

De impact van de lage rente op de Belgische huishoudens

V. Baugnet
Ph. Du Caju
M.-D. Zachary

Inleiding

Als reactie op de financiële crisis en de recessie die de wereldeconomie vanaf 2008 getroffen heeft, voerde de ECB, net als de meeste centrale banken van de geavanceerde economieën, een ultra-accommoderend monetair beleid. Dat kwam tot uiting in een ongekende rentedaling en in massale liquiditeitsinjecties. Toen de limieten van de conventionele monetairbeleidsinstrumenten bleken, versterkte de ECB vanaf begin 2015 haar beleid verder via grootschalige programma's voor de aankoop van activa. Die context van het verstrekken van overvloedige liquiditeiten heeft ook ertoe bijgedragen de prijzen voor financiële activa en vastgoed op te voeren.

In dit artikel worden de gevolgen van de lagerenteomgeving voor de huishoudens in België geanalyseerd. Daarbij wordt gefocust op de recente periode. Hebben de huishoudens inkomensverlies geleden als gevolg van het geringere rendement van hun spaargeld? Of hebben ze daarentegen meer profijt getrokken van de daling van hun leningskosten, gekoppeld aan een gunstiger waardering van hun vermogen? Hebben ze hun spaar- en consumptiegedrag gewijzigd? Heeft de algemene daling van de financiële rendementen hen ertoe genoopt risicovoller te gaan beleggen? Op die vragen wordt in dit artikel gepoogd een antwoord te geven.

In dit artikel wordt dus niet beoogd in te gaan op de oorzaken van de lagerenteomgeving. Het accommoderend monetair beleid ligt trouwens niet alleen ten grondslag daaraan. De zwakke totale vraag, overcapaciteit, alsook een moeilijk weg te werken hoge schuldgraad in de

private en in de overheidssector zijn evenzoveel cyclische elementen waardoor de Europese conjunctuur de laatste tien jaar gekenmerkt werd en die gewogen hebben op het rentepeil. Factoren van structurele aard, zoals de vergrijzing van de bevolking of de vertraging van de potentiële groei, genereren een onevenwicht tussen sparen en investeren dat eveneens – een proces dat reeds veel langer aan de gang is – het rentepeil drukt.

De impact van de lage rente op de rekeningen van de huishoudens kan moeilijk worden gekwantificeerd, aangezien ze zowel in de financiële markten als in de reële economie doorwerkt, via diverse kanalen en mechanismen die op elkaar inspelen, elkaar versterken, of elkaar compenseren, zonder dat ze echt van elkaar kunnen worden onderscheiden. Er kan trouwens niet worden bepaald wat de macro-economische omstandigheden (groei, inflatie, inkomen van de huishoudens, enz.) geweest zouden zijn, indien de rente op een hoger niveau gebleven was, met name zonder monetairbeleidsmaatregelen. Daarom zal de invloed van de diverse factoren op de inkomens, het vermogen en het gedrag van de huishoudens hier omzichtig worden belicht en zal niet worden getracht het relatief belang ervan precies te kwantificeren.

In een eerste paragraaf wordt de recente macro-economische omgeving inzake (nominale en reële) rente en prijzen voor financiële activa en vastgoed beschreven. Vervolgens wordt in een tweede paragraaf de impact van een rentedaling op het gedrag van de huishoudens vanuit een theoretisch oogpunt schematisch weergegeven en worden daarbij met name de inkomens-, substitutie- en vermogenseffecten toegelicht. Dan wordt

in een derde paragraaf het verloop van de inkomens, het vermogen en het gedrag van de huishoudens sinds 2008 beschreven; de arbitrage tussen consumptie en besparingen, alsook het alloceren van die spaargelden worden er eveneens behandeld. Omdat de huishoudens verschillen vanuit het oogpunt van hun schuldniveau of de omvang van hun vermogen, wordt in een vierde gedeelte ingegaan op de herverdelingseffecten van de lage rente, waarbij gebruik gemaakt wordt van micro-economische enquêtegegevens.

1. Macro-economische omgeving

1.1 Lage rente

De daling van de aan de basisherfinancieringstransacties van de ECB verbonden rentetarieven werd door de financiële instellingen grotendeels doorberekend in de aan hun cliënteel geboden retailrentes. Dat is met name het geval voor de door de Belgische banken op twee typische voor de huishoudens bestemde contracten toegepaste tarieven: de (gereguleerde) spaarrekeningen en de hypothecaire kredieten met een rentevaste periode van meer dan 10 jaar⁽¹⁾. Terwijl de ECB haar beleidsrente van oktober 2008 tot april 2016 verlaagde van 4,25 % tot nul, daalde de (basis)rente op het spaarboekje in België van 2,49 % tot 0,08 %; de rente op hypothecair krediet

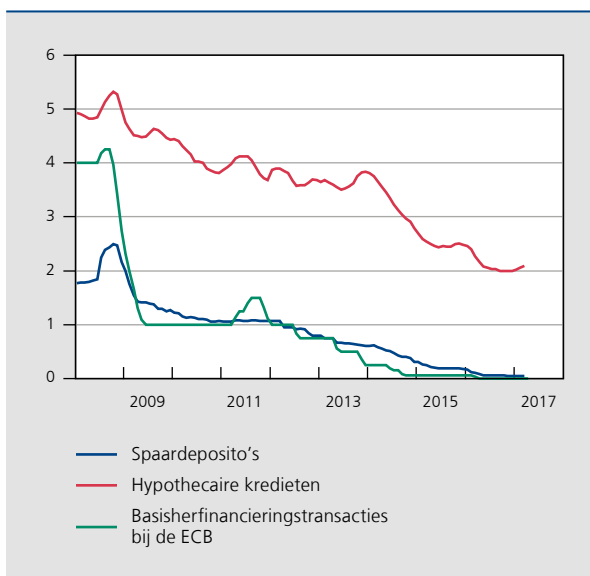
nam dan weer af van 5,33 % tot 2,16 %. Sindsdien zijn die tarieven grosso modo ongewijzigd gebleven: in maart 2017 bood het spaarboekje een basisrente van 0,04 %, terwijl het tarief van het hypothecair krediet 2,09 % bedroeg. Het betreft een niveau dat in de buurt ligt van het historisch minimum voor die twee types van producten.

Tot begin 2014 gaven de op deposito's en kredieten toegepaste tarieven een parallel verloop te zien. Vanaf het voorjaar van 2014, is de rente op de kredieten sterker gedaald dan de rente op spaardeposito's. Het verschil tussen die twee tarieven is kleiner geworden, tot rond 200 basispunten, terwijl het over het algemeen rond 300 basispunten schommelt. Aangezien de tariefzetting van de spaardeposito's gerelateerd is aan de korte rente, terwijl die van het hier toegelichte hypothecair krediet afhankelijk is van de lange rente, is dat verloop grotendeels toe te schrijven aan de afvlakking van de rendementscurve. De begin 2015 aangekondigde en later geïmplementeerde niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen hebben de lange rente immers nog meer gedrukt, terwijl de korte rente beperkt werd door de nulgrens. In België is voor de vergoeding van de spaarboekjes bovendien een wettelijke ondergrens bepaald, die niet minder mag bedragen dan 0,11 % (getrouwheidspremie inbegrepen).

In theorie wordt het gedrag van de economische subjecten veeleer bepaald door de reële rente dan door de nominale rente. Bij hun beslissing om vandaag eerder dan morgen te consumeren, houden de huishoudens rekening met de koopkracht die hun besparingen hun in de toekomst zullen bieden, door het inschatten van het te verwachten prijsverloop.

Grafiek 2 toont in dit verband de reële detailrentevoeten voor de huishoudens (gecorrigeerd voor inflatie). Het opmerkelijke aan de reële rente is meer het – historisch laag – gemiddeld niveau dan het verloop ervan. In de periode 2008-2016 was de reële rente op de kortetermijndeposito's meestal negatief (gemiddeld -1 %); m.a.w., de rentevergoeding op de spaarrekeningen was niet voldoende om de inflatie te compenseren en de huishoudens die hun spaargeld op spaarboekjes hebben laten 'slapen', hebben koopkrachtverlies geleden. De reële kosten voor de terugbetaling van een hypothecaire

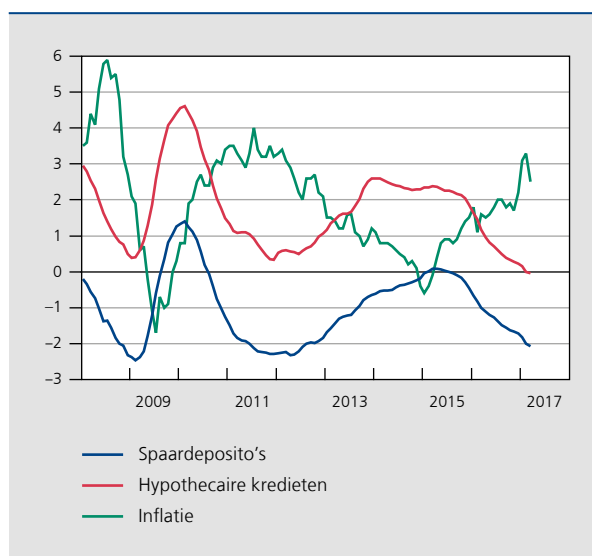
GRAFIEK 1 BASISRENTE VAN DE ECB EN BANKTARIEVEN VOOR HUISHOUDENS IN BELGIË (in %)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) De MIR-enquête waaraan die tarieven ontleend zijn, verzamelt die informatie sinds 2003 maandelijks bij kredietinstellingen; om vergelijkingen tussen landen te vergemakkelijken en het opstellen van een aggregaat op het niveau van het eurogebied mogelijk te maken, werden geharmoniseerde categorieën van deposito's en leningen, waarin de door de banken van de diverse landen aangeboden typische producten zijn opgenomen, bepaald. Het spaardeposito waarvan hier sprake stemt overeen met een opzegtermijn van minder dan drie maanden; het hypothecair krediet stemt overeen met een woningkrediet met een initiële rentevaste periode van meer dan 10 jaar.

GRAFIEK 2 REËLE RENTE⁽¹⁾ VOOR DE HUISHOUDENS EN INFLATIE IN BELGIË
(in %)



Bronnen: ADS, NBB.

(1) De rentetarieven worden hier gedefleerd aan de hand van de gemiddelde HICP-inflatie over de laatste 12 maanden. Theoretisch zouden de nominale rentetarieven moeten worden gedefleerd aan de hand van de verwachte inflatie veeleer dan aan de hand van de inflatie uit het verleden. Afgezien van het feit dat de inflatieverwachtingen per definitie onzeker en onmeetbaar zijn, worden de huishoudens doorgaans geacht 'myopisch' te zijn ten opzichte van het verwachte prijsverloop, m.a.w. ze beschouwen de inflatie uit het verleden als de beste prognose van de toekomstige inflatie.

lening bedroegen gemiddeld 1,8%, dat is in een historisch perspectief eveneens een zeer laag niveau. Ter vergelijking, in de periode 1995-2007 bedroeg de reële rente gemiddeld 3,8% op hypothecaire leningen en 0,7% op spaarrekeningen.

1.2 Prijsstijgingen voor financiële activa en vastgoed

Het historisch laag rentepeil alsook de niet-conventionele maatregelen van de ECB hebben de prijzen voor zowel financiële activa als voor vastgoed beïnvloed. De impact van de lage rente op diverse categorieën van activa is grotendeels toe te schrijven aan portefeuilleherschikkingseffecten die het gevolg zijn van een zoektocht naar rendement ('search for yield'), waarbij laagrentende activa vervangen worden door instrumenten met een hoger rendement. Ingevolge die operaties, vinden belangrijke prijseffecten plaats, die resulteren in een stijging van de prijs van de activa met een hoger rendement (waarderingseffecten). De lagerentekomgeving heeft positieve prijseffecten gesorteerd op de obligatie- en aandelenmarkten, alsook op de vastgoedmarkt. Terwijl de obligatiemarkt relatief geringe rendementen te zien geeft, blijven de vastgoedmarkt en de

aandelenmarkt nog hogere rendementen laten optekenen, wegens de nog steeds aanzienlijk risicopremies (verschillende risicoprofielen).

De invoering, door de ECB, van niet-conventionele maatregelen om het hoofd te bieden aan de risico's verbonden aan een al te lange periode van lage inflatie, met name het programma voor outright monetaire transacties in 2012 en dat van de aankoop van activa uit 2015 (*Asset Purchase Programme*, welk de maandelijkse aankopen van overheidspapier – *Public Sector Purchase Programme*, alsook van bedrijfsobligaties – *Corporate Sector Purchase Programme*) omvat, hebben ertoe bijgedragen de obligatieprijzen, zowel van overheidsobligaties als van bedrijfsobligaties, op de financiële markten op te voeren. Dat opwaarts effect tekent zich duidelijk af vanaf 2012. De aankopen van effecten door de ECB en bijgevolg de stijging van de vraag naar de in het kader van die programma's in aanmerking komende activa hebben immers de prijs ervan doen stijgen. Door de vraag naar activa in het algemeen te doen toenemen, voert het mechanisme van portefeuilleherschikking, dat het gevolg ervan is, de prijzen op, en zulks zelfs voor de financiële instrumenten waarop de programma's van de ECB niet direct mikken. Ten opzichte van een begin 2009 op 100 vastgestelde index, steeg de prijs van de bedrijfsobligaties in België (met een looptijd van vijf jaar) eind februari 2017 tot 129, terwijl de aandelenprijzen (beursgenoteerde aandelen van niet-financiële ondernemingen) in dezelfde periode 329 bedroeg.

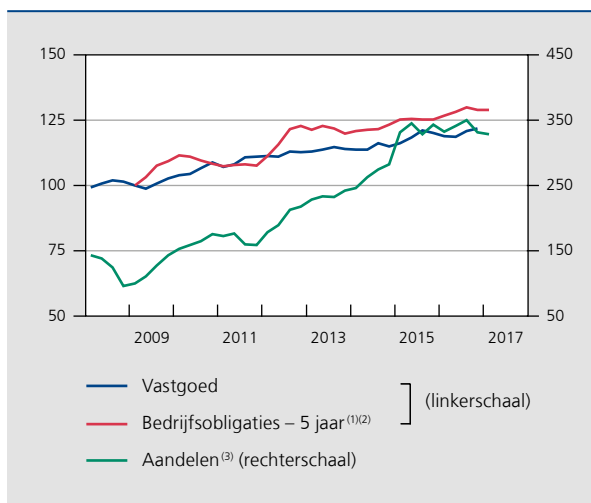
Net als de prijs van de financiële activa en deels ingevolge soortgelijke mechanismen, konden de vastgoedprijzen positief worden beïnvloed door het accommoderend monetair beleid. De prijzen voor residentieel vastgoed op de secundaire markt zijn in België tijdens de periode 2008-2016 gemiddeld met 2,5% toegenomen; ten opzichte van een indexcijfer van 100 begin 2009 is de prijs voor residentieel vastgoed eind 2016 gestegen tot 122. Dat gemiddeld positief verloop verhult periodes van prijsdalingen, die weliswaar telkens gering en van korte duur waren. Dat was het geval op het hoogtepunt van de recessie eind 2008 en begin 2009, toen de prijzen een gecumuleerde daling van 3,5% lieten optekenen en, meer recentelijk, van eind 2015 tot medio 2016, toen de prijzen met 2% terugliepen.

In vergelijking met het vóór de crisis opgetekend verloop (gemiddelde groei van 6,8% tijdens de periode 1995-2007), lijkt de recente vastgoedinflatie zeer matig, wat wijst op een uiteindelijk beperkte invloed van het monetair beleid op de vastgoedprijzen. Verderop in het artikel blijkt dan weer dat de algemene macro-economische omstandigheden, en in het bijzonder het

GRAFIEK 3

PRIJZEN VOOR FINANCIËLE ACTIVA EN VASTGOED IN BELGIË

(indices: 2009 K1 = 100)



Bronnen: ADS, Thomson Reuters Datastream.

- (1) De obligatiekoersen werden benaderd aan de hand van hun rendement, waarbij werd aangenomen dat het nulcouponobligaties betrof: $1/((1+\text{rendement})^{\text{looptijd}})$. De geraamde koersen werden vervolgens genormaliseerd met als basis het eerste kwartaal 2009.
- (2) Gewogen gemiddelde van de obligaties 4/5 jaar en 5/6 jaar.
- (3) Het betreft een aandelenkorf van niet-financiële ondernemingen.

verloop van het beschikbaar inkomen van de huishoudens – dat, samen met de rente en de demografische druk, een bepalende factor voor de groei van de vastgoedprijzen is –, tijdens de recente periode beduidend ongunstiger geweest zijn dan vóór de crisis. Terwijl wijzigingen van de belastingomgeving (inzake aftrekbaarheid van de rentelasten, schenkingskosten, de regularisatie van vermogens via de EBA, enz.) de vraag naar en dus de prijzen van vastgoed tijdens de periode vóór de crisis hadden ondersteund, is dat in het laatste decennium niet meer het geval. De recente periode werd integraal gekenmerkt door de uitvoering van macroprudentiële maatregelen om de groei van de vastgoedtransacties te beperken.

2. Keuze tussen sparen en consumptie: theorie en enquêteresultaten

2.1 Theoretische elementen

Veranderingen in de rentevoeten kunnen het gedrag van de huishoudens, met name hun keuze tussen consumptie en sparen, via verschillende mechanismen beïnvloeden. Doorgaans worden drie belangrijke kanalen onderscheiden, namelijk het inkomenseffect, het substitutie-effect en het vermogenseffect.

Inkomenseffect, substitutie-effect en vermogenseffect

Het inkomenseffect houdt in dat een daling van de rentevoeten de reeds opgebouwde of nog op te bouwen spaarinkomsten om een toekomstig inkomstenpeil te bereiken, doet afnemen. Wanneer de rentevoeten dalen, zijn de huishoudens dus geneigd minder te consumeren om meer te kunnen sparen. Daarbij moet evenwel worden opgemerkt dat dit geldt voor huishoudens die kunnen sparen omdat hun inkomen hun lopende consumptie overtreft. Voor kredietnemers, daarentegen, betekent een rentedaling dat ze hun leningen goedkoper kunnen terugbetalen, en dus meer kunnen consumeren.

Het substitutie-effect wordt gemeten als de opportuïteitskosten voor het uitstellen van de consumptie van vandaag tot morgen. Als de rente daalt, wordt sparen minder aantrekkelijk en krediet goedkoper. Dit zet ertoe aan vandaag meer te consumeren dan morgen. Dat kan alleen als huishoudens gemakkelijk krediet kunnen verkrijgen om hun bestedingen te financieren, wat lang niet altijd het geval is. Het bestaan van liquiditeitsbeperkingen tempert dus doorgaans het substitutie-effect.

Het derde kanaal is dat van het vermogenseffect. Een daling (stijging) van de rente leidt automatisch tot een positieve (negatieve) verandering van de waarde van de activa, zowel van de financiële als van de onroerende activa. Huishoudens die activa aanhouden, kunnen louter doordat ze zich rijker (minder rijk) 'voelen', ertoe aangezet worden meer (minder) te consumeren, ook al verkopen ze eigenlijk geen activa.

Het effect van een renteverandering op het sparen (en de consumptie) is dus ambigu⁽¹⁾. Het is afhankelijk van het relatieve belang van de drie kanalen (inkomenseffect, substitutie-effect en vermogenseffect) en van het type van beschouwde subject (spaarder of kredietnemer).

Andere spaarmotieven: voorzorg, pensioen, vermogensoverdracht

Het spaargedrag hangt uiteraard niet alleen af van het verloop van de rente maar ook aan andere spaarmotieven. Huishoudens die sparen om het hoofd te bieden aan onverwachte schommelingen van de ontvangsten of uitgaven – inkomensverlies als gevolg van werkloosheid, uitgaven in verband met onvoorziene tegenslagen – zijn gevoeliger voor de toekomstige risico's (inzake

(1) Het oorzakelijk verband tussen sparen en de rentevoeten werkt ook in de omgekeerde richting: zo zet de stijgende levensverwachting tegen de achtergrond van een stabiele pensioenleeftijd de subjecten ertoe aan om meer te sparen voor de oude dag, wat de rentevoeten drukt.

inkomsten, consumptie) dan voor het rendement van deze spaarmiddelen. De onzekerheid omtrent de toekomstige inkomstenstromen heeft eveneens betrekking op de pensioenen. In dat verband blijken de huishoudens meer te sparen wanneer de overheidsschuld toeneemt, aangezien ze vooruitlopen op het feit dat de overheid belastingen zal moeten heffen om die schulden te stabiliseren of terug te dringen, of dat ze niet meer in staat zal zijn haar verplichtingen na te komen, met name wat de pensioenen of andere vervangingsinkomens betreft. Andere persoonlijke motieven, zoals de wens om een vermogen na te laten, verminderen eveneens de gevoeligheid van de spaarders voor de schommelingen in het spaarrendement. Voorts beïnvloeden ook factoren zoals de leeftijdsstructuur van de bevolking, de houding tegenover risico, de mate van financiële geletterdheid en de fiscaliteit de spaarbeslissingen van de huishoudens, alsook de vorm die dit sparen aanneemt.

2.2 Spaarmotieven van de huishoudens – enquêteresultaten

Om het relatieve belang van de verschillende theoretische spaarmotieven van huishoudens te illustreren, kunnen we gebruik maken van de resultaten van bevragingen van die huishoudens. Hier biedt de Household Finance and Consumption Survey (HFCS) enkele inzichten. Deze representatieve enquête werd in het leven geroepen door het Eurosysteem, en wordt in België georganiseerd door de Bank. Zo werden in 2010 en 2014 ongeveer 2 300 huishoudens geïnterviewd over hun financieel gedrag, hun inkomens, bezittingen en schulden.

Bij de vraag naar hun redenen om te sparen, kwam de provisie voor onverwachte gebeurtenissen (precautionary savings) als belangrijkste motief naar voren. Tussen 2010 en 2014 is het belang van dit spaarmotief zelfs toegenomen. Terwijl in 2010 nog 54,1 % dit motief vermeldde, liep dit op tot 58,8 % in 2014. Het toegenomen belang van sparen uit voorzorg kan erop wijzen dat de onzekerheid bij de huishoudens groter is geworden.

Sparen als voorziening voor de oude dag (consumption smoothing binnen de levenscyclus) blijkt een tweede belangrijke drijfveer te zijn. Het aandeel van de huishoudens die dit motief opgaven, bleef stabiel op 35 % tussen 2010 en 2014.

Uit de enquête blijkt ook dat huishoudens sparen om grote aankopen te financieren (de aankoop van een eigen woonst of andere grote aankopen), om reizen of vakanties te kunnen betalen, en om de kinderen of kleinkinderen te ondersteunen (bijvoorbeeld bij

TABEL 1 SPAARMOTIEVEN VAN DE HUISHOUDENS ⁽¹⁾
(in % van de huishoudens)

	HFCS I (2010)	HFCS II (2014)
Provisie voor onverwachte gebeurtenissen	54,1	58,8
Voorziening voor de oude dag	35,6	35,5
Reizen en vakanties	23,6	28,3
Opleiding of ondersteuning van de (klein)kinderen	22,9	27,3
Andere grote aankopen	15,9	26,9
Opbouw van een nalatenschap	14,2	13,8
Aankoop van een eigen woonst	12,0	11,2
Afbetaling van schulden	5,0	5,9
Uitgaven die in aanmerking komen voor subsidies	10,5	5,7
Investering in een eigen zaak	1,2	2,0
Investering in financiële activa	2,1	2,0
Andere	4,5	6,4

Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

(1) Motieven waarvoor huishoudens sparen of zouden sparen (in het geval dat ze op het tijdstip van het interview geen middelen hebben); meer dan één optie per huishouden is mogelijk.

onderwijskosten of bij de aankoop van een huis). Het belang van deze spaarmotieven is tussen 2010 en 2014 toegenomen, wat een illustratie kan zijn van het hierboven beschreven inkomenseffect.

Over het geheel genomen wijzen de resultaten van de HFCS-enquêtes op een versterking van de spaarmotieven tussen 2010 en 2014. Deze versterking houdt verband met de toenemende onzekerheid omtrent de toekomstige inkomstenstromen, die leidt tot een stijging van het voorzorgssparen. Ze kan echter eveneens wijzen op een inkomenseffect van het lage spaarrendement, dat de huishoudens ertoe zou aanzetten meer te sparen om hun toekomstige uitgaven te dekken.

3. Effect op het inkomen, het vermogen en het gedrag van de huishoudens

3.1 Daling van de rente-inkomsten en waarderingseffecten van de activa

De forse daling van de nominale rentetarieven heeft geleid tot een aanzienlijke afname van de (netto-)

rente-inkomsten van de huishoudens⁽¹⁾. Sinds 2012 liggen de rentelasten op leningen zelfs hoger dan de inkomsten uit rentedragende activa. Dit is een nooit eerdere vertoonde situatie voor de Belgische huishoudens, die historisch gezien een nettocrediteusector zijn met betrekking tot de rentedragende activa en dus nettorente-inkomsten ontvangen. Zo waren de nettorente-inkomsten van de huishoudens in 1995 goed voor zowat € 10 miljard, of 7,3% van hun beschikbaar inkomen. In 2008 was dat nog € 3 miljard, of 1,4% van hun beschikbaar inkomen. In 2016 was dit bedrag negatief geworden en beliep het ongeveer 7 miljard, of 3% van het beschikbaar inkomen van de huishoudens.

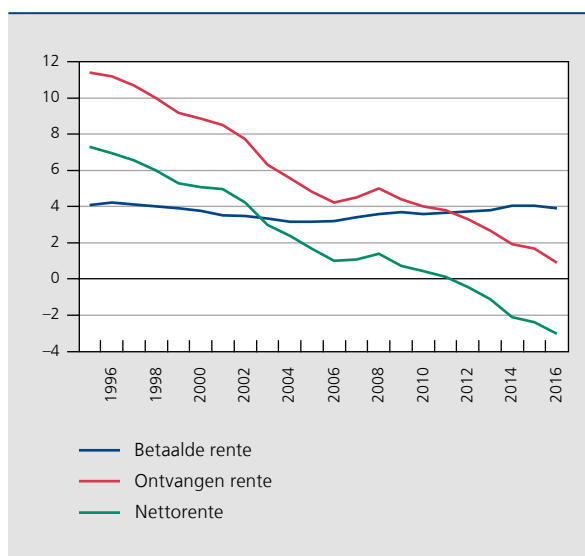
Die ontwikkeling is toe te schrijven aan de aanhoudende daling van de rente-inkomsten, terwijl de rentelasten in verhouding tot het beschikbaar inkomen over de hele periode al met al stabiel bleven, of zelfs licht zijn toegenomen. Dit kan op het eerste gezicht verrassend lijken, gelet op het hierboven toegelichte, nagenoeg parallelle verloop van de bancaire debet- en creditrentetarieven.

Een eerste verklaring daarvoor is dat het uitstaande bedrag waarop de daling van de bancaire tarieven van toepassing was, veel hoger is aan de actiefzijde (de deposito's) dan aan de passiefzijde (de kredieten) van de huishoudens. Eind 2008, bij het uitbreken van de crisis, was de waarde van de door de gezinnen aangehouden rentedragende activa (€ 356 miljard) twee keer hoger dan die van hun verplichtingen (€ 177 miljard). Dit heeft automatisch bijgedragen tot een daling van het nettorentevolume.

Een tweede element houdt verband met de kenmerken van de financiële tegoeden en verplichtingen van de huishoudens, en vooral met het vaste of variabele karakter van de rentevoet die erop van toepassing is. De rentevoeten op spaarboekjes en zichtrekeningen worden geregeld en bijna automatisch aangepast aan de marktvorwaarden. Het effect van een rentedaling komt dus direct en vrijwel volledig tot uiting, zowel voor nieuwe deposito's als voor bestaande tegoeden. De tarieven op termijndeposito's, die doorgaans worden vastgesteld voor een periode van 1 à 2 jaar, worden weliswaar minder snel aangepast, maar deze spaarvorm is niet zo populair als traditionele spaardeposito's. Tussen 2008 en 2016 is het sparen door huishoudens in de vorm van termijndeposito's

GRAFIEK 4 RENTELASTEN EN -OPBRENGSTEN VAN DE HUISHOUDENS

(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: NBB.

gedaald van 8 tot 4% van hun totale financiële tegoeden. Spaartegoeden in de vorm van spaardeposito's stegen van 17 tot 19%.

Bij de hypothecaire kredieten, daarentegen, komt het effect van een daling van de tarieven op de werkelijke rentelasten in veel geringere mate tot uiting. Nieuwe kredietnemers trekken onmiddellijk profijt van gunstiger kredietvoorwaarden, maar het aantal nieuwe contracten maakt slechts een beperkte fractie uit van de totale uitstaande leningen. Bestaande kredietnemers die willen profiteren van de rentedaling moeten ofwel een contract met een variabele rentevoet hebben afgesloten, ofwel hun contract met een vaste of halfvaste rente laten herfinancieren. In België blijven contracten met een vaste rentevoet de norm: in 2008, bij het uitbreken van de crisis, maakten kredieten met een vaste of halfvaste rentevoet (initiële vaste rentevoet van minstens vijf jaar) 96% uit van het uitstaande bedrag van de nieuwe hypothecaire kredieten van de huishoudens en kredieten met een jaarlijks aanpasbare rentevoet slechts 3% (de kredieten met een initiële looptijd tussen 1 en 5 jaar vertegenwoordigen 1% van het totaal). Aangezien herfinancieringen gepaard gaan met kosten, zetten de huishoudens deze stap niet automatisch: in de periode 2008-2016 werd jaarlijks ongeveer 11% van de contracten geherfinancierd, met forse schommelingen van het ene jaar tot het andere. Het overwicht van contracten met een vaste rentevoet in de hypothecaire schuldenlast van de Belgische huishoudens en de kosten die verbonden zijn aan de herfinanciering

(1) De hier voorgestelde cijfers zijn ontleend aan de financiële rekeningen van België: ze stemmen overeen met de effectief door de huishoudens betaalde of ontvangen stromen. Deze cijfers verschillen van die van de nationale rekeningen, waarin de effectieve rentestromen worden uitgesplitst in een theoretische stroom, die geraamd wordt door een referentietarief toe te passen op het overeenstemmende uitstaande bedrag, en een marge die de kosten van de financiële dienst vertegenwoordigt, conform de toerekening van de IGDFI (indirect gemeten diensten van financiële intermediairs). In de nationale rekeningen wordt alleen de theoretische stroom geregistreerd in de rente-inkomsten/rentebetalingen, terwijl de marge wordt geregistreerd als een verbruik van financiële diensten door de huishoudens.

van kredieten kunnen dus de transmissie van de rentedaaling naar de werkelijke rentelasten beperkt hebben.

Tot slot ligt een derde factor ten grondslag aan het verloop van de schuldenlast van de huishoudens. Dat de rentelasten niet gelijkmatig zijn teruggelopen met de rente-inkomsten, is vooral het gevolg van het feit dat de schuldenlast van de huishoudens tussen 2008 en 2016 in geregeld tempo is blijven toenemen. De stijging van de schuldgraad heeft de daling van de rentetarieven dus gedeeltelijk gecompenseerd (zie Paragraaf 3.3).

Het verloop van de andere financiële inkomsten – hoofdzakelijk dividenden, huurgelden en inkomens uit vermogen toegerekend aan de polishouders – heeft de daling van de rente-inkomsten niet kunnen compenseren. Al met al zijn de financiële inkomsten van de huishoudens nagenoeg onafgebroken teruggelopen tussen 2009 en 2016. Hoewel de financiële inkomsten slechts een beperkt gedeelte vertegenwoordigen van de middelen van de huishoudens⁽¹⁾ – ongeveer 15% bij het uitbreken van de crisis – was de daling groot genoeg om hun beschikbaar inkomen aanzienlijk aan te tasten. Gemiddeld beschouwd was de bijdrage van de financiële inkomsten aan de stijging van het nominaal beschikbaar inkomen tussen 2009 en 2016 negatief naar rata van -0,5%; anders gezegd, zonder de inkrimping van de financiële inkomsten zou het nominaal beschikbaar inkomen elk jaar met 2% zijn toegenomen (in plaats van de opgetekende stijging op jaarbasis van 1,5%). De groei van het beschikbaar inkomen wordt evenwel hoofdzakelijk bepaald door de arbeidsinkomens, die ongeveer 60% ervan uitmaken. Ook deze inkomens werden door de crisis gedrukt: de bezoldigingen groeiden zeer traag in 2009 en 2010, als gevolg van de enorme stijging van de werkloosheid, en – vanaf 2013 – onder invloed van verschillende maatregelen inzake loonmatiging.

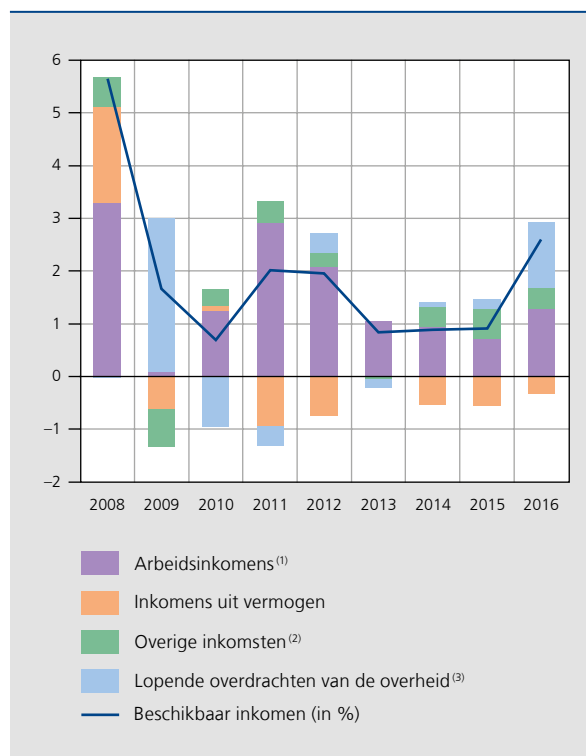
De prijsstijging voor financiële activa en vastgoed, een automatisch gevolg van de daling van de rente, heeft niettemin bijgedragen tot de groei van het vermogen van de huishoudens, via zogenoemde waarderingseffecten.

Wat het financiële gedeelte van de tegoeden van de huishoudens betreft, waren de waarderingseffecten de afgelopen jaren al met al positief. Toch werden twee belangrijke waardedalingen opgetekend in het financieel vermogen van de huishoudens: een bij het uiteenspannen van de technologiezeepbel en de andere tijdens de financiële crisis van 2008. Sedertdien is de waardering van het vermogen van de huishoudens jaar na jaar positief

(1) De financiële inkomsten zijn overigens niet homogeen verdeeld over de diverse strata van de bevolking (zie in dat verband Paragraaf 4).

GRAFIEK 5 UITSPLITSING VAN HET BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE HUISHOUDENS

(bijdrage tot de groei van het nominaal beschikbaar inkomen, tenzij anders vermeld)



Bron: INR.

- (1) Exclusief de sociale bijdragen van de werkgevers.
- (2) De overige inkomsten omvatten het bruto gemengd inkomen van de zelfstandigen en het bruto-exploitationoverschot van de huishoudens.
- (3) Inclusief de sociale bijdrage van de werkgevers.

geweest, tegen de achtergrond van de regelmatige stijging van de prijzen van de financiële activa. Dit heeft de huishoudens in eerste instantie (van 2009 tot 2012) in staat gesteld de waardeverliezen als gevolg van de crisis te compenseren en vervolgens opnieuw meerwaarden te boeken vanaf 2013.

De waarderingseffecten kunnen worden uitgesplitst volgens de gebruikte financiële instrumenten: aandelen, schuldbewijzen, deelbewijzen van beleggingsfondsen of verzekeringsproducten. Uit de analyse van de financiële rekeningen blijkt dat de huishoudens voornamelijk dankzij de waardering van hun aandelen en deelbewijzen in beleggingsfondsen winsten konden boeken tijdens de periode 2013-2016.

Ze trokken eveneens profijt van positieve waarderingseffecten op hun vastgoedeigendommen, als gevolg van de nagenoeg ononderbroken stijging van de huizenprijzen sedert 2008. Deze effecten waren wel niet even gevoelig als tijdens de periode vóór de crisis (vooral van

2005 tot 2007), toen ze elk jaar 8 tot 12 % van de waarde van het onroerend vermogen vertegenwoordigden. Hoewel ze nog altijd positief zijn, namen ze immers af in de nasleep van de crisis van 2008, en zijn ze de afgelopen jaren steeds geringer geworden. In 2014 (het laatste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn) zou het waarderings-effect minder dan 1 % van het onroerend vermogen hebben belopen.

Al met al hebben de huishoudens de waarde van hun vermogen dus aanzienlijk zien toenemen dankzij de aanhoudende groei van de activaprijzen. De toename van het financiële vermogen van de huishoudens met 34 % tussen 2008 en 2016 was voor meer dan de helft te verklaren door waarderings-effecten; het saldo was toe te schrijven aan nieuwe inbreng. Waarderings-effecten vertegenwoordigden bijna twee derde van de stijging van het onroerend vermogen met 21 %.

3.2 Keuze tussen sparen en consumeren

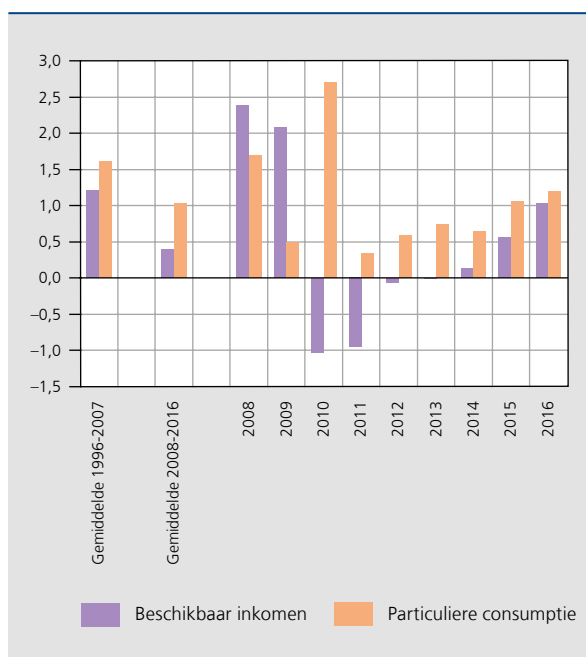
Om te begrijpen in hoeverre de daling van de financiële inkomsten het gedrag van de huishoudens inzake consumptie en besparingen heeft kunnen beïnvloeden, moet rekening worden gehouden met het verloop van hun financiële inkomsten en, ruimer gezien, van hun beschikbaar inkomen in reële termen, dat wil zeggen met inachtneming van het prijsverloop. Deze indicator is immers de meest adequate maatstaf van de koopkracht van de huishoudens.

Sinds het begin van de crisis bleef de koopkracht van de Belgische huishoudens gedurende een ongewoon lange periode lusteloos. Gemiddeld groeide de koopkracht van 2008 tot 2016 met 0,4 %, dat is driemaal minder snel dan het groeitempo tijdens het decennium vóór de crisis. Die gemiddelde stijging verhult echter uiteenlopende ontwikkelingen van de ene periode tot de andere. Onmiddellijk na de crisis (jaren 2008 en 2009) ging de koopkracht nog met meer dan 2 % omhoog, omdat de inflatie fors was afgenomen en de automatische stabilisatoren het inkomen van de werknemers hadden ondersteund. In 2010 en 2011 verminderde de koopkracht van de huishoudens met 1 % per jaar, waarna deze gedurende drie opeenvolgende jaren stagneerde (van 2012 tot 2014), wat ongezien is vanuit een historisch perspectief. Pas in 2015 nam de koopkracht opnieuw toe, eerst aarzelend (0,6 %) en vervolgens wat sterker in 2016, namelijk met 1,2 %.

Gelet op de uitholling van hun koopkracht hebben de huishoudens hun consumptieve bestedingen neerwaarts aangepast. De groei van de consumptie vertraagde

GRAFIEK 6 BESCHIKBAAR INKOMEN EN CONSUMPTIE VAN DE HUISHOUDENS

(veranderingspercentages op jaarbasis, in reële termen)



Bron: INR.

evenwel minder bruusk dan die van het beschikbaar inkomen. Gemiddeld tijdens de periode 2008-2016 bleven de consumptieve bestedingen met 1 % per jaar toenemen.

Aangezien de consumptie jaar na jaar sneller groeide dan het beschikbaar inkomen, nam de spaarquote geleidelijk af. De divergentie tussen consumptie en inkomen is lang geen uitzonderlijk verschijnsel en weerspiegelt in de eerste plaats de traditionele neiging tot afvlakking van de consumptie in de tijd. Bij schommelingen in hun inkomensstromen die ze tijdelijk achten, passen de huishoudens hun consumptieve bestedingen maar licht aan. Per saldo leiden de schommelingen van het lopend inkomen tot veranderingen in de besparingen. Dat gedrag kan ook worden verklaard doordat bepaalde uitgavenposten voor de huishoudens, zoals huisvesting of voeding, onsamendrukbaar zijn; ze kunnen die uitgaven niet terugschroeven bij een (tijdelijke) inkrimping van de inkomensstromen, en de besparingen vervullen dan de rol van correctiepost.

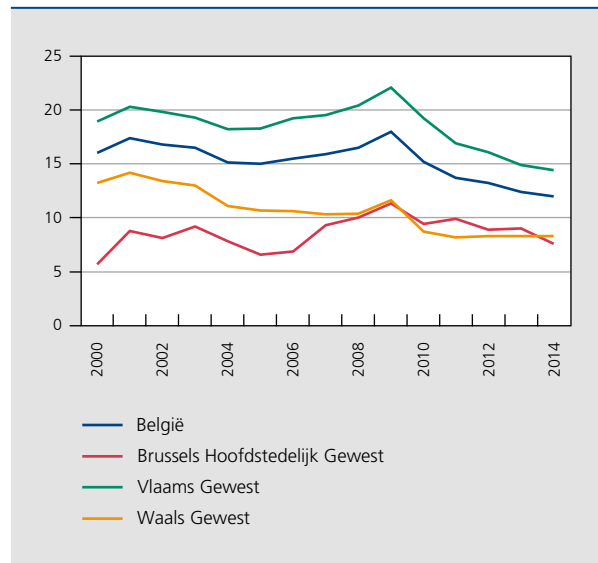
In dit geval lijkt de gestage daling, jaar na jaar, van de spaarquote echter meer te wijzen op een onderliggende trend dan op een tijdsverschil tussen de inkomensstromen en de consumptie. Bovendien blijkt dat de afkalving van de spaarquote bijna exact overeenstemt met de geleden verliezen aan financiële inkomsten. Ten opzichte van het

beschikbaar inkomen is het aandeel van de financiële inkomsten teruggelopen van 15,8% in 2008 tot minder dan 10,8% in 2016, dat is een daling met 5 procentpunten. Tijdens dezelfde periode daalde de spaarquote van 16,4% ⁽¹⁾ tot 11,4%. Uit een geaggregeerd oogpunt lijkt de inkrimping van de financiële inkomsten dus niet te hebben geleid tot een lagere consumptie maar wel tot minder besparingen. Dit bevestigt het resultaat van recente analyses ⁽²⁾ die aantonen dat het spaarvermogen van de huishoudens nauw samenhangt met de financiële inkomsten, aangezien het inkomen uit arbeid doorgaans veeleer wordt geconsumeerd.

Doordat de rentedaling de financiële inkomsten uitholde, fungeerde ze in zekere zin als een herverdelingsmechanisme ten nadele van de huishoudens met een inkomen dat voor een groter deel afkomstig is uit vermogen en ten gunste van die welke over weinig of geen financiële inkomsten beschikken en die hun middelen voornamelijk uit arbeid halen. Dit wijst erop dat de effecten van de rentedaling niet gelijk zijn per profiel van het huishouden; de verdelingseffecten worden in dit verband grondig besproken in paragraaf 4 van dit artikel.

Een onderzoek van het verloop van de spaarquote naar gewest verschaft, in zekere zin, een nader inzicht in het verloop van de spaarquote naar inkomenscategorie. De spaarquote vertoont immers grote verschillen tussen de gewesten, die nauw samenhangen met het gemiddeld of mediaan inkomen in de drie gewesten. Ze ligt structureel hoger in het Vlaams Gewest dan in de twee andere

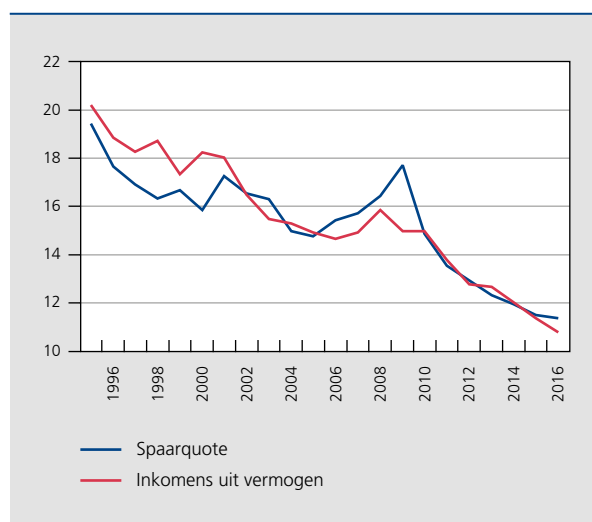
GRAFIEK 8 SPAARQUOTE NAAR GEWEST ⁽¹⁾
(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: INR.

(1) De regionale rekeningen zijn wat later beschikbaar dan de nationale rekeningen; de laatst beschikbare waarneming voor de spaarquotes naar gewest dateert van 2014.

GRAFIEK 7 INKOMENS UIT VERMOGEN EN SPAARQUOTE VAN DE HUISHOUDENS
(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: INR.

gewesten: zo bedroeg de spaarquote in 2008 20,4% in het Vlaams Gewest, tegen 10,4% in Wallonië en 10% in het Brussels Gewest. Het inkomensverschil tussen de drie gewesten (ten opzichte van het gemiddelde in België) bedroeg +6% voor een inwoner van Vlaanderen, -5% voor een Brusselaar en -10% voor een Waal. In de nasleep van de crisis is de spaarquote het sterkst gedaald in Vlaanderen: ze lag in 2014 bijna 5 procentpunt onder het gemiddelde van vóór de crisis. De spaarquote van de Waalse huishoudens liep, vanaf een reeds lager peil, met minder dan 4 procentpunt terug; die van de Brusselse huishoudens, ten slotte, bleef in 2014 onveranderd ten opzichte van het gemiddelde niveau van vóór de crisis. Op gewestelijk niveau blijkt de spaarquote dus het sterkst te zijn verminderd voor de huishoudens van het rijkste gewest.

De maandelijks door de Bank gehouden enquête naar het consumentenvertrouwen verschaft ook een beeld van de factoren die in het recente verleden aan hun beslissingen ten grondslag hebben gelegen. De huishoudens dienen immers

(1) De spaarquote was in 2009 uitzonderlijk hoog (17,7%). Op dat ogenblik bereikte de onzekerheid over de gevolgen van de financiële crisis een hoogtepunt, wat een toename van het voorzorgssparen veroorzaakte. Bovendien hadden de inkomens van de Belgische huishoudens, bij het uitbreken van de crisis, ten volle profijt getrokken van de automatische stabilisatoren (overdrachten van de overheid, loonindexeringen op basis van de inflatie uit het verleden) terwijl de lopende inflatie zeer snel afnam. Dit zorgde voor een robuuste groei van het inkomen van de huishoudens in reële termen, waarvan een deel gemakkelijk kon worden gespaard.

(2) Zie Basselier en Langenus (2014).

gelijktijdig hun oordeel te geven over hun spaarvooruitzichten, de algemene economische situatie, de werkloosheidsvooruitzichten, hun persoonlijke toestand, hun geplande grote aankopen, en het prijsverloop. Bovendien ondervraagt een specifieke deelvraag hen omtrent een 'beoordeling of het huidig tijdstip al dan niet gunstig is tot sparen', waardoor op indirecte wijze wordt gespeeld naar de voorwaarden inzake vergoedingen (of rendementen) op spaargeld.

Voor een langere periode wijzen de enquêteresultaten uit dat de spaarvooruitzichten zeer sterk worden ingegeven door de persoonlijke financiële situatie van het huishouden (huidige, vroegere en toekomstige), veel meer dan door de algemene economische situatie. Een ander element dat de spaarvooruitzichten blijkt te beïnvloeden, is het algemene prijsverloop⁽¹⁾: wanneer de huishoudens zich voor een hoge inflatie geplaatst zien, verwachten ze minder te zullen sparen, wat bevestigt dat ze zich zorgen maken over de koopkracht die dat spaargeld hun in de toekomst zal verlenen. De rentevergoeding over de spaargelden speelt eveneens een rol in het spaarbesluit, maar de invloed ervan lijkt beperkter dan de factoren van persoonlijke aard.

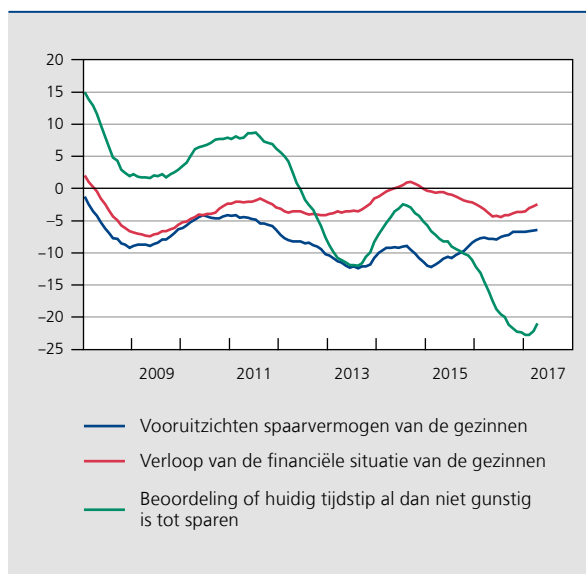
Sinds 2008 gaven de huishoudens regelmatig blijk van een negatieve beoordeling van hun spaarvooruitzichten, wat betekent dat hun spaarneiging kleiner was dan het historische gemiddelde. Dit ging gepaard met een negatieve perceptie van hun persoonlijke financiële situatie; met uitzondering van een korte onderbreking in de tweede helft van 2014 was deze altijd minder gunstig dan gemiddeld. Daar kwam sinds medio 2012 nog een negatieve beoordeling bij van de vraag of het tijdstip gunstig is om te sparen, waaruit blijkt dat het spaarrendement laag wordt geacht.

Sedert begin 2015 is echter een zekere ontkoppeling merkbaar tussen de spaarvooruitzichten en de beoordeling van de wenselijkheid om op dat moment te sparen. Hoewel de huishoudens vinden dat de vergoedingen op spaargelden steeds minder aantrekkelijk zijn, lijkt dit geen invloed meer te hebben op hun besluit om minder te sparen (of meer te consumeren).

De resultaten van deze enquête geven dus aan dat het effect van de intertemporele substitutie van de lage rentetarieven weliswaar over het geheel genomen een rol zou hebben gespeeld in de daling van de spaarquote in België, maar dat dit kanaal de afgelopen twee jaar relatief weinig efficiënt zou zijn geweest. Dit bevestigt de analyses over de determinanten van de consumptie, in België⁽²⁾ en in het eurogebied⁽³⁾: het rentepeil beïnvloedt slechts gedeeltelijk de spaar- en consumptiebeslissingen van de huishoudens, die bovenal worden bepaald door factoren

GRAFIEK 9 DETERMINANTEN VAN HET SPAREN VOLGENS DE ENQUÊTES BIJ HUISHOUDENS

(gegevens genormaliseerd t.o.v. het langetermijngemiddelde⁽¹⁾, voortschrijdend gemiddelde over de afgelopen 12 maanden)



Bron: NBB.

(1) Een positieve (negatieve) waarde betekent dat de huishoudens een gunstiger (ongunstiger) antwoord hebben geformuleerd dan het historisch gemiddelde.

die verband houden met hun persoonlijke situatie, en in de eerste plaats door hun inkomensstromen.

3.3 Wijzigingen in de portefeuille en stijging van de schuldenlast

Wanneer ze in staat zijn te sparen, hebben de huishoudens de keuze tussen verschillende financiële instrumenten (afgezien van hun investeringen in de vastgoedsector). Hun voorkeur zal afhangen van een reeks van factoren, waaronder de mate van onzekerheid (bij een toename hiervan worden de beleggingen meer gericht op voorzorgssparen en ontstaat een voorkeur voor liquiditeit), het geboden rendement (keuze voor beter renderende producten indien het algemene rentepeil laag is, 'search for yield'), hun eigen situatie (langetermijnsparen in het vooruitzicht van hun pensioen), enz.

In de eerste jaren na de financiële crisis van 2008 namen de particulieren veeleer hun toevlucht tot weinig risicovolle producten (rekeningen en deposito's,

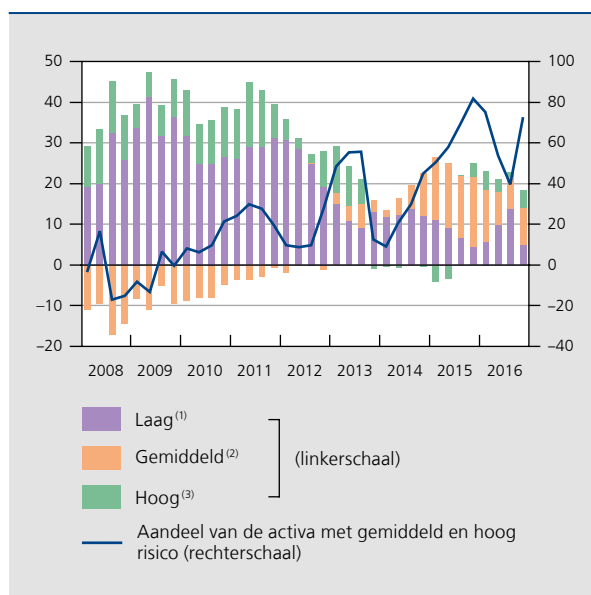
(1) Interessant is dat de keuze om te sparen meer wordt beïnvloed door de lopende inflatie dan door de inflatieverwachtingen, wat bevestigt dat de economische subjecten geen goed beeld hebben van het verwachte prijsverloop.

(2) Zie Burggraeve en Jeanfils (2005).

(3) Zie ECB (2016).

verzekeringsproducten van tak 21); aldus konden ze sparen uit voorzorg of betere beleggingsmogelijkheden afwachten. Zodoende hebben ze het weinig risicovolle gedeelte van hun financiële portefeuille verhoogd. Die situatie was van toepassing tot in 2012. Vanaf 2013 echter begonnen de huishoudens, gelet op de steeds lagere rendementen op minder risicodragende producten, voor hun nieuwe beleggingen geleidelijk hogere rendementen na te streven door zich te richten op risicovollere instrumenten (voornamelijk deelbewijzen van beleggingsfondsen, maar ook aandelen en andere participaties). Het aandeel van de gemiddeld of sterk risicovolle activa in hun nieuwe beleggingen is de afgelopen kwartalen dus toegenomen tot het eind 2015 een maximum bereikte van 82 % van hun nieuwe financiële beleggingen over de laatste vier kwartalen samen. Eind 2016 bedroeg dat aandeel nog bijna 73 %. De inbreng op rekeningen en deposito's bleef echter aanzienlijk, wat erop wees dat de huishoudens nog altijd zeer onzeker waren, een structurele voorkeur hadden voor liquiditeit of betere kansen afwachten. In dit segment hielden de huishoudens, in 2015 en 2016, hoofdzakelijk geld aan op zichtrekeningen, terwijl ze minder stortten op gereguleerde spaarrekeningen. Het geringe renteverskil tussen beide producten en de grotere liquiditeit van de zichtrekeningen zijn daar allicht niet vreemd aan.

GRAFIEK 10 NIEUWE FINANCIËLE BELEGGINGEN VAN DE HUISHOUDENS: UITSPLITSING NAAR RISICOCATEGORIE
(in € miljard, over vier kwartalen voortschrijdende totalen)



Bron: NBB.

(1) Laag: rekeningen en deposito's, schuldbewijzen, verzekeringsproducten van tak 21.

(2) Gemiddeld: deelbewijzen van beleggingsfondsen.

(3) Hoog: aandelen en verzekeringsproducten van tak 23.

De hierboven gebruikte macro-economische informatiebronnen leren weinig of niets over de verdeling van het bijeen gespaarde vermogen en de schulden onder de huishoudens. Daarvoor zijn gegevens op gezinsniveau nodig. In dit verband kan de HFCS de vaststellingen op basis van macro data aanvullen.

In de micro-economische analyse van de activa (en de schulden) van de huishoudens worden verschillende componenten beschouwd: welke huishoudens die activa aanhouden en hoeveel deze aangehouden activa waard zijn. Daarbij wordt nader ingegaan op de volgende aspecten:

- de participatiegraad: dat is het aandeel van de huishoudens (in procenten van de totale populatie van huishoudens) dat een bepaald vermogensbestanddeel aanhoudt; de participatiegraad geeft dus een zicht op de spreiding van de balansposten over de huishoudens;
- de conditionele mediaanwaarde: deze waarde beschouwt alleen de huishoudens die participeren in een bepaald vermogensbestanddeel en geeft voor die huishoudens de mediaanwaarde van dat bestanddeel in euro's weer. De mediaan is de waarde van een bepaalde variabele, zodat de helft van de huishoudens minder, en de andere helft méér bezit; de mediaan geeft dus de waarde weer voor een 'doorsnee' huishouden, in het midden van de distributie;
- de foutenmarge: die marge wordt hier gelijkgesteld aan tweemaal de standaardfout van de geschatte parameter (mediaanwaarde), wat een betrouwbaarheidsinterval van bij benadering 95 % oplevert.

De vastgoedeigendom van de huishoudens bestaat in de eerste plaats uit de hoofdverblijfplaats van een gezin (voor huiseigenaars) en daarnaast uit ander vastgoed. Het kan daarbij gaan om tweede verblijfplaatsen, vakantiewoningen of verhuurd vastgoed. In 2014 bezat, volgens de HFCS, 70,3 % van de Belgische huishoudens zijn eigen woonst. Voor het doorsnee gezin, binnen de groep van huishoudens die in België een eigen woonst bezitten, bedraagt de waarde van dat huis € 249 700 (conditionele mediaanwaarde), dat is vrijwel ongewijzigd sinds 2010 (€ 248 300). Behalve de eigen woonst bezat 18,5 % van de huishoudens in België in 2014 nog ander vastgoed; dat was een toename ten opzichte van 2010 (16,4 %). De foutenmarges rond de mediaanwaarde (€ 176 800) voor dat ander vastgoed zijn relatief breed vanwege de ruime spreiding in de waarde en types van het bijkomend vastgoed (van een bescheiden chalet tot meerdere opbrengsteigendommen) en het relatief kleine aantal observaties in het staal.

In de enquête wordt inzake de schulden ook een onderscheid gemaakt tussen hypothecaire kredieten voor de

TABEL 2 VASTGOEDBEZIT EN HYPOTHECAIRE SCHULD

(in € duizend, tenzij anders aangeduid)

	Vastgoedbezit		Hypothecaire schuld	
	Eigen woonst	Ander vastgoed	Eigen woonst	Ander vastgoed
HFCS I (2010)				
Participatie in vastgoed en hypothecair krediet (in % van de huishoudens)	69,6	16,4	28,5	3,2
Conditionele mediaanwaarde	248,3	173,3	66,7	56,9
Foutenmarge (tweemaal de standaardfout) . . .	(9,5)	(29,4)	(10,3)	(24,6)
HFCS II (2014)				
Participatie in vastgoed en hypothecair krediet (in % van de huishoudens)	70,3	18,5	31,9	4,7
Conditionele mediaanwaarde	249,7	176,8	79,1	59,2
Foutenmarge (tweemaal de standaardfout) . . .	(1,4)	(29,1)	(11,2)	(12,7)

Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

eigen woonst en leningen voor ander vastgoed. De participatiegraad van Belgische huishoudens aan de markt van hypothecair krediet, voor de financiering van de aankoop van een eigen woonst, nam toe van 28,5% in 2010 tot 31,9% in 2014. Voor de huishoudens die voor de eigen woonst een hypothecaire lening lopen hebben, nam het mediaan uitstaand bedrag toe van € 66 700 tot € 79 100. Samen met het gestegen bezit van bijkomend vastgoed, zijn ook de kredieten voor dat soort van vastgoed toegenomen. In 2010 hadden 3,2% van de huishoudens een dergelijke lening. Tegen 2014 was dit opgelopen tot 4,7%, terwijl het mediaan uitstaande bedrag toenam van € 56 900 tot € 59 200. De toename van het aantal kredieten en de uitstaande bedragen verklaren dus dat de door de huishoudens globaal betaalde rentelast op peil is gebleven (zie sectie 3.1), ondanks de gedaalde rente.

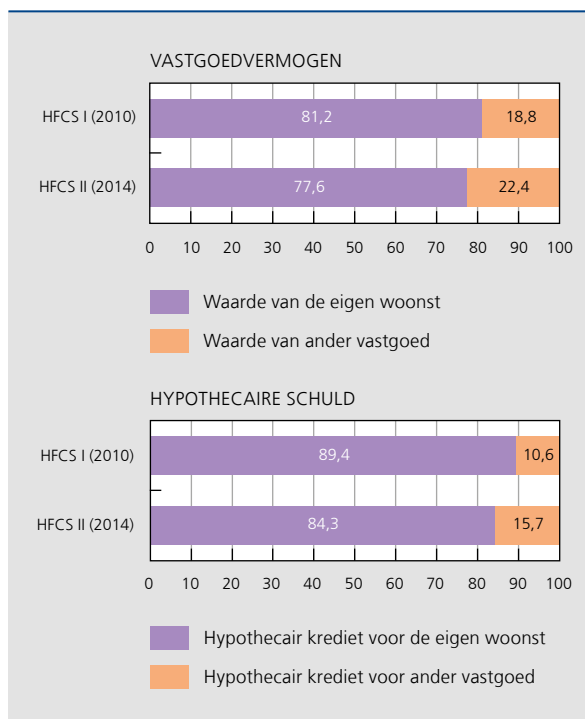
Volgens de resultaten van de HFCS is het bezit van een eigen woonst dus stabiel gebleven tussen de twee golven, maar was er een toename van de bezittingen in de vorm van bijkomend vastgoed, bovenop de eigen woonst, en een toename van de participatie en de uitstaande bedragen voor hypothecaire kredieten. Naast de lage rente spelen hier ook motieven van zekerheid en rendement (search for yield). Tijdens de eerste golf van de HFCS gaven huishoudens overigens te kennen dat ze hun vertrouwen in vastgoed als investering bleven behouden, in tegenstelling tot andere beleggingen (zie Du Caju, 2012).

De duidelijk toegenomen belangstelling van de huishoudens voor beleggingen in ander vastgoed, bovenop de eigen woonst, komt ook tot uiting in de samenstelling van hun

reëel vermogen. In hun portfolio werd het aandeel van ander vastgoed, naast de eigen woonst, tussen 2010 en 2014

GRAFIEK 11 SAMENSTELLING VAN HET VASTGOEDVERMOGEN EN DE HYPOTHECAIRE SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

(procentueel aandeel in de totale waarde van het vastgoedvermogen en de hypothecaire schuld)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

groter. Het gewicht van dat ander vastgoed in de totale vastgoedeigendom nam toe van 18,8% tot 22,4%.

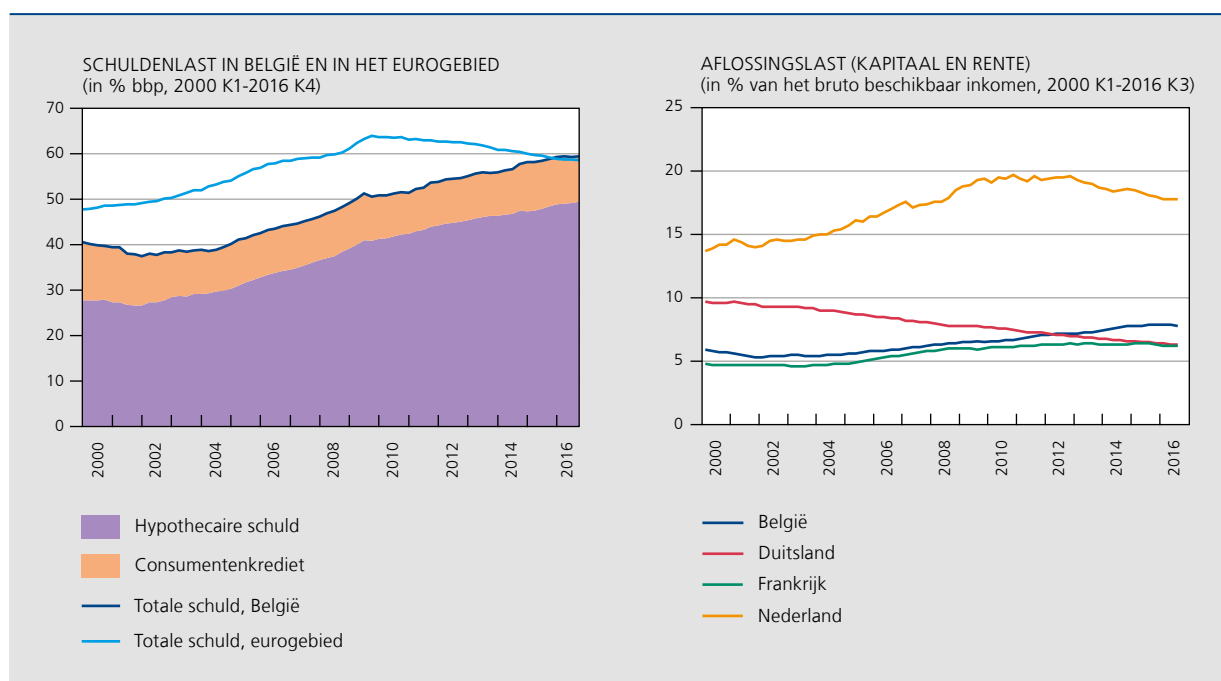
In overeenstemming met het verloop van de investeringen in ander vastgoed en met het toegenomen belang van die activa in het vermogen, veranderde de schuld van de huishoudens tussen 2010 en 2014 ook enigszins qua samenstelling. Het hypothecair krediet voor ander vastgoed, naast de eigen woonst, maakte in de schuld van de huishoudens in 2014 een groter aandeel (15,7%) uit dan in 2010 (10,6%).

Ander vastgoed, bovenop de eigen woonst, wordt dus voortaan belangrijker in de portfolio van huishoudens. Daarmee gepaard gaand, nemen de hypothecaire kredieten voor dat ander vastgoed een groter deel in de totale uitstaande hypothecaire schuld. De zoektocht naar zekerheid en rendement die hieraan ten grondslag ligt, kan deels ook versterkt geweest zijn door de gunstige fiscaliteit. Zo kunnen middelen afkomstig uit fiscale regularisaties en uit het buitenland gerepatrieerde bedragen naar deze beleggingen zijn gevloeid. Overigens worden de inkomsten uit die beleggingen relatief gunstig belast, op basis van het kadastraal inkomen indien ze als tweede verblijf dienen of verhuurd worden als woonst. Enkel indien het vastgoed voor beroepsdoeleinden wordt verhuurd, worden de werkelijke huuropbrengsten belast. Van die inkomsten kunnen bovendien de interesten voor de hypothecaire lening worden afgetrokken.

Zoals blijkt uit de resultaten van de HFCS-enquête gingen de huishoudens steeds meer schulden aan om hun investeringen in woningen en hun transacties op de secundaire vastgoedmarkt te financieren. Sinds 2005 is hun schuldgraad in verhouding tot het bbp vrijwel ononderbroken gestegen. In het derde kwartaal van 2016 bedroeg hij bijna 60% bbp. Het zijn vooral de vastgoedenleningen die verantwoordelijk zijn voor de stijging van de totale schuldenlast van de huishoudens in België. Tussen 2005 en 2016 bleef de schuld die verband houdt met andere kredieten immers vrijwel stabiel in procenten bbp en droeg deze niet meer bij tot de toename van de totale schuldenlast. Uit een geaggregeerd oogpunt heeft die tendens nog geen twijfels doen rijzen over de houdbaarheid van de schuld van de Belgische huishoudens. Op macro-economisch vlak blijven deze laatste solvabel (maar kwetsbaar voor prijsveranderingen), aangezien de toename van de schuldratio (schulden gerelateerd aan de activa) gepaard ging met een – zij het matiger – stijging van hun vermogen (vastgoed en financiële activa). Bovendien blijft hun netto financieel vermogen (het financieel vermogen min de schuld) op een hoog peil (251% bbp aan het einde van 2016).

De rentedaling heeft vanaf 2008 trouwens een deel van de toename van de aflossingslast opgevangen. De aflossingslast van de huishoudens in België groeide de afgelopen jaren immers aanhoudend als gevolg van de

GRAFIEK 12 SCHULDENLAST VAN DE HUISHOUDENS



Bronnen: BIB, ECB, NBB.

stijging van de schuldenlast. Vanaf 2005 is dat toe te schrijven aan de aangroei van de schuld van de huishoudens (door het aangaan van nieuwe kredieten), terwijl de rentelasten vanaf 2008 licht afnamen door het lage rentepeil. Die ontwikkeling staat in contrast met de situatie in de buurlanden, waar de aflossingslast sinds verscheidene jaren terugloopt ten opzichte van het bbp (Duitsland, Nederland) of zich stabiliseert (Frankrijk). In België bedroeg de aflossingslast in 2016 gemiddeld 7,9% bbp, een historisch recordpeil, tegen 6,3% in Duitsland, 6,2% in Frankrijk en 17,8% in Nederland (waar een groot deel van de hypothecaire kredieten een vaste looptijd heeft; dit zijn zogenaemde bulletkredieten, waarvoor het kapitaal pas op de vervaldag van de lening wordt terugbetaald en niet via een maandelijkse afbetaling, wat de hoge aflossingslast verklaart, die het kapitaal omvat).

Aangezien de schuldenlast van de huishoudens toeneemt, is het zeer belangrijk het verloop van de wanbetalingsgraad op de kredieten aan particulieren te volgen. Deze graad wordt met name gemeten als de verhouding tussen het aantal contracten met een betalingsachterstand en het totale aantal lopende overeenkomsten. Voor de hypothecaire leningen blijft de wanbetalingsgraad al verscheidene maanden relatief stabiel op een laag peil (rond 1,1%). Op dit ogenblik geeft die graad al met al geen specifiek risico aan, wat niet uitsluit dat

bepaalde categorieën van huishoudens meer onder druk kunnen staan. Enerzijds weerspiegelt het lage peil van die indicator het feit dat de Belgische huishoudens bij financiële moeilijkheden voorrang geven aan de aflossing (die vaak automatisch verloopt) van hun hypothecaire schuld, en zo nodig de afbetalingen van andere schulden uitstellen. Anderzijds omvat het waarschijnlijk ook de behoedzame kredietverlening door de banken, die rekening houden met de terugbetalingscapaciteit van de cliënten en de risico's beperken. De kredietinstellingen houden zich daarbij aan de aanbevelingen van de NBB over het beleid inzake hypothecaire kredietverstrekking, gelet op de voortbestaande kwetsbaarheden op de vastgoedmarkt (relatief groot percentage leningen met een hoog risicoprofiel).

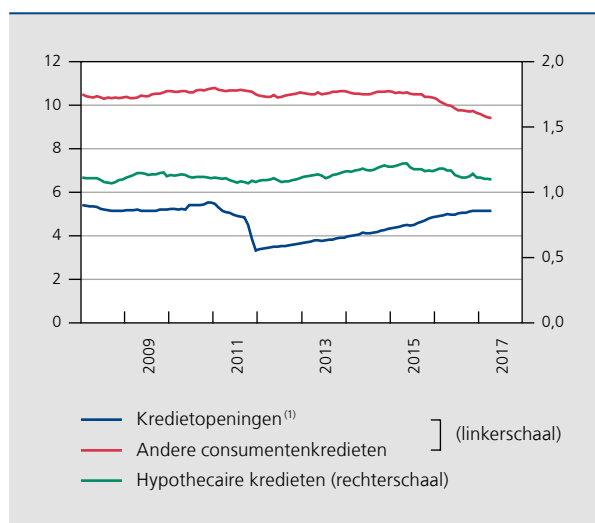
De wanbetalingsgraden per jaar van toekenning geven de verhouding weer tussen het aantal kredieten met een betalingsachterstand na een bepaalde tijd (zes maanden, een jaar, enz.) en het totale kredietaanbod tijdens het beschouwde jaar. In tegenstelling tot de voorgaande indicator houden ze geen rekening met mogelijke regularisaties. Bij een uitsplitsing naar krediettype (hypothecaire kredieten, consumentenkredieten, kredietopeningen) wijzen die indicatoren op een stabilisatie of een daling van de wanbetalingsgraden tijdens de afgelopen jaren, behalve voor de kredietopeningen, die echter niet aanzienlijk toenemen. Die situatie wordt bovendien gestaafd door de collectieve schuldregelingen, waarvoor het aantal lopende procedures met slechts 0,6% toenam in 2015 en terugliep in 2016 (2,2%) en 2017 (0,6% tijdens het eerste kwartaal van het jaar), terwijl die procedures tussen 2009 en 2011 met meer dan 10% op jaarbasis waren gegroeid.

Hoewel de algemene indicatoren inzake de wanbetalingsgraden geen aanleiding geven tot grote ongerustheid, kunnen niettemin twee specifieke punten worden aangestipt.

Het eerste punt betreft een eventuele rentestijging, die een opwaartse invloed zou hebben op de rentelasten van de schuld. Uit dat oogpunt blijft het risico op korte termijn relatief beperkt in België, aangezien tijdens de recente periode (2012-2016) het overgrote deel van de nieuwe hypothecaire contracten werd gesloten tegen een vaste rente of met een initiële rentevaste periode van tien jaar of langer. Van alle contracten die de laatste twintig jaar (januari 1997 tot december 2016) werden aangegaan, voldeed nagenoeg drie vierde aan dat criterium. Tussen 2012 en 2016 maakten ze ongeveer 85% van alle nieuwe contracten uit.

Een tweede te onderzoeken punt is een eventuele negatieve schok op de inkomens van de huishoudens (bijvoorbeeld een nieuwe toename van de werkloosheidsgraad).

GRAFIEK 13 WANBETALING OP KREDIETEN AAN HUISHOUDENS
(in % van het aantal kredieten)



Bron: NBB.

(1) De kredietopeningen vertonen eind 2011 een reeksbreuk, die het gevolg is van een uitbreiding van het toepassingsgebied van de Centrale voor kredieten aan particulieren. Sinds eind 2011 moeten alle toegestane debetsaldi op zichtrekeningen immers worden geregistreerd, terwijl dat tevoren niet het geval was.

De terugbetalingscapaciteit van de huishoudens zou daardoor dan ook afnemen. Hoewel het risico op wanbetaling, uit macro-economisch oogpunt, relatief gering is, geldt dat niet voor bepaalde categorieën van huishoudens met een bijzonder hoge aflossingslast ten opzichte van het inkomen. De aanbevelingen van de macroprudentiële toezichthouders zijn dus meer bepaald gericht op kredieten waaraan een groter wanbetalingsrisico verbonden is.

4. Verdelingseffecten van de lage rente

De lagerenteomgeving beïnvloedt de financiële positie van huishoudens op verschillende manieren. Om de gedifferentieerde impact van de lage rente te evalueren, wordt soms een sterk vereenvoudigend onderscheid gemaakt tussen huishoudens die sparen en huishoudens die lenen, waarbij de spaarders rente-inkomsten moeten derven en de ontleners hun kredieten gemakkelijker kunnen aflossen. De uiteindelijke effecten van de lage rente zijn echter dermate complex dat een al te eenvoudige analyse een sterk vertekend beeld kan geven. Zo kan het huidige lagerentebeleid ook bijdragen tot een stabiele financiële omgeving die de groei en de werkgelegenheid ondersteunt, waardoor het een impact heeft op de (bescherming van de) arbeidsinkomens van de huishoudens. Het onderscheid tussen spaarders, kredietnemers en loontrekkenden is trouwens slechts in beperkte mate relevant, aangezien huishoudens tot verscheidene categorieën kunnen behoren.

De gegevens van de HFCS maken het mogelijk de complexiteit van die materie eenvoudig te illustreren. De huishoudens die een arbeidsinkomen als loontrekkende hebben en daarnaast beschikken over een inkomen uit financiële activa (en dus interesten of dividenden ontvangen) of schulden aflossen (en dus interest betalen), vertegenwoordigen negen op tien van alle huishoudens. Nu blijkt dat een derde van de huishoudens tegelijkertijd tot de drie categorieën behoort: ze verdienen een loon, hebben financiële inkomsten en lossen schuld af. Bovendien heeft de overgrote meerderheid van de huishoudens die schulden aflossen, ook inkomsten uit financiële activa, en omgekeerd lost bijna de helft van de huishoudens die een inkomen uit financiële activa hebben, ook schulden af. Voorts hebben de meeste loontrekkenden ook financiële inkomsten. Deze bevindingen illustreren dat de bevolking niet eenvoudig kan worden verdeeld in groepen die al dan niet baat hebben bij een bepaald renteverloop. Veel spaarders met een inkomen uit financiële activa trekken ook een loon en/of lossen schulden af. Ze ondervinden dus ongunstige maar ook gunstige effecten van de lage rente. 'Winnaars' en 'verliezers' zijn niet altijd eenvoudig te onderscheiden.

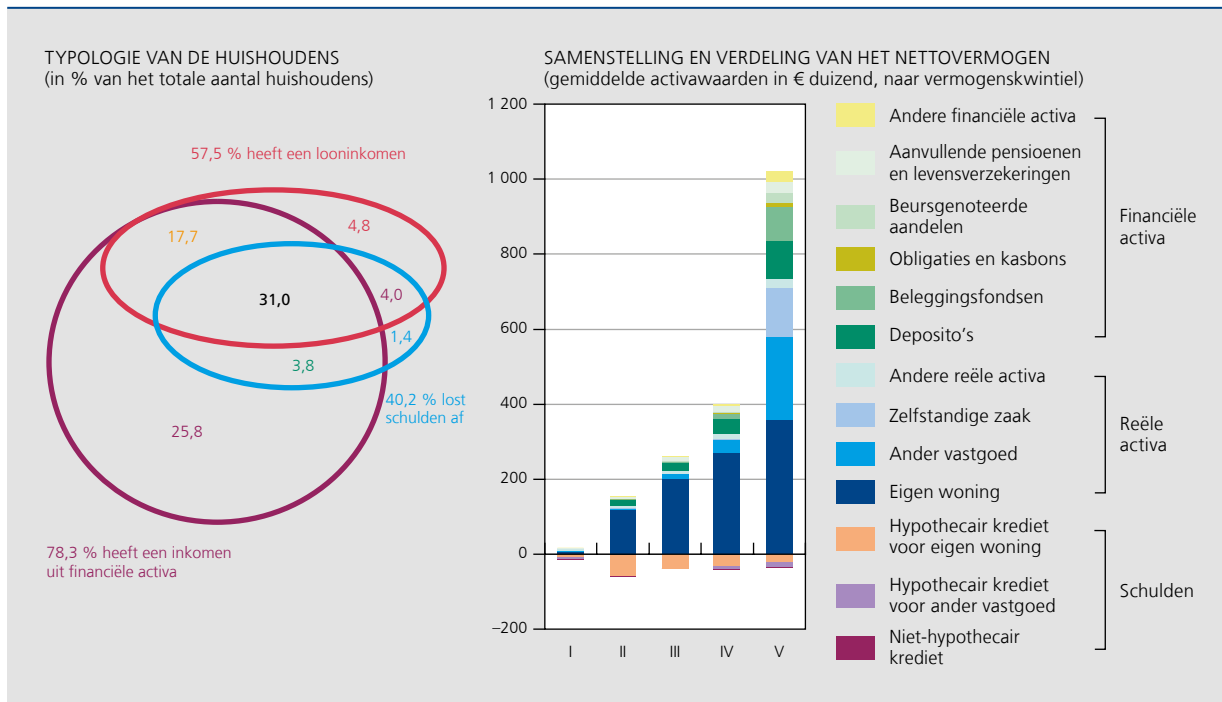
Dit gezegd zijnde, heeft de lagere rente wel degelijk negatieve inkomenseffecten aangezien ze de inkomsten uit financiële activa doet afnemen. Ze doet echter ook de waarde van obligaties en aandelen toenemen en sorteert daarmee positieve waarderingseffecten. Op deposito's geldt het gunstige vermogensverhaal van prijs versus rente echter niet: de waarde van activa met een korte looptijd is niet gevoelig voor rentewijzigingen. De lage rente beïnvloedt ook de vastgoedprijzen opwaarts, wat opnieuw een vermogenswinst inhoudt. In die zin kan vastgoed als een actief met een lange looptijd worden beschouwd. Het lagerentebeleid heeft ook bepaalde positieve inkomenseffecten omdat het de afbetaling van schulden vergemakkelijkt. Nieuwe kredieten worden goedkoper afgesloten; bestaande (hypothecaire) leningen met variabele rente hebben hier ook op een directe manier voordeel bij en de leningen met vaste rente kunnen dan weer geherfinancierd worden. In de mate dat de samenstelling en de omvang van het nettovermogen verschillen tussen (groepen van) huishoudens zal ook de impact van lage rente-inkomsten of -lasten en van positieve waarderingseffecten verschillend zijn voor die huishoudens.

De HFCS biedt de mogelijkheid om de samenstelling van het nettovermogen van de huishoudens te analyseren voor de hele verdeling van dat nettovermogen⁽¹⁾. We kunnen met andere woorden nagaan hoe het nettovermogen van rijke huishoudens is samengesteld in vergelijking met dat van minder rijke. Daartoe worden de huishoudens opgedeeld in vijf kwintielen naargelang de waarde van hun totale nettovermogen. De omvang en de samenstelling van het nettovermogen verschilt inderdaad aanzienlijk tussen de nettovermogenskwintielen. Het vermogen van de huishoudens in het laagste kwintiel dit zijn de 20% minst vermogende huishoudens is gering en bestaat veelal uit deposito's en uit andere reële activa (voertuigen of andere waardevolle voorwerpen). Het vermogen van de drie middelste kwintielen, wat we gemakshalve de middenklasse zouden kunnen noemen, bestaat vooral uit de eigen woning, aangevuld met voornamelijk deposito's en in mindere mate individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen. Deze middenklasse heeft gemiddeld ook de grootste hypothecaire schuld uitstaan. De meer vermogende huishoudens uit het hoogste kwintiel bezitten een woning die gemiddeld meer waard is dan die van de lagere kwintielen, maar deze woning maakt een kleiner deel (minder dan de helft) uit van het totale vermogen van deze rijkere huishoudens. Hun rijkdom bestaat verder ook uit bijkomend vastgoed bovenop de eigen woonst en uit diverse financiële activa. Hypothecaire leningen die verbonden zijn aan de aankoop van ander vastgoed,

(1) Voor een beschrijving van de enquête en een analyse van de resultaten voor 2010 en 2014, zie Du Caju (2013, 2016).

GRAFIEK 14 COMPLEXE VERDELINGSASPECTEN VAN DE LAGE RENTE

(typologie van de huishoudens en hun nettovermogen in 2014)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

worden vooral gesloten door huishoudens in het hoogste nettovermogenskwintiel.

Kijken we naar de concentratie van diverse activa bij de meest vermogende huishoudens, dan leert de HFCS dat in 2014 naar schatting 88,1% van de waarde van de beursgenoteerde aandelen in de portefeuille van Belgische huishoudens in handen was van de 20% huishoudens met het grootste totale nettovermogen. Daarnaast zijn ook deelnames in beleggingsfondsen en obligaties relatief sterk geconcentreerd bij het hoogste nettovermogenskwintiel, hoewel het kwintiel daaronder eveneens vertegenwoordigd is. Wat het vastgoed betreft, valt op dat bijkomend vastgoed bovenop de eigen woonst ook sterk geconcentreerd is bij de relatief rijke huishoudens. Zo zit 81,3% van de waarde van dergelijk vastgoed bij het hoogste nettovermogenskwintiel. De geobserveerde sterke concentratie van het aandelenvermogen of bezit van vastgoed bovenop de eigen woonst bij de rijkste 20% van de huishoudens geldt echter niet of minder inzake de (waarde van) de eigen woning en de aangehouden deposito's en beleggingen in individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen. Deze vermogenscategorieën zijn duidelijk minder sterk geconcentreerd. Vastgoed als eigen woonst blijkt het minst geconcentreerde (meest gelijk verdeelde) actief. Slechts 37,5% komt toe aan de rijkste 20%. Deposito's en

individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen zijn iets meer geconcentreerd, maar veel minder dan aandelen. Ze zijn verspreid over alle kwintielen, al hebben ze natuurlijk gemiddeld een kleinere waarde in het laagste vermogenskwintiel. Zo bevindt naar schatting 55% van de totale waarde van de deposito's zich bij het topkwintiel. Aangezien enquêtes de totale financiële rijkdom gewoonlijk onderschatten, is de concentratie van deze activa in werkelijkheid allicht sterker.

De hierboven geschetste samenstelling en verdeling van het vermogen kan enig licht werpen op welke groepen van huishoudens in welke richting beïnvloed worden door de lage rente en door de waarderingseffecten op hun activa. De resultaten lijken aan te geven dat de positieve waarderingseffecten zich voornamelijk manifesteren bij het hoogste vermogenskwintiel. Aandelen, obligaties en beleggingsfondsen komen bijna uitsluitend voor in het rijkste kwintiel waardoor deze ook eerder exclusief profiteren van de vermogenswinsten op deze effecten. Individuele aanvullende pensioenfondsen en levensverzekeringen die typisch een langere beleggingshorizon hebben en dus in waarde toenemen wanneer de rente zakt zijn wat meer uniform verdeeld over de hogere vermogenskwintielen. Vastgoed, en in het bijzonder de eigen woonst, is de belangrijkste vermogenscomponent voor

alle kwintielen. Zij hebben dus baat van de vermogenswinsten hierop maar het rijkste kwintiel heeft in absolute termen het grootste voordeel daar de waarde van het vastgoed in hun bezit het grootst is. Door de lage rente worden kredieten voor de verwerving van vastgoed goedkoper. Deze goedkopere woonfinanciering komt vooral ten goede aan de middelste nettovermogenskwintielen, aangezien in het laagste kwintiel slecht weinig gezinnen een hypothecaire lening of huis bezitten. Huishoudens in de middelste kwintielen hebben in absolute termen en in verhouding tot hun activa een grotere hypothecaire schuld dan de huishoudens uit het rijkste kwintiel.

Al met al zijn de verdelingseffecten van de lagerenteomgeving moeilijk in te schatten. De meest vermogende huishoudens verliezen door de lage rente inkomen uit financiële activa, maar profiteren ook het meest van de gerealiseerde meerwaarden. Vooral de huishoudens in de middelste kwintielen kunnen hun woonlening makkelijker financieren door de lagere rentelasten. Ze zien de rente op hun deposito's dalen maar de waarde van hun woonst toenemen. De minst vermogende huishoudens verliezen rente-inkomsten op hun spaargeld, als ze dat al hebben. Ze zijn slechts in kleine mate huiseigenaar, maar betalen in dat geval een lagere rente op hun lening.

Conclusie

Als reactie op de financiële crisis en de recessie die de wereldeconomie vanaf 2008 getroffen heeft, voerde de ECB een ultra-accommoderend monetair beleid. Dit kwam tot uiting in een nooit eerder geziene daling van de rentetarieven en grootschalige liquiditeitsinjecties, hetgeen eveneens heeft bijgedragen tot een stijging van de prijzen voor financiële activa en vastgoed.

Deze bijzondere omgeving had een invloed op het inkomen, het vermogen en het financieel gedrag van de huishoudens in België. Enerzijds heeft de rentedaling hun nettorente-inkomsten merkbaar aangetast, aangezien de renteopbrengsten zeer fors daalden terwijl de lasten van leningen al met al stabiel bleven in verhouding tot hun beschikbaar inkomen. Anderzijds boekten de huishoudens positieve waarderings-effecten op hun vermogen, wat het effect van de rentedaling op de inkomsten enigszins temperde.

Vanuit macro-economisch oogpunt beschouwd, heeft de daling van de financiële inkomsten het beschikbaar inkomen van de huishoudens tussen 2009 en 2016 vrijwel onafgebroken afgeremd. De huishoudens hebben hun consumptieve bestedingen niet in dezelfde mate afgeremd, maar ze hebben veeleer minder gespaard. Doordat de rentedaling de financiële inkomsten uitholde, fungeerde

ze in zekere zin als een herverdelingsmechanisme ten nadele van de huishoudens met een inkomen dat voor een groter deel afkomstig is uit vermogen en ten gunste van gezinnen die geen of weinig vermogensinkomsten hebben en hun middelen voornamelijk uit arbeid halen.

De micro-economische enquêtes bevestigen dat de lagerenteomgeving en de duurdere activa een uiteenlopend effect hebben gehad op de huishoudens, afhankelijk van het niveau en de samenstelling van hun vermogen. Zo hebben de meest begoede huishoudens, die over een groot financieel vermogen beschikken, het meest verloren als gevolg van de rentedaling, maar ook het meest geprofiteerd van positieve waarderings-effecten, anders gezegd van meerwaarden, op hun activaportefeuille. Huishoudens die tot de gemiddelde vermogenscategorie behoren en zeer vaak eigenaar zijn van hun woning, hebben vooral profijt getrokken van de lagere rentelasten, die de daling van de vergoeding voor hun spaarmiddelen ruimschoots compenseerden. Huishoudens uit de lagere vermogenskwintielen, tot slot, die minder vaak huiseigenaar zijn en slechts weinig of zelfs helemaal geen financiële spaarmiddelen ter beschikking hebben, werden naar verhouding minder beïnvloed door de lagerenteomgeving, zowel in positieve als in negatieve zin.

In verband met de samenstelling van de spaarmiddelen blijkt dat de nieuwe financiële beleggingen steeds meer gericht waren op producten waarvan het risico hoger wordt geacht, wat de zoektocht naar rendement van de huishoudens ('search for yield') weerspiegelde. Tegelijkertijd bleef ook de netto-inbreng op rekeningen en deposito's positief, wat wees op een hoge mate van onzekerheid. Die laatste beleggingen spelen in op de behoeften van de particulieren aan voorzorgssparen en wijzen er misschien ook op dat deze laatsten hun beleggingen uitstellen in afwachting van betere kansen.

De lagerenteomgeving heeft eveneens de vastgoedinvesteringen van de huishoudens gestimuleerd. Vooral de investeringen in bijkomend vastgoed, bovenop de eigen woning, zijn toegenomen. De financiering van de bijkomende investeringen heeft ertoe geleid dat de schuldenlast van de huishoudens is gestegen.

Deze ontwikkelingen zouden bepaalde risico's kunnen inhouden, zoals het wanbetalingsrisico op kredieten dat voortvloeit uit een negatieve schok op de inkomens van de huishoudens, of het renterisico dat verband houdt met een rentestijging die de afbetalingslasten op hun schulden zou verzwaren. Die risico's kunnen sommige categorieën van huishoudens en bepaalde krediettypes, waarvoor de macroprudentiële autoriteiten specifieke aanbevelingen hebben geformuleerd, harder treffen.

Bibliografie

Basselier R. en G. Langenus (2014), 'Recente veranderingen in het spaargedrag van de Belgische huishoudens: het effect van de onzekerheid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 57-67.

Baugnet V. en L. Dresse (2011), 'Verloop van de particuliere consumptie tijdens de afgelopen drie jaar', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 47-59.

Bean C. et al. (2015), *Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates*, CEPR, Geneva Reports on the World Economy 17.

Burggraeve K. en P. Jeanfils (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working paper research 68.

Du Caju Ph. (2012), 'Activavorming door de gezinnen tijdens de financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 91-105.

Du Caju Ph. (2013), 'Structuur en verdeling van het gezinsvermogen: een analyse op basis van de HFCS', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 41-63.

Du Caju, Ph. (2016), 'De vermogensverdeling in België: eerste resultaten van de tweede golf van de Household Finance and Consumption Survey (HFCS)', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 27-44.

ECB (2016), *Savings and investment behavior in the euro area*, Occasional Paper Series 167, January.