

# Pensioensysteem zorgde voor flinke toename in huishoudvermogen na 1975

De samenstelling van de huishoudfinanciën heeft een groot effect op de macro-economie. Hoe hebben de vermogens van huishoudens zich historisch ontwikkeld?

## IN HET KORT

- Tussen 1850 en 1950 vertoont de samenstelling van het privévermogen een verrassende persistentie.
- De consolidatie van het pensioenstelsel in de jaren zeventig verminderde de liquiditeit van de huishoudbalans.
- De Nederlandse economie is gebaat bij een grotere flexibiliteit in de inzet van het huishoudvermogen.

**TIM VAN DER VALK**  
Beleidsmedewerker bij het Ministerie van Financiën

**AMAURY DE VICQ**  
Postdoc aan de Paris School of Economics, en onderzoeker aan de Universiteit Utrecht

**MICHAIL MOATSOS**  
Research fellow aan de Università commerciale Luigi Bocconi in Milaan, en onderzoeker aan de Universiteit Utrecht

De samenstelling van de huishoudbalans heeft aanzienlijke macro-economische implicaties. Zo is er in Nederland veel discussie over de lange balansen als gevolg van de hoge hypotheekschulden en grote pensioenvermogens. Voor de Nederlandse context wordt er veelal gewezen op de lengte van de huishoudbalans en het procyclische effect dat daarvan uitgaat (Ji et al., 2019; Parlevliet en Kooiman, 2015; Zhang, 2019). In dit artikel reconstrueren we, in aanvulling op eerdere studies (De Vicq en Peeters, 2020; Wilterdink, 1984; 2015), de samenstelling en omvang van de Nederlandse huishoudbalans vanaf 1854.

## Samenstelling privévermogen 1854–1949

We beginnen met een beschrijving van de samenstelling van het privévermogen tussen 1854 en 1949. We baseren ons hierbij op rapportages over de erfbelasting (tot 2010 successierechten genoemd), die naar verschillende vermogensvormen worden uitgesplitst.

Het vastleggen van ontwikkelingen binnen het privévermogen op basis van erfbelastingen kent twee belangrijke beperkingen. Allereerst betreft het voornamelijk individuen aan het eind van hun levenscyclus, waardoor hun financiële gedrag verschilt van dat van de gemiddelde Nederlander. Deze individuen hebben meer tijd gehad om vermogen op te bouwen vergeleken met jongere generaties.

Ten tweede is het aandeel van overledenen dat deel uitmaakt van de statistieken aan verandering onderhevig over de tijd. Tot 1900 wordt ongeveer tien procent van de overledenen opgenomen in de erfbelasting, waarna er sprake is

van een geleidelijke stijging naar twintig procent aan het eind van de jaren dertig. Het aandeel van overledenen blijft vervolgens grotendeels constant tot 1946, wanneer het percentage verder stijgt tot 25 procent.

Figuur 1 toont de ontwikkelingen binnen de samenstelling van het privévermogen, vanaf de tweede helft van de negentiende eeuw. Omdat er geen jaarlijkse schattingen beschikbaar zijn van het totale huishoudvermogen geven we de gegevens hier weer als percentages van de totale activa (Wilterdink, 1984). We onderscheiden onroerend goed (land en huizen), obligaties, aandelen en een categorie divers (die onder andere chartaal geld en spaarrekeningen omvat). Tot 1906 was het niet mogelijk om obligaties en aandelen van elkaar te onderscheiden, en deze worden dan ook samengenomen in een aparte categorie effecten.

Het meest markante resultaat is de relatieve persistentie in de samenstelling van het privévermogen over een periode van ongeveer honderd jaar. Twee wereldoorlogen en de Grote Depressie van de jaren dertig lijken nauwelijks te zorgen voor verschuivingen in de samenstelling van het huishoudvermogen. Een kleine afname van het huizenvermogen in de jaren dertig vormt een uitzondering, maar dit herstelt zich weer volledig vanaf 1940. Daarnaast is er tegen de late jaren veertig sprake van een relatieve afname van obligaties en aandelen, hetgeen naar alle waarschijnlijkheid te maken heeft met de povere rendementen op effecten in die jaren (Jordà et al., 2019) en de beperkte hoeveelheid beursgangen.

## Toename privévermogen vanaf 1970

Voor de periode vanaf 1970 onderscheiden we vijf verschillende vermogensvormen. (1) M2 (chartaal geld, betaalrekeningen, spaargeld en geldmarktfondsen), (2) aandelen en (3) obligaties volgen uit de historische huishoudbalansen van het Centraal Planbureau tot 2006, en daarna uit de vermogensstatistieken van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). (4) Huizenvermogen volgt uit Van der Valk (2019), en is gedefinieerd als het product van prijs, aantal huizen en aandeel eigenwoningbezit. (5) Hypotheekschuld baseren we op Jordà et al. (2017) en De Nederlandsche Bank. Tussen 1949 en 1970 is er helaas alleen informatie beschikbaar over de verdeling van vermogen, niet over de samenstelling ervan.

Figuur 2 geeft een weergave van ontwikkelingen in het huishoudportfolio over de periode 1970–2016, alles uitgedrukt als een fractie van het bruto binnenlands product (bbp). Let wel, hierin is het semi-privévermogen niet opgenomen. Het eerste wat in het oog springt, zijn de stormach-

tige ontwikkelingen op de woningmarkt. Na een initiële terugval van het huizenvermogen in het begin van de jaren tachtig neemt het huizenvermogen vanaf de jaren negentig weer sterk toe. Enerzijds ligt hieraan de grote stijging van de huizenprijzen ten grondslag, en anderzijds speelt de meer geleidelijke toename een rol van het eigenwoningbezit, van 34 procent in 1970 naar 57 procent in 2016. De hypotheekschuld volgt deze ontwikkelingen op de voet en verviervoudigt tussen 1990 en 2013 bijna als percentage van het bbp.

Ook het aandelenbezit ondergaat een aanzienlijke transformatie. De Eerste en Tweede Oliecrisis van de jaren zeventig dragen aanvankelijk bij aan een sterke afname van het aandelenbezit en het vermogen van huishoudens. Dit verandert begin jaren negentig als er sprake is van een aandelenhousse waarmee de aandelenprijzen en het bezit verder toenemen (Slot, 2004). De introductie van een reeks beleggings- en levensverzekeringsproducten, waaronder *Universal Life Insurance* (lees: de woekerpolis) en aandelenlease, spreekt daarbij een nieuwe groep particuliere beleggers aan (Van der Valk, 2019).

Na de internetbubbel van 2000 vindt er een tegengestelde ontwikkeling plaats, en neemt het aandeel huishoudens dat in aandelen investeert sterk af, van veertien procent in 2001 tot negen procent in 2007. Ook daalt het vermogen belegd in aandelen navenant. Een deel van de Nederlandse huishoudens lijkt vanaf dat moment voorgoed te zijn afgehaakt (Van der Valk, 2019).

Als laatste valt de beperkte dynamiek in M2 en obligaties op. Als percentage van het bbp blijken deze categorieën over de afgelopen vijftig jaar grotendeels stabiel.

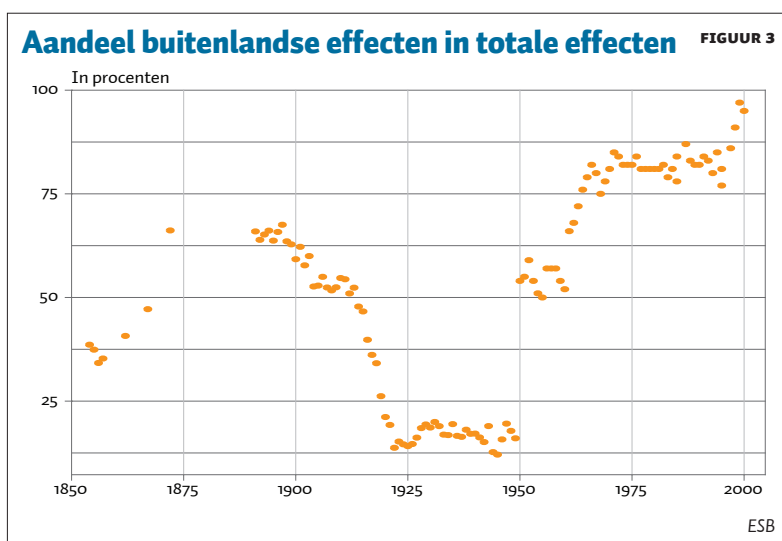
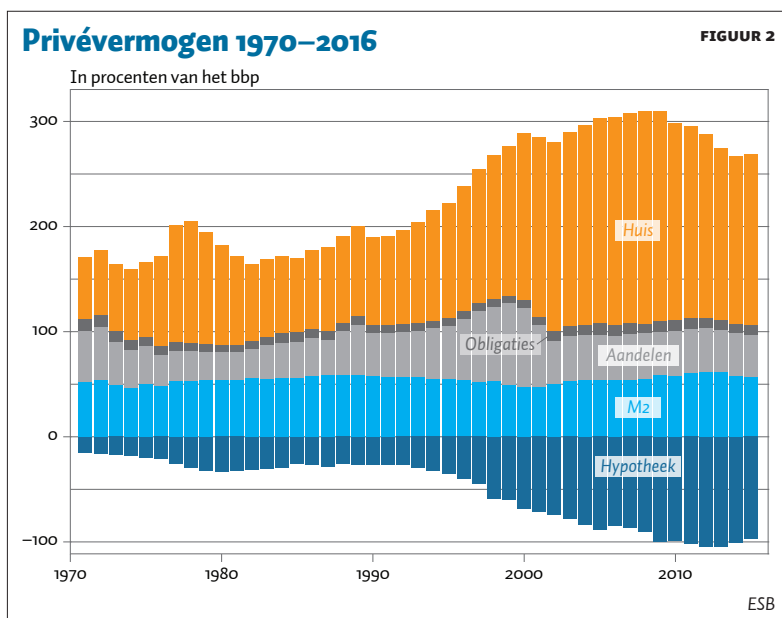
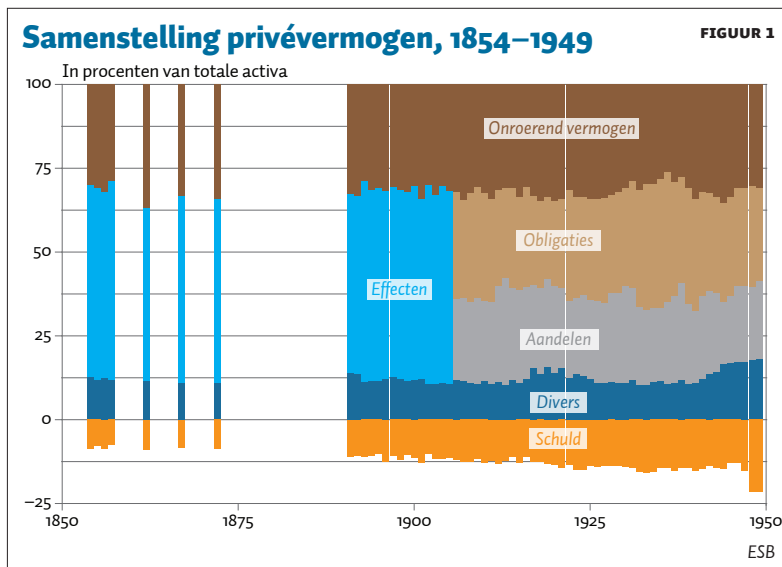
### Aandeel buitenlandse effecten fluctueert sterk

We zien ook een grote dynamiek in de mate waarin effecten in het buitenland worden aangehouden. We baseren ons tot 1950 op gegevens uit de erfbelastingen, en voor de periode daarna op Slot (2004). Slot geeft de fractie Nederlandse aandelen weer in het beleggingsportfolio van beleggingsfondsen Robeco. Deze cijfers overschatten het aantal internationale effecten waarschijnlijk, omdat individuele beleggers vaker effecten uit eigen land aanhouden.

De ontwikkeling in figuur 3 komt grotendeels overeen met een U-vorm die ook in de literatuur over internationale financiële integratie te onderscheiden is (Bordo et al., 1998): een aanvankelijke toename van het aandeel buitenlandse effecten in de tweede helft van de negentiende eeuw, gevolgd door desintegratie vanaf de Eerste Wereldoorlog en de daaropvolgende crisis van de jaren dertig, en daarna een toenemende integratie in de tweede helft van de twintigste eeuw. Opvallend is dat de Russische revolutie van 1917, en de daaropvolgende opschorting van betaling van coupons, tot grote particuliere verliezen in Nederland hebben geleid. Kleine beleggers investeerden vanaf 1900 veelvuldig in het zich industrialiserende Rusland omdat het als zeer veilig te boek stond, ook vanwege een (Russische) staatsgarantie op particuliere effecten (Van Horn, 1993).

### Enorme toename semi-privévermogen

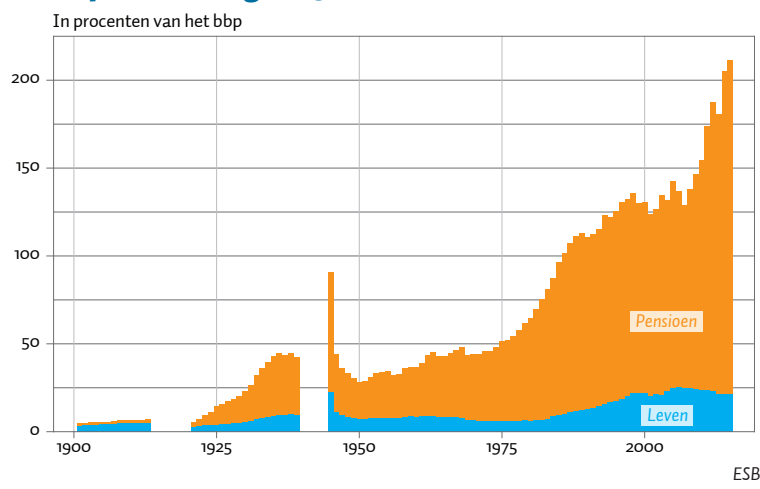
Naast het privévermogen is er nog het semi-privévermogen, bestaande uit pensioenen, levensverzekeringen en sociale uitkeringen. Het semi-privévermogen is strikt genomen



geen vermogen is omdat het niet overdraagbaar is, maar heeft wel een enorme impact op het financiële gedrag van huishoudens. Het semi-privévermogen speelt immers een

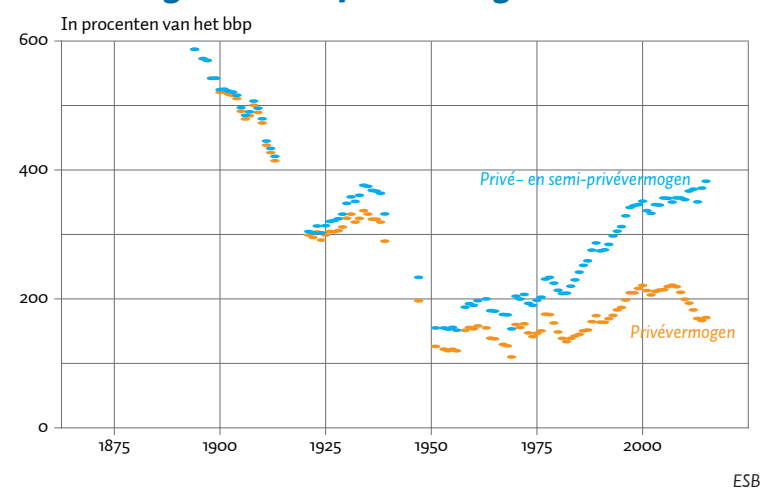
## Semi-privévermogen 1900–2016

FIGUUR 4



## Privévermogen en semi-privévermogen

FIGUUR 5



## Dynamiek privévermogen internationaal vergeleken

KADER 1

De dynamiek in de omvang van het privévermogen vertoont grote gelijkenis met die in andere Europese landen, zoals Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk (Piketty en Zucman, 2014). Vanaf het einde van de negentiende eeuw is er sprake van een aanzienlijke daling van het privévermogen, welke doorzet na de Eerste Wereldoorlog. In de late jaren twintig is er sprake van enige stabilisatie, gevolgd door een sterke daling na de Tweede Wereldoorlog. Alleen vanaf de jaren zeventig is de stijging van privévermogen in Nederland beperkter, wat samenhangt met de pensioenvermogensopbouw. De oorzaken achter de dynamiek verschillen wel deels van het internationale beeld.

In tegenstelling tot veel andere Europese landen speelt de strengere regulering van kapitaalmarkten na de Eerste Wereldoorlog geen rol (Piketty en Zucman, 2014), want deze was in Nederland grotendeels afwezig tot aan de Tweede Wereldoorlog. Wilterdink (1984) wijst op de sterke afname van het buitenlandse effectenbezit begin twintigste eeuw als mogelijke verklaring (figuur 3). Doordat een groter gedeelte van de investeringen terecht komt binnen de landsgrenzen, blijven de inkomsten niet langer beperkt tot inkomsten uit kapitaal, maar profiteert ook de factor arbeid ervan. Dit heeft een positief effect op het bbp, waardoor de ratio tussen vermogen en bbp daalt.

grote rol bij het spreiden van de consumptie over de tijd (Van Bavel en Frankema, 2017). We stellen pensioen- en levensverzekeringactiva tot 1995 vast op basis van historische balansgegevens van DNB (2000) en het CBS, terwijl de nationale rekeningen in de periode daarna aan de orde komen.

Figuur 4 geeft de ontwikkeling door de tijd weer van claims op levensverzekeraars en pensioenfondsen als percentage van het bbp. Levensverzekeringen maken al in een vroeg stadium onderdeel uit van het Nederlandse huishoudportfolio (Van Gerwen en Van Leeuwen, 1998; 2000), maar de omvang hiervan is macro-economisch gezien beperkt.

Dit is zeker niet het geval voor de claims op pensioenfondsen die gedurende de afgelopen eeuw sterk in omvang toenamen. Sleutelmomenten in deze ontwikkeling zijn de Pensioenwet van 1922, waarmee – via de oprichting van het ABP – een universele op kapitaal gebaseerde regeling voor alle ambtenaren werd gerealiseerd, terwijl de Wet op het algemeen verbindend en het onverbindend verklaren van bepalingen van collectieve arbeidsovereenkomsten van 1937 (tegenwoordig: Wet op de collectieve arbeidsovereenkomst) betekende dat de pensioenakkoorden algemeen bindend konden worden verklaard (Nijhof, 2009).

De sterke stijging in claims op pensioenfondsen hing aanvankelijk dan ook samen met het groeiende aandeel van de bevolking dat onder een collectieve pensioenregeling valt, en met de oplopende rijpingsgraad (*maturity*) van de Nederlandse pensioenfondsen waarbij een steeds groter wordende groep gedurende de hele carrière geld inlegt. Voor recente jaren speelt met name de dalende discontovoet een belangrijke rol, wat tot uiting komt in een lagere rekenrente en daarmee in een hogere waardering van deze claims. Het belang van deze ontwikkelingen voor de huishoudfinanciën wordt duidelijk wanneer we de ontwikkeling van het privévermogen vergelijken met en zonder het semi-privévermogen. Schattingen van het totale privévermogen volgen tot 1963 de methode van Wilterdink (1984) en worden gedaan op basis van vermogensbelastingen, terwijl de gegevens uit figuur 2 de basis vormen voor de periode vanaf 1970. Het semi-privévermogen maakt gebruik van de statistieken uit figuur 4.

Figuur 5 laat zien dat de omvang van het semi-privévermogen relatief bescheiden blijft vergeleken met het privévermogen tot midden jaren zeventig. Vanaf dat moment neemt de omvang van het semi-privévermogen sterk toe, zodat het vandaag de dag op gelijke voet staat met de omvang van het privévermogen. De dynamiek in de omvang van het privévermogen is daarmee vergelijkbaar met die in andere Europese landen, al verschillen de oorzaken achter de dynamiek wat (kader 1).

De introductie van een breed gedragen pensioenstelsel na de Tweede Wereldoorlog had niet alleen impact op de omvang van het huishoudvermogen, maar ook op het bredere financiële gedrag. De aanwas van pensioenbesparingen drukt de vraag naar alternatieve (financiële) activa – waaronder levensverzekeringen en aandelen (Alessie et al., 2013; Lehmann-Hasemeyer en Streb, 2017) – die huishoudens in staat stellen om consumptie te spreiden over de tijd. Dit verklaart ook mede de relatief beperkte omvang van het vermogen belegd in aandelen en obligaties in figuur 2.

Hoge pensioenpremies beperken daarnaast de liquiditeit van mensen ten tijde van hun werkzame leven (Kersten en Kok, 2016). Dit maakt een al dan niet aflossingsvrije hypotheek aantrekkelijk, bovenop de bestaande fiscale voordelen, en draagt zo bij aan de lengte van de huishoudbalans (Mastrogiacomo en Van der Molen, 2015).

## Conclusie en discussie

Tussen 1850 en 1950 veranderde de samenstelling van het huishoudportfolio slechts in beperkte mate. De verschuiving kort na de Eerste Wereldoorlog van buitenlands naar binnenlands aandelenbezit vormde de belangrijkste uitzondering. De verregaande institutionalisering van een door kapitaal gedekt pensioensysteem, in de jaren zeventig, luidde een omvangrijke vermogensaanwas in.

De gevolgen voor het financiële gedrag van huishoudens waren aanzienlijk. Hoge pensioenpremies creëerden een prikkel om consumptie naar voren te halen door middel van een al dan niet aflossingsvrije hypotheek. Verder verminderde de beperkte liquiditeit het aanpassingsvermogen van huishoudens in tijden van crisis. Het gevolg waren relatief grote en procyclische macro-economische fluctuaties, vanwege de sterke samenhang tussen consumptie en het vermogen (Zhang, 2019; Ji et al., 2019).

Vanuit een macro-economisch perspectief is het dus zaak om grotere flexibiliteit en liquiditeit in het pensioen en huizenvermogen in te bouwen (Parlevliet en Kooiman, 2015; CPB, 2016). Op dit terrein kan er gedacht worden aan een veelvoud aan beleidsopties.

De meest basale manier is om de opbouw van pensioenvermogen en daarmee de vervangingsratio te beperken. Lagere pensioenpremies verbeteren de liquiditeit, dragen bij aan een verbeterd aanpassingsvermogen in tijden van crisis, en drukken de vraag naar hypotheekproducten. Wel worden mensen meer verantwoordelijk voor hun eigen pensioenvoorziening – een verantwoordelijkheid die niet ieder individu aankan.

Daarnaast kan de verplichte aflossing van de hypotheek beperkt worden tot een lager percentage van bijvoorbeeld vijftig procent. Op dit moment bouwen eigenwoningbezitters immers tegelijkertijd aan twee grote (illiquide) spaarpotten, wat het aanpassingsvermogen van huishoudens niet ten goede komt.

Een alternatief is om huishoudens de mogelijkheid te bieden een deel van hun (toekomstige) pensioenvermogen in te zetten om de hypotheekschuld af te lossen. Daarmee snijdt het mes immers aan twee kanten van de lange balans. Deze optie is bijvoorbeeld gebruikelijk in IJsland, waar een tijdelijke stop van de betaling van pensioenpremies mogelijk is (tot drie jaar), om zo de hypotheekschuld versneld te kunnen aflossen. De omkeerhypotheek biedt vergelijkbare mogelijkheden met de overwaarde van het huis. Behoud van vruchtgebruik na verkoop behoort in onder andere Frankrijk, Ierland en het Verenigd Koninkrijk ook tot de opties, en dus hoeft men dan niet te verhuizen. Voor al deze gevallen geldt wel dat een gedegen financieel advies van groot belang is om de gevolgen voor de verkoper in kaart te brengen.

Een fundamentele punt is de fiscale behandeling van liquide en illiquide vermogensvormen. Illiquide activa en passiva (pensioen en huizenvermogen, hypotheek) kennen verschillende fiscale voordelen, terwijl meer liquide activa, zoals aandelen en spaargeld, relatief zwaar worden belast. In principe zijn dit verklaarbare keuzes: huishoudens geven veelal meer gewicht aan financiële effecten op de korte dan op de lange termijn. Gegeven de lengte van de Nederlandse huishoudbalans en de omvang van de Neder-

landse pensioenbesparingen, zijn hier echter andere keuzes mogelijk gerechtvaardigd.

Bij een andere fiscale behandeling kan er gedacht worden aan het recente betoog van De Nederlandsche Bank om de woning (en de hypotheekschuld) geleidelijk te verplaatsen naar box 3 (DNB, 2021). Een vergelijkbare optie is het betrekken van de overwaarde van een huis bij de grondslag voor eigen betalingen in de (langdurige) zorg, zoals ook in Ierland tot een maximum van 22,5 procent het geval is. De Ierse overheid biedt daarbij een publieke leenvorm aan die bij de verkoop van het huis dient te worden afgelost.

## Literatuur

- Alessie, R., V. Angelini en P. van Santen (2013) Pension wealth and household savings in Europe: evidence from SHARELIFE. *European Economic Review*, 63, 308–328.
- Bavel, B.J.P. van, en E.H.P. Frankema (2017) Wealth inequality in the Netherlands, c. 1950–2015: the paradox of a Northern European welfare state. *TSEG – The Low Countries Journal of Social and Economic History*, 14(2), 29–62.
- Bordo, M.D., B. Eichengreen en J. Kim (1998) Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today? NBER Working Paper, 6738.
- CPB (2016) *Centraal Economisch Plan 2016*. CPB.
- DNB (2000) *Nederlandse financiële instellingen in de twintigste eeuw: balansreeksen en naamlijst van handelsbanken*. DNB Statistische Cahiers, 3. Te vinden op [www.worldcat.org](http://www.worldcat.org).
- DNB (2021) *Verkleinen kostenverschil tussen koop en huur werkt welvaartsverhogend*. DNB Nieuwsbericht, 7 januari.
- Gerwen, J. van, en M.H. van Leeuwen (red.) (1998) *Studies over zekerheidsarrangementen: risico's, risicobestrijding en verzekeringen in Nederland vanaf de Middeleeuwen*. Amsterdam: Nederlandsch Economisch Historisch Archief.
- Gerwen, J. van, en M.H. van Leeuwen (2000) *Zoeken naar zekerheid: risico's, preventie, verzekeringen en andere zekerheidsregelingen in Nederland, 1500–2000*. Den Haag: Verbond van Verzekeraars/NEHA.
- Horn, N.A. van (1993) Russische schulden aan Nederland na de revolutie. *BMGN-Low Countries Historical Review*, 108(3), 431–444.
- Ji, K., R. Teulings en B. Wouterse (2019) *Disentangling the effect of household debt on consumption*. CPB Discussion Paper, april.
- Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov et al. (2019) The rate of return on everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225–1298.
- Jordà, Ò., M. Schularick en A.M. Taylor (2017) Macrofinancial history and the new business cycle facts. In: M. Eichenbaum en J.A. Parker (red.), *NBER Macroeconomics Annual 2016*, Deel 31, p. 213–263.
- Kersten, K. en S. Kok (2016) Consumeren en sparen van huishoudens over de levensloop. *ESB*, 101(4740), 612–615.
- Lehmann-Hasemeyer, S. en J. Streb (2018) Does social security crowd out private savings? The case of Bismarck's system of social insurance. *European Review of Economic History*, 22(3), 298–321.
- Mastrogiacomo, M. en R. van der Molen (2015) *Dutch mortgages in the DNB loan level data* (No. 1304). DNB Occasional Studies, 13-4.
- Nijhof, E. (2009) Pensions and providence: Dutch employers and the creation of funded pension schemes. *Enterprise & Society*, 10(2), 265–303.
- Parlevliet, J. en T. Kooiman (2015) *De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?* DNB Occasional Studies, 13-1.
- Piketty, T. en G. Zucman (2014) Capital is back: wealth-income ratios in rich countries 1700–2010. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1255–1310.
- Slot, B.M.J. (2004) *Iedereen kapitalist: de ontwikkeling van het beleggingsfonds in Nederland gedurende de 20ste eeuw*. Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Valk, T. van der (2019) *Household finance in France and the Netherlands 1960–2000: an evolutionary approach*. Proefschrift Universiteit Utrecht.
- Vicq, A. de, en R. Peeters (2020) Introduction to the Tafel V-bis Dataset: death duty summary information for The Netherlands, 1921. *Research Data Journal for the Humanities and Social Sciences*, 5(1), 1–19.
- Wilterdink, N. (1984) *Vermogensverhoudingen in Nederland: ontwikkelingen sinds de negentiende eeuw*. Amsterdam: De Arbeiderspers.
- Wilterdink, N. (2015) *Vermogensongelijkheid in Nederland: ontwikkelingen sinds 1850*. Amsterdam: Van Genneep.
- Zhang, L. (2019) *Do house prices matter for household consumption? Evidence from Dutch administrative data*. CPB Discussion Paper, april.