergrijzing vermindert. Ook stimuleert de omkeerregel pensioenbesparingen voor zzp'ers en de 'witte vlek', die uitgezonderd zijn van de verplichtstelling. Tot slot schept de omkeerregel draagvlak voor de verplichtstelling: sparen is verplicht, maar wel goedkoop. Deze voordelen moeten wel worden afgewogen tegen het aanzienlijke budgettaire beslag. Ten tweede bestaat er ruimte om belastingen beter te spreiden over de levensloop en het huishoudens zodoende gemakkelijker te maken hun consumptie over het leven te spreiden (Miljoennota 2015).

21 Doordat pensioenuitkeringen tegen een lager tarief worden belast dan de lonen gedurende het werkende leven, loopt de overheid door de omkeerregel belastingopbrengsten mis. Deze subsidie wordt betaald met hogere marginale belastingtarieven. Zie ook DNB 2007.

Verwijzingen

Alessie, R. en F. Teppa (2010) 'Saving and Habit Formation: evidence from Dutch panel data', *Empirical Economics*, Vol. 38, No. 2.

49

Amand, M. (2012) 'Enkele macro-economische bedenkingen omtrent wonen, zorg en pensioen', in: W. Asbeek Brusse en C.J. van Montfort (red.), *Wonen, zorg en pensioen, Hervormen en verbinden*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Amand, M. (2012) 'Enkele macro-economische bedenkingen omtrent wonen, zorg en pensioen', in: W. Asbeek Brusse en C.J. van Montfort (red.), *Wonen, zorg en pensioen, Hervormen en verbinden*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Barber, B.M. en T. Odean (2013) "The behavior of Individual Investors", chapter 22 in G. M. Constantinides, M. Harris en R. M. Stulz (eds.) *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, Part B.

Beers, van N., M. Bijlsma en R. Mocking (2015) 'House Price Shocks and Household Savings: Evidence from Dutch administrative data', *CPB Discussion Paper* 299.

Berk, J. en P. Demarzo (2013) 'Corporate Finance', Prentice Hall, derde editie.

Bessling, P. en C. van Ewijk (2013) 'Ouderenzorg', hoofdstuk 10 in Ewijk, C. van, A. van der Horst en P. Besseling (red.) *Toekomst voor de zorg*, Centraal Planbureau

Bijl, P. de, J. Boone en C. van Ewijk (2013) 'Verzekeren', hoofdstuk 7 in Ewijk, C. van, A. van der Horst en P. Besseling (red.) *Toekomst voor de zorg*, Centraal Planbureau

50 Bosch, N. M. de Graaf-Zijl en D. van Vuuren (2014) 'Discussiebijdrage t.b.v. 'IBO Zelfstandigen zonder personeel'', Centraal Planbureau, Den Haag

Boer, H.J. de, M.A.C. de Jong, en G. van der Vlucht (2012) 'Wonen, zorg en pensioen: naar een integrale benadering?' in: W. Asbeek Brusse en C.J. van Montfort (red.), *Wonen, zorg en pensioen, Hervormen en verbinden*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Brown, J.R., J.R. Kling, S. Mullainathan en M.V. Wrobel (2008) 'Why Don't People Insure Late-Life Consumption? A Framing Explanation of the Under-Annuitization Puzzle', *American Economic Review*, Vol. 98(2), pp 304-09.

CBS (2014) 'Pensioenkloof tussen mannen en vrouwen nog steeds groot', *CBS Webmagazine*, 28 mei 2014

Commissie Goudzwaard (2010) *Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioen*, 1 oktober 2010.

Conijn, J. B. Kramer, J. Rouwendal en F. Schilder (2014) 'Verzilveren en overwaarde. De mogelijkheden van het Woningbezit in de Bekostiging van Wonen, Zorg en Pensioen', Netspar discussion paper

CPB (2013) "Generatie-effecten versobering pensioenopbouw", notitie aan Ministerie van Financiën, 1 februari 2013.

CSED (2010) 'Rapport Naar een integrale hervorming van de woningmarkt'.

Dijk, C.E. van, Berg, B. van den, Verheij, R.A., Spreeuwenberg, P., Groenewegen, P.P., Bakker, D.H. de (2013) 'Moral hazard and supplier-induced demand: empirical evidence in general practice', *Health Economics*, Vol. 22, No. 3

DNB (2007) 'De omkeerregel voor pensioenopbouw en de inkomensverdeling', DNB Kwartaalbericht september 2007.

DNB (2014) *Overzicht Financiële Stabiliteit*, voorjaar 2014.

Douven, R., R. Mocking en I. Mosca (2012) 'The effect of physician fees and density differences on regional variation in hospital treatments', iBMG Working paper W2012.01, Erasmus Universiteit, Institute of Health Policy en Management

ECB (2009) 'Housing finance in the euro area', ECB Occasional Paper Series No. 101

ECB (2013) 'The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave', *Statistics Paper Series No. 2* / April 2013.

Eggelte, J., R. Hillebrand, T. Kooiman en G. Schotten (2014) 'Het nationale spaaroverschot ontleed', *DNB Occasional Studies*, Vol. 12, No. 6.

Els, P.J.A. van, M.C.J. van Rooij en M.E.J. Schuit (2006) 'Nut en noodzaak van verplicht pensioensparen', in: S.G. van der Lecq and O.W. Steenbeek (eds.), *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer.

Es, F. van en H. Kranendonk (2014) 'Vermogensschokken en consumptie in Nederland', CPB Achtergronddocument.

Ewijk, C. van, M. Lever, J. Bonenkamp en R. Mehlkopf (2014) 'Pensioen in Discussie', CPB Policy Brief 2014/06.

Frank, R.H. (2009) 'Microeconomics and behaviour', McGraw-Hill/Irwin, achtste editie.

Francke, M., A. van de Minne en J. Verbruggen (2014) 'The effect of credit conditions on the Dutch housing market', *DNB Working Paper 447*, De Nederlandsche Bank.

Glaeser, E. en J. Shapiro (2002) 'The Benefits of the Home Mortgage Interest Deduction', *NBER Working Paper No. 9284*

Graaf, M. de en J. Rouwendal (2013) 'Mijn pensioen staat als een huis', Netspar NEA Paper 51.

Guiso, L. en P. Sodini (2013) "Household finance: An Emerging Field", chapter 21 in G. M. Constantinides, M. Harris en R. M. Stulz (eds.) *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, Part B.

Horst, A. van der, F. van Erp en J.F.M. de Jong (2011) 'Omgevingsscenario's voor gezondheid en zorg', *CPB achtergronddocument*.

Høj, J. (2011) 'Improving the Flexibility of the Dutch Housing Market to Enhance Labour Mobility', *OECD Economics Department Working Papers 833*

IMF (2015) 'Housing recoveries: cluster report on Denmark, Ireland, Kingdom of the Netherlands-the Netherlands, and Spain', *IMF Multi-country report No 15/1*

Jansen, J., M. Bijlsma, M. Kruidhof en C. Pattipeilohy (2013) 'Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt', *DNB Occasional Studies*, Vol. 11, No. 1.

Jong, J. en A. van der Horst (2013) 'Grenzen aan de groei van de zorg', hoofdstuk 2 in C. van Ewijk, A. van der Horst en P. Besseling (red.) *Toekomst voor de zorg*, Centraal Planbureau.

Knoef, M. J. Been, R. Alessie, K. Caminada, K. Goudswaard and A. Kalwij (2014a), 'Measuring retirement savings adequacy: developing a multi-pillar approach in the Netherlands', *Journal of Pension Economics and Finance*, pp. 1-35

Knoef, M. K. Goudswaard, J. Been en Koen Caminada (2014b) 'Pensioenopbouw in internationaal perspectief', paper voor Netspar pension day, 28 november 2014.

Knoef, M., A. Hussem, A. Soede en J. de Bresser (2014c) "Pensioen, consumptiebehoeften en ouderenzorg", *Netspar design paper no. 31*.

Kullberg, J. en J. Iedema (2010) 'Generaties op de woningmarkt', in SCP, *Sociaal Cultureel Rapport 2010*.

Mastrogiacomo, M. en R. Alessie (2013), 'The precautionary savings motive and household savings', *Oxford Economic Papers*, online publicatie d.d. 4 september 2013.

Mastrogiacomo, M. en R. van Ooijen (2014) "Policy uncertainty and precautionary savings: Does a possible reduction of the mortgage interest deduction increase savings in the Netherlands?", paper for Netspar International Pension workshop.

Mastrogiacomo, M. en R. Alessie (2015) 'Where are the Retirement Savings of Self-Employed? An Analysis of 'Unconventional' Retirement Accounts', *DNB Working Paper No 454*, De Nederlandsche Bank

Mercer (2014) Global Pension Index, Mercer/Australian Center for Financial Studies.

MinBZK (2013) 'Wonen in ongewone tijden. De resultaten van het Woononderzoek Nederland 2012', Den Haag.

MinFin (2010) Werkgroep4. Wonen. Rapport brede heroverwegingen. Den Haag

MinSZW (2013) 'Onderzoek pensioen van zelfstandigen', Den Haag.

NIBUD (2008) 'Achter de hand. Zoeken naar richtlijnen voor een financiële buffer', Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting.

OECD (2013) *Pensions at a glance*, Parijs.

Ooijen, R. van, R. Alessie and A. Kalwij (2014) 'Saving behavior and portfolio choice after retirement'. *Netspar Panel Paper*, No. 42.

Rooij, M.C.J. van, Kool C.J.M., Prast H.M. (2007) 'Risk-return preferences in the pension domain: Are people able to choose?', *Journal of Public Economics* 91, pp 701-722.

Rooij, Maarten van en F. Teppa (2014) 'Personal traits and individual choices: Taking action in economic and non-economic decisions', *Journal of Economic Behavior en Organization*, volume 100, april 2014, pp. 33-43

Schors, A. van der, Alessie R.J.M., Mastrogiacomo M. (2007) 'Home and Mortgage Ownership of the Dutch Elderly: Explaining Cohort, Time and age effects', *De Economist*, 155, 1, pp 99-121.

SER (2013) 'Nederlandse economie in stabielere vaarwater: Een macro-economische verkenning', Sociaal-Economische Raad. Schors, A. van der en M. Warnaar (2013) "Nibud-competenties voor financiële zelfredzaamheid op de lange termijn", NIBUD.

Shirano, K. (2014) 'Household Debt in Denmark', *IMF Country Report No. 14/332*.

Soede, A.J. (2012) *Tevreden met pensioen. Veranderende inkomens en behoeften bij ouderen*, Den Haag: Sociaal en Cultureel Planbureau (proefschrift).

Sterk, V. (2010) 'Home Equity, Mobility and Macroeconomic Fluctuations', *DNB Working Paper 265/2010*, De Nederlandsche Bank

Studiecommissie Belastingstelsel (2010) 'Continuïteit en vernieuwing. Een visie op het belastingstelsel', april 2010.

Taskforce Verzilveren (2013) 'Eigen haard is zilver waard'.

Teppa, F. en P. Lafourcade (2013) 'Can longevity risk alleviate the annuitization puzzle? Empirical evidence from survey data', *DNB Working Paper 188*.

Vijssel, A. van de, P. M. Engelfrietb en G. P. Westert (2010) 'Rendering hospital budgets volume based and open ended to reduce waiting lists: Does it work?', *Health Policy*, Vol. 100, No. 1.

Warnaar, M. en C. van Gaalen (2012) "Een referentiebuffer voor huishoudens. Onderzoek naar het vermogens en het spaargedrag van Nederlandse huishoudens", NIBUD.

Wildeboer Schut, J.M. (2010) 'Nalatenschappen', hoofdstuk 11 in SCP (2010) *Sociaal Cultureel Rapport*, Sociaal Cultureel Planbureau.

Wong, A., G.J. Kommer en J.J. Polder (2008) 'Levensloop en zorgkosten. Solidariteit en zorgkosten van vergrijzing', RIVM Rapport 270082001.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank n.v.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl