

Impact van de lage rente op het financieel gedrag van de huishoudens

P. Stinglhamber
Ch. Van Nieuwenhuyze
M.-D. Zachary

Inleiding

In dit artikel worden, aan de hand van de Belgische financiële rekeningen voor het hele jaar 2010, de recente financiële operaties van de particulieren geanalyseerd die hebben plaatsgevonden in een klimaat van lage rentes. Eerst wordt die rentestand toegelicht, en vervolgens wordt nagegaan wat de invloed ervan is op de financiële beslissingen van de huishoudens, meer bepaald op de omvang en de samenstelling van hun nieuwe financiële activa en passiva.

Dit artikel bestaat uit vier delen.

In het eerste deel wordt nader ingegaan op de eigenschappen van de rentestand: behalve aan het langetermijnverloop van de – nominale en reële – korte en lange rente, wordt ook aandacht besteed aan de vorm van de rentecurve, een gegeven dat voor vele financiële beslissingen van belang kan zijn.

Het tweede deel is een toelichting bij de totale financiële operaties van de particulieren – hun financieel saldo, de vorming van activa, de nieuwe verplichtingen – alsook een zoektocht, in de reële sfeer, naar verklaringen voor het verloop ervan. Vooral de impact van de rente op de spaarquote wordt hierbij onderzocht.

In het derde deel wordt de recente vorming van financiële activa door de Belgische particulieren bestudeerd en wordt meer bepaald nagegaan welke rol de rente zou spelen bij de keuze van de spaar- en beleggingsinstrumenten: enerzijds zouden rentevariabelen bepalend

kunnen zijn voor de keuze tussen kort- en langlopende financiële activa en, anderzijds, zouden ze de voorkeur van de spaarders voor een van de vele aangeboden spaarformules naar looptijd in belangrijke mate kunnen sturen.

In het vierde deel, ten slotte, wordt het verloop van de nieuwe financiële verplichtingen van de Belgische particulieren behandeld. Met name voor de belangrijkste van die verplichtingen – de hypothecaire leningen – zou de rente niet alleen mee ten grondslag kunnen liggen aan de forse groei ervan tijdens de afgelopen jaren, maar zou ze ook de keuze van de leners tussen de aangeboden kredietformules bepalen.

1. Eigenschappen van het renteklimaat

Gedurende het grootste deel van 2010 waren de nominale rentetarieven op korte en lange termijn in België uitzonderlijk laag. De kortetermijnrente daalde tot een absoluut dieptepunt van 0,64% in april 2010, terwijl de langetermijnrente eind augustus 2010 een historische bodem van 2,82% bereikte. Hoewel de lange rente nadien relatief snel opliep tot boven de 4% als gevolg van de toenemende bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuldposities van de overheden in Europa, bleven de nominale rentetarieven in België gemiddeld over 2010 zeer laag.

Ook de reële rentetarieven, hier berekend als het verschil tussen de nominale rentetarieven en het jaarlijks veranderingspercentage van de nationale

consumptieprijsindex⁽¹⁾, lagen in 2010 op een laag peil. De reële kortetermijnrente was zelfs negatief en zakte tot beneden -2%. De reële langetermijnrente bleef positief, maar lag duidelijk lager dan haar gemiddeld niveau. In tegenstelling tot de nominale rente bereikte de reële rente evenwel geen historisch dieptepunt. In 1974 – toen de inflatie wegens de eerste oliecrisis onverwachts uit de hand liep – daalde de reële rente scherp tot ongeveer -6%.

De lage rentetarieven in 2010 waren in de eerste plaats toe te schrijven aan het accommoderend monetair beleid van de ECB, die tussen oktober 2008 en mei 2009 haar beleidsrente in zeven stappen verlaagde van 4,25 tot 1%. Daarnaast brachten de liquiditeitsverruimende acties van de ECB een ontspanning op de interbancaire markt teweeg, waardoor de interbancaire rente tijdelijk zelfs lager dan de beleidsrente uitkwam.

Uit een historisch oogpunt sluiten de lage renteniveaus dan weer aan bij een begin jaren tachtig ingezette neerwaartse trend. De hoge nominale rentetarieven vonden toen hun oorsprong in de hoge inflatiepercentages en de ontspoorde inflatieverwachtingen ten gevolge van de

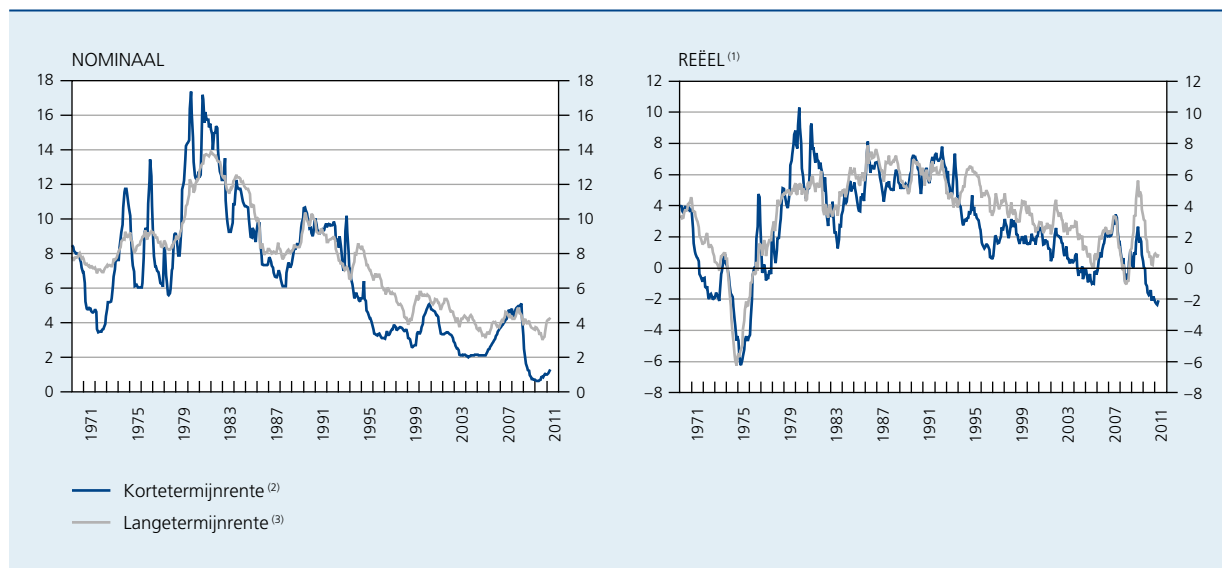
oliecrisis van de jaren zeventig. De sindsdien waargenomen dalende trend kan worden toegeschreven aan een afname van de inflatie en een sterkere beheersing van de inflatieverwachtingen dankzij het monetair beleid.

Een uiterst restrictief monetair beleid in de eerste helft van de jaren tachtig, met name in de Verenigde Staten, waar het bovendien gepaard ging met een expansief begrotingsbeleid, deed de rente wereldwijd – dus ook in België – aanvankelijk toenemen. Dat beleid bleek succesvol: de inflatie daalde fors en de volatiliteit van de conjunctuurcycli nam af, wat uitmondde in de zogenoemde «*period of the Great Moderation*», die ruwweg liep van 1987 tot 2007 en die gekenmerkt werd door een voorspelbaar economisch beleid, een lage inflatie en bescheiden cycli. Deze elementen zouden hebben bijgedragen tot een verlaging van het renteniveau. Aan het begin van de jaren 2000 zouden de rentetarieven wereldwijd ook zijn gedrukt door een mondiale «*savings glut*» (Bernanke, 2005), bestaande uit de externe reserves die door de Aziatische landen en de olie-exporterende landen werden opgebouwd. Deze spaaroverschotten zorgden tot voor kort immers voor een vlotte financiering van tekorten, in eerste instantie van de «*twin deficits*» – het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en het overheidstekort – in de Verenigde Staten.

De lage rentetarieven in 2010 gingen gepaard met een positief verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente.

(1) Het betreft een zogenoemde ex post reële rente, waarbij de waargenomen inflatie van de nominale rente wordt afgetrokken. Investerders en spaarders baseren hun beslissing echter op een ex ante reële rente, waarbij ze het toekomstig inflatieverloop schatten. Aangezien dergelijke inflatieverwachtingen, zeker op lange termijn, moeilijk nauwkeurig te meten vallen, wordt hier de voorkeur gegeven aan die eenvoudige maatstaf van de reële rente. Deze heeft evenwel het nadeel relatief volatiel te zijn.

GRAFIEK 1 KORTE- EN LANGETERMIJNRENTE



Bron: NBB.

(1) Nominale rente verminderd met het jaarlijkse veranderingspercentage van de nationale consumptieprijsindex.

(2) Driemaands rente op de Belgische interbancaire markt tot en met december 1998 (Bibor). Vanaf 1999 Euribor op drie maanden.

(3) Rendement op de als referentie geldende Belgische tienjaars overheidslening.

Terwijl de rentecurve aan het begin van de financiële crisis nagenoeg vlak was geworden, met een gering of zelfs een negatief verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente, heeft de versoepeling van het monetair beleid vanaf eind 2008 opnieuw geleid tot een positieve rentestructuur, waarbij de rentevoet toeneemt met de looptijd. In 2010 liep het verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente op tot ongeveer 3 procentpunt, terwijl het verschil sinds 1970 gemiddeld 0,9 procentpunt bedraagt.

Dat renteverschuif speelt mogelijk een rol bij de financiële beslissingen van de particulieren. De vorm van de rentecurve kan immers als informatiebron voor toekomstige macro-economische ontwikkelingen worden beschouwd, naargelang van de theorie die ter verklaring van de rentestructuur wordt gehanteerd:

- de theorie van de liquiditeitspremie: financiële middelen op langere termijn vastleggen, houdt een liquiditeitsrisico in waarvoor beleggers in de markt een premie vragen. Een steile rentecurve is dus het normale patroon;
- de theorie van de marktsegmentatie (of de theorie van de «*preferred habitat*»): vraag en aanbod in het korte en het lange segment zijn grotendeels onafhankelijk; de overeenkomstige instrumenten zijn dus niet substitueerbaar. In elk segment wordt een specifieke evenwichtsrente gevormd. Aangenomen wordt dat de meeste beleggers een duidelijke liquiditeitsvoorkeur hebben. Dit leidt tot een hoge vraag naar

- (en prijs voor) korte instrumenten, die dan ook een lage vergoeding opleveren. Bepaalde beleggers – verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen – kunnen daarentegen in bepaalde periodes een duidelijke vraag naar zeer lange instrumenten (bv. obligaties op 30 jaar) uitoefenen en zo de rente op deze instrumenten drukken;
- de theorie van de renteverwachtingen: volgens deze theorie zijn instrumenten met een verschillende looptijd perfect substitueerbaar, waardoor het rendement van een langlopende belegging de resultante zou zijn van opeenvolgende kortetermijnbeleggingen. De langetermijnrente zou aldus als een gemiddelde kunnen worden beschouwd van de huidige en toekomstige rentetarieven op korte termijn.

Op grond van deze laatste theorie zou een steile rentecurve – zoals in 2010 – op stijgende renteverwachtingen wijzen; een vlakke en een inverse rentecurve (met een korte rente die hoger is dan de lange rente) zouden wijzen op respectievelijk stabiele en dalende verwachtingen.

2. Totale financiële operaties van de Belgische particulieren: verloop en determinanten

De lage rentevergoeding, zowel in nominale als in reële termen, heeft de particulieren er niet van weerhouden een aanzienlijke hoeveelheid nieuwe financiële activa te

TABEL 1 NIET-FINANCIËLE EN FINANCIËLE REKENING VAN DE PARTICULIEREN
(in % bbp, brutogegevens, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008	2009	2010
Niet-financiële rekening					
1. Bruto beschikbaar inkomen ⁽¹⁾	61,0	61,0	62,5	64,2	63,1
2. Consumptieve bestedingen	51,3	51,0	51,9	52,4	52,4
3. Brutobesparingen (1 – 2) ⁽¹⁾	9,7	10,0	10,6	11,7	10,7
<i>p.m. Spaarquote (in % van het bruto beschikbaar inkomen)</i>	15,9	16,4	17,0	18,3	16,9
4. Brutokapitaalvorming	6,9	7,0	7,1	6,5	6,5
5. Financieringssaldo (3 – 4)	2,8	3,0	3,5	5,2	4,2
Financiële rekening					
1. Vorming van financiële activa	5,9	7,1	6,6	9,9	9,7
2. Nieuwe financiële verplichtingen	3,8	4,3	4,0	2,9	3,7
3. Financieel saldo (1 – 2) ⁽²⁾	2,1	2,9	2,6	7,0	6,0

Bronnen: INR, NBB.

(1) Met inbegrip van de wijziging in de rechten van de particulieren op de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

(2) Het saldo van de financiële rekening van de particulieren stemt niet overeen met het financieringssaldo zoals dat wordt opgetekend in de niet-financiële rekening. Dat komt door verschillen tussen het tijdstip waarop de transacties in de beide rekeningen worden geregistreerd, statistische aanpassingen en vergissingen en weglatingen.

verwerven. In 2010 vormden de particulieren voor een recordbedrag van € 34,2 miljard financiële activa, tegen € 33,6 miljard in 2009. De financiële verplichtingen, van hun kant, stegen met € 12,9 miljard, dat is een versnelling ten opzichte van 2009, toen ze met € 10 miljard waren toegenomen. Deze ontwikkelingen vertaalden zich in een financieel overschot of in de vorming van netto financiële activa ten belope van € 21,3 miljard in 2010, tegen € 23,6 miljard in 2009.

Conceptueel stemt de vorming van netto financiële activa overeen met het financieringssaldo van de niet-financiële rekening van de particulieren. Dat saldo is de resultante van, enerzijds, de brutobesparingen (bruto beschikbaar inkomen min consumptieve bestedingen) en, anderzijds, de brutokapitaalvorming, die hoofdzakelijk de investeringen van de huishoudens in nieuwbouw of in de renovatie van bestaande woningen omvat. Hoewel het financieringssaldo van de huishoudens in 2010 minder positief uitviel dan in 2009, bleef het dicht bij het gemiddelde van de laatste tien jaar (4,2 %), wat hoofdzakelijk kan worden toegeschreven aan een sterke spaarneiging van de particulieren tijdens de periode 2009-2010. Voorts werd het financieringssaldo van de particulieren ook ondersteund door een afname van hun brutokapitaalvorming.

De vorming van netto financiële activa hangt dus nauw samen met het spaar- en investeringsgedrag van de particulieren. In het kader van dit artikel wordt daarbij de rol van de rente nagegaan. Het lijkt aannemelijk dat een rentestijging, ceteris paribus, door de hogere vergoeding de brutobesparingen zal opvoeren en wegens de hogere kosten de brutokapitaalvorming zal afremmen, wat een positieve relatie impliceert tussen de rente en de vorming van netto financiële activa. Aangezien gedurende de jaren 2009-2010 precies een negatief verband werd waargenomen, namelijk een daling van de rente en een sterke uitbreiding van de netto financiële activa, is een nadere toelichting nodig van de determinanten van het spaar- en investeringsgedrag van de particulieren tijdens de recente periode.

2.1 Brutobesparingen

In de economische literatuur krijgt de rente – die vaak in reële termen wordt gespecificeerd – slechts een zeer bescheiden rol toebedeeld als determinant van het spaarvolume. Daar zijn twee grote redenen voor. Enerzijds is de invloed van de rente op het spaargedrag ambigu, aangezien zich theoretisch tegengestelde effecten laten gelden. Anderzijds wordt het spaargedrag behalve door de rente nog door tal van andere factoren bepaald.

De impact van de (reële) rente op het spaarvolume is onduidelijk. Theoretisch bestaan er immers verschillende effecten, zoals substitutie-, inkomens- en waarderingseffecten, die elkaar kunnen opheffen:

- een toename van de rente zou de consumenten die een intertemporele optimalisatie van hun consumptie nastreven, ertoe aanzetten de consumptie uit te stellen en dus meer te sparen, omdat ze dan later voor een hoger bedrag kunnen consumeren. Er vindt met andere woorden een substitutie in de tijd plaats, met een positief effect van de rente op het sparen;
- voorts leidt een hogere rente tot een inkomenseffect, althans voor de huishoudens die over een positief netto financieel vermogen beschikken, zoals dit in België voor de hele sector het geval is. Een hogere rente verhoogt dan immers het inkomen uit vermogen, wat het sparen vermindert dat nodig is om de toekomstige consumptie te financieren;
- ten slotte brengt een hogere rente ook waarderingseffecten teweeg: vastrentende waarden en wellicht ook aandelen nemen in waarde af, wat consumenten ertoe kan aanzetten hun consumptie terug te schroeven en meer te sparen, teneinde hun vermogen te herstellen.

Wat de andere determinanten van het spaargedrag betreft, bestaat er in de eerste plaats een positief verband tussen het beschikbaar inkomen en het spaarvolume. Besparingen vormen immers dat deel van het inkomen dat niet wordt geconsumeerd. Naast het huidig beschikbaar inkomen spelen echter ook verwachtingen ten aanzien van het inkomen een rol. Zo zouden volgens de permanente-inkomenshypothese (Friedman, 1957) de consumptieve bestedingen worden afgestemd op het gemiddeld of «permanent» inkomen over de hele levensduur, waarbij het sparen een bufferrol vervult. Positieve afwijkingen van het beschikbaar inkomen ten opzichte van het permanent inkomen zouden het sparen doen toenemen, terwijl negatieve afwijkingen tot ontsparingen zouden leiden. Aangezien het inkomen gedurende de levensloop sterk kan variëren, spelen demografische factoren in de zogenoemde levenscyclushypothese (Ando en Modigliani, 1963) een doorslaggevende rol als spaardeterminant. Jonge huishoudens zouden aan het begin van hun loopbaan ontsparen omdat hun inkomen relatief laag is en zij aanzienlijke uitgaven dienen te financieren voor huisvesting en het verwerven van duurzame consumptiegoederen. In de loop van het beroepsleven worden financiële activa opgebouwd waarop dan later, na de pensionering, weer kan worden ingeteerd.

Naast de rente en het inkomen vallen als overige determinanten van het spaargedrag onder meer nog te vermelden:

- vermogenseffecten: waardestijgingen van het roerend en onroerend vermogen verminderen de noodzaak tot sparen uit het arbeidsinkomen om eenzelfde vermogen op te bouwen;
- de kwaliteit van de sociale zekerheid en meer in het bijzonder de pensioenvoorzieningen. Twijfels hierover kunnen leiden tot voorzorgssparen;
- rationele verwachtingen ten aanzien van de toekomstige belastingdruk. Oplopende overheidstekorten doen de vrees voor toekomstige belastingverhogingen ontstaan en zetten de particulieren aldus aan tot hogere besparingen. Dit is de zogenoemde Ricardiaanse equivalentie (Barro, 1974), op grond waarvan veranderingen in de besparingen van de overheidssector

- tegengestelde fluctuaties in de besparingen van de private sector veroorzaken;
- de financiële liberalisatie. Een verbeterde toegang tot consumentenkrediet en hypothecaire leningen vermindert het sparen doordat er meer financieringsmiddelen beschikbaar zijn.

De meeste empirische studies wijzen op een positief maar niet-significant verband tussen de rente en het spaargedrag⁽¹⁾. Op basis van een eenvoudige correlatie wordt in België eveneens een zwak positief verband vastgesteld tussen de (nominale) langetermijnrente en de spaarquote.

(1) Voor een overzicht zie Loayza, Schmidt-Hebbel en Servén (2000).

GRAFIEK 2 SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN EN DETERMINANTEN



Bron: NBB.

(1) In % van het bruto beschikbaar inkomen. Brutogegevens, voortschrijdend gemiddelde over vier kwartalen.

(2) In % bbp.

(3) Saldo van, enerzijds, het percentage consumenten dat een toename van de werkloosheid verwacht en, anderzijds, het percentage dat een daling verwacht in de maandelijkse enquête naar het consumentenvertrouwen.

(4) Uit de nationale financiële rekeningen afgeleide schuldratio, die wordt berekend als het totaal van de leningen en de door de overheid uitgegeven effecten met uitzondering van aandelen, in % bbp.

Die relatie werd door de financiële crisis echter abrupt doorbroken. De verhoogde spaarneiging in 2009 en 2010 deed zich immers voor tegen de achtergrond van een algemene rentedaling.

Het effect van de rente op het spaargedrag lijkt dan ook te zijn overstemd door een veelvoud aan andere determinanten die tijdens de crisis op de voorgrond traden, waaronder de daling van het financieel vermogen van de huishoudens (vermogeneffect), de toegenomen onzekerheid over de werkgelegenheidsvooruitzichten (voorzorgsparen) en de verslechtering van de overheidsfinanciën (rationele verwachtingen).

Het verhoogde spaargedrag sinds de financiële crisis lijkt allereerst te kunnen worden toegeschreven aan de ontwikkeling van het financieel vermogen van de huishoudens. Als gevolg van de beursmalaise en de spanningen op de financiële markten liep het bruto financieel vermogen van de particulieren tussen medio 2007 en eind 2008 terug met € 71 miljard, namelijk van € 860 tot € 789 miljard. Tegelijkertijd nam de spaarquote toe, wat er kan op wijzen dat de particulieren het vermogensverlies probeerden op te vangen door een grotere spaarneiging. Mede door het herstel van de beurskoersen en de grotere spaarinspanning, herstelde het bruto financieel vermogen zich en kwam het eind 2010 op € 918 miljard uit, een niveau dat uitgedrukt in procenten bbp (260%) nagenoeg overeenstemt met dat van vóór de financiële crisis. Mogelijk hebben die vermogenswinsten dan weer aanleiding gegeven tot een afname van de spaarquote en dus tot een stijgende consumptie.

De hogere spaarneiging sinds de financiële crisis kan voorts ook worden verklaard door de grotere economische onzekerheid, in het bijzonder over de situatie op de arbeidsmarkt. Dit verband kan worden geïllustreerd aan de hand van de deelindicator uit de enquête naar het consumentenvertrouwen die peilt naar de verwachtingen van de particulieren ten aanzien van het werkloosheidsverloop gedurende de volgende twaalf maanden. Een stijging van de indicator wijst erop dat de particulieren hun toekomstige inkomenssituatie slechter inschatten en aldus meer trachten te sparen uit voorzorg om een eventuele daling van hun inkomen te kunnen opvangen. De verslechtering van deze indicator ging gepaard met een toename van de spaarquote. In 2010 werden de huishoudens evenwel veel minder pessimistisch, wat mede de daling van de spaarquote kan verklaren.

In België wordt ook een positieve correlatie vastgesteld tussen het spaargedrag van de particulieren en de schuldratio van de overheid. Hoe hoger de schuldratio van de overheid, hoe groter de spaarneiging van de particulieren.

Wanneer de begrotingstekorten hoog oplopen, houden de huishoudens er immers rekening mee dat de belastingen in de toekomst zullen moeten worden opgetrokken of dat de sociale uitkeringen moeten worden beperkt. De particulieren anticiperen daarom op een minder snelle groei van hun toekomstig beschikbaar inkomen, door hun consumptie af te remmen en meer te sparen. De uitgesproken verslechtering van de financiële positie van de overheid als gevolg van de financiële crisis lijkt dus ook te hebben bijgedragen tot een verhoogde spaarneiging van de particulieren.

Samenvattend, kan worden gesteld dat de rente tijdens de recente periode slechts een beperkte impact heeft gehad op het totale spaarvolume van de Belgische particulieren. Het verhoogde spaargedrag van de particulieren en de daarmee samenhangende opbouw van netto financiële activa gedurende de periode 2009-2010 lijken voor een groot deel te kunnen worden toegeschreven aan de economische onzekerheid als gevolg van de financiële crisis.

2.2 Brutokapitaalvorming

De brutokapitaalvorming wordt doorgaans gesteund door een lage rente (cf. het gestegen beroep op hypothecair krediet dat in deel 4 van dit artikel wordt geanalyseerd), met tot gevolg een eventuele daling van het financieringssaldo en derhalve een geringere vorming van netto financiële activa. Ook hiervoor lijkt het effect van de rente tijdens de financiële crisis echter niet te hebben opgewogen tegen het onzekere economische klimaat: ondanks de rentedaling nam de brutokapitaalvorming immers af van 7,1% bbp in 2008 tot 6,5% in 2010. Dit had een gunstige invloed op het financieringssaldo, wat dan ook tot uiting komt in het saldo van de financiële rekening van de particulieren.

3. Vorming van financiële activa door particulieren in België

De portefeuillekeuzen van de particulieren vloeien voort uit de afwegingen die deze laatsten maken tussen verschillende beschikbare financiële activa. Die afwegingen zijn afhankelijk van de aangeboden rendementen en van de risicoaversie. Deze twee basiscriteria kunnen worden aangevuld met andere factoren, zoals de invloed van de belastingen en van de reglementaire kenmerken. Voorts kan het gedrag van de particulieren mettertijd ook veranderen en zich aanpassen, bijvoorbeeld aan het verloop van de innovaties ten gevolge van de deregulering van de financiële markten, of aan de opkomst van nieuwe communicatiemethoden, alsook aan de ontwikkeling van

nieuwe financiële producten (bv. ICBE's of verzekeringsproducten) (Artus et al., 1991; Ricart, 1994). Rekening houdend met al die factoren, maken de particulieren een keuze tussen activa met een beperkt risico (bankbiljetten en deposito's, gereguleerde spaarmiddelen, tegen de geldmarktrente vergoede beleggingen en obligaties) en activa met een hoog risico (aandelen en ICBE's in aandelen, bepaalde verzekeringsproducten, in valuta luidende activa), alsook tussen kortlopende activa (bankbiljetten en deposito's, spaardeposito's, kortlopende termijndeposito's en effecten) en langlopende activa (langlopende termijndeposito's en effecten, aandelen, verzekeringsproducten).

De bedoeling van dit deel bestaat erin aan de hand van de gegevens uit de financiële rekeningen van de Belgische particulieren specifiek te onderzoeken welke invloed de rentetarieven uitoefenen op de portefeuillekeuzen van de huishoudens, met name tijdens de recente periode waarin de rente relatief laag was.

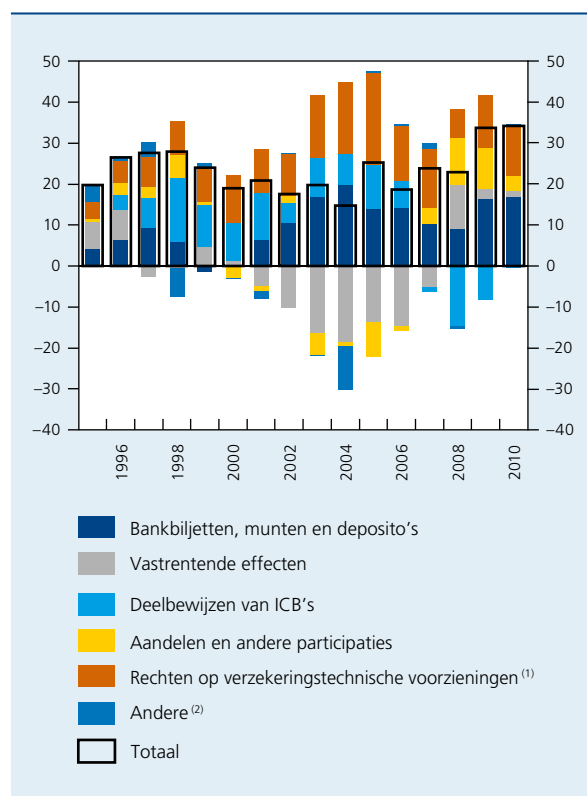
Door de nieuwe, in de loop van de tijd door de particulieren gevormde financiële activa uit te splitsen naar instrument, kunnen de markante ontwikkelingen van de laatste jaren worden geschetst. Deze bewegingen kunnen vervolgens worden getoetst aan het verloop van de als referentie gehanteerde rentetarieven die op de beschreven activa van toepassing zijn, teneinde een eventuele invloed van de rente op de investeringskeuzen van de particulieren te achterhalen.

3.1 Vorming van financiële activa: uitsplitsing naar instrument

In de loop van 2009 en 2010 worden omvangrijke spaartegoeden aangelegd in de vorm van bankbiljetten, munten en deposito's. De voorliefde van de particulieren voor met name spaardeposito's kan worden verklaard door de aan dit type van instrument verbonden voordelen, namelijk de liquiditeit, die op prijs wordt gesteld in een periode van onzekerheid, de vrijstelling van roerende voorheffing en de depositogarantie. Deze kenmerken maken van het spaardeposito een nagenoeg risicovrij instrument. Bovendien is het recente succes van de spaardeposito's ook toe te schrijven aan de tanende belangstelling van de particulieren voor langlopende effecten, onder meer als gevolg van de rentedaling voor dit type van instrument. In 2010 vormden de particulieren voor € 16,9 miljard aan spaargelden in de vorm van bankbiljetten, muntstukken en deposito's, tegen 16,3 miljard in 2009. Het spaardeposito is derhalve het favoriete instrument van de huishoudens, dat hun de gewenste flexibiliteit biedt in afwachting van meer renderende alternatieven.

GRAFIEK 3 VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN

(in € miljard)



Bron: NBB.

- (1) Deze rubriek omvat voornamelijk de nettorechten van de huishoudens van de technische voorzieningen van levensverzekeringen en op de pensioenfondsen of de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.
- (2) Andere te ontvangen rekeningen in de betekenis van het ESR 95, namelijk de handelskredieten en verschillende activa op de overheid en op de financiële instellingen, waaronder de verlopen en niet-vervallen rente.

De particulieren keerden zich van 2001 tot 2007 langdurig af van vastrentende effecten, voornamelijk als gevolg van het aanhoudend zwakke langetermijnrendement op dit type van beleggingen, alsook van de desinvestering voor in het buitenland aangehouden effecten als gevolg van de Europese veranderingen in de belastingen op inkomsten uit spaargelden. Vastrentende effecten kunnen worden aangekocht wanneer de particulieren wantrouwen koesteren tegenover de aandelenmarkten. Zo waren deze markten in 2008 zeer volatiel geworden, wat een verschuiving naar vluchtwaarden in de hand werkte. Deze ontwikkeling is echter tijdelijk, want indien alle beleggers zo handelen, veroorzaakt dit een stijging van de koersen en een daling van de rendementen op die instrumenten, waardoor ze minder aantrekkelijk worden. Zo kochten de particulieren in 2010 nog slechts voor € 1,7 miljard vastrentende effecten aan, tegen 2,7 miljard in 2009.

Het verloop van de deelbewijzen van ICB's vloeit onder meer voort uit de beslissingen op fiscaal vlak alsook uit de ontwikkelingen op de beursmarkten. In 2008 en 2009 hadden de particulieren netto deelbewijzen van ICB's verkocht als gevolg van de instorting van de beursmarkten en de fiscale maatregelen die specifiek betrekking hadden op de obligatiefondsen en bepaalde gemengde fondsen waarvan de opbrengsten worden gekapitaliseerd. Deze ontwikkeling werd in 2010 getemperd, aangezien de particulieren netto voor € 0,4 miljard deelbewijzen van ICB's verkochten, tegen 8,1 miljard in 2009.

De afgelopen jaren hebben de particulieren nettobeleggingen verricht bij de verzekeringsmaatschappijen en de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening. De aldus gevormde spaargelden vertegenwoordigen thans een groot gedeelte van de financiële activa van de particulieren. De laatste twee jaar hebben sommige producten met een gewaarborgd rendement (die van tak 21) wellicht profijt getrokken van de hoge contractuele rentetarieven en konden ze zich dan ook onderscheiden van de vastrentende effecten, waarvan de vergoeding zich aan de markt conformeert. In 2010 verhoogden de particulieren hun rechten op de verzekeringstechnische voorzieningen met € 12,5 miljard, een bedrag dat vergelijkbaar was met dat van het voorgaande jaar, namelijk € 12,7 miljard.

De aandelen en andere participaties vormen zeker een belangrijk activum in de portefeuille van de particulieren. De financiële rekeningen geven echter niet de transacties op de secundaire markten weer, maar registreren wel de nieuwe aandelenemissies (vooral van de niet-genoteerde aandelen) en de bewegingen met het buitenland aan de hand van de gegevens van de betalingsbalans. Aangezien het renteverloop blijkbaar niet doorslaggevend is voor de aan- of verkopen van aandelen door particulieren (ze zijn vooral afhankelijk van het verloop van de beurskoersen en van de winstvooruitzichten), zullen de transacties in aandelen en andere participaties in het vervolg van dit artikel derhalve niet nader worden besproken.

3.2 Invloed van de rentetarieven op de vorming van activa

Om de invloed van de rentetarieven op de vorming van financiële activa door de particulieren te bepalen, wordt een overzicht gegeven van de verschillende instrumenten, in het licht van het verloop van de overeenkomstige rentetarieven. Achtereenvolgens zal aandacht worden besteed aan de niet-risicodragende kortlopende en langlopende activa, het bezit van chartaal geld en zichtdeposito's, de gereglementeerde spaardeposito's en de termijndeposito's en, ten slotte, de verzekeringsproducten.

3.2.1 Niet-risicodragende kortlopende en langlopende activa

De voorkeur van de particulieren voor kortlopende en langlopende activa lijkt voor een deel verband te houden met het renteverloop. De aankoop van vastrentende financiële activa op lange termijn wordt blijkbaar vooral beïnvloed door het niveau van de lange rentetarieven: de nettoaankopen zijn omvangrijker tijdens periodes waarin de lange rente vrij hoog is of wanneer de rentecyclus een neerwaartse fase heeft ingezet. Zo investeerden de particulieren in 1995 en 1996 vooral in langlopende activa, een situatie die zich eind 2008 en begin 2009 herhaalde.

Daarentegen bestaat er een duidelijke voorkeur voor kortlopende beleggingen tijdens periodes met een lage lange rente en waarin geen rentedaling wordt verwacht. Zo worden de jaren 2002 tot 2006 gekenmerkt door desinvesteringen voor langlopende effecten, weliswaar ook voor een deel om fiscale redenen (zie hierboven).

De rentecurve kan een aanvullende invloed uitoefenen. Zo hebben de particulieren hun kortlopende activa teruggeschroefd gedurende de enkele periodes met een neerwaartse of omgekeerde rentecurve, aangezien ze dan een daling van de langetermijnrendementen verwachtten. Dit was het geval in 2000, in 2007 en in 2008. Daarna, toen deze verwachtingen werden bewaarheid, ontstond een situatie met een lage rente zonder dat een nieuwe rentedaling werd verwacht, wat een gunstig klimaat was voor kortlopende beleggingen.

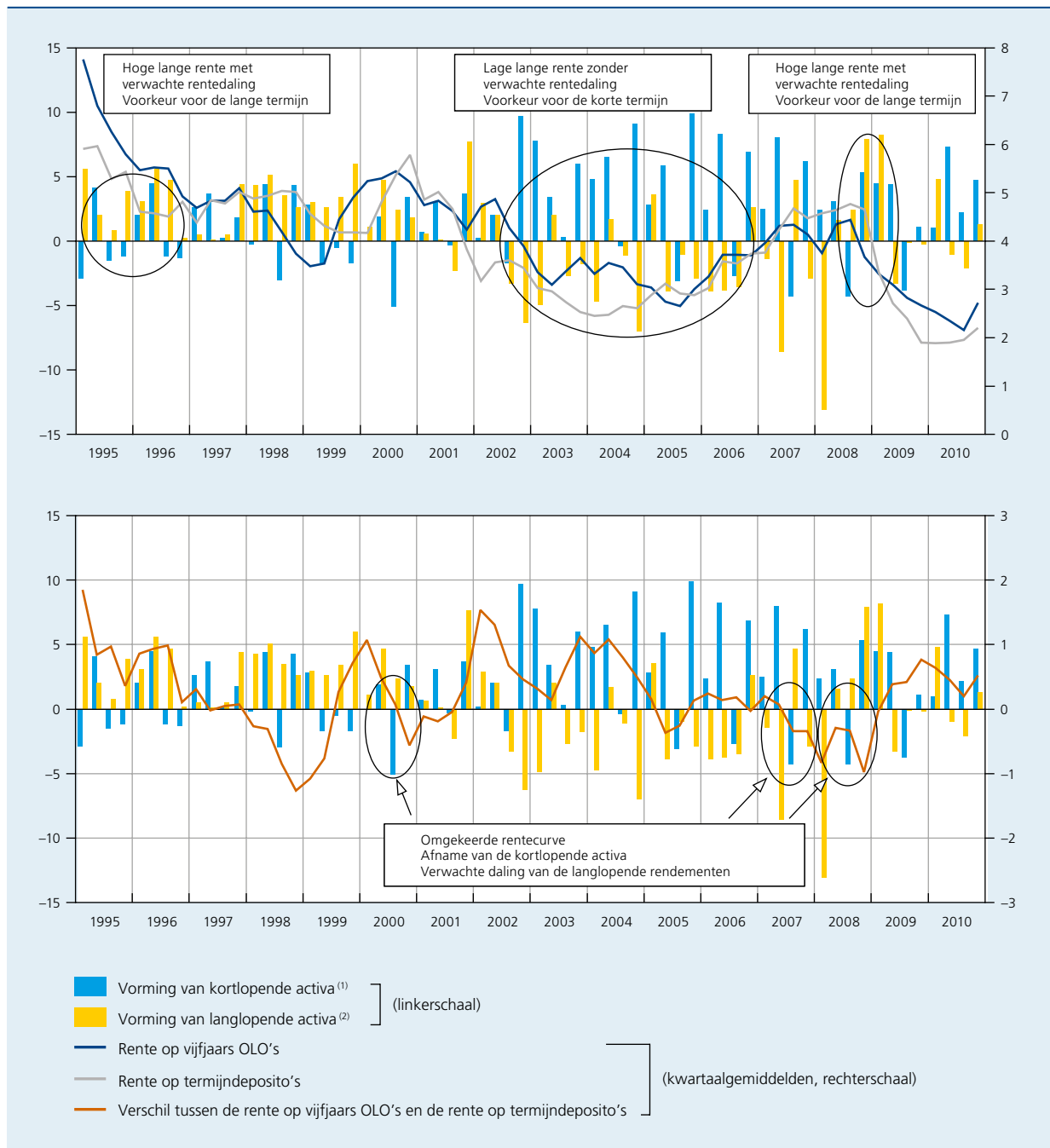
3.2.2 Het aanhouden van chartaal geld en zichtdeposito's

In theorie zou het aanhouden van bankbiljetten, munten en zichtdeposito's moeten afhangen van het verschil tussen de rentevergoeding op kortlopende deposito's (drie maanden) en die op zichtdeposito's. Dit verschil weerspiegelt de opportuniteitskosten van de kasmiddelen die ofwel niet worden vergoed (chartaal geld), ofwel worden vergoed tegen een lage geadministreerde rente die nauwelijks de marktrente volgt. Hoe groter en positiever dit verschil uitvalt, hoe minder de particulieren dus zouden worden gestimuleerd om financiële activa aan te houden in de vorm van bankbiljetten, munten en zichtdeposito's.

Hoewel het verband tussen de twee variabelen niet sterk lijkt, wordt bij de particulieren toch een neiging vastgesteld om meer bankbiljetten, munten en zichtdeposito's aan te houden wanneer het verschil tussen de rente op driemaands termijndeposito's en die op zichtdeposito's beperkt is. Dit was onder meer het geval tussen 2003 en 2010.

GRAFIEK 4 VORMING VAN NIET-RISICODRAGENDE FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN EN RENDEMENT OP KORTE EN LANGE TERMIJN

(in € miljard, tenzij anders vermeld)



Bron : NBB.

(1) De niet-risicodragende kortlopende activa omvatten de beleggingen in chartaal geld, in deposito's en effecten op ten hoogste één jaar en in monetaire ICB's.
(2) De niet-risicodragende langlopende activa omvatten de beleggingen in deposito's en effecten op meer dan één jaar en in niet-monetaire ICB's.

In 2010 namen de door de particulieren aangelegde spaargelden in de vorm van zichtdeposito's en chartaal geld met € 2,7 miljard toe, tegen met € 5 miljard in 2009.

3.2.3 Gereguleerde spaardeposito's en termijndeposito's

Daarentegen blijkt uit de beschikbare gegevens dat de keuze van de particulieren tussen gereguleerde

spaardeposito's of termijndeposito's gevoeliger is voor de rente.

De door de particulieren op gereguleerde spaarrekeningen ingelegde bedragen zijn vanaf eind 2008 aanzienlijk gegroeid. In de loop van 2009 en 2010 gaven de gereguleerde spaardeposito's van de particulieren een toestroom van respectievelijk € 32,9 en 20,9 miljard te zien, waardoor het uitstaande bedrag ervan een historisch hoog peil bereikte. Terzelfder tijd vloeide uit termijndeposito's in 2009 en 2010 netto respectievelijk € 21,6 en 6,7 miljard weg.

Een belangrijke oorzaak van die verschuivingen is de daling van de opportuniteitskosten verbonden aan de beleggingen in spaardeposito's. Het verschil tussen de rente op termijndeposito's⁽¹⁾ en die op spaardeposito's, dat midden 2008 nog 1,3% bedroeg, is immers vanaf het einde van datzelfde jaar sterk verkleind. Aangezien de op termijndeposito's aangeboden rente nauwer aansluit bij de marktrente dan die op spaardeposito's, heeft ze sneller de daling van de centrale beleidsrente van het

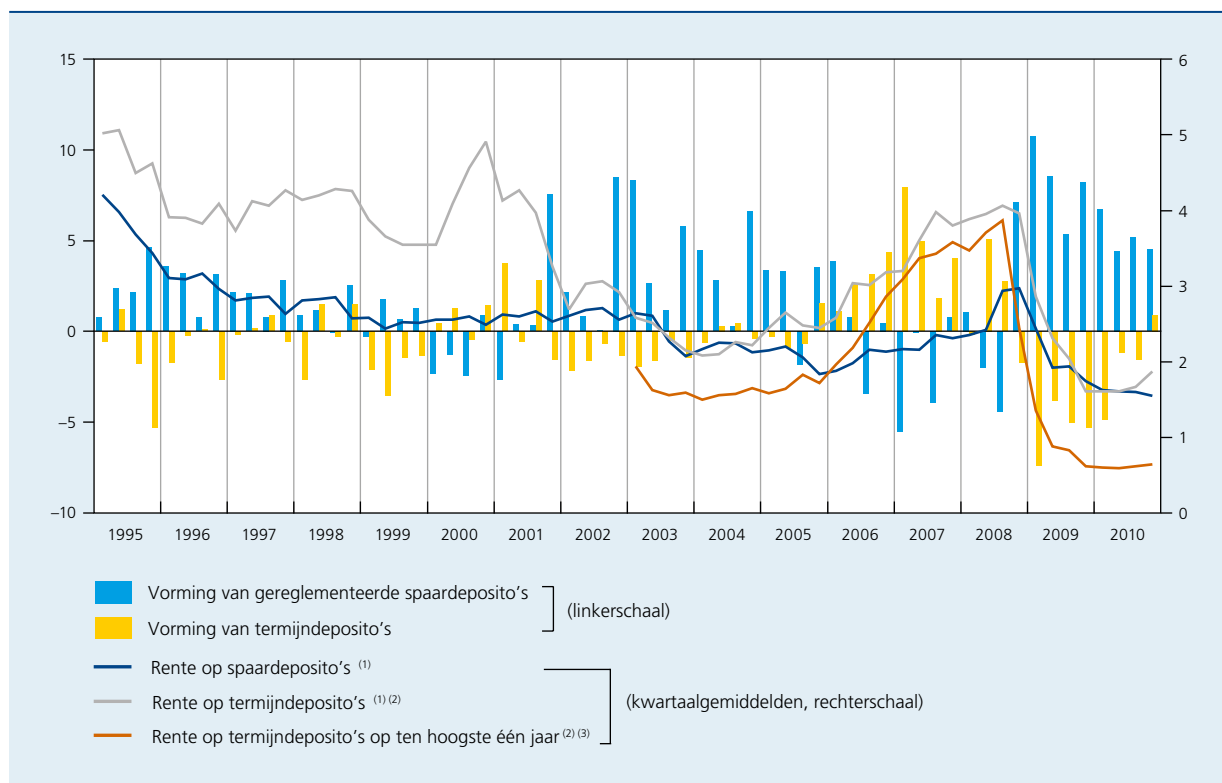
Eurostelsel en van de interbancaire rente gevolgd. Sinds eind 2008 was het verschil tussen de rente op termijndeposito's – na aftrek van de roerende voorheffing – en die op niet aan voorheffing onderhevige spaardeposito's negatief geworden. In maart 2011 bedroeg het nog steeds –81 basispunten. Tegen deze achtergrond trekt het gereguleerde spaardeposito volop profijt van zijn hoge liquiditeit, die de voorkeur van de beleggers geniet in een klimaat van zeer grote onzekerheid.

3.2.4 Investerings in verzekeringsproducten

Het naar tegenpartij uitgesplitste financieel vermogen van de particulieren vertoont een duidelijke tendens: het marktaandeel van de verzekeringsmaatschappijen en van de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening in de aangetrokken spaargelden – dat medio jaren

(1) Men heeft de rentevoet op de nieuwe termijndeposito's van de huishoudens hier beschouwd zoals die voortvloeit uit de MIR-enquêtes. De impliciete rente wordt immers berekend op het geheel van de termijndeposito's met inbegrip van die van de niet-financiële vennootschappen, en is dus minder geschikt voor onze analyse.

GRAFIEK 5 GEREGLIMENTEERDE SPAARMIDDELEN, TERMIJNDEPOSITO'S EN RENTEVERLOOP
(kwartaalgegevens, in € miljard, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

(1) Impliciete rente zoals afgeleid uit de resultatenrekeningen van de kredietinstellingen.

(2) Na aftrek van de roerende voorheffing van 15%.

(3) Rente op nieuwe deposito's van de huishoudens volgens de MIR-enquêtes.

negentig nog bescheiden was – is de laatste vijftien jaar zeer gestaag toegenomen. Eind 2010 beliepen de bij deze instellingen ingelegde tegoeden een vierde van de portefeuille financiële activa van de Belgische huishoudens, tegen een tiende in 1995.

In 2009 en 2010 legden de huishoudens spaartegoeden in de vorm van verzekeringsproducten aan ten belope van een bedrag op jaarbasis van nagenoeg € 13 miljard. Een groot deel van deze producten, vooral die van tak 21 met een gewaarborgd rendement, trok profijt van de in het verleden vastgelegde contractuele rentetarieven, die hoger lagen dan de momenteel geldende rentetarieven op lange termijn (cf. punt 3.2.2. van het Verslag 2010 van de NBB). Ze weken derhalve af van de vastrentende effecten, waarvan de vergoeding zich aan de markt conformeert. Dit verschil verklaart deels waarom die producten de afgelopen jaren zoveel succes hebben geogenst.

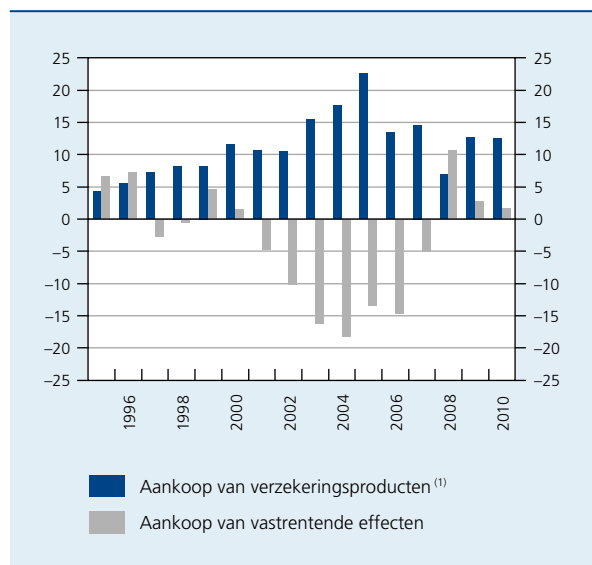
Derhalve hebben de particulieren de laatste jaren wellicht het aanhouden van verzekeringsproducten afgewogen tegen het aanhouden van vastrentende effecten. Terwijl de nieuwe beleggingen in verzekeringsproducten – waarop hogere en contractueel vastgelegde rentetarieven van toepassing zijn – gestaag groeiden, verkochten de particulieren netto vastrentende effecten waarvan de rente het verloop van de marktrente volgt.

4. Nieuwe financiële verplichtingen van de particulieren in België

De hypothecaire kredietverlening maakt het leeuwendeel uit van de financiële verplichtingen van de huishoudens en is sinds 2005 trouwens fors gestegen. Aangezien de omvang van de andere kredieten – onder meer het consumentenkrediet – verhoudingsgewijs gering is, zal de analyse van de invloed van de rentetarieven op de schuldenlast van de huishoudens derhalve beperkt blijven tot het woonkrediet. Blijkbaar is de rente een van de belangrijkste determinanten van het algemene verloop van de hypothecaire kredietverlening. Het rentepeil vormt ook een essentiële factor bij de keuze van het krediettype. Beide invloeden zullen in dit deel achtereenvolgens worden besproken.

Om die verbanden te verduidelijken, wordt gebruik gemaakt van de statistieken van de Beroepsvereniging van het Krediet (BVK). Deze bevatten maandgegevens over het volume, het aantal en het gemiddelde bedrag van de aangegane leningen, uitgesplitst naar het doel van de lening (bv. aankoop, bouw) en het rentetype dat eraan verbonden is (vast of variabel). Naast hun detailniveau hebben die statistieken een tweede voordeel ten opzichte van de gegevens uit de financiële rekeningen van België: ze blijven beperkt tot de brutostromen van de nieuwe verstrekte kredieten, zonder de gelijktijdige terugbetalingen af te trekken.

GRAFIEK 6 AANKOOP VAN VASTRENTENDE EFFECTEN EN VERZEKERINGSPRODUCTEN
(in € miljard)



Bron: NBB.

(1) Vooral nettorechten van de huishoudens op de levensverzekeringstechnische voorzieningen en op de pensioenfondsen of instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

4.1 Algemene ontwikkeling

Het rentepeil heeft zowel een directe als een indirecte weerslag op het woonkrediet.

4.1.1 Direct effect

Meteen kan het mechanisme van de herfinancieringen worden onderscheiden: herfinancieringen zijn niets anders dan verlengingen van bestaande kredieten tegen voordeliger voorwaarden. Ze zijn per definitie uiterst gevoelig voor het renteverloop. Nochtans leidde het historisch lage rentepeil gedurende heel 2010 niet tot uitzonderlijke herfinancieringen: een deel van de lopende hypothecaire kredieten was immers reeds vooraf herzien. Zo vonden in 2005 massale herfinancieringen van bestaande kredieten plaats, onder impuls van reeds zeer lage rentetarieven op woonkredieten.

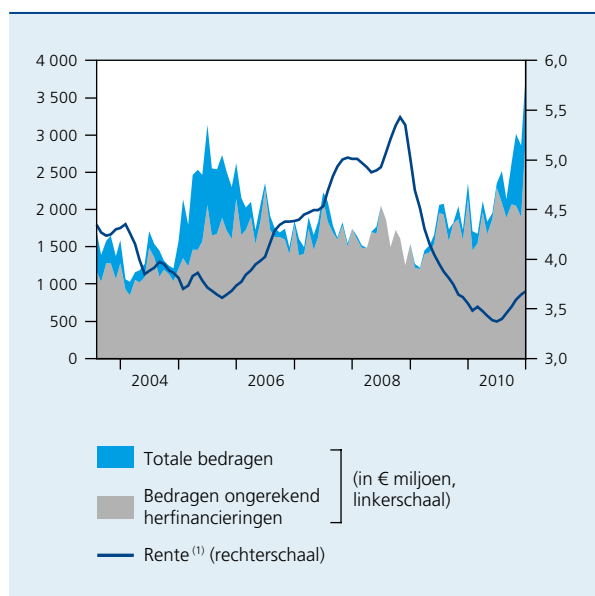
Hoewel de herfinancieringen het ontstaan van nieuwe kredieten sterk beïnvloeden, sorteren ze geen effect op het niveau van de schuldenlast van de huishoudens. De rest van de analyse spitst zich dan ook toe op de

nieuwe kredieten ongerekend herfinancieringen. Na die aftrek blijft het totale volume van de verstrekte kredieten gevoelig voor het renteverloop. De kwartaalgegevens wijzen op een negatieve correlatie (-0,24 tijdens de periode vanaf medio 2003) tussen het rentepeil en het totaalbedrag van de in de loop van de maand verleende hypothecaire kredieten. Die verhouding resulteert uit de gecumuleerde doorwerking van de rente in twee factoren: het aantal verstrekte kredieten en het gemiddelde bedrag ervan.

Van die twee factoren is hoofdzakelijk het aantal verstrekte kredieten bepalend voor de schommelingen van het totale volume. Het rentepeil beïnvloedt het aantal verstrekte kredieten op twee manieren:

- a) ten eerste maken lage rentetarieven het aantrekkelijker te kopen dan te huren. Om te kiezen tussen huren of kopen van een woning, vergelijken de huishoudens immers de huur met de kosten die aan een aankoop verbonden zijn. Deze kosten bestaan onder meer uit de rentelasten op de geleende waarde van het goed. Wanneer die lasten dalen, stijgt het aantal huishoudens die liever kopen dan huren;
- b) de verminderde rentelasten bieden de eigenaars ook een betere rentabiliteit op hun investering, waardoor

GRAFIEK 7 RECENT VERLOOP VAN DE HYPOTHECAIRE KREDIETVERLENING
(maandgemiddelden)



Bronnen: BVK, NBB.

(1) Gemiddelde van de rentetarieven toegepast op de belangrijkste categorieën van hypothecaire kredieten, gewogen aan de hand van de bedragen van de nieuwe leningen aangegaan in elk van deze categorieën.

TABEL 2 VOLUME, AANTAL EN GEMIDDELD BEDRAG VAN DE VERSTREKTE KREDIETEN

(tussen 2003 en 2010 opgetekend verloop van de seizoengezuiverde kwartaalgegevens)

	Volume	Aantal	Gemiddeld bedrag
Correlatiecoëfficiënt ⁽¹⁾ t.o.v. de rente ⁽²⁾	-0,24	-0,45	0,44
Verandering in de kredietverlening (in %)	+134	+86	+26

Bronnen: BVK, NBB.

(1) Berekend voor de periode tussen medio 2003 en eind 2010.

(2) Gemiddelde van de rentetarieven toegepast op de belangrijkste categorieën van hypothecaire kredieten, gewogen aan de hand van de bedragen van de nieuwe leningen aangegaan in elk van deze categorieën.

de afweging tussen financiële beleggingen en beleggingen in vastgoed voor deze laatste gunstiger uitvalt. Het hypothecair krediet wordt dan gebruikt als aanvulling op de eigen inbreng van de belegger.

De twee voornoemde mechanismen, die in dezelfde richting werken, worden bevestigd door een empirische analyse: de gegevens wijzen op een negatieve correlatie tussen de gemiddelde rente op hypothecaire leningen en het aantal verstrekte kredieten (-0,45 tijdens de periode vanaf medio 2003).

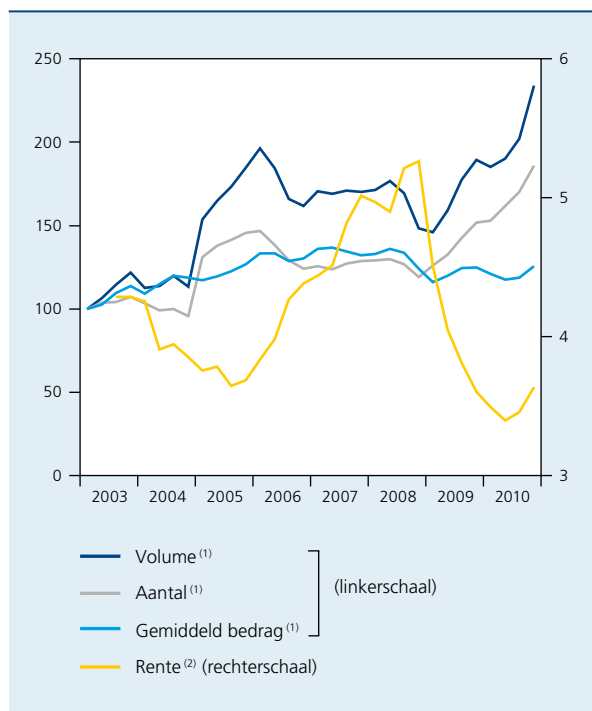
Het rentepeil heeft niet alleen een effect op het aantal verstrekte kredieten maar beïnvloedt ook potentieel het gemiddeld geleend bedrag. Er zijn meer bepaald twee mechanismen die in tegengestelde zin werken:

- a) een lage rente zet de huishoudens ertoe aan een groter bedrag te lenen voor een onveranderde maandelijkse afbetaling, waardoor ze hun eigen inbreng kunnen terugschroeven of zich een duurder onroerend goed kunnen aanschaffen;
- b) niettemin geldt de democratisering van de kredietverlening wellicht in eerste instantie voor kredietnemers die geïnteresseerd zijn in goederen waarvoor geen omvangrijke kredieten nodig zijn, wat het gemiddeld geleend bedrag wellicht zal doen teruglopen.

Uit de analyse van de gegevens blijkt echter dat het tweede effect sterker doorwerkt dan het eerste, aangezien de correlatie tussen de gemiddelde rentewaarden en de verstrekte kredieten positief is (0,44 tijdens de periode vanaf medio 2003, of 0,10 wanneer enkel de kredieten voor een aankoop in aanmerking worden genomen).

GRAFIEK 8 UITSPLITSING VAN HET VERLOOP NAAR VOLUME VAN DE VERSTREKTE HYPOTHECAIRE KREDIETEN

(kwartaalgemiddelden, indexcijfers 1^e kwartaal 2003 = 100, behalve voor de rente)



Bronnen: BVK, NBB.

(1) Seizoengezuiverde gegevens.

(2) Gemiddelde van de rentetarieven toegepast op de belangrijkste categorieën van hypothecaire kredieten, gewogen aan de hand van de bedragen van de nieuwe leningen aangegaan in elk van deze categorieën.

Een huishouden kan om verschillende redenen een hypothecair krediet afsluiten: nieuwbouw, aankoop van een bestaand goed, financiering van verbouwingswerkzaamheden, verwerving van een bouwgrond, enz. Het waren vooral de voor een aankoop op de secundaire markt toegekende leningen die zorgden voor de tijdens de afgelopen jaren opgetekende stijging van het totale kredietvolume. Het bedrag van deze leningen is tussen 2003 en 2010 vrijwel verdubbeld. Die kredieten financieren doorgaans transacties tussen particulieren onderling en geven noodzakelijkerwijs aanleiding tot de vorming van financiële activa voor een gelijk bedrag door de verkopers. Al met al wordt de algemene financiële situatie van de particulieren dus nauwelijks door die transacties beïnvloed.

De nominale rente wordt niet altijd volledig door de kredietnemer gedragen. Een belastingstelsel kan bijvoorbeeld de effectieve rentelast beïnvloeden. Hoewel sommige kredietnemers die kans dan aangrijpen om goedkoop krediet te verkrijgen, zouden andere hun project waarschijnlijk niet hebben kunnen uitvoeren zonder de steun van de overheid.

Zo zou de sterke toename van de woonkredieten in 2005 kunnen worden verklaard door het gunstiger fiscaal stelsel dat van toepassing is op de sedert dat jaar afgesloten kredieten. Het oude en complexe systeem van renteaftrek en belastingverlaging voor de aflossingen van kapitaal en verzekeringen werd toen vervangen door een eenvoudige basisaftrek per persoon, ongeacht het bedrag van de lening en de waarde van het verworven onroerend goed.

Bovendien heeft de invoering, vanaf 2009, van de groene kredieten met rentevergoeding onmiskenbaar de hypothecaire leningen voor verbouwingen ondersteund, een krediettype dat in ruime mate bijgedragen heeft tot de groei van het aantal verleende kredieten tijdens de laatste twee jaar. Sindsdien verleent de Staat immers een tegemoetkoming van 1,5 procentpunt in de rente van de kredieten die worden aangegaan ter financiering van energiebesparende investeringen in de woning. Daarenboven is het saldo van de rente op diezelfde kredieten voor 40 % fiscaal aftrekbaar. Volgens de BVK kwam dat stelsel in 2010 ten goede aan 60 000 contracten, voor een bedrag van ongeveer € 1 miljard, in de vorm van consumentenkredieten of hypothecaire leningen.

4.1.2 Indirecte effecten

Het renteverloop heeft ook indirecte effecten op de vraag naar en het aanbod van krediet.

Een rentedaling oefent in drie fasen een indirect effect uit op de kredietvraag:

- 1) de lage rente verschaft meer huishoudens toegang tot krediet via de hierboven beschreven directe mechanismen;
- 2) dat heeft uiteraard gevolgen voor de vraag naar woningen, waarvoor meer kandidaat-kopers worden geteld. Het evenwicht op de markt wordt dan hersteld door een stijging van de woningprijzen;
- 3) op haar beurt dreigt die stijging de hypothecaire kredietverlening nog meer in de hand te werken. Voor zover de eigen inbreng van de kredietnemer onveranderd blijft, moet het geleende bedrag noodzakelijkerwijs toenemen om de aankoop van een duurder goed te financieren.

Dat proces brengt dus een spiraal op gang die kan leiden tot de vorming van een vastgoedzeepbel, wanneer de kredietverstrekkers terzelfder tijd hypothecaire kredieten blijven verlenen zonder er rekening mee te houden of de

kredietnemers al dan niet in staat zijn terug te betalen. Het was juist zo'n mechanisme dat de subprime crisis in de Verenigde Staten veroorzaakte. Die vicieuze cirkel kan gelukkig worden doorbroken indien de banken blijken geven van voorzichtigheid door hun kredietverlening te beperken.

In België leidde de opflakking van de prijzen op de woningmarkt tijdens het tweede deel van het laatste decennium niet tot een evenredige stijging van het voor een aankoop geleend gemiddeld bedrag. De leenquote, d.w.z. de verhouding tussen het geleend bedrag en het bedrag van de aankoop, daalde immers gedurende die periode, wat wees op een beperking van het kredietaanbod.

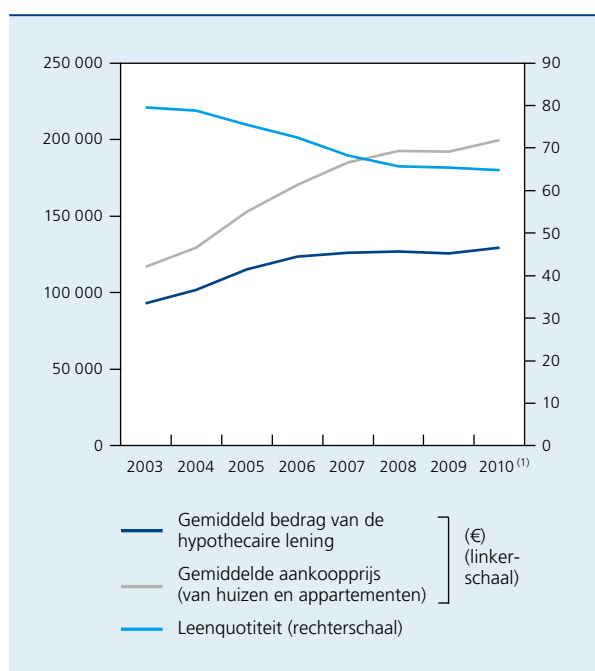
Het beperken van de leenquote is immers een van de hefboomen die de banken aanwenden om de kredietverlening te matigen. Algemeen beschouwd, wordt het kredietaanbod bepaald door het vermogen en de wil van de banken om leningen te verstrekken. Wanneer de banken voorzichtiger worden in het toekennen van kredieten, kan dat een einde maken aan de cyclus van prijsstijgingen die resulteert uit een toegenomen vraag naar krediet.

Concreet heeft het sinds 2005 opgetekende renteverloop in België de voor aankoop bestemde hypothecaire kredietverlening als volgt beïnvloed:

- 1) de extreem lage rente stimuleerde de verwerving van vastgoed, zodat de vraag naar kredieten in 2005 een zeer hoog peil bereikte. Tegelijkertijd bleven de banken hun toekenningsvoorwaarden versoepelen en verstrekten ze een groot volume aan kredieten;
- 2) deze krachtige activiteit stuwde de woningprijzen omhoog. In de loop van 2006 remde de stijging van de rente de vraag naar kredieten echter af. De vastgoedprijzen bleven nochtans in snel tempo toenemen, geschraagd door een reeks andere factoren. Zo zette de fiscale regulariseringsmaatregel (EBA) de Belgische huishoudens er meer bepaald toe aan kapitaal uit het buitenland te repatriëren, waarvan een deel zeker in vastgoed werd geherinvesteerd. Daarnaast spoorde de financiële crisis sommige huishoudens ertoe aan de voorkeur te geven aan investeringen in vastgoed, die als zeer veilig worden beschouwd. Die elementen zouden tijdens de afgelopen jaren ten grondslag hebben gelegen aan de forse toename van de eigen inbreng bij de aankoop van vastgoed;
- 3) hoewel het aantal verstrekte kredieten terugliep, bleef hun gemiddelde bedrag toenemen. De banken begonnen toen hun toekenningsvoorwaarden voor vastgoedkrediet te verstrakken, zodat het gemiddeld verleend bedrag zich stabiliseerde. De vastgoedprijzen liepen tussen 2008 en 2009 trouwens terug. Pas in 2010 ging het aantal verstrekte kredieten weer omhoog, onder invloed van een nieuwe rentedaling die gedurende heel 2009 aanhield.

GRAFIEK 9 LEENQUOTITEIT BIJ EEN AANKOOP VAN VASTGOED

(in % van de aankoopprijs, tenzij anders vermeld)



Bronnen: BVK, FOD Economie; KMO, Middenstand en Energie.

(1) Raming.

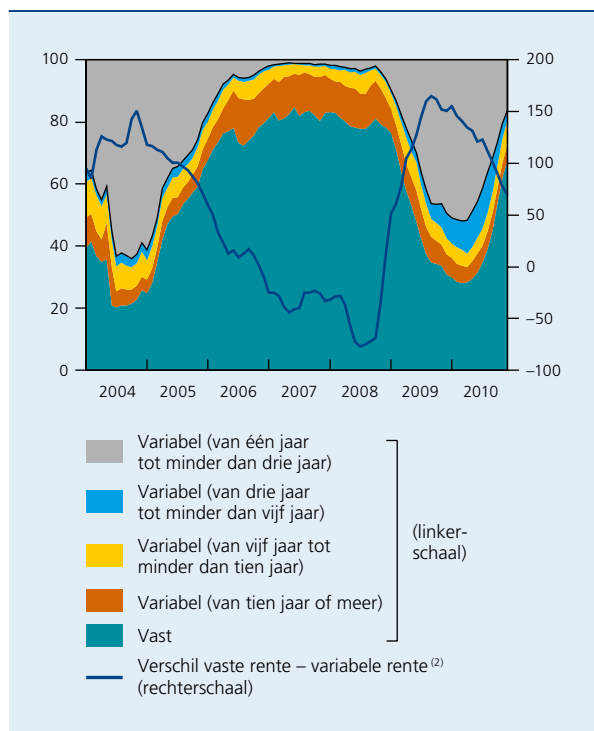
4.2 Keuze van het type hypothecair krediet

Terwijl het gemiddelde rentepeil een effect uitoefent op het volume van de verstrekte kredieten, beïnvloedt het profiel van de rentecurve dan weer de keuze van de formule voor de vaststelling van de aan het krediet verbonden rente.

De algemene rentestijging vanaf eind 2005 was verhoudingsgewijs groter voor de kredieten met een variabele rente dan voor die met een vaste rente. Vanaf eind 2006 sloeg het verschil tussen de lange en de korte rente – dat bij een « normale » rendementscurve doorgaans positief is – zelfs om, zodat de formules met een vaste rente veel aantrekkelijker werden. Zo gaven de huishoudens in 2007 en 2008 ruimschoots de voorkeur aan deze producten. Door

GRAFIEK 10 RENTEVERSCHIL EN UITSPLITSING VAN DE NIEUWE HYPOTHECAIRE CONTRACTEN NAAR RENTETYPE ⁽¹⁾

(maandgegevens, in % van het totale aantal, tenzij anders vermeld)



Bronnen: BVK, NBB.

(1) Voor de variabele rente komt de vermelde termijn overeen met de oorspronkelijke rentevaste periode.

(2) Verschil in basispunten tussen, enerzijds, de rente op de aan huishoudens verstrekte nieuwe kredieten met een oorspronkelijke rentevaste periode langer dan tien jaar en, anderzijds, de rente op de nieuwe kredieten waarvan de rente initieel wordt vastgesteld voor een looptijd van één jaar.

aldus te handelen, houden de kredietnemers geen rekening met bepaalde rentedalingsverwachtingen, die zouden kunnen resulteren uit de rentestructuur van het ogenblik. In 2009 liet het marktaandeel van de nieuwe kredieten met een jaarlijkse variabele rente een spectaculaire stijging optekenen, onder meer als gevolg van de lage kortetermijnrente en de daaruit voortvloeiende afname van de jaarlijkse variabele rente. Vervolgens sloeg de trend opnieuw om: de weer oplopende jaarlijkse variabele rente deed bij de kredietnemers de vrees ontstaan voor nieuwe stijgingen op korte of middellange termijn van de referentie-indexen, en deed hen voor veiligheid kiezen door de voorkeur te geven aan een vaste rente.

Conclusie

Aan de hand van de Belgische financiële rekeningen voor het hele jaar 2010 kan het recent financiële gedrag van de Belgische huishoudens worden geanalyseerd. Ze namen toen hun financiële beslissingen in een klimaat van lage rentes.

Gedurende het grootste deel van 2010 waren de rentetarieven op korte en lange termijn in België uitzonderlijk laag. De nominale rentetarieven bereikten historische minima; in reële termen werd enkel het dieptepunt van 1974 niet geëvenaard. De rentecurve van haar kant bleek relatief steil.

In eerste instantie wordt nagegaan of deze lage rente een impact heeft op de totale financiële operaties van de particulieren. Tijdens de recente periode heeft de rente in de reële sfeer slechts een beperkte invloed gehad op het totale spaarvolume van de Belgische particulieren. De verhoogde spaarneiging van de particulieren en de daarmee samenhangende opbouw van netto financiële activa gedurende de periode 2009-2010 lijkt voor een groot deel te kunnen worden toegeschreven aan de economische onzekerheid als gevolg van de financiële crisis.

Wel mag worden aangenomen dat de rente een zekere rol speelt bij de selectie van spaar- en beleggingsinstrumenten door de particulieren. Dit is het geval als ze moeten kiezen tussen korte of lange instrumenten: de lange beleggingen genieten een duidelijke voorkeur in periodes met een hoge lange rente of wanneer de rentecyclus een neergaande fase is ingegaan. Tijdens de weinige periodes met een vlakke of omgekeerde rentecurve verminderen de particulieren hun korte deposito's, wellicht omdat ze dan een daling van de langetermijnrendementen verwachten.

De rente beïnvloedt nog het meest hun keuze tussen korte spaarinstrumenten, zoals blijkt uit de intensieve arbitrage tussen termijndeposito's en gereguleerde spaardeposito's. De recente daling van de korte rente kwam daarbij sterk ten goede aan dit laatste instrument.

Het vormen van rechten op de technische voorzieningen van levensverzekeringen en pensioenfondsen wordt gestimuleerd door de huidige rentestand, aangezien bepaalde bestaande contracten een gewaarborgd rendement bieden dat hoger ligt dan de huidige marktrente.

Ten slotte heeft de rente een zekere invloed op de door particulieren aangegane verbintenissen, in eerste instantie de hypothecaire leningen. Vooral het aantal hypothecaire kredieten neemt bij een lage rentestand een hoge

vlucht. Daarnaast kan de lage rente prijsstijgingen op de woningmarkt aanwakkeren door het daaruit voortvloeiende hogere beroep op hypothecair krediet. Toch volgen de kredieten niet volledig het verloop van de woningprijzen, onder meer omdat de banken een restrictiever kredietbeleid voeren.

Bibliografie

Ando A. en F. Modigliani (1963), « The life cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests », *The American Economic Review*, 53 (1), 55–84.

Artus P., F. Legros, E. Bleuze en J-P. Nicolai (1991), « Epargne des ménages, choix de portefeuille et fiscalité en France », Presses de Sciences Po, *Revue économique*, 42, (4), 663-700.

Barro, R. (1974), « Are Government Bonds Net Wealth ? », *Journal of Political Economy*, 82 (6), 1095-1117.

Bernanke B. (2005), *The global saving glut and the US current account deficit*, Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March.

Friedman M. (1957), *A theory of the consumption function*, NBER, Princeton University Press, General Series 63.

Loayza N., K. Schmidt-Hebbel en L. Servén (2000), « What drives private saving across the world ? », *Review of Economics and Statistics*, 82 (2), 165-181.

Ricart R. (1994), « Choix de portefeuille des ménages et actifs à faible risque: Une évaluation de la déréglementation des marchés financiers », Presses de Sciences Po, *Revue économique*, 46, (6), 1401-1422.