

Johan Conijn, Bert Kramer, Jan Rouwendal en Frans Schilder

Verzilveren van Overwaarde

De Mogelijkheden van het Woningbezit in de Bekostiging
van Wonen, Zorg en Pensioen

Verzilveren van overwaarde

De mogelijkheden van het woningbezit in de bekostiging van wonen, zorg en pensioen

Johan Conijn¹
Bert Kramer²
Jan Rouwendaal¹
Frans Schilder¹

¹ Amsterdam School of Real Estate

² Ortec Finance

ASRE research papers ISSN 1878-4607

*ASRE Research Center | Amsterdam School of Real Estate | Postbus 140 | 1000 AC Amsterdam |
T 020 – 668 1129 | F 020 – 668 0361 | research@asre.nl*

Inhoudsopgave

Samenvatting	2
1 Inleiding	3
2 Maatschappelijk debat in Nederland	5
3 Internationaal debat: inzicht uit de wetenschap	10
4 De methodiek van verzilveren	18
5 Resultaten: de verzilverpotentie in beeld	24
6 Samenvatting en conclusie	33
Literatuur	36
Bijlage I	38
Bijlage II	42

Samenvatting

- Het verzilveren van de overwaarde van de eigen woning levert slechts een beperkte structurele netto verhoging van het inkomen op.
- Als een huishouden de overwaarde op 75-jarige leeftijd verzilverd, bedraagt het extra netto inkomen onder de huidige omstandigheden gemiddeld ongeveer € 250 per maand. Als het huishouden al op 65-jarige leeftijd verzilverd, is er per saldo geen extra netto inkomen beschikbaar.
- De mogelijkheden om met de overwaarde van de eigen woning een eventueel pensioentekort aan te vullen en/of een structurele zorgbehoefte te bekostigen zijn dus erg beperkt.
- De hoge levensverwachting van Nederlanders en het feit dat het verzilveren van de overwaarde de netto woonlasten verhoogd, zijn belangrijke oorzaken van dit onderzoeksresultaat

Voor eigenaar-bewoners bestaat het vermogen, naast de opgebouwde pensioenrechten, voor een groot deel uit de overwaarde van de woning. Als deze overwaarde liquide gemaakt kan worden, zo wordt vaak gedacht, zou daarmee het inkomen kunnen toenemen. Bij een pensioentekort of bij hoge zorgkosten zou dit een welkome aanvulling zijn.

In dit onderzoek is bezien in welke mate er mogelijkheden zijn om met de overwaarde van de woning het inkomen structureel te verhogen. Om dit inzichtelijk te maken is de 'sale and rent back' constructie uitgewerkt. Het huishouden verkoopt de woning aan een belegger en verkrijgt daarbij het recht om de woning te huren gedurende het resterende leven. Vervolgens gebruikt het huishouden de netto opbrengst van de verkoop, na aftrek van een eventuele hypotheekschuld, om bij een verzekeraar een lijfrente uitkering te kopen voor de rest van zijn leven. Hiermee loopt het huishouden geen beleggingsrisico en evenmin het langlevensrisico. Bij de berekeningen zijn actuele marktconforme parameters en tarieven gehanteerd.

Bij de bepaling van de hoogte van het extra inkomen is de lijfrente uitkering verminderd met de huur die na verzilveren betaald moet worden, en vermeerderd met de eigenaarslasten die er zonder verzilveren zouden zijn. Op deze wijze is de structurele netto verhoging van het inkomen bepaald. In de te betalen huur na verzilveren komt naar voren dat, aangezien bij het verzilveren van de overwaarde de woonconsumptie niet verandert, de woonlasten feitelijk stijgen omdat de verlaging van de woonlasten door de overwaarde vervalt.

Dat verzilveren veelal weinig oplevert in de vorm van een structureel netto inkomen, is mede een gevolg van het feit dat de rendementseis van de belegger momenteel circa 6% is en de risico-vrije rente waarmee de verzekeraar werkt, bij een looptijd van 10 jaar, 1,6% bedraagt. Dit verschil is erg groot waardoor de opbrengst van het verzilveren relatief laag is. Deels is het verschil het gevolg van de risico-premies die gehanteerd worden, en dus onvermijdelijk. Deels weerspiegelt het grote verschil onevenwichtigheden tussen de beleggingsmarkt en de kapitaalmarkt. Als de risico-vrije rente 4,25% zou zijn, hetgeen meer overeenkomt met de lange termijn verwachtingen, bedraagt het extra netto inkomen voor de eerste verzilverende huishoudens iets meer dan € 550 per maand. Het aanvullend extra netto inkomen van de huishoudens die later zullen verzilveren zal, onder meer als gevolg van een grotere resterende hypotheekschuld, lager uitvallen.

1 Inleiding

Wonen, zorg en pensioenen worden steeds meer met elkaar in verband gebracht. Een treffende illustratie hiervoor is het recente rapport van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid over deze thematiek (Asbeek *et al.*, 2012). Bovenberg (2012) spreekt in dit verband van een drie-eenheid. De vergrijzing van de Nederlandse bevolking vormt een belangrijke stimulans om deze beleidsvelden met elkaar in verband te brengen. Door de vergrijzing zullen de kosten voor de zorg sterk toenemen en de bekostiging vormt een potentieel probleem. Ook bij de pensioenvoorziening, die ooit zo robuust en royaal leek te zijn, is de toekomstbestendigheid aan de orde. Het eigen woningbezit lijkt zich vervolgens aan te dienen als de reddende engel. De mogelijkheid dat het eigen woningbezit deze rol vervult, is gelegen in de overwaarde die bij veel eigenaar-bewoners aanwezig is.

Hierbij zijn verschillende invalshoeken te onderscheiden. De noodzaak om een pensioen op te bouwen als tegelijkertijd vermogensvorming via het eigenwoningbezit plaats vindt, is wellicht dubbelop. Dit leidt dan tot voorstellen om in het begin van de wooncarrière de pensioenpremie te kunnen gebruiken om de hypotheek af te lossen. Als gevolg hiervan zal een lager pensioen ontstaan, maar ook lagere woonlasten. In feite is er voor het huishouden sprake van balansverkorting. Het is overigens van belang te onderkennen dat een bij een pensioenfonds ingelegde premie wordt belegd in een goed gespreide beleggingsportefeuille. Dit wordt bij deze voorstellen ingeruild voor een zeer eenzijdige belegging in een enkele Nederlandse woning. Het diversificatievoordeel dat via een pensioenfonds mogelijk is, verdwijnt hierdoor.

Een andere invalshoek is om bij ouderen het vermogen in de eigen woning te gebruiken om daarmee het pensioen aan te vullen dan wel daarmee de stijgende kosten voor zorg te dekken. De discussie over het verzilveren van het eigen vermogen in de woning door ouderen die de laatste jaren in Nederland sterk is toegenomen, is daar een uitvloeisel van. Dit is ook mede in de hand gewerkt door de sterke groei van het vermogen van ouderen dat zich vooral in de eigen woning bevindt. Dit verzilveren van het vermogen in de eigen woning kan vrijwillig plaats vinden, maar ook worden afgedwongen door bijvoorbeeld ten laste van eigen vermogen in de woning bijdragen in de kosten voor de zorg op te leggen.

In dit onderzoek staat centraal de mogelijke opbrengst van het verzilveren van het eigen vermogen in de woning. Voordat er alternatieve bestemmingen voor het vermogen worden bedacht in de sfeer van oudedagsvoorziening en zorg, is het van belang een goed beeld te hebben van de opbrengst van het verzilveren. Het onderzoek richt zich daarbij op de huidige en toekomstige ouderen met een eigen woning. De centrale onderzoeksvraag is daarbij in welke mate het inkomen van de ouderen structureel kan toenemen door het eigen vermogen in de woning te verzilveren. Hierbij blijft in het midden of verzilveren vrijwillig is dan wel afgedwongen wordt. Voor de opbrengst van het verzilveren maakt dat in principe geen verschil. Ook de besteding van het extra inkomen uit het verzilveren blijft in dit onderzoek buiten beschouwing. Het gaat erom meer inzicht te krijgen in de hoogte van het extra inkomen dat met het verzilveren van de overwaarde in de eigen woning structureel beschikbaar kan komen.

Dit rapport is verder als volgt opgebouwd. Het volgende hoofdstuk bevat een overzicht van de Nederlandse beleidsdiscussie over de relatie tussen wonen, zorg en pensioenen. Hierbij zal ook een beeld worden geschetst van de huidige vermogenspositie van ouderen en de aanwezige verzilveringspotentie. Vervolgens gaat hoofdstuk drie in op de internationale wetenschappelijke literatuur die op het verzilveringsvraagstuk betrekking heeft. Vanuit de 'life-cycle' theorie valt te verwachten dat huishoudens op gevorderde leeftijd het opgebouwde vermogen weer vrij willen maken voor consumptie. Dit hoofdstuk geeft een beeld van de wetenschappelijke inzichten die hierbij van belang zijn. Hoofdstuk vier beschrijft de methodiek die is gebruikt om de opbrengst van het verzilveren te bepalen. Het gaat daarbij enerzijds over de omvang van het vermogen dat kan worden vrijgemaakt en anderzijds over de hoogte van het extra inkomen, in feite de lijfrente, die daarmee kan worden verkregen. Vervolgens laat hoofdstuk vijf de uitkomsten van het onderzoek zien. Het gaat om de mate waarin het inkomen structureel kan toenemen door het vermogen te verzilveren. De uitkomsten zullen worden gepresenteerd voor zowel de huidige als de toekomstige ouderen. Het rapport wordt met een samenvatting afgerond.

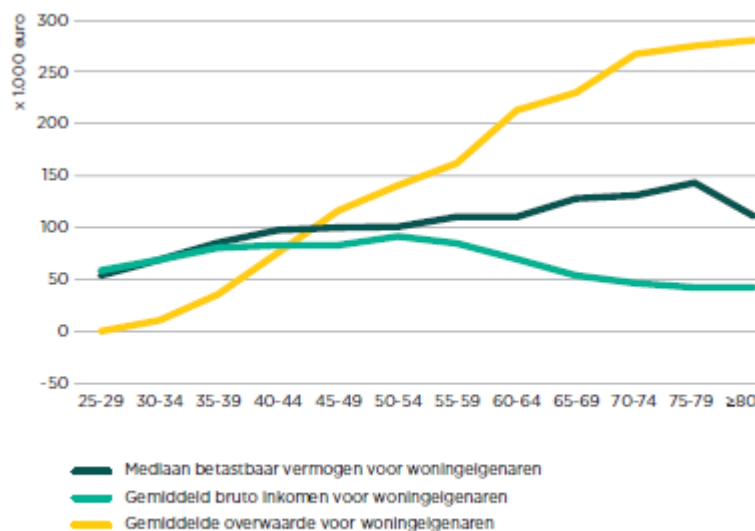
2 Maatschappelijk debat in Nederland

Al enige tijd staat het verzilveren van de overwaarde van de eigen woning in de belangstelling. Er zijn in het verleden financiële producten ontwikkeld waarmee de eigenaar-bewoner tot het verzilveren van de overwaarde in staat wordt gesteld. Deze producten zijn in de praktijk niet succesvol gebleken. Recent zijn er verschillende publicaties verschenen over het verzilveren van de overwaarde, waarbij meer vanuit een beleidsmatige invalshoek de wenselijkheid en de mogelijkheden van het verzilveren zijn verkend. De belangrijkste van deze publicaties komen in dit hoofdstuk aan bod. Omdat de vermogenspositie van ouderen, en dan met name het deel van het vermogen dat uit de overwaarde van de eigen woning bestaat, een belangrijke aanleiding vormt voor het maatschappelijke debat over het verzilveren van de overwaarde, zal eerst een beeld worden geschetst van de vermogenspositie van de ouderen in Nederland.

De vermogenspositie van Nederlandse ouderen

De vermogenspositie van ouderen kan onder meer worden ontleend aan de gegevens uit WoON2012. Op basis van dat gegevensbestand geeft figuur 2.1 de vermogenspositie van ouderen weer in vergelijking met andere leeftijdsklassen. Uit de figuur valt op te maken dat het gemiddelde bruto inkomen van 65-plussers lager is dan dat van jongere leeftijdsgroepen. Daar staat tegenover dat het belastbaar vermogen (box 3 vermogen) wat hoger is. Aanmerkelijk hoger is de overwaarde in de eigen woning bij 65-plussers. Naarmate de leeftijd stijgt, is de overwaarde hoger. Bij 65-plussers bedraagt de overwaarde in de eigen woning gemiddeld meer dan € 250.000 euro. Dat bij 65-plussers de overwaarde in de woning relatief hoog is, komt in belangrijke mate omdat deze eigenaar-bewoners over het algemeen de hypotheek geheel of grotendeels hebben afgelost. De 65-plussers hebben derhalve over het algemeen een aanzienlijk vermogen en dat vermogen bestaat voor het grootste deel uit de overwaarde in de woning.

Figuur 2.1: Overwaarde, inkomen en belastbaar vermogen naar leeftijd voor eigenaar-bewoners



De figuur toont de mediaan van het vermogen boven de belastingvrije drempel in Box 3.
Bron: Taskforce verzilveren 2012, p. 12 (ontleend aan WoON2012)

Vooraf door de overwaarde in de eigen woning is er ook een groot verschil in de vermogenspositie van eigenaar-bewoners ten opzichte van huurders. Tabel 2.1 laat de verschillen tussen eigenaar-bewoners en huurders zien. Bij 65-plussers is het belastbaar vermogen van eigenaar-bewoners hoger dan dat van huurders. Het verschil is beperkt. Voor de 65-plussers is het belastbaar vermogen bij eigenaar-bewoners gemiddeld € 128.400 en bij huurders € 84.100. Bij eigenaar-bewoners komt daar de overwaarde nog bij, die bij de 65-plussers gemiddeld € 257.600 bedraagt; bij huurders ontbreekt deze component van het vermogen uiteraard. Behalve dat eigenaar-bewoners een groter vermogen hebben dan huurders, is ook het inkomen hoger. Bij 65-plussers is het besteedbaar inkomen van eigenaar-bewoners is gemiddeld bijna twee maal zo groot als dat van huurders.

Tabel 2.1: Inkomens- en vermogenspositie 50-plussers naar eigenaar-bewoners en huurders

	Leeftijd	Eigenaren	Huurders
Aantallen (% van totaal)	<50	28	22
	50-64	18	9
	>65	11	12
	Allen	57	43
Besteedbaar inkomen (x 1000 euro)	<50	42,7	21,9
	50-64	45,2	25,8
	>65	35,1	21,9
	Allen	41,5	22,7
Mediaan overwaarde (x 1000 euro)	<50	57,2	
	50-64	168,9	
	>65	257,6	
	Allen	130,6	
Mediaan belastbaar vermogen (x 1000 euro)	<50	88,8	64,6
	50-64	107,4	75,9
	>65	128,4	84,1
	Allen	103,3	74,5

Bron: Taskforce verzilveren 2012, p. 13 (ontleend aan WoON2012)

Bij de overwaarde als de belangrijkste component van het vermogen van 65-plussers kunnen nog wel enkele kanttekeningen worden geplaatst. In de eerste plaats is van belang dat de overwaarde is bepaald ten opzichte van de leegwaarde van de woning, die op haar beurt is benaderd via de WOZ-waarde. De woning is echter bewoond. Als de 65-plusser de overwaarde van de woning in bewoonde staat wil verzilveren dan vormt het feit dat de woning bewoond is een belangrijke beperking. De *verzilveringswaarde* van de bewoonde woning, het deel van de waarde van de woning dat verzilverd kan worden, kan (aanmerkelijk) lager zijn dan de overwaarde zoals in het voorafgaande is weergegeven. Verderop komt dit verschil tussen de verzilveringswaarde en de overwaarde nog uitgebreid aan de orde. Een tweede kanttekening heeft betrekking op de waardeontwikkeling van de koopwoning. De laatste jaren is er sprake van een daling van de waarde van koopwoningen. Als gevolg hiervan is de overwaarde en ook de verzilveringswaarde sterk gedaald. In de gepresenteerde overwaarde is deze waardedaling van de koopwoningen nog niet volledig verwerkt omdat de overwaarde is berekend op basis van de WOZ-waarde met als peildatum 1 januari 2011. Nadien is de waarde van koopwoningen nog verder gedaald. In feite wordt de omvang van de overwaarde en de verzilveringswaarde sterk beïnvloed door de onzekere en volatiele waarde van de

koopwoning. Tot slot is een derde kanttekening dat de overwaarde weliswaar in de woning zit, maar in zekere zin een inkomen genereert voor de eigenaar-bewoner. In de mate dat de overwaarde van de woning hoger is, zijn de kapitaallasten van de woning voor de eigenaar-bewoner ook lager. Daardoor woont de eigenaar-bewoner goedkoper en is een groter deel van het inkomen beschikbaar voor andere bestedingen. Als (een deel van) de overwaarde van de bewoonde woning wordt verzilverd, ontstaan weer extra kapitaallasten voor de eigenaar-bewoner in de vorm van renteverplichtingen. Tegenover het eenmalige voordeel van het beschikbaar komen van het verzilverde bedrag, staat dus een structureel nadeel van de rentebetalingen die uit het inkomen gedekt moeten worden. Ook dit aspect van het verzilveren van de overwaarde komt verderop in dit rapport nog uitgebreid aan bod.

Het WWR-rapport

In 2012 heeft de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid een uitgebreid rapport gepubliceerd over de samenhang tussen wonen, zorg en pensioenen (Asbeek *et al.*, 2012) dat een belangrijke impuls aan het maatschappelijke debat heeft gegeven. In dit rapport beschrijft Bovenberg (2012) de drie-eenheid van pensioen, wonen en zorg. Het startpunt voor zijn analyse legt Bovenberg bij de stijgende kosten van de ouderenzorg en hypotheekfinanciering van het eigenwoningbezit. Hij ziet een noodzaak om de vermogens die ouderen in de eigen woning hebben opgebouwd, te mobiliseren voor de bekostiging van de zorgkosten. Behalve dat hiermee de private bekostiging van de zorg wordt verstrekt, geeft het ouderen meer regie over hun leefsituatie. Bij de uitwerking van deze gedachten sluit Bovenberg aan bij de 'life cycle' theorie en onderscheidt verschillende levensfasen, van de eerste fase in het werkzame leven tot de fase waarin er een zorgbehoefte gaat ontstaan. In de fase dat de pensionering aan de orde is ziet Bovenberg de wenselijkheid van maatregelen om het vermogen dat in de eigenwoning is opgebouwd te kunnen inzetten voor een hoger pensioen, bijvoorbeeld via een 'sale and rent back' constructie (Bovenberg, 2012, p. 38). In deze constructie verkoopt de oudere de woning aan een corporatie¹ of andere belegger met het recht in de woning te mogen blijven wonen. Hiermee wordt ook rekening gehouden met het feit dat veel ouderen niet de wens hebben om te verhuizen. Met de netto opbrengst van de verkoop kan de oudere vervolgens een levenlange lijfrente kopen waarmee het pensioen wordt verhoogd. Het langlevensrisico ligt zo bij de verzekeringsmaatschappij die de lijfrente heeft verkocht, en het vastgoed, of te wel het beleggingsrisico bij de corporatie of andere belegger (Bovenberg, 2012, p.49). In dit rapport zal deze aanpak nader uitgewerkt worden.

Bovenberg ziet daarnaast ook nu mogelijkheid dat in een latere fase van het leven, waarin de zorgbehoefte zich daadwerkelijk manifesteert, de overheid het in de woning opgebouwde vermogen aanspreekt. Dit zou kunnen door na overlijden de gemaakte kosten voor de zorg ten laste van de overwaarde in de woning te verrekenen met de erfgenamen (Bovenberg, 2012, p. 52). Overigens betalen de erfgenamen in alle gevallen de rekening als het vermogen in de eigen woning benut gaat worden voor kostendekking of meer algemeen, consumptieve uitgaven, of dit nu op vrijwillige wijze of via een verplichting gaat. "Kortom het liquide maken van huizen is indirect een belasting op erfenissen" (Amand, 2012, p. 72).

¹ Het is de vraag of deze rol voor corporaties in de praktijk mogelijk is. Corporaties hebben een beperkte investeringscapaciteit, die vooral nodig om de eigen huurwoningen op een voldoende kwaliteitsniveau te brengen, respectievelijk te houden. Er is veelal geen overtollige investeringscapaciteit waarmee koopwoningen gekocht kunnen worden en omgezet kunnen worden in huurwoningen. Bovendien zullen de aangekochte koopwoningen veelal tot het niet-DAEB segment behoren, waarvoor de mogelijkheden nog minder zijn.

De Taskforce verzilveren

In 2013 heeft de Taskforce verzilveren haar rapport gepubliceerd dat betrekking heeft op het verzilveren van het eigen vermogen in de woning. Centraal staat het in kaart brengen van belemmeringen die het verzilveren in de weg staan en het verkennen van nieuwe mogelijkheden om te verzilveren. Het vermogen dat eigenaar-bewoners in hun woningen hebben en de eventuele wens of dit vermogen liquide te maken valt, vormt het startpunt van de werkzaamheden van de 'taskforce'. Verder neemt de 'taskforce' ook als uitgangspunt dat de ouderen zo lang mogelijk in het eigen huis willen blijven wonen. De zoektocht van de 'taskforce' heeft dan vooral betrekking op verzilveringsproducten en andere mogelijkheden om de overwaarde te verzilveren. De 'taskforce' constateert dat de markt voor verzilverproducten in Nederland nog tot ontwikkeling moet komen. De 'taskforce' onderscheidt drie categorieën om te verzilveren (Taskforce verzilveren, 2013, p. 6):

- *Verhuizen*. Hoewel ouderen relatief weinig verhuizen is dit toch een mogelijkheid om te verzilveren. Dit is met name bij een verhuizing naar een huurwoning. Een ruimer aanbod van bereikbare en kwalitatief passende huurwoningen draagt bij aan de mogelijkheden om te verhuizen. Desalniettemin is het niet de verwachting dat deze mogelijkheid op grote schaal gebruikt gaat worden.

- *Lenen*. Met een (extra) hypothecaire lening kan de eigenaar-bewoner een deel van de overwaarde verzilveren. Deze mogelijkheid is met name interessant als er een eenmalige grote uitgave bekostigd moet worden. Het nadeel is dat er vervolgens rente betaald moet worden. Het biedt voor het huishouden dan ook geen risicovrije structurele verhoging van het inkomen. Het huishouden behoudt in feite het langlevens- en het beleggingsrisico.

- *Verkopen en blijven*. Deze mogelijkheid sluit aan bij de 'sale and rent back' die in het voorafgaande aan de orde is geweest. In de zuivere 'sale and rent back' constructie heeft de verzilverende eigenaar-bewoner geen langlevensrisico, noch beleggingsrisico. Daarnaast zijn er ook varianten waar deze risico's toch geheel of gedeeltelijk bij de verzilveraar blijven.

De 'taskforce' beveelt vooral aan om te werken aan productontwikkeling en het bieden van goede voorlichting aan consument en een gedragscode voor aanbieders van nieuwe producten. Een kwantificering van de (structurele) verhoging van het inkomen dat met het verzilveren van de overwaarde mogelijk is, ontbreekt echter in het rapport. Daarmee is niet duidelijk in welke mate verzilveren daadwerkelijk een oplossing kan bieden.

Rapport Commissie-Don

Onder voorzitterschap van Don heeft een interdepartementale ambtelijke commissie onderzoek gedaan naar de inkomens- en vermogenspositie van ouderen en de te verwachten, toekomstige ontwikkeling daarvan (Commissie-Don, 2013). De aanleiding is dat (toekomstige) ouderen gemiddeld genomen geen laag inkomen hebben en veelal een fors eigen vermogen, al dan niet in de eigen woning. Bestaande overheidsinstrumenten gericht op inkomensondersteuning zijn wellicht niet of in mindere mate nodig, dan wel zouden vernieuwd kunnen worden. Commissie-Don heeft beleidsvarianten ontwikkeld om tot een verbetering van de doelmatigheid en de transparantie van het instrumentarium te komen (p. 7).

De Commissie-Don onderscheidt drie categorieën vermogen: pensioenvermogen, netto vermogen in de eigen woning en overig vrij vermogen. De hoogte van het vermogen speelt bij verschillende regelingen een rol. Daarbij wordt over het algemeen geen rekening gehouden met het netto vermogen in de eigen woning, behalve bij de bijstand. De commissie formuleert vervolgens twee beleidsopties die daarin verandering brengen:

- *Overwaarde van het eigen huis mee laten tellen bij de eigen bijdrage voor AWBZ/WMO.* Bij de uitwerking van deze optie houdt de commissie rekening met het feit dat de overwaarde niet liquide is en wellicht niet gemakkelijk te verzilveren is. Ze beveelt daarom het Ierse model aan. In dat model, gebaseerd op de praktijk in Ierland, hoeft het deel van de eigen bijdrage dat is gebaseerd op de overwaarde in de eigen woning, niet direct betaald te worden. Het verschuldigde bedrag ontvangt de overheid in de vorm van een claim op de overwaarde, die uitgeoefend wordt op het moment dat de overwaarde door overlijden of verhuizen vrij komt.

- *Overwaarde van eigen huis laten meetellen bij vermogenstoetsen.* Bij de vermogenstoetsen van de meeste inkomensafhankelijke regelingen blijft het netto vermogen in de eigen woning buiten beschouwing, terwijl dit veelal het grootste vermogensbestanddeel is. De commissie formuleert de beleidsoptie dat ook het netto vermogen in de eigen woning mee gaat tellen, gelijk andere vermogensbestanddelen.

In de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie-Don worden deze twee beleidsopties overigens niet (expliciet) overgenomen (Ministerie van SZW, 2013).

Tot slot

In dit hoofdstuk is op hoofdlijnen een overzicht gegeven van het debat in Nederland over het verzilveren van de overwaarde. De aandacht richt zich daarbij enerzijds op het nog steeds omvangrijke eigen vermogen in de woning, de overwaarde, en anderzijds op de mogelijke behoefte om die overwaarde te verzilveren. Die behoefte kan komen van de kant van de eigenaar-bewoner om daarmee eenmalig, of structureel het inkomen te verhogen vanwege bijvoorbeeld een extra grote uitgave of vanwege een pensioentekort. De behoefte kan ook komen van de overheid om ten laste van de overwaarde, middels eigen bijdragen voor bijvoorbeeld zorg, toenemende kosten als gevolg van een vergrijzende samenleving te kunnen dekken.

Er is echter nog relatief weinig aandacht geschonken aan de mate waarin via verzilveren het inkomen op een structurele wijze kan worden verhoogd. De beantwoording van deze vraag staat centraal in dit onderzoek.

3 Internationaal debat: inzicht uit de wetenschap

In dit hoofdstuk gaan we in op de economische literatuur over de wijze waarop ouderen met vermogen omgaan tegen het einde van hun leven. Een belangrijk element van deze literatuur vormt de levenscyclus hypothese die in de jaren 1950 werd ontwikkeld door Franco Modigliani (Modigliani & Brumberg, 1954), die daar later de Nobelprijs voor ontving. Het uitgangspunt van deze hypothese is dat mensen proberen het nut van consumptie over hun totale levensduur te maximaliseren. Ze kijken dus niet alleen naar wat ze in de lopende periode kunnen besteden, maar houden ook de consequenties van hun gedrag voor de toekomst in de gaten. Zo kunnen ze besluiten om te gaan sparen omdat ze voorzien dat in de toekomst hun inkomen gaat dalen, bijvoorbeeld in verband met pensionering. Als er niet zou worden gespaard, zou de consumptie naar beneden moeten worden bijgesteld op het moment van pensionering, maar met een vooruitziende blik kan dat dus worden voorkomen. Het sparen betekent natuurlijk dat nu wat minder wordt geconsumeerd dan mogelijk is, maar dat is uiteindelijk beter dan potverteren en vervolgens gedwongen worden om de tering naar de nering te zetten als het inkomen gaat dalen.

Ongeveer in dezelfde tijd als Modigliani ontwikkelde Friedman (1957) een soortgelijke theorie. Die staat bekend als die van het permanente inkomen. Het centrale idee is hier dat de consument zijn consumptie vaststelt op het niveau dat gedurende de rest van zijn of haar leven kan worden gehandhaafd. Dat niveau wordt bepaald door het inkomen in de huidige en toekomstige perioden. Het permanente inkomen kan worden beschouwd als het op de juiste manier bepaalde, gemiddelde van deze inkomens. Het idee is dus vergelijkbaar met dat van Modigliani. De consument kijkt vooruit en wil gedurende de rest van zijn leven een zo hoog mogelijk nut bereiken.

Beide theorieën suggereren dat een consument tegen het einde van het leven eventueel opgebouwd kapitaal gaat consumeren. Dat is althans het geval in eenvoudige versies waarin geen rekening wordt gehouden met de wens om vermogen na te laten of met de noodzaak tot betalen van hoge kosten van langdurige zorg in de laatste levensfase. We zullen later op deze zaken terugkomen, maar gaan er voor het moment van uit dat deze zaken niet spelen. In die omstandigheden wil de consument – die zijn of haar nut maximaliseert – natuurlijk het hele vermogen opsouperen alvorens te overlijden. Het gewenste eindvermogen is dus gelijk aan nul. En voor deze consument doet zich een probleem voor als het vermogen geheel of gedeeltelijk is opgeslagen in de eigen woning. Het is dan minder gemakkelijk om het te consumeren. “You can’t have your cake and eat it” zeggen de Engelsen in zo’n geval.

De analyse van Artle en Varaiya

Al in de jaren 1970 gaven Artle en Varaiya (1978) een analyse van dit probleem die nog steeds van belang is. Ze gingen uit van een consument die vanaf het begin tot het einde van de levenscyclus dezelfde consumptiebehoeften heeft. In het model is geen onzekerheid aanwezig, de levensduur en ook andere variabelen zijn vooraf bekend. De consument kan, voor wat betreft de woonsituatie, kiezen tussen een koop- en een huurwoning. De koopwoning heeft de voorkeur, maar kan alleen worden aangeschaft met aanbetaling.² Dat zorgt voor complicaties aan het begin van de levenscyclus, waar we op deze plaats geen aandacht aan besteden. Interessanter wordt het aan het einde van de levenscyclus, want Artle en Varaiya nemen aan dat het vermogen dat in de woning is gestopt (ze gaan er vanuit dat die woning – voor zover mogelijk – is gefinancierd met een annuïteitenhypotheek) er niet meer uitgehaald kan worden. De consument heeft in hun model ook geen mogelijkheid om op andere wijze te lenen dan met de woning als onderpand. Alleen via verhuizing naar een – minder gewaardeerde – huurwoning kan het vermogen dat in de eigen woning zit, dus worden vrijgespeeld voor consumptie. Artle en Varaiya laten dan zien dat het voor deze consument optimaal is om de verhuizing zo lang uit te stellen dat er na verkoop van de woning meer dan genoeg geld over blijft om het voordien bestaande consumptiepatroon voort te zetten. Als de woning uiteindelijk toch verkocht wordt, schiet de consumptie dan ook omhoog en op het levenseinde is het restvermogen alsnog gelijk aan 0.

Voor een goed begrip is het nodig om op te merken dat het gaat om een combinatie van twee factoren: (i) de consument heeft een voorkeur voor een eigen woning boven een huurwoning, en (ii) het vermogen dat in de woning is opgeslagen kan niet worden vrijgespeeld zonder die woning te verlaten. Als de consument geen bijzonder belang hecht aan het eigendom, is verhuizing geen probleem. Dat is het wel als de consument een bijzondere waarde toekent aan eigendom: dan betekent het verlaten van de eigen woning een verlies aan nut, dat moet worden afgewogen tegen het voordeel van de hogere consumptie die mogelijk wordt gemaakt door het vrijkomende vermogen uit de eigen woning.

De optimale strategie is, zoals Artle en Varaiya laten zien, de acceptatie van een verstoring in het optimale consumptiepatroon. Dat verloopt niet meer continu, maar laat een sprong zien op het moment dat de eigen woning wordt verkocht. Het welvaartsverlies ten opzichte van de situatie waarin de consumptie een vlak verloop heeft, wordt veroorzaakt door de gehechtheid van de consument aan de eigen woning. Dit verlies kan worden voorkomen door de consument de mogelijkheid te bieden om te verzilveren. Dan kan het verblijf in de eigen woning worden voortgezet, terwijl tegelijkertijd het vermogen dat daarin is opgeslagen wordt geconsumeerd.

Deze analyse geeft een economisch-theoretische achtergrond van verzilverd wonen en aanverwante producten zoals de omkeershypotheek. Door gebruik te maken van zo'n product kan de consument het welvaartsverlies vermijden dat samenhangt met het opgeven van de eigen woning. Het zal duidelijk zijn dat deze conclusie gebaseerd is op een model dat een aantal sterk vereenvoudigende veronderstellingen bevat. Het is dan ook de moeite waard om

² De voorkeur voor de koopwoning heeft in deze analyse alleen betrekking op de kosten. De kwaliteit van de huur- en koopwoning is gelijk verondersteld.

na te gaan hoe gevoelig die conclusie is voor het loslaten van die aannames. Dat zullen we in de volgende paragrafen bekijken aan de hand van latere literatuur.

Ouderen verhuizen niet

De analyse van Artle en Varaiya (1978) leidt tot een duidelijke voorspelling van het gedrag van oudere eigenaar-bewoners in een situatie waarin verzilveren onmogelijk is: ze zullen verhuizen naar een huurwoning om het vermogen dat in de eigen woning is opgeslagen te consumeren. Alleen als het welvaartsverlies dat gepaard gaat met het opgeven van de eigen woning groter is dan het in de woning opgeslagen vermogen zal men tot het levenseinde in de eigen woning blijven. Aangezien die laatste voorwaarde weinig realistisch lijkt - veel ouderen hebben hun woning vrij van hypotheek – is toetsing de moeite waard.

Empirisch onderzoek heeft laten zien dat de meeste ouderen niet verhuizen en, als ze dat al doen, dat ze dan niet vanzelfsprekend het in hun woning opgebouwde vermogen verkleinen. 'But they don't want to reduce their housing equity' is dan ook de titel van een bekend artikel van Venti en Wise (1990) waarin het verhuisgedrag van ouderen werd geanalyseerd. In veel andere studies is deze conclusie bevestigd en het lijkt er dan ook op dat Artle en Varaiya's conclusie empirisch gezien geen hout snijdt.

De vererfwens als verklaring

De vraag die vervolgens opkomt, is wat daar de oorzaak van is. De meest voor de hand liggende verklaring is dat ouderen het door hen opgebouwde vermogen liever nalaten dan zelf consumeren. Als dat zo is, dan heeft het geen zin om te verhuizen. Dat zou alleen maar een welvaartsverlies opleveren. Alleen als door een verhuizing naar een huurwoning zou kunnen worden voorkomen dat de omvang van de erfenis sterk daalt, bijvoorbeeld bij de verwachting van een neergaande woningmarkt, zou er voor ouderen een reden kunnen zijn om te verhuizen.

In de economische literatuur bestaat geen consensus over het belang van de wens om een erfenis na te laten. Hurd (1987) probeerde het belang van het vererfmotief ('bequest motive') te achterhalen via het verschil in gedrag tussen ouderen met en zonder kinderen. Hij vond slechts kleine verschillen en concludeerde daaruit dat het belang van het vererfmotief bescheiden is. In recentere literatuur is er echter op gewezen dat mensen met kinderen niet noodzakelijkerwijs een erfenis willen nalaten, terwijl ook mensen zonder kinderen een vererfwens kunnen hebben. Kopczuk en Lupton (2007) presenteren een analyse waarin de wens om een erfenis na te laten niet alleen aan de aanwezigheid van kinderen is verbonden. Zij concluderen op grond hiervan dat zo'n 75 procent van de ouderen in de VS een erfenis wil nalaten. Deze wens komt onder ouders wel iets vaker voor dan bij kinderlozen, maar ook bij de laatste groep is er bij ruim 60 procent een vererfwens aanwezig. Daarbij gaat het niet om het voornemen om (ten minste) het eigen huis na te laten. De gewenste omvang van de erfenis verschilt tussen de huishoudens en is niet rechtstreeks verbonden aan de waarde van de woning of van andere specifieke vermogenscomponenten. Kortom, de vererfwens zou belangrijker zijn dan het eerdere onderzoek van Hurd (1987) suggereerde.

Niettemin lijkt het onwaarschijnlijk dat de geringe bereidheid van Nederlandse ouderen om te verhuizen volledig kan worden toegeschreven aan de wens om een erfenis na te laten. De aanwezigheid van die wens betekent niet automatisch dat de beoogde omvang van de nalatenschap tenminste even groot is als het in de woning opgeslagen vermogen. Kopczuk en Lupton (2007) laten zien dat de beoogde omvang van de erfenis lang niet altijd (tenminste) de waarde van de woning omvat, zoals het geval zou zijn als de eigen woning vooral beschouwd wordt als een goede manier om voor te sorteren op het nalaten van vermogen. Als mensen de wens hebben om een fors bedrag na te laten aan hun kinderen, of aan goede doelen, kan dit bedrag toch minder groot zijn dan de totale waarde van het huis. Dat is waarschijnlijk bij een grote groep het geval. Voor de meeste woningbezitters is de overwaarde in de woning veruit de grootste component van het totale vermogen.³ Veel oudere eigenaar-bewoners in Nederland hebben al in de jaren tachtig of daarvoor een woning gekocht; het vermogen dat momenteel in die woning is opgeslagen is dus voor een groot deel verkregen door de voortdurende prijsstijging tot 2008. Het lijkt onwaarschijnlijk dat deze huishoudens die 'windfall profits' maar voor één doel zouden willen bestemmen: een grotere nalatenschap. Het lijkt veel meer in de rede te liggen dat mensen een deel daarvan zelf zouden willen consumeren, ook al bestaat de wens om een ander – mogelijk substantieel - deel ten goede te laten komen aan de kinderen of andere erfgenamen.⁴ Verwezenlijking van die plannen wordt gefaciliteerd door betere mogelijkheden om de overwaarde in de woning te verzilveren.

Een appel voor de dorst

Meer recent is er in de internationale literatuur op gewezen dat onzekerheid over de kosten van langdurige zorg aan het einde van het leven een krachtige impuls vormt voor het aanhouden van grote hoeveelheden kapitaal uit voorzorg. Met name in de Amerikaanse situatie, waarin er veel minder sprake is van collectief gefinancierde langdurige zorg kan dit een belangrijke rol spelen. Palumbo (1999) en meer recent De Nardi et al. (2010) hebben laten zien dat levenscyclus modellen waarin onzekerheid met betrekking tot het levenseinde en de daaraan voorafgaande kosten van medische zorg een groot deel van de discrepantie tussen theorie en empirie kunnen wegnemen.

In de literatuur is er verder op gewezen dat het in een onzekere wereld niet duidelijk is welk deel van het vermogen voor een nalatenschap is bestemd en welk deel voor andere bestemmingen. Onzekerheid over de kosten van intensieve zorg, en met name de daaraan te leveren eigen bijdrage, kan er toe leiden dat het bij elkaar gespaarde vermogen afhankelijk van de ontwikkeling van de gezondheid en andere omstandigheden kan worden aangewend voor de financiering van zorg, of voor een erfenis (Dynan, Skinner en Zeldes, 2002). Dit punt is recent opnieuw naar voren gebracht door Lockwood (2013). Uit het door hem geschatte model blijkt dat de wens een erfenis na te laten vooral sterk is als het opgebouwde vermogen

³ Het pensioenkapitaal blijft hier buiten beschouwing.

⁴ Het is natuurlijk mogelijk dat sommige ouderen uit de sterk gestegen woningprijzen de conclusie trekken dat hun kinderen nu zoveel moeten betalen voor hun eigen woning dat het nodig is dat ze dat sterk aangegroeide woonvermogen ook volledig nalaten. In dat geval stijgt de behoefte aan het nalaten van een erfenis met de toename van de woningprijs. Het lijkt echter onwaarschijnlijk dat alle ouderen er zo over denken.

groot is.⁵ Een erfenis is dus een luxe goed. Als mensen in de laatste levensfase veel moeten betalen voor langdurige zorg, houden ze weinig vermogen over en neemt de behoefte om een erfenis na te laten navenant af. Als ze, daarentegen, tot het levenseinde weinig hoeven te besteden aan langdurige zorg, is er veel vermogen en laten mensen dit bij voorkeur na. Door een relatief groot vermogen op te bouwen verzekeren mensen zich dus enerzijds van de mogelijkheid om zo nodig langdurige zorg te kunnen consumeren en, als dat niet nodig blijkt, van de mogelijkheid om een grote erfenis na te laten. Voor veel ouderen is dat, nog steeds volgens Lockwood's analyse, een aantrekkelijk alternatief voor de mogelijkheid om een (dure) verzekering tegen de kosten van langdurige zorg af te sluiten en daarmee tegelijkertijd de omvang van de erfenis te verzekeren. Het belangrijke punt voor het onderwerp van dit rapport is dat er in deze optiek geen tegenstelling bestaat tussen het vererfmotief en de wens om flexibel om te gaan met het vermogen, inclusief dat in de eigen woning. Integendeel, het vererfmotief om te sparen en het voorzichtigheidsmotief – vooral ingegeven door de kosten van langdurige zorg – vullen elkaar aan.

Hoewel de analyses die hierboven ter sprake werden gebracht vooral gebaseerd zijn op de Amerikaanse situatie, wijst onderzoek van Haffner (2005) er op dat ook Nederlandse ouderen over het algemeen hun in eigen beheer gehouden vermogen niet beschouwen als een reguliere financieringsbron van levensonderhoud (zoals het pensioenvermogen dat via een transformatie naar een annuïteit volledig wordt uitgekeerd), maar veel meer als een appel voor de dorst die voor bijzondere behoeften apart gezet wordt en – als die zich niet realiseren – wordt nagelaten.

Verhuiskosten en consumptiebatzen

De literatuur bevat ook aanwijzingen dat de verhuiskosten van ouderen hoger zijn dan je op het eerste gezicht zou denken. De zeer lage verhuismobiliteit geeft al een sterke aanwijzing in die richting. Samenhangend daarmee is het feit dat veel ouderen wonen in 'empty nests'. Nu is het natuurlijk zo dat de mogelijkheid om kinderen en kleinkinderen te ontvangen ook gewaardeerd wordt, en dat beschikbare woonruimte vrijwel altijd wel enigszins benut wordt, maar met het klimmen van de jaren wordt traplopen vaak moeilijker en ook het onderhoud van de tuin gaat minder gemakkelijk. Veel woningen waarin ouderen verblijven, lijken minder goed toegesneden op de behoeften van de oude dag, maar toch geven deze ouderen doorgaans aan zeer tevreden te zijn over hun woonsituatie.⁶ Naarmate mensen langer in een bepaalde woning verblijven lijken ze daaraan meer te hechten. Verhuizen lijkt een steeds grotere stap te worden. In modellen voor keuzegedrag vertaalt zich dat in steeds hogere verhuiskosten, hetgeen wil zeggen dat de verhuizing een steeds hogere compensatie in termen van verbeterd nut vereist, wil die uitgevoerd worden.

⁵ Dit stemt overeen met de gedachte dat vermogende ouderen minder belang hechten aan consumptie van het vermogen dan aan het nalaten ervan.

⁶ Zie De Graaf en Rouwendal (2013) voor meer details.

Aan de andere kant lijkt de waarde die aan extra consumptie wordt toegekend steeds lager te worden naarmate de leeftijd vordert en – vooral – de gezondheid afneemt. Finkelstein et al. (2012) vinden duidelijke aanwijzingen dat het nut van extra consumptie afneemt naarmate de gezondheid achteruit gaat. In het kader van het model van Artle en Varaiya (1978) betekent dat dus dat met het ouder worden de kosten van een overgang naar een huurwoning toenemen terwijl de baten die verbonden zijn aan het vrijspelen van het in de woning opgeslagen vermogen juist minder worden.

Samenvattend

Hoewel het voorgaande duidelijk maakt dat het model van Artle en Varaiya (1978) in een aantal opzichten te simpel is om een goede afspiegeling van de realiteit te vormen, lijkt het toch onwaarschijnlijk dat er geen huishoudens zouden zijn die, als dat gemakkelijk zou zijn, een deel van het in de woning opgeslagen vermogen liquide zouden willen maken en gebruiken voor consumptiedoelinden. Niet iedereen heeft de wens een grote erfenis na te laten, zodat een vererfwens heel goed kan samengaan met de wens om een deel van het vermogen te consumeren. De kosten van langdurige zorg zijn in de V.S. een veel belangrijker motief dan in de Nederlandse situatie waar dergelijke zorg nog steeds grotendeels collectief gefinancierd wordt, al neemt de omvang van de eigen bijdrage wel toe en wordt sinds kort ook het vermogen daar weer bij betrokken. De gehechtheid aan de woning lijkt over het algemeen wel groot te zijn, maar het is niet zo dat de vraag naar woonruimte met het ouder worden sterk afneemt. Onder de weinige ouderen die verhuizen zijn er altijd nog vrij veel die niet voor een kleinere maar juist voor een grotere woning kiezen. In de Nederlandse situatie moet bovendien onder ogen worden gezien dat het huurgedeelte van de woningmarkt vrijwel gesloten is voor huishoudens die uit de koopsector komen, een redelijk vermogen bezitten en vaak ook qua inkomen buiten de doelgroep van de sociale huursector vallen. Zelfs als men het op grote schaal zou willen, maakt de institutionele context het in Nederland vrijwel onmogelijk om te voldoen aan Artle en Varaiya's optimale strategie. Het lijkt, kortom, goed voorstelbaar dat althans een deel van de ouderen toch wel belangstelling zou hebben voor de mogelijkheid om (een deel) van het vermogen uit de woning om te zetten in extra consumptiemogelijkheden, met name als ze daarvoor niet hoeven te verhuizen.

De omkeerhypotheek

De omkeerhypotheek maakt dit mogelijk. Het idee is dat je geld opneemt uit de eigen woning op basis van je consumptiebehoefte. De rente wordt bijgeschreven op de lening die wordt afgelost uit de verkoop van de woning nadat de huidige eigenaar die verlaten heeft. Het idee om de eigen woning te gebruiken als aanvulling op het pensioen komt het best tot zijn recht als wordt uitgegaan van een eenmalige opname van kapitaal uit de woning. Het opgenomen bedrag wordt omgezet in een annuïteit en geeft de eigenaar tot het einde van zijn of haar leven een aanvullend inkomen.

Venti en Wise (1991) hebben deze vorm van een omkeerhypotheek geanalyseerd en concludeerden dat er alleen grote effecten van zo'n 'reverse annuity mortgage' op het inkomen waren bij personen die al op vergevorderde leeftijd zijn en voor wie de verwachte looptijd van de omkeerhypotheek dus kort is. De omkeerhypotheek zou met name van belang zijn voor ouderen met een laag inkomen en veel vermogen. De auteurs merken echter ook op

dat de groep ouderen met deze combinatie van kenmerken relatief klein is. Ze berekenen de toename in inkomen die resulteert wanneer de woning volledig wordt gebruikt voor de financiering van een annuïteit. Daarbij gaan ze uit van een jaarlijkse prijsstijging van 5%, en een vereist rendement van 10% en een 'annuity yield' van 5%.⁷

"The income of typical married couples would be affected very little by reverse annuity mortgage payments. The median income of couples is \$24,625; the median annual reverse annuity mortgage would be \$1,358. Even for most low-income couples the median payment would be a small proportion of median annual income. A reverse annuity mortgage would mean only a 4 percent increase in the income of the typical low-income couple aged 55-60; it would mean approximately a 10 percent increase for those 65-70. Only for the oldest low-income couples would a reverse mortgage mean a substantial relative increase in income. For those who are 85 and over the increase would be about 35 percent. The payment is larger for the older group and their income is lower." (Venti & Wise, 1991, p. 385)

Voor alleenstaanden zijn de effecten van de omkeershypotheek op het inkomen wat groter, vooral omdat zij doorgaans een lager inkomen hebben. Een belangrijke reden voor de relatief lage aanvulling op het pensioen door de omkeershypotheek in de analyse van Venti en Wise is de lage 'yield' op annuïteiten: 5%, terwijl de opbrengst van de woning wordt verdisconteerd tegen 10%.

Hoewel het product dus niet zo aantrekkelijk is als het op het eerste gezicht lijkt, is in de VS toch een vrij omvangrijke markt voor omkeershypotheek en gerelateerde producten ontstaan. Shan (2011) analyseerde de groei van deze markt en concludeert dat de stijging in de huizenprijzen vóór het begin van de grote recessie hieraan een grote bijdrage leverde. Dat bevestigt de hierboven al geuite verwachting dat huiseigenaren een toename in waarde van hun woning niet automatisch bestemmen voor een grotere nalatenschap, maar een deel zelf willen consumeren.

Conclusie

Het voorgaande overziend, kan worden geconcludeerd dat er wellicht belangstelling is voor de ontwikkeling van producten als een omkeershypotheek. Een dergelijke hypotheek maakt het voor een huiseigenaar mogelijk om in de woning te blijven en toch een deel van dat vermogen te consumeren. De oudere eigenaar-bewoner is daardoor beter in staat om zelf de gewenste omvang van de erfenis te bepalen en wordt niet voor de keuze gesteld om te verhuizen, dan wel het in de woning opgeslagen vermogen onaangeroerd te laten. Tegelijkertijd is duidelijk geworden dat een omkeershypotheek geen gemakkelijk product is. Voor de aanbieder bestaat het risico dat het uiteindelijk geleende bedrag – inclusief de accumulerende rente – groter is dan de opbrengst van de verkoop van de woning. Wat dat betreft is het verzilveren van de overwaarde van de eigen woning middels een 'sale and rent back' constructie die elders in dit rapport aan de orde komt aantrekkelijker voor een aanbieder.⁸ In dat geval is zowel het

⁷ De auteurs merken op dat 'annuity yields' typisch een stuk lager zijn dan de lange termijn rentevoet.

⁸ Bij verzilverd wonen kan de aanbieder van het product er bovendien voor zorgen dat voldoende aandacht aan het onderhoud van de woning wordt besteed.

langlevenrisico als het beleggingsrisico afgedekt. Voor het afdekken van deze risico's dienen uiteraard wel kosten gemaakt te worden.

Uit de berekeningen van Venti en Wise (1991) bleek bovendien dat het omzetten van het uit de woning gehaalde vermogen in een annuïteit gepaard gaat met een aanzienlijk verlies aan rendement. De aanbieder van het product eist een rendement op de woning dat aanzienlijk hoger ligt dan de 'annuity yield'. Het bedrag dat in een annuïteit wordt omgezet is daardoor aanzienlijk lager dan het geval zou zijn wanneer de 'annuity yield' gelijk is aan dat gewenste rendement. Een woningbezitter die kiest voor een omkeerhypotheek – of voor verzilverd wonen – is daarom te vergelijken met iemand die een investering met een hoog rendement inruilt tegen één met een aanzienlijk lager rendement. Dat verschil in rendement maakt het lastiger om het voordeel van het liquide maken van het in de eigen woning opgeslagen vermogen ook daadwerkelijk te realiseren. Het is natuurlijk niet noodzakelijk om het aan de woning onttrokken vermogen om te zetten in een annuïteit, maar als dat niet gebeurt, is het weer minder aantrekkelijk als aanvulling op het pensioen.

Vanuit deze achtergrond bezien is de groei van de markt voor omkeerhypotheek in de V.S. opmerkelijk. Ze doet vermoeden dat woningbezitters – zoals door de economische theorie wordt gesuggereerd – de behoefte hebben om althans een deel van de vermogenswinst die door stijgende huizenprijzen is gegenereerd om te zetten in consumptie, zelfs als dat alleen kan gebeuren tegen voorwaarden die niet bijzonder aantrekkelijk zijn.

4 De methodiek van verzilveren

In het voorafgaande is aan de orde geweest dat het verzilveren van de overwaarde in de eigen woning een middel kan zijn om extra inkomen ter beschikking te krijgen. Dit extra inkomen kan gebruikt worden als aanvulling op het pensioen of voor de bekostiging van de zorgbehoefte. Dit hoofdstuk bevat een beschrijving van de methodiek die is gebruikt om de verzilverpotentie van Nederlandse eigenaar-bewoners te berekenen. Hierbij zal aandacht worden geschonken aan enkele algemene uitgangspunten. Verder worden de afwegingen beschreven die het kader vormen waarbinnen de verzilverpotentie van de overwaarde in de eigen woning wordt berekend. Hierbij gaat het om verschillende belangrijke conceptuele afwegingen: onder welke randvoorwaarden wordt het vermogen liquide gemaakt en welke financiële producten worden daarvoor gebruikt?

Algemene uitgangspunten

Zoals in het voorafgaande al naar voren is gekomen, zijn er verschillende manieren om het vermogen dat in de woning is opgebouwd liquide te maken. Een belangrijk punt hierbij is of het betreffende huishouden in de woning blijft wonen of niet. Als de woning wordt verlaten en vervolgens leeg kan worden verkocht, is de vervolgvraag naar welke woning het huishouden verhuist. Naar een koop- of naar een huurwoning? Naar een goedkopere woning of naar een woning waarbij de woonconsumptie gelijk blijft? Bekend is dat ouderen weinig verhuizen en graag in de eigen woning willen blijven wonen. Mede op grond hiervan is bij het berekenen van de verzilverpotentie verondersteld dat het huishouden niet verhuist. De woonconsumptie blijft gelijk en het verzilveren heeft betrekking op de overwaarde van de huidige woning. De aanwezige overwaarde in de eigen woning moet daardoor met financiële producten beschikbaar worden gemaakt voor de eigenaar-bewoner.

Een ander belangrijke vraag is op welke wijze het bedrag van de verzilverde overwaarde als extra inkomen voor het huishouden beschikbaar komt. Gaat het om een extra inkomen over een bepaalde, afgebakende tijdsperiode, bijvoorbeeld 10 jaar, of dient het extra inkomen beschikbaar te komen gedurende het resterende leven van het huishouden? In dit onderzoek is verondersteld dat het laatste het geval is. De verzilverpotentie wordt in feite 'vertaald' in een jaarbedrag dat beschikbaar komt gedurende het resterende leven van het huishouden. Omdat niet vooraf bekend is hoe lang het huishouden leeft, is het langlevensrisico van belang. Dit risico dient verzekerd te worden om te borgen dat het extra inkomen daadwerkelijk gedurende het resterende leven beschikbaar blijft.

Daarnaast wordt het huishouden na het verzilveren van de overwaarde ook geconfronteerd met het beleggingsrisico. De overwaarde dient belegd te worden. Dat zou het huishouden zelf kunnen doen, maar het is de vraag of in dat geval een optimaal rendement wordt gerealiseerd. In dit onderzoek veronderstellen we dat het huishouden de verzilverde overwaarde door een professionele partij laat beleggen.

Resumerend zijn de algemene uitgangspunten in dit onderzoek dat bij het verzilveren van de overwaarde het huishouden in dezelfde woning blijft wonen en daarmee een gelijke woonconsumptie behoudt. Voorts is het van belang dat zowel het langlevensrisico als het

beleggingsrisico niet door het huishouden zelf wordt gedragen, maar dat professionele partijen die risico's voor hun rekening nemen. Aan deze uitgangspunten worden voldaan als:

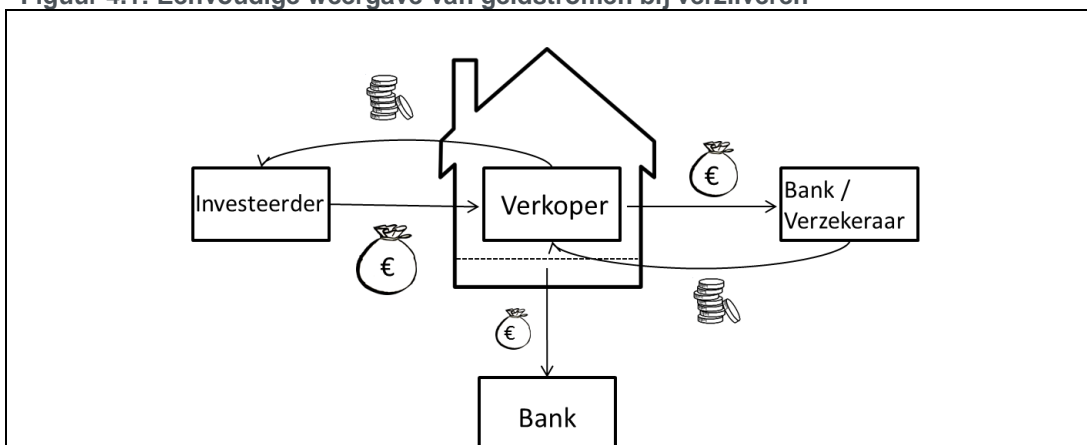
- Het huishouden de woning in verhuurde staat verkoopt aan een belegger en recht behoudt om gedurende het resterende leven in de woning te wonen;

-Het huishouden de netto opbrengst van de woning bij een verzekeraar omzet in een jaarlijkse lijfrente gedurende het resterende leven.

De jaarlijkse lijfrente die zo beschikbaar komt, is het extra inkomen dat met het verzilveren van de overwaarde van de woning mogelijk is.

Figuur 4.1 illustreert de wijze waarop het verzilveren van de overwaarde wordt uitgevoerd. In Het huishouden verkoopt de woning ar aan een belegger. Het huishouden kan daardoor in de woning blijven wonen. Van de koopsom wordt een eventuele resterende hypotheek afgelost bij de bank. De netto verkoopopbrengsten staat de verkoper vrij ter beschikking. Het vermogen dat het huishouden na verkoop van de woning overhoudt wordt als koopsom voor een lijfrente bij een verzekeraar geplaatst. Deze lijfrente kan het huishouden gebruiken om de verschuldigde huur over de eigen woning te betalen en het restant gebruiken om het inkomen aan te vullen.

Figuur 4.1: Eenvoudige weergave van geldstromen bij verzilveren



Een omgekeerde hypotheek?

Een alternatieve aanpak om de overwaarde te verzilveren is een omgekeerde hypotheek waarbij het huishouden geld leent van de bank met de woning als onderpand. Dit kan op verschillende manieren. Het huishouden kan het hypotheekbedrag ineens opnemen om daarmee een grote uitgave te doen. Er zijn dan vervolgens wel rentelasten, waardoor er niet sprake is van een inkomensstijging maar juist van een inkomensdaling. Een andere uitwerking kan zijn dat het huishouden jaarlijks van de bank een bedrag als aanvulling op het inkomen leent. De uitstaande hypotheek stijgt met dit bedrag, maar ook met de rente die verschuldigd is over het opgenomen geld. Dit kan doorgaan totdat het maximum is bereikt dat de bank als hypotheek wil verstrekken. Daarna zijn er twee opties: de rentelasten met het oorspronkelijke inkomen te betalen of de woning te verkopen om de hypotheek af te lossen.

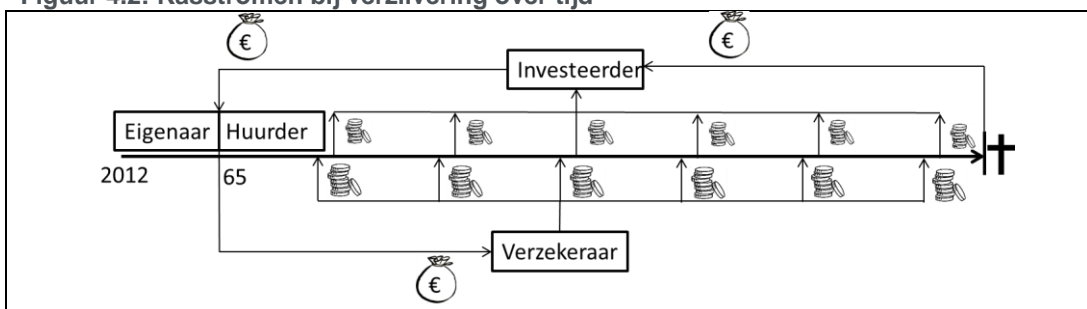
Belangrijk nadeel van de omgekeerde hypotheek is dat de twee eerder genoemde risico's bij het huishouden blijven liggen. Het huishouden behoudt het beleggingsrisico dat aanwezig is in de onzekere waardeontwikkeling van de woning. Dit zal er ook toe leiden dat de maximale omvang van de omgekeerde hypotheek, vanwege een mogelijke waardedaling, niet de volledige overwaarde zal zijn. Het langlevensrisico blijft ook bij het huishouden. Bij een omgekeerde hypotheek kan blijken dat op hogere leeftijd er geen financiële ruimte meer is omdat de overwaarde benut is. De rentelasten van de omgekeerde hypotheek blijven dan wel doorlopen.

Een omgekeerde hypotheek voldoet daarmee niet aan het uitgangspunt dat het verzilveren van de verwaarde gedurende het resterende leven tot een extra inkomen leidt.

'Sale and rent back': kasstromen van verzilvering in beeld

Als ten behoeve van het verzilveren van de overwaarde het huishouden de woning verkoopt aan een belegger en vervolgens terughuurt gedurende het verdere leven, is er in feite sprake van de in het voorafgaande reeds vermelde 'sale and rent back' constructie. Het verzilverende huishouden verkoopt de woning, maar blijft als huurder in de woning wonen. De belegger koopt daarmee een woning in bewoonde staat. Gedurende de gehele bewoningsduur krijgt de belegger inkomsten in de vorm van huur. Met de opbrengst van de verkoop kan het huishouden vervolgens een lijfrente kopen die uitkeert gedurende het verdere leven. Op deze wijze is het huishouden zowel van het beleggingsrisico als van het langlevensrisico verlost. Op het einde van de bewoningsduur kan de belegger de woning verkopen op de koopwoningmarkt of opnieuw verhuren. In figuur 4.2 is zijn de kasstromen voor het huishouden in kaart gebracht.

Figuur 4.2: Kasstromen bij verzilvering over tijd



In figuur 4.2 staat het einde van de bewoningsduur aangegeven als een overlijden. Het huishouden hoeft vanzelfsprekend niet te overlijden om de woning voor de belegger vrij te laten komen. Het huishouden kan per slot van rekening ook naar een verzorgingstehuis verhuizen. Kern van het verzilveren is echter dat er niet verhuist wordt naar een andere zelfstandige woning. Aangezien we geen gegevens hebben over de kansen dat huishoudens nu en in de toekomst op enig moment naar een verzorgingstehuis verhuizen baseren we onze berekeningen op de overlijdenskansen. Aan de hand van gevoeligheidsanalyses zal de invloed van deze afweging op de uitkomsten in kaart worden gebracht. Een beschrijving van de uitgevoerde gevoeligheidsanalyse wordt, in een aparte paragraaf gegeven bij de uitkomsten van de berekeningen.

Aannames beleggingswaarde en lijfrente

Bij het berekenen van de beleggingswaarde van de woning en de jaarlijkse lijfrente, moet een aantal aannamen worden gedaan. Hierbij sluiten we zoveel mogelijk aan bij gangbare normen in de praktijk. De verschillende aannamen staan samengevat in tabel 4.1.

Tabel 4.1: Aannamen voor beleggingswaarde en lijfrente

Waardering woning in bewoonde staat		Uitkering lijfrente		Woonlasten bij verzilvering	
Huur	5,50%	Acquisitiekosten per polis	€ 500	Hypotheekrente	3,90%
Onderhoud	0,75%	Doorlopende kosten (jaarlijks)	€ 100	OZB	0,10%
Beheer	0,60%	Rendement	risico-vrij ^a	Opstalverzekering	0,10%
Disconto	6,00%	Marge	2,50%	Woningwaarde-forfait	0,60%
Woningprijs-ontwikkeling	2,00%	Uitkeringsduur	sterftetabel	Marginaal tarief	24/42%
Kostenontwikkeling	2,50%				
Bewoningsduur	sterftetabel				

^a Er wordt een rente-curve gehanteerd waarbij de risico-vrije rente varieert met de looptijd. De gehanteerde curve heeft bij een looptijd van 10 jaar een rente van 1,6%.

De beleggingswaarde van de woning in verhuurde staat is mede gebaseerd op een in rekening te brengen huurprijs. Verondersteld wordt dat de belegger een marktconform huurniveau in rekening brengt van 5,5% van de leegwaarde van de woning. Dit komt ongeveer overeen met het waargenomen huurniveau in de geliberaliseerde huursector in WoON2012. De jaarlijkse huurstijging is gelijk aan de veronderstelde structurele inflatie van 2%. Voor het onderhoud wordt 0,75% van de WOZ-waarde per jaar gerekend; voor het beheer 0,6%. Voor de woningprijsontwikkeling wordt rekening gehouden de kooprijzdaling in de jaren 2012 en 2013 en prijsstabilisatie in 2014. Vanaf 2015 is de kooprijsstijging gelijk aan de inflatie van 2%. Voor de kostenontwikkeling van onderhoud en beheer is een iets hogere prijsontwikkeling gehanteerd van 2,5%. De bewoningsduur van het huishouden is bepaald op basis van de sterftetabellen ontleend aan het Actuarieel Genootschap. Op het tijdstip dat de woning door overlijden van de leden van het huishouden, beschikbaar komt, is de leegwaarde van de woning voor de belegger beschikbaar. Al deze toekomstige kasstromen worden netto contant gemaakt tegen een veronderstelde rendementseis van de belegger van 6%. Deze rendementseis sluit aan bij de huidige woningbeleggingsmarkt.

De veronderstellingen bij de berekening van de lijfrente zijn gebaseerd op het gemiddelde van actuele waarnemingen bij verzekeraars. De acquisitiekosten zijn € 500 en de jaarlijkse kosten € 100. Het rendement dat verzekeraars kunnen aanbieden, mede op basis van het toezicht op verzekeraars, is gekoppeld aan de risicovrije rentecurve. De duur van de lijfrente is wederom

gebaseerd op dezelfde sterftetabellen als bij de bepaling van de bewoningsduur. Tot slot is de aldus berekende lijfrente verminderd met 2,5% als risicobuffer voor de verzekeraar.

Aanvullend op de berekening van de uitkering uit de lijfrente en de te betalen huur is er voor de verzilverende eigenaar een mogelijke besparing. Immers, de eigenaar-bewoner kent na de verzilvering niet alleen een uitgaande kasstroom aan woonlasten in de vorm van huur; hij bespaart een uitgaande kasstroom aan eigenaarslasten. De berekening van de woonlasten op het moment van verzilveren wordt in de bijlagen gepresenteerd; de aannamen zijn weergegeven in tabel 4.1. Er wordt uitgegaan van de huidige hypotheekrente voor leningen met een 10 jaar rentevaste periode en NHG en 0,1% OZB en opstalverzekering. Het woningwaarde-forfait is op het gemiddelde percentage van de afgelopen jaren van 0,6% gesteld. Dit is derhalve iets lager dan het in december 2013 vastgestelde percentage voor 2014. Voor onderhoud worden geen lasten in rekening gebracht, omdat ouderen doorgaans zeer weinig uitgeven aan onderhoud van de woning. Dit wordt in de bijlagen van dit rapport op basis van gegevens uit het databestand van WoON2012 onderbouwd. Voor het marginaal tarief, en dus voor de hypotheekrenteaftrek, wordt uitgegaan van de huidige schijven voor de inkomstenbelasting. Voor huishoudens die nu jonger dan 65 jaar zijn wordt ervan uitgegaan dat het inkomen na pensionering 70% van het doorgerekende huidige inkomen is⁹. Voor de berekening van het inkomen in de toekomst is uitgegaan van de twee minst gunstige lange termijn ramingen van het CPB met betrekking tot de ontwikkeling van de loonvoet (2,8%; Huizinga & Smid, 2004). Afhankelijk van dat berekende inkomen wordt een belastingschijf voor het moment van verzilveren toegerekend. De berekening van de woonlasten van verzilverende huishoudens is een benadering van de verwachte eigenaarslasten vlak voor of op het moment van verzilveren. Het is van belang zich te realiseren dat gedurende de periode de eigenaarslasten kunnen veranderen, door bijvoorbeeld aflossing op de hypotheek. Het voor- of nadeel van de veranderende woonlasten kan dus veranderen tijdens het verzilveren.

Bij de berekeningen is geen rekening gehouden met een belastingheffing op de jaarlijkse lijfrente. Voor zolang de som van de uitgekeerde lijfrentes lager is dan de netto verkoopopbrengst waarmee de lijfrente is gekocht, is dit op basis van de saldo-methode in overeenstemming met het fiscale beleid. Daarna wordt er belasting geheven over de lijfrente. Als gevolg van het feit dat hiermee geen rekening is gehouden, is er in de berekeningen op de lange termijn sprake van een overschatting van het netto bedrag dat het verzilveren oplevert. De gepresenteerde resultaten in dit rapport geven de netto opbrengst van het verzilveren weer voor huishoudens in het jaar dat de verzilvering van de overwaarde plaats vindt. In dat eerste jaar leidt de saldo-methode tot belastingvrijstelling..

Bij de gemaakte veronderstellingen past nog wel een toelichting. Er is sprake van asymmetrie in de hoogte van het rendement. Bij de belegger is rekening gehouden met een rendement van 6%, terwijl bij de verzekeraar met een rentevergoeding op basis van de risicovrije rente is gerekend. Bij een looptijd van 10 jaar is deze rente niet meer dan 1,6%. Deze verhoudingen illustreren de huidige situatie op de verschillende markten. Het feit dat er zo'n groot verschil is tussen beide markten heeft een groot negatief effect op de hoogte van de lijfrente. Immers, naarmate de rendementseis van de belegger hoger is, is de netto opbrengst voor het huishouden lager. Naarmate het rendement dat de verzekeraar inrekenen lager is, is de lijfrente eveneens lager. Een verschil tussen beide percentages is te verwachten omdat daarin de risicopremies tot uitdrukking komen. De huidige percentages komen echter niet overeen met

⁹ De verschuivende pensioengerechtigde leeftijd wordt in dit onderzoek genegeerd. Dit heeft geen invloed op de uiteindelijke omvang van het inkomen op het moment van verzilveren.

het te verwachten structurele niveau. Meer in overeenstemming met structurele trends is een risicovrije rente van 4% en een risico-opslag op de woningbeleggingsmarkt van 2%. In het volgende hoofdstuk zal deze structurele situatie ook doorgerekend worden.

Tot slot

In het voorafgaande zijn de belangrijkste bouwstenen voor het berekenen van de verzilverpotentie van de overwaarde weergegeven. De verzilverpotentie is gebaseerd op de beleggingswaarde van de woning op basis van een marktconform huurniveau. Als er bij het huishouden sprake is van een nog resterende hypotheek wordt deze hypotheek eerst afgelost en met het resterende bedrag kan een lijfrente worden gekocht. Het huishouden ontvangt de lijfrente gedurende de rest van zijn leven. Als het huishouden uit twee partners bestaat, stopt de lijfrente pas als beide zijn overleden. Met de lijfrente dient in de eerste plaats de huur te worden betaald. De resterende lijfrente plus de besparing van de netto rentelasten, in het geval er nog sprake was van een hypotheek, en andere eigenaarslasten, zijn samen het extra inkomen waarover het huishouden op basis van de verzilverpotentie van de woning kan beschikken. In het volgende hoofdstuk zal worden gezien hoe hoog dit extra inkomen is.

5 Resultaten: de verzilverpotentie in beeld

In dit deel wordt in kaart gebracht in welke mate het verzilveren van het opgebouwd vermogen kan bijdragen aan extra inkomen voor eigenaar-bewoners. Hiervoor worden, aan de hand van het databestand van WoON2012, de in het vorige hoofdstuk beschreven berekeningsmethodiek uitgevoerd voor een representatieve steekproef van eigenaar-bewoners die nu en in de komende jaren mogelijk hun opgebouwde eigen vermogen in de woning zouden willen verzilveren.

In de presentatie van de resultaten gaan we telkens uit van een basis-scenario waarbij het huishouden wil verzilveren vanaf het bereiken van de leeftijd van 75 jaar. We laten de uitkomsten zien die betrekking hebben op het 'verzilveringsjaar'. De huishoudens die verzilveren in 2012 komen daardoor niet voor in de resultaten van 2013. Indien een huishouden uit twee leden bestaat wordt er verzilverd vanaf het moment dat het oudste lid van het huishouden deze leeftijd bereikt. Het basis-scenario is gebaseerd op de eerder gepresenteerde methode en aannamen.

Overwaarde en verzilveringswaarde

In de discussie omtrent het verzilveren van het vermogen wordt veelal verwezen naar de grote overwaarde van huishoudens. Hierbij wordt gekeken naar het vermogen van het huishouden waarbij de leegwaarde van de woning als uitgangspunt wordt genomen. In tabel 5.1 wordt een overzicht gegeven van de overwaarde van huishoudens. Hierbij moet nadrukkelijk in het achterhoofd gehouden worden dat deze overwaarde alleen gerealiseerd kan worden bij verkoop van de woning in de koopwoningmarkt. Verkoop aan een investeerder kan, maar hoeft niet noodzakelijkerwijs, dezelfde opbrengst te genereren.

Tabel 5.1: Woningwaarde, hypotheekschuld, box 1-vermogen en overwaarde, x € 1.000, naar leeftijdsklasse, 2012

	WOZ-waarde	Hypotheekschuld	Kapitaalverzekering	Overwaarde
50 ≤ x < 55	298	170	17	145
55 ≤ x < 60	297	149	15	163
60 ≤ x < 65	303	122	9	191
65 ≤ x < 70	302	102	5	205
70 ≤ x < 75	314	74	1	242
75 ≤ x < 80	310	58	1	254
x ≥ 80	302	46	1	256
Totaal	303	117	9	195

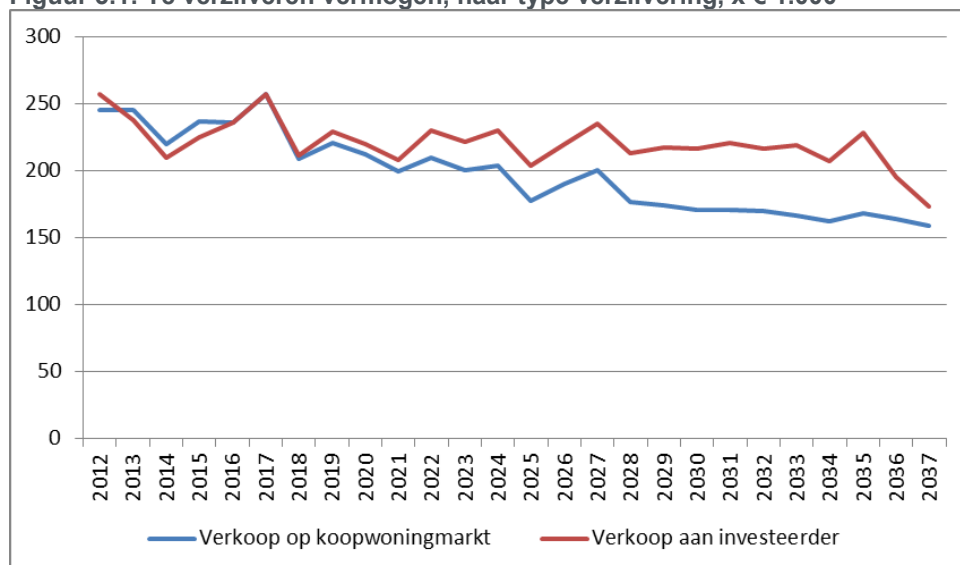
Bron: WoON2012, eigen berekening

N.b. Totaal refereert naar totaal huishoudens waarvan het lid / beide leden ten minste 50 jaar oud is / zijn.

Het heersende beeld dat oudere eigenaar-bewoners een behoorlijk vermogen hebben opgebouwd in de woning wordt in tabel 5.1 bevestigd. De gemiddelde overwaarde is ongeveer 195 duizend euro. Er is echter een duidelijk verschil tussen de verschillende leeftijdscohorten. De jongere huishoudens hebben aanmerkelijk minder vermogen in de woning dan de ouderen. In de nabije toekomst zullen oudere huishoudens in toenemende mate hypotheekschulden hebben (Van Dam *et al.*, 2013). Deze schulden zijn vaak ook (gedeeltelijk) aflossingsvrij (Ament *et al.*, 2013). Naar de toekomst toe zullen eigenaar-bewoners dus minder vermogen hebben om te verzilveren, ongeacht of de verzilvering plaats heeft via verkoop van de woning op de koopwoningmarkt of aan een belegger.

Op basis van de in dit rapport gehanteerde veronderstellingen kan het te verzilveren vermogen van huishoudens in de toekomst worden ingeschat. De uitkomsten hiervan worden in figuur 5.1 afgezet tegen het vermogen dat huishoudens kunnen vrij krijgen door te verhuizen. Opvallend is dat de omvang van het te verzilveren vermogen in de toekomst daalt indien de woning op de koopwoningmarkt wordt verkocht, maar dat dit veel minder het geval is indien de woning wordt verkocht aan een belegger. Dit is het gevolg van het feit dat bij verkoop aan een belegger over een langere periode een marktconforme huur wordt betaald. Deze inkomsten nemen in de toekomst als gevolg van een toenemende levensverwachting toe. Dit compenseert het feit dat deze huishoudens een hogere hypotheekschuld hebben.

Figuur 5.1: Te verzilveren vermogen, naar type verzilvering, x € 1.000

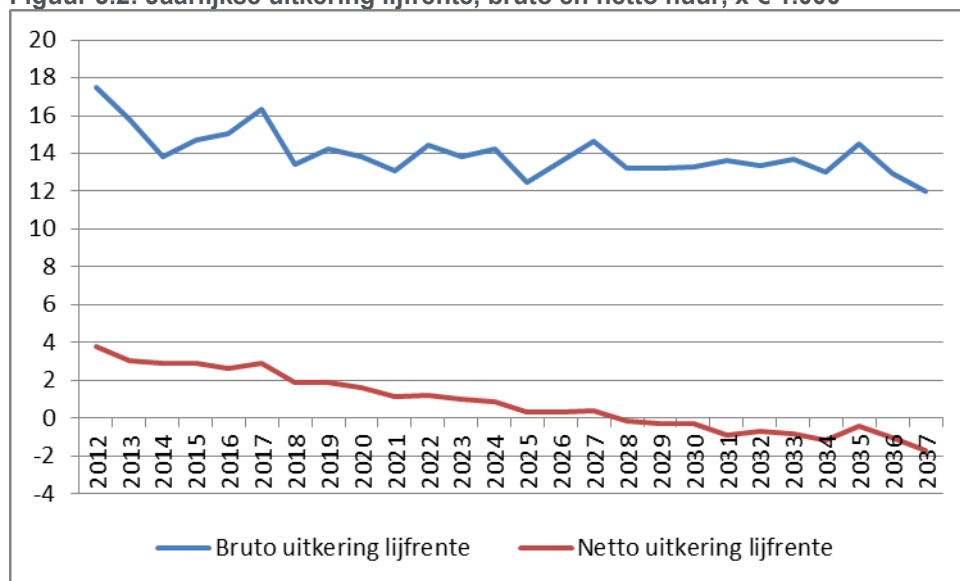


Verzilveren = lijfrente + besparing eigenaarslasten - huur

De omvang van de overwaarde bij oudere eigenaar-bewoners is aanzienlijk. De vraag is in hoeverre eigenaar-bewoners uit hun overwaarde vrij besteedbaar inkomen kunnen krijgen als ze hun woning aan een belegger verkopen. Immers, er dient na verkoop van de woning huur aan de belegger betaald te worden. In figuur 5.2 is de jaarlijkse uitkering uit de lijfrente zowel bruto als netto weergegeven. Hierbij is ook de besparing op de eigenaarslasten verrekend. Deze zijn bij de uitkering opgeteld.

Opvallend aan de uitkomsten in figuur 5.2 is het feit dat eigenaar-bewoners weliswaar een aardige bruto lijfrente uit hun vermogen weten te realiseren, maar dat hier na verrekening van de veranderende woonlasten aanzienlijk minder van over blijft. In de eerste jaren is er nog een aanvullend inkomen te realiseren door huishoudens van gemiddeld ongeveer € 250 per maand. Later neemt dit bedrag aanzienlijk af als gevolg het feite dat de verzilverende huishoudens dan een steeds hogere hypotheek hebben. Op de langere termijn is de uitkering vermeerderd met de besparing op de eigenaarslasten niet voldoende om de huuruitgaven te dekken.

Figuur 5.2: Jaarlijkse uitkering lijfrente, bruto en netto huur, x € 1.000



Verzilveren: andere huurniveaus

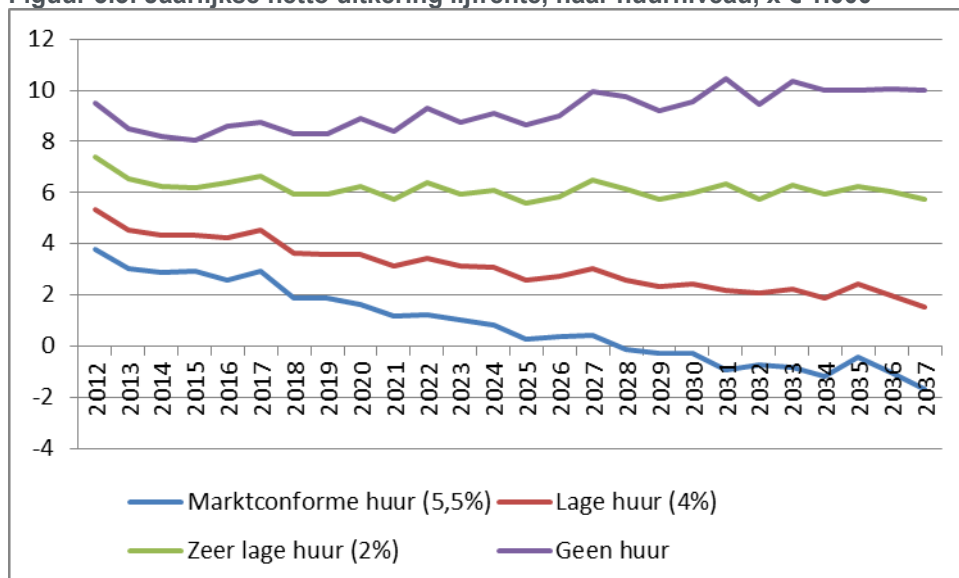
Uit figuur 5.1 blijkt dat de verkoop aan een belegger iets meer oplevert dan de verkoop leeg op de koopwoningmarkt. Dit is mede het gevolg van het veronderstelde huurniveau, dat marktconform is. Het effect dat het huurniveau heeft op de netto inkomsten uit de lijfrente wordt inzichtelijk gemaakt door voor verschillende huurniveaus zowel de verzilveringswaarde als de lijfrente opnieuw te berekenen. De netto lijfrente die daaruit voortvloeit, is weergegeven in figuur 5.3.

Uit de analyse blijken twee zaken. Op de eerste plaats zorgt een lager huurniveau voor een lager vermogen, maar dit effect wordt in de netto lijfrente meer dan volledig gecompenseerd. Een verzilverend huishouden heeft derhalve meer baat bij een lager huurniveau en een lager

vermogen, dan een marktconform huurniveau en een hoger vermogen. Dit is in lijn met de eerdere opmerkingen in dit rapport over de asymmetrische rendementen op respectievelijk de financiële en de woningmarkt. Hierbij dient verder opgemerkt te worden dat de gepresenteerde resultaten *ceteris paribus* zijn. We houden geen rekening met de plausibiliteit van de scenario's in de praktijk. Zo is een situatie waarin geen huur wordt gerekend bijvoorbeeld niet erg waarschijnlijk aangezien de belegger gedurende de looptijd verhuurkosten heeft die dan zonder huur gedekt zijn.

Op de tweede plaats kan uit de berekening worden geconcludeerd dat bij een huurniveau van 4%, een niveau dat in het WoON bij nieuwe huurovereenkomsten van corporaties wordt waargenomen, verzilveren na verrekening van de veranderende woonlasten een maandelijkse netto lijfrente oplevert voor het verzilverende huishouden van ongeveer € 380. Op de langere termijn zal dat bedrag dalen tot ongeveer € 180.

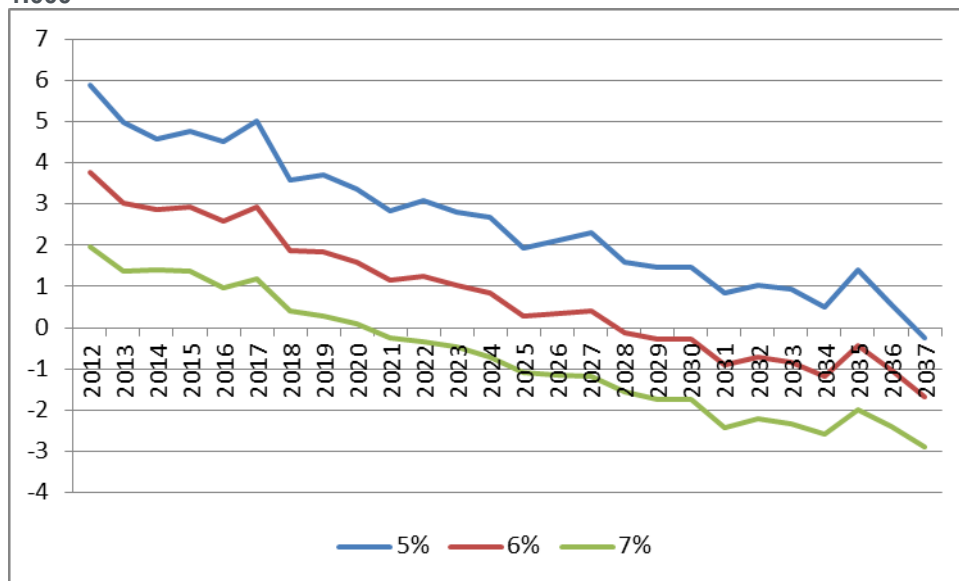
Figuur 5.3: Jaarlijkse netto uitkering lijfrente, naar huurniveau, x € 1.000



Verzilveren: risico-perceptie van de belegger

De recente prijsontwikkelingen op de koopwoningmarkt hebben duidelijk gemaakt dat beleggen in woningen geen risico-vrije aangelegenheid is. Beleggers die woningen van verzilverende huishoudens zullen opkopen moeten hier rekening mee houden. Dat doen Beleggers door een vergoeding voor het te lopen risico mee te nemen in de verdiscontering van de kasstromen bij de waardering van de woning. Indien er meer risico waargenomen wordt, zal de discontovoet hoger zijn en de daarmee samenhangende waardering van de woning lager. In dit onderzoek wordt een discontovoet van 6% gehanteerd. Dit is een plausibele waarde voor de waardering van woningen. Niettemin geldt dat de uitkomsten in dit onderzoek beïnvloed worden door de keuze van de waarde voor de discontovoet. Om de gevoeligheid van de uitkomsten in beeld te brengen is de waardering voor woningen ook uitgevoerd met andere waarden voor de discontovoet. De resultaten zijn weergegeven in figuur 5.4.

Figuur 5.4: Jaarlijkse netto uitkering lijfrente, naar discontovoet voor waardering, x € 1.000



Uit de berekeningen volgt dat de gehanteerde discontovoet voor de waardering van de woning in bewoonde staat inderdaad een belangrijke invloed heeft op de hoogte van de jaarlijkse netto lijfrente.

Verzilveren: verwachte bewoningsduur (65 en tot 85)

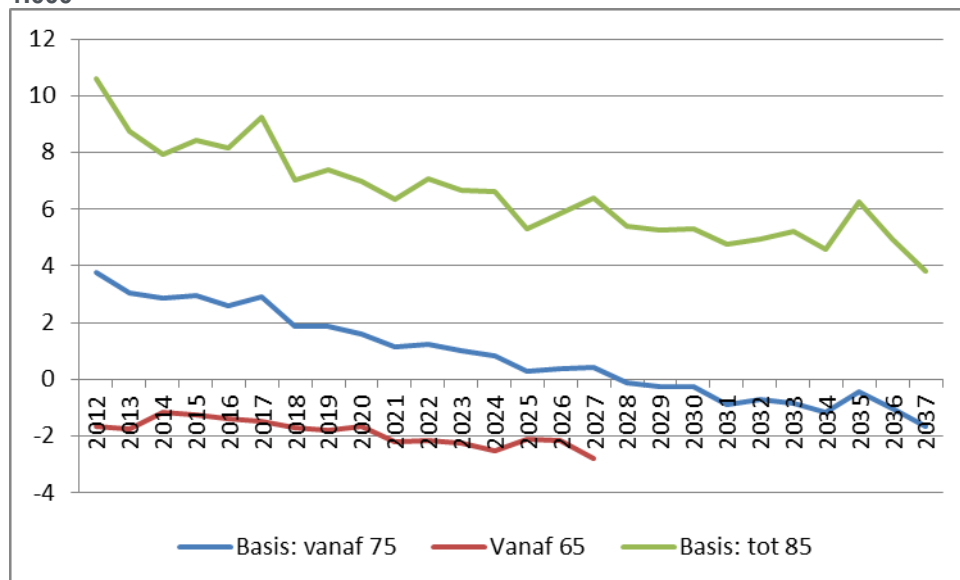
De omvang van de uitkering uit de lijfrente is, evenals de waarde van de woning in bewoonde staat, afhankelijk van de verwachte looptijd. Immers, de uitkering uit de lijfrente is een annuïteit gebaseerd op de verwachte levensduur; een kortere verwachte levensduur resulteert daardoor in een hogere lijfrente. Ook in de berekening van de waarde van de woning in bewoonde staat telt de verwachte levensduur van het huishouden door. Een langere levensduur leidt tot meer huurinkomsten en een uitgestelde verkoop van de woning. Het netto effect van de verwachte levensduur op de waarde van de woning is afhankelijk van de gehanteerde parameters.

In dit onderzoek is ervoor gekozen om de bewoning te beëindigen bij het bereiken van de leeftijd van 100 jaar. Echter, vanwege de mogelijke invloed van de verwachte levensduur op de hoogte van de netto lijfrente is een tweetal aanvullende scenario's berekend. In het ene scenario gaan we uit van een (nog) langere resterende periode: we laten de huishoudens verzilveren vanaf het moment dat het oudste lid de leeftijd van 65 jaar bereikt. Huishoudens smeren op deze wijze het extra inkomen uit het vermogen uit over een periode die 10 jaar langer is dan in het basisscenario. In het andere scenario wordt de uitkering doorgerekend onder de aanname dat de verzilvering eindigt bij het bereiken van de leeftijd van 85 jaar. In dit scenario wordt de verzilvering beperkt tot 10 jaar. In deze periode wordt het gehele vermogen dat opgebouwd is in de woning als lijfrente uitgekeerd. Beide scenario's zijn *ceteris paribus* en dienen slechts ter illustratie van de invloed van de verwachte duur van het verzilveren.

De resultaten bevestigen dat de verwachte periode waarover verzilverd wordt van grote invloed is op de omvang van de uitkering. Indien er bij de verzilvering rekening wordt

gehouden met een beëindiging van de uitkering van de lijfrente op de leeftijd van 85 jaar neemt de omvang van de uitkering fors toe. Indien er verzilverd wordt vanaf het bereiken van de leeftijd van 65 jaar en langer van het te verzilveren vermogen een lijfrente ontvangen moet worden is het saldo van de bruto lijfrente, bespaarde eigenaarslasten en te betalen huur zelfs negatief.

Figuur 5.5: Jaarlijkse netto uitkering lijfrente, naar verwachte duur verzilvering, x € 1.000



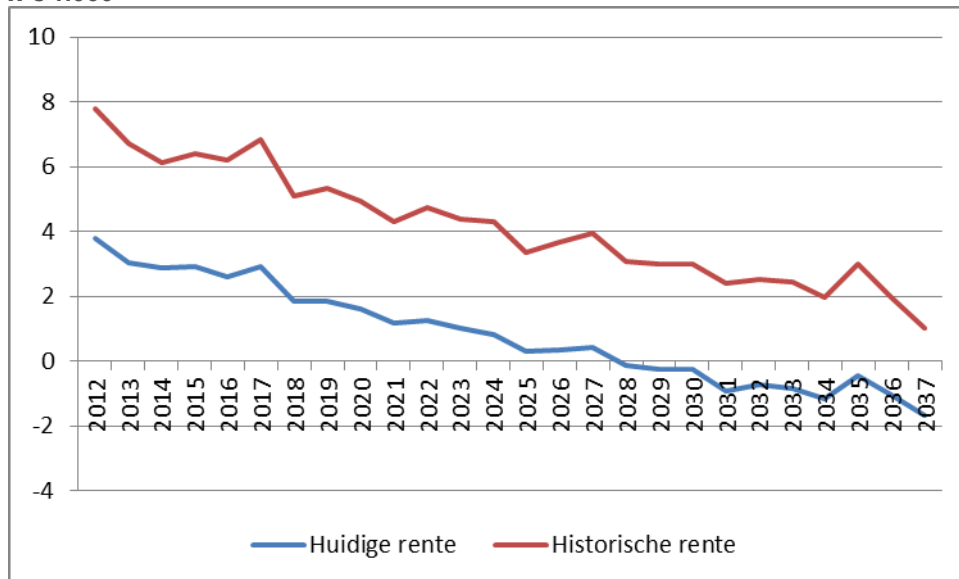
N.b. De lijn voor verzilvering vanaf het 65^e levensjaar loopt korter door als gevolg van de langere verwachte bewoningsduur.

Verzilveren: hoger rendement in lijfrente

Een andere, belangrijke factor die de uitkomsten van de berekeningen kan beïnvloeden is de hoogte van het risico-vrije rendement in de lijfrente. In de berekeningen wordt uitgegaan van de huidige situatie. Het renteniveau is nu echter, vanuit historisch perspectief, erg laag. Hierdoor ontstaat er een groot verschil in de rendementen tussen de beleggersmarkt voor woningen enerzijds (6%) en de risico-vrije rentevoet anderzijds. Feitelijk ruilt de eigenaar-bewoner een hoog renderend goed in tegen een laag renderend product. Enig verschil mag verwacht worden omdat het huishouden in de lijfrente een lager risico loopt dan in de woning, maar het huidige verschil is erg groot. Er wordt daarom een tweede scenario berekend dat identiek is aan het basis-scenario, maar waarin een risico-vrije rentevoet wordt gehanteerd in de berekening van de lijfrente die meer in lijn is met de historisch rentestanden. De risico-vrije rente in het basis-scenario is 1,6% bij een looptijd van 10 jaar; het alternatieve scenario kent een rente van 4,25% bij een looptijd van 10 jaar. De resultaten van de berekeningen met een hoger rendement in de lijfrente zijn weergegeven in figuur 5.6.

Uit de berekeningen met een hoger rendement in de lijfrente blijkt dat inderdaad de hoogte van de netto uitkering toeneemt. Tegelijkertijd valt op dat het bedrag dat overblijft na aftrek van de huur nog altijd beperkt van omvang is. Het gemiddelde vrij besteedbare bedrag, na verrekening van de woonlasten, is de eerste vijf jaar iets meer dan € 550.

Figuur 5.6: Jaarlijkse netto uitkering lijfrente, naar hoogte risico-vrij rendement lijfrente, x € 1.000

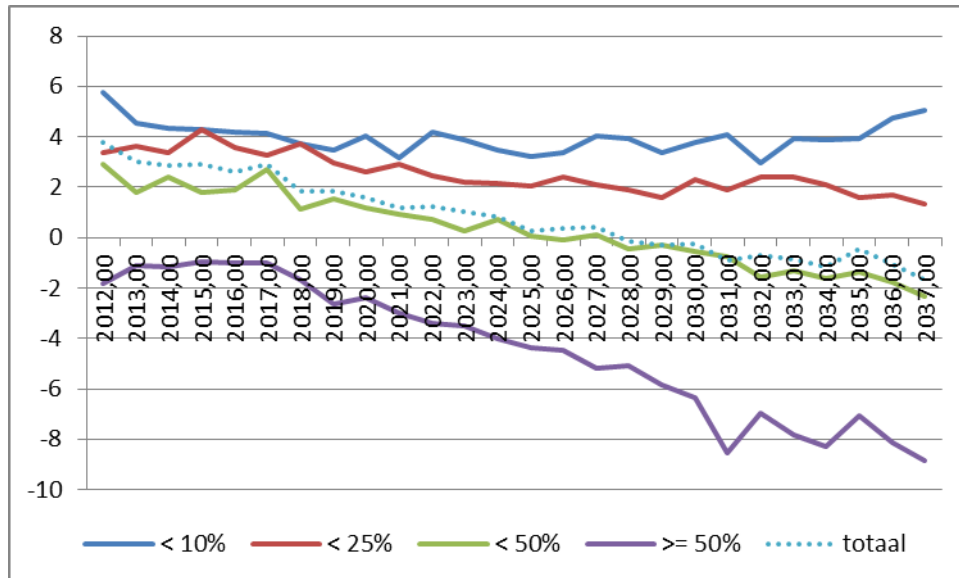


Verzilveren voor wie: verschuiving van woonlasten

De mate waarin verzilveren mogelijk aantrekkelijk voor huishoudens is hangt niet alleen af van de netto opbrengst uit het verzilverde vermogen, maar ook van de mate waarin andere woonlasten worden vermeden. Hierbij spelen twee tegenovergestelde factoren een rol. Enerzijds neemt het voordeel van verzilveren toe naarmate de woonlasten voorafgaande aan het verzilveren hoger zijn. Anderzijds neemt de omvang van het te verzilveren vermogen af naarmate de woonlasten hoger zijn. De uitkomst van de berekeningen wordt daarom in figuur 5.7 gespecificeerd naar groepen huishoudens met een verschillende 'loan to value' bij aanvang van het verzilveren.

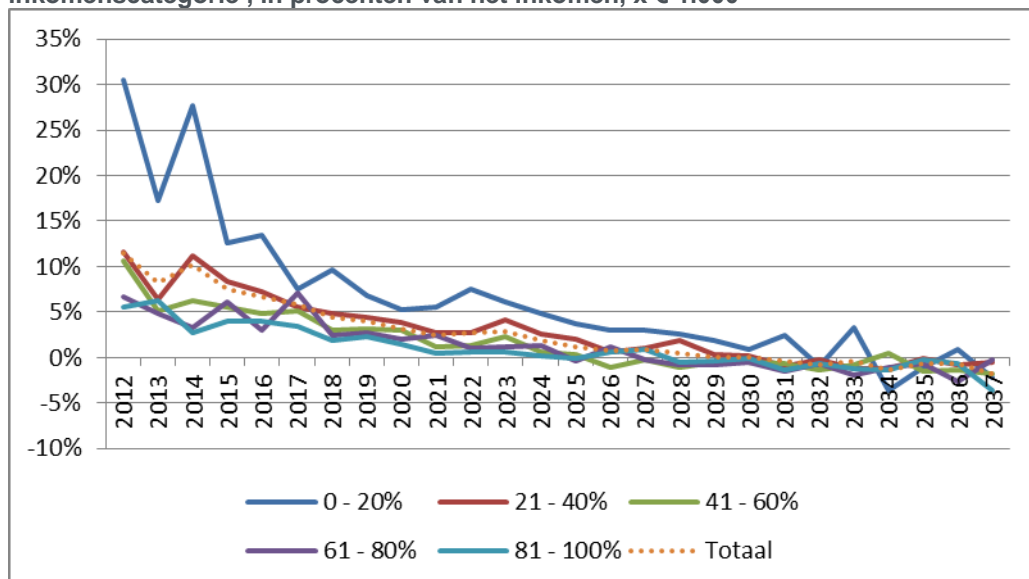
De gestippelde lijn in figuur 5.7 toont de netto lijfrente zoals die eerder in figuur 5.2 is gepresenteerd. Huishoudens met een lagere financiering bij aanvang van het verzilveren hebben gemiddeld genomen een hoger vrij besteedbaar bedrag. Voor huishoudens die verzilveren bij een zeer hoge 'loan-to-value' ratio, boven 50%, is de verzilverpotentie negatief; de som van de inkomsten uit de lijfrente en de besparing van de eigenaarslasten is lager dan de uitgaven aan de huur. Op de middellange termijn geldt dat ook voor huishoudens met een lagere initiële financiering. De resultaten in figuur 5.7 laten zien dat met name huishoudens met een lage nog resterende schuld via verzilveren een aanvulling op het inkomen kunnen genereren.

Figuur 5.7: Saldo van woonlasten en verzilveropbrengst, gegroepeerd naar loan-to-value ratio, x € 1.000



Het antwoord op de vraag of de extra inkomsten aantrekkelijk zijn voor een huishouden hangt behalve van de voorkeuren van het huishouden, ook af van de hoogte van het inkomen. Als de relatieve toename van het inkomen groter is, kan het aantrekkelijker zijn om te verzilveren. Immers, de vraag of € 250 per maand extra huishoudens er toe zal aanzetten om te verzilveren wordt anders beantwoord als het huishouden een laag inkomen heeft dan wanneer het huishouden een hoog inkomen heeft. Figuur 5.8 schetst een beeld van de relatieve toename van het inkomen afhankelijk van de hoogte van het inkomen.

Figuur 5.8: Saldo van woonlasten en verzilveropbrengst ten opzichte van inkomen, naar inkomenscategorie, in procenten van het inkomen, x € 1.000



Uit Figuur 5.8 volgt dat met name de laagste inkomensgroepen een behoorlijke aanvulling op het inkomen kunnen realiseren door het opgebouwde vermogen in de woning te verzilveren. Dit is niet zozeer het gevolg van het feit dat zij in absolute zin een hogere netto lijfrente ontvangen, maar een gevolg van het feit dat deze huishoudens een lager inkomen hebben. De huishoudens in het laagste quintiel, de laagste 20% inkomens, hebben in 2012 een gemiddeld inkomen van ongeveer € 20.000. In latere jaren neemt dat inkomen als gevolg van de verwachte inkomensontwikkeling toe. Door het stijgende inkomen en de afnemende netto opbrengst van het verzilveren daalt de relatieve omvang, en daarmee mogelijk de aantrekkelijkheid van het verzilveren. Niettemin kan de groep huishoudens met de laagste inkomens op de middellange termijn een aanvulling op het inkomen verzilveren van 5% à 10%. Voor huishoudens met een hoger inkomen is dat op de korte termijn de maximaal te verwachten verzilvering. Op de middellange termijn neemt voor deze groepen huishoudens de relatieve omvang van de verzilverpotentie ook af tot onder 5%.

6 Samenvatting en conclusie

Wonen, zorg en pensioenen worden de laatste jaren in Nederland steeds meer met elkaar in verband gebracht. Enerzijds is er, ook na de daling van de koopprijzen de afgelopen jaren, een forse overwaarde in de eigen woning, in het bijzonder bij de oudere generaties. Anderzijds zullen de zorgkosten met de vergrijzing verder toenemen en is ook de pensioenvoorziening minder robuust dan eerder werd gedacht. Dit heeft mede geleid tot verkenningen naar de mogelijkheden om voor ouderen het vermogen in de eigen woning beschikbaar te krijgen voor een extra pensioen en/of de bekostiging van de zorgbehoefte. In dit onderzoek staat de vraag centraal wat de mogelijke opbrengst van het verzilveren van de overwaarde in de woning zou kunnen zijn.

Dat er aandacht is voor het vermogen in de woning is begrijpelijk. Bij 65-plussers met een eigen woning bedraagt de overwaarde in de woning gemiddeld € 225.000. Deze overwaarde is zo hoog omdat deze generatie de hypotheek veelal (grotendeels) heeft afgelost en profijt heeft gehad van de grote prijsstijgingen op de woningmarkt. Mede door het eigenwoningbezit is het vermogen, inclusief de overwaarde in de woning, van eigenaar-bewoners veel hoger dan dat van huurders. De omvang van de overwaarde wordt overigens sterk beïnvloed door de volatiele waarde van de koopwoning. Daarnaast gaat een hoge overwaarde gepaard met lage tot geen financieringslasten. Het benutten van de overwaarde voor een extra inkomen, leidt vervolgens ook weer tot hogere woonlasten.

In het debat over de mogelijkheden om de overwaarde te verzilveren zijn verschillende varianten de revue gepasseerd. Onder meer de omgekeerde hypotheek en de 'sale and rent back' constructie. Het belangrijkste verschil tussen beide mogelijkheden is de wijze waarop risico's worden gedragen. Het gaat hierbij om het langlevensrisico en het beleggingsrisico. Bij de omgekeerde hypotheek blijven beide risico's bij het verzilverende huishouden. Bij de 'sale and rent back' constructie is het verzilverende huishouden deze risico's kwijt. Het mogelijke probleem dat door lang leven het vermogen voortijdig op is, of dat door een tegenvallende waardeontwikkeling van de woning er minder vermogen beschikbaar blijkt te zijn. Ligt niet meer bij het huishouden. Dit is een belangrijk voordeel, maar er zijn ook kosten aan verbonden in de vorm van risicopremies. Een andere variant is die waarbij de overheid een claim legt op de overwaarde van de woning ter bekostiging van de zorgbehoefte. In dat geval behoeft het huishouden niet te verzilveren, maar verkrijgt de overheid bij overlijden of verhuizen (een deel van) de overwaarde van de woning. In dit geval, maar ook bij de andere gevallen gaat het verzilveren en vervolgens besteden van de overwaarde van de woning ten kosten van erfgenamen.

In de wetenschappelijke literatuur is ook veel aandacht besteed aan de wijze waarop ouderen met het vermogen in de woning omgaan. De theoretische basis van het onderzoek ligt in de 'life cycle' theorie. Op basis van deze theorie is de hypothese dat huishoudens hun consumptie goed verdelen over hun levensloop. In bepaalde fasen van het leven wordt er gespaard om het zo gevormde vermogen te kunnen benutten wanneer het inkomen terugloopt of wegvalt. Verwant aan deze theorie is die van het permanente inkomen, die eveneens veronderstelt dat huishoudens hun bestedingen gelijkmatig over het leven verdelen. Deze theorieën impliceren dat huishoudens ook het vermogen in de eigen woning in de latere levensfasen zullen willen inzetten voor consumptieve uitgaven. Dit gedrag blijkt echter niet uit

empirisch onderzoek. Over het algemeen verhuizen ouderen niet en laten ze in veel gevallen de overwaarde na aan de erfgenamen. Daarnaast is er ook een voorzichtigheidsmotief om het vermogen niet aan te spreken. Als er nog een grote uitgave voor bijvoorbeeld zorg nodig is, is er nog een 'appeltje voor de dorst' als het vermogen nog niet verzilverd is. Of het vererfmotief en/of het voorzichtigheidsmotief de verklaringen zijn voor het feit dat huishoudens de overwaarde in de praktijk niet verzilveren, is overigens niet overtuigend aangetoond. Het zou ook kunnen zijn dat er onvoldoende goede mogelijkheden zijn om te verzilveren.

In dit onderzoek is berekend in welke mate het inkomen kan toenemen door de overwaarde van de woning te verzilveren. Hierbij is verondersteld dat het huishouden in dezelfde woning blijft wonen. Dit impliceert dat de woonconsumptie niet wordt aangepast. Verder gaat het om een structurele stijging van het inkomen gedurende de rest van de langstlevende van het huishouden. Daarnaast worden het langlevensrisico en het beleggingsrisico niet door het huishouden gedragen. Aan deze uitgangspunten wordt voldaan als:

- Het huishouden de woning in verhuurde staat verkoopt aan een belegger en het recht behoudt om gedurende het resterende leven in de woning te wonen;
- Het huishouden de netto opbrengst van de woning bij een verzekeraar omzet in een jaarlijkse lijfrente gedurende het resterende leven.

De jaarlijkse lijfrente die zo beschikbaar komt, is het extra inkomen dat met het verzilveren van de overwaarde van de woning mogelijk is. Op deze lijfrente wordt in mindering gebracht de huur die het huishouden in de nieuwe situatie moet betalen, en de bespaarde eigenaarslasten, eventuele nog resterende financieringslasten, onroerendezaakbelasting e.d., worden er bij opgeteld. Zo resulteert een netto lijfrente uitkering.

In de basisvariant is rekening gehouden met marktconforme parameters en tarieven. Zo is de markthuur op 5,5% van de leegwaarde gesteld; de rendementseis van de belegger op 6% en de risico-vrije rente bij de verzekeraar afhankelijk gemaakt van de te verwachten looptijd. Bij een looptijd van 10 jaar is de rente 1,6%. Verder is de bewoningsduur van het huishouden gebaseerd op een sterftetabel van het Actuarieel Genootschap met een kansverdeling ten aanzien van het aantal nog resterende levensjaren.

Het feit dat de belegger een rendement van 6% vereist en de verzekeraar over het ingelegd vermogen slechts 1,6% vergoed, is nadelig voor het verzilverende huishouden. Deels wordt het verschil verklaard door de risicopremies voor het beleggingsrisico en het langlevensrisico. Het verschil is echter groter dan daardoor valt te verklaren. Er zijn momenteel ook onevenwichtigheden tussen de beleggingsmarkt en de kapitaalmarkt. Er zijn ook berekeningen uitgevoerd met een risico-vrije rente van 4% en een risico-opslag op de beleggingsmarkt van 2%, waarmee structurele verhoudingen worden weergegeven.

De berekeningen zijn uitgevoerd met het gegevensbestand WoON2012. Dit bestand bevat representatieve gegevens over de woonsituatie, de inkomens- en vermogenspositie en veel andere kenmerken van het huishouden. Uit de analyses komt naar voren dat in de basisvariant de bruto lijfrente die bij het verzilveren beschikbaar komt substantieel is. Het jaarbedrag op het moment van verzilveren varieert in de loop van de tijd van bijna € 1.500 per maand voor huishoudens die nu zouden kunnen verzilveren tot € 1.000 per maand voor

huishoudens die over enige tijd kunnen verzilveren. De netto lijfrente is echter aanmerkelijk lager. Als de te betalen huur in mindering wordt gebracht en de bespaarde eigenaarslasten erbij op worden geteld, resteert een bedrag van gemiddeld ongeveer € 250 per maand. Op de langere termijn zal de netto lijfrente zelfs negatief uitvallen, omdat in de toekomst verzilverende huishoudens naar verwachting een hogere hypotheek zullen hebben.

Er zijn verschillende varianten doorgerekend om de gevoeligheid van de uitkomsten voor de gemaakte veronderstellingen vast te stellen. Naarmate de huur lager wordt vastgesteld, zal de netto lijfrente uitkering hoger komen te liggen. Een lagere huur heeft weliswaar een negatieve invloed op de beleggingswaarde van de woning, maar de lagere huur voor het huishouden weegt zwaarder. Bij een huur van 4% bedraagt de netto lijfrente uitkering de eerste jaren ongeveer € 380 per maand. Op de langere duur zal dat bedrag dalen tot ongeveer € 180 per maand.

In de basisvariant is aangenomen dat het huishouden de overwaarde verzilverd op het moment dat het oudste lid van het huishouden 75 jaar wordt. Als de verzilvering daarentegen al op 65-jarige leeftijd wordt uitgevoerd, is de netto lijfrente uitkering negatief. Het vermogen levert dan geen extra inkomen op. Een andere mogelijkheid is dat de lijfrente slechts 10 jaar wordt uitgekeerd, van het 75^e tot het 85^e jaar. In dat geval bedraagt de netto lijfrente uitkering gemiddeld genomen € 500 per maand. Tegenover dit hogere maandbedrag staat wel het feit dat bij langer leven dan 85 jaar de lijfrente wegvalt en de huur doorloopt.

Er is ook een variant doorgerekend waarbij de risico-vrije rente bij een looptijd van 10 jaar niet 1,6% bedraagt, maar 4,25%, hetgeen beter overeenkomt met de structurele lange termijn verwachtingen. Bij deze veronderstelling neemt de netto lijfrente uitkering de eerste vijf jaar toe naar iets meer dan € 550 per maand. De lage rente momenteel heeft dus wel een duidelijk negatieve invloed op de hoogte van de netto lijfrente uitkering.

Per saldo is de conclusie dat het extra inkomen dat via het verzilveren van de overwaarde mogelijk is, beperkt is. Voor de lagere inkomens is het extra inkomen nog een substantieel deel van het inkomen. Voor de hogere inkomens vergroot het verzilveren van de overwaarde het inkomen amper. Deze analyses laten zien dat de gouden bergen die de overwaarde voorspiegelen, grotendeels verdampen als die overwaarde gebruikt wordt om het inkomen te verhogen. Dit impliceert dat de overwaarde niet veel mogelijkheden biedt om het pensioen structureel aan te vullen of een structurele zorgbehoefte mee te bekostigen. Deze analyses geven tevens een aanwijzing waarom huishoudens niet handelen zoals volgen de 'life cycle' theorie verwacht wordt. Het loont amper om de overwaarde te verzilveren ten behoeve van een structurele inkomensverhoging..

Literatuur

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

Ament, P., Janssen-Jansen, S, en J. Nieuweboer (2013) 60-Plussers hebben vaker aflossingsvrije hypotheeken. *CBS Webmagazine*, 5 juni 2013, Centraal Bureau voor de Statistiek.

Artle, R. and P. Varaiya (1978) Life cycle consumption and homeownership. *Journal of Economic Theory*, **18**, 38-58.

Asbeek Brusse, W en C.J. van Montfort (red) (2012) *Wonen, zorg en pensioenen. Hervormen en verbinden*, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Bovenberg, A.L. (2012) Naar een drie-eenheid van pensioen , wonen en zorg. In: Asbeek Brusse, W en C.J. van Montfort (red) (2012) *Wonen, zorg en pensioenen. Hervormen en verbinden*, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Commissie-Don (2013) *Inkomen en vermogen van ouderen: analyse en beleidsopties*. Den Haag: Ministerie van Financiën

Conijn, J.B.S., en F.P.W. Schilder (2011) How housing associations lose their value: the value gap in the Netherlands. *Property Management*, 29(1), pp.103-119.

Dam, F. van., F. Daalhuizen, C. de Groot, M. van Middelkoop, en P. Peeters (2013) *Vergrijzing en ruimte; gevolgen voor de woningmarkt, vrijetijdsbesteding, mobiliteit en regionale economie*. Planbureau voor de Leefomgeving, Den Haag, Nederland.

De Nardi, French, Jones (2010), Why do the elderly save? The role of medical expenses. *Journal of Political Economy*, 118 (1), pp 39-75

De Nederlandsche Bank (2012) *Overzicht Financiële Stabiliteit*, voorjaar 2012.

Dynan, K.E., J. Skinner en S.P. Zeldes (2002), The importance of bequests and life-cycle saving in capital accumulation: A new answer, *American Economic Review*, 92 (2), pp. 274-278

Finkelstein, A., E.F. Luttmer en M.J. Notowidigdo (2012) What good is wealth without health? The effect of health on the marginal utility of consumption. *Journal of the European Economic Association*. **11**, 221-258.

Friedman, M (1957) *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press

Graaf, M. de, en J. Rouwendal (2013) *Mijn pensioen staat als een huis*. NEA paper, Netspar.

Haffner, M.E.A. (2005) *Appel voor de dorst? Vermogen van ouderen op de woningmarkt*. NETHUR, 2005.

Huizinga, F. en Smid, B. (2004) *Vier vergezichten op Nederland: Productie, arbeid en sectorstructuur in vier scenario's tot 2040*. Centraal Planbureau, Den Haag, Nederland.

Hurd, M.D. (1987), Savings of the elderly and desired bequests, *American Economic Review*, 77 (3), pp. 298-312

Kopczuk, W. en Lupton, J.P. (2007), To leave or not to leave: the distribution of bequest motives, *Review of Economic Studies*, 74 (1), 207-235

Lockwood, L.M. (2013), *Incidental bequests: Bequest motives and the choice to self-insure late-life risks*. Working paper, Northwestern University.

Ministerie van SZW (2013), *Kabinetsreactie IBO Inkomen en vermogen van ouderen: analyse en beleidsopties*. Tweede Kamer

Modigliani, Franco, and Richard H. Brumberg, (1954) Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data. In: Kenneth K. Kurihara (ed.) *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, 388–436.

Palumbo, M.G. (1999), Uncertain medical expenses and precautionary saving near the end of the life cycle, *Review of Economic Studies*, 66 (2), pp. 395-421

Schilder, F. en J. Conijn (2013) De restschuld in Nederland: omvang en consequenties. *ASRE Research paper 2013-01*.

Taskforce verzilveren (2013) *Eigen haard is zilver waard*

Venti, S.F. and D.A. Wise (1990) But they don't want to reduce housing equity. In: D.A. Wise (ed.) *Issues in the economics of aging*, University of Chicago Press, 13-32.

Venti, S.F. and D.A. Wise (1991) Aging and the income value of housing wealth. *Journal of Public Economics*, 44, 371-397.

Bijlage I

In de hoofdttekst is de gehanteerde methodiek toegelicht. In deze bijlage wordt aan de hand van een paar formules kort beschreven hoe de berekeningen zijn uitgevoerd.

I. Het te verzilveren vermogen

Het vermogen dat een huishouden kan inleggen in een lijfrentepolis is gelijk aan de verkoopopbrengst van de woning verminderd met de omvang van de hypotheekschuld en vermeerderd met eventueel opgebouwd vermogen in aan de hypotheek gekoppelde kapitaalverzekeringsproducten.

$$(1) \quad VV_t = W_t - H_t + KV_t$$

Hierbij geldt dat:

VV_t	Verzilververmogen op tijdstip t
W_t	Waarde van de woning in bewoonde staat op tijdstip t
H_t	Omvang uitstaande hypotheekschuld op tijdstip t
KV_t	Omvang opgebouwd vermogen in kapitaalverzekeringsproducten op tijdstip t

De berekening van het verzilververmogen zoals beschreven in (1) gaat uit van een scenario waarin met zekerheid de waarde van de woning kan worden berekend. Echter, de waarde van de woning is afhankelijk van de bewoningsduur van het huishouden. In feite wordt er daarom gerekend met een verwachte woningwaarde. Deze wordt beschreven na de beschrijving van de componenten uit (1).

II. Waarde van de woning in bewoonde staat

De aanname in dit rapport is dat het vermogen wordt verzilverd zonder verhuizing. De woning wordt derhalve niet op de koopwoningmarkt verkocht, maar op de beleggersmarkt. De waarde van de woning kan dan als volgt worden berekend:

$$(2) \quad W_t = \sum_{t=0}^n \frac{h_t \cdot i}{(1+d)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{(oh+b)_t \cdot r}{(1+d)^t} + \frac{R \cdot (1+i)^n}{(1+d)^n}$$

Hierbij geldt dat:

W_t	Waarde van de woning in bewoonde staat op tijdstip t
h_t	Door bewoner betaalde huur op tijdstip t
$(oh+b)_t$	Door belegger betaalde onderhouds- en beheerlasten op tijdstip t
R	Leegwaarde van de woning bij verkoop op tijdstip $t=0$
i	Index voor de verwachte ontwikkeling van de huur- en woningwaarde
r	Index voor de verwachte ontwikkeling van de onderhouds- en beheerlasten
d	Vereist rendement van de belegger

Voor het doorrekenen van de leegwaarde wordt een waardedaling van 5% gerekend in de jaren 2012 en 2013; 0% in 2014 en een prijsstijging van 2% (i) voor de latere jaren. Voorts

geldt dat in bovenstaande berekening wordt aangenomen dat de vrije verkoopwaarde van de woning (de leegwaarde) en de markthuur met hetzelfde percentage veranderen.

III. Hypotheekschuld

De omvang van de hypotheekschuld is gegeven in het WoON2012. Verder is het type van de hypotheek gegeven; de omvang per type echter niet. De doorrekening van de ontwikkeling van de hypotheekschuld tot het moment van verzilveren gebeurt zoals beschreven in Schilder en Conijn (2013) en samengevat in (3).

$$(3) \quad H_t = H_{t-n} - a(t - n)$$

Hierbij geldt dat:

- H_t Omvang uitstaande hypotheekschuld op tijdstip t
- H_{t-n} Omvang uitstaande hypotheekschuld n perioden eerder
- a Bedrag dat jaarlijks afgelost wordt op de hypotheek

IV. Kapitaalverzekering

De omvang van het vermogen dat in box 1 is opgebouwd wordt berekend in lijn met Schilder en Conijn (2013). Aanvullend daarop houden we rekening met beheerkosten (2,5%) en aanvullende kosten in de vorm van bijvoorbeeld overlijdensrisicoverzekeringen (15% van de inleg). Dit resulteert in een totaal opgebouwd vermogen in 2012 van ongeveer 42 miljard euro. Deze inschatting komt goed overeen met de schatting van De Nederlandsche Bank (30 – 45 miljard; DNB 2012).

$$(4) \quad KV_t = e \sum_{i=1}^n \prod_{j=i}^n (1 + s_{t-n+j})$$

Hierbij geldt dat:

- KV_t Omvang over n perioden opgebouwd vermogen in kapitaalverzekeringsproducten op tijdstip t
- e Bedrag dat jaarlijks ingelegd wordt in de kapitaalverzekering(en)
- s_i Verondersteld rendement op de kapitaalverzekering op tijdstip i

V. Verwachte waarde van de woning

In de berekening van de waarde van de woning in (2) wordt de exacte waarde van de woning in verhuurde staat berekend. Het moment waarop het verzilverende huishouden de woning verlaat is echter onzeker. We berekenen daarom de verwachte waarde van de woning. Hierbij wordt de kans dat een huishouden op enig tijdstip nog in de woning woont, vermenigvuldigd met de waarde van de woning op datzelfde tijdstip.

$$(5) \quad E(W) = \sum_{t=1}^n p_t * W_t$$

Hierbij geldt dat:

$E(W)$ Verwachte waarde van de woning in bewoonde staat op het moment van verzilveren
 p_t Genormaliseerde overlijdenskans van huishouden in periode t

De som van alle p_t voor een huishouden, tot het moment dat het langstlevende lid van het huishouden 100 jaar oud wordt, telt op tot 1. Formule (5) zorgt er voor dat de meest waarschijnlijke scenario's waarin het huishouden de bewoning van de woning beëindigt (op basis van de overlijdenskansentabellen van het Actuarieel Genootschap) zwaarder meewegen in de bepaling van de verwachte waarde van de woning.

VI. Uitkering lijfrente

Het vermogen dat het huishouden in kan brengen bij de verzilvering wordt ingelegd in een lijfrente. De uitkering die uit het vermogen volgt wordt als volgt berekend:

$$(6) \quad U = \frac{(VV_t - aq - k * \sum_{i=0}^n p_i * (1+rf_i)^{-(i+0,5)})}{(1+m) * \sum_{i=0}^n p_i * (1+rf_i)^{-(i+0,5)}}$$

Hierbij geldt dat:

U Jaarlijkse uitkering van uit de lijfrente
 aq Acquisitiekosten voor de lijfrente
 k Jaarlijkse kosten van de verzekeraar
 rf_i Risicovrij rendement bij looptijd i
 m Marge voor de verzekeraar
 p_i Kans dat ontvanger uitkering nog leeft i jaar na start lijfrente

VII. Eigenaarslasten

Het totale voordeel dat een huishouden kan behalen door te verzilveren bestaat niet alleen uit de netto lijfrente uitkering verminderd met huur, maar ook uit een besparing op de eigenaarslasten van de koopwoning die wegvallen. Deze worden als volgt berekend:

$$(7) \quad Wl_t = hr_t * H_t + kv_t + ozb_t + ops_t - f_t + wf_t$$

Hierbij geldt dat:

hr_t Hypotheekrente op tijdstip t
 H_t Omvang van de hypotheek op tijdstip t
 kv_t Inleg kapitaalverzekering op tijdstip t
 ozb_t Onroerendezaakbelasting op tijdstip t
 ops_t Opstalverzekering op tijdstip t
 f_t Hypotheekrenteaftrek op tijdstip t
 wf_t Woningwaardeforfait op tijdstip t

Het toeberekenende hypotheekrentepercentage is 3,9%; dit is de huidige rente voor hypotheek met een rentevaste periode van 10 jaar en NHG. Dit is vanuit historisch perspectief wat laag, maar dat is het impliciete rendement op de lijfrente ook. Er wordt daarom geen correctie op de lage rente toegepast. De hoogte van de inleg in de kapitaalverzekering wordt waargenomen in

de data. Indien de resterende looptijd op het moment van verzilveren gelijk aan 0 is, wordt er geen inleg gerekend. De leegwaarde van de woning, grondslag voor bepaling van onder meer de ozb en opstalverzekering, is bepaald door de leegwaarde uit 2012 door te rekenen naar het jaar van verzilveren zoals eerder beschreven bij (2). De onroerendezaakbelasting en opstalverzekering worden geschat op 0,1% van de leegwaarde van de woning. Het fiscaal effect wordt bepaald op het maximum van ofwel het product van het op het moment van verzilveren geldend marginaal tarief inkomstenbelasting en de toegerekende hypotheekrente ofwel de huidige waargenomen hypotheekrenteaf trek. Het woningwaardeforfait wordt alleen meegenomen in de berekening van de woonlasten indien dit bedrag, 0,6% van de leegwaarde van de woning, de hypotheekrenteaf trek niet overstijgt. Onderhoudslasten worden in de berekening niet meegenomen, aangezien oudere eigenaar-bewoners doorgaans zeer weinig uitgeven aan onderhoud (zie bijlage II).

VIII. Inkomen

Het totale voordeel na verrekening van de uitgespaarde eigenaarslasten dat een huishouden kan behalen door te verzilveren relateren we aan het inkomen. Voor huishoudens die reeds gepensioneerd zijn wordt het inkomen in lijn met de lange termijn verwachting van het CPB verhoogd met een vaste stijging. Voor huishoudens die nog niet gepensioneerd zijn wordt het inkomen verlaagd om rekening te houden met de afname van het inkomen bij pensioneren. Het inkomen op het moment van verzilveren wordt als volgt berekend:

$$(8) \quad I_t = \begin{cases} lft_n < 65; 0.7 * BHI_n * (1 + g)^{t-n} \\ lft_n \geq 65; BHI_n * (1 + g)^{t-n} \end{cases}$$

Hierbij geldt dat:

lft_n	Leeftijd van de hoofd van het huishouden op tijdstip n
BHI_t	Bruto huishoudeninkomen op tijdstip n
g	Groeivoet voor inkomensontwikkeling: 2,8%

De groeivoet waarmee het waargenomen bruto inkomen uit periode n wordt doorgerekend naar periode t is genomen uit de scenario's van het Centraal Planbureau (Huizinga en Smid, 2004). Hierbij is aangesloten bij de twee scenario's met de laagste inschatting voor de inkomensontwikkeling.

Bijlage II

Onderhoud is niet opgenomen in de bepaling van de eigenaarslasten in de situatie dat er niet verzilverd is. Onderhoud aan de woning is echter een noodzakelijke kostenpost voor eigenaar-bewoners om het wooncomfort en de waarde van de woning op peil te houden. Toegerekende onderhoudskosten maken daarom deel uit van de gebruikskosten van een eigen woning. In veel berekeningen van de gebruikskosten maakt het onderhoud een flink onderdeel uit; 1% van de waarde van de woning per jaar is een regelmatig gehanteerde aanname. Dit percentage is een aanname waarvan wordt aangenomen dat deze een algemeen gemiddelde vertegenwoordigt. Het is echter aannemelijk dat dit percentage niet voor alle huishoudens gelijk is. Van ouderen is bekend dat zij een lager consumptieniveau hebben dan jongere huishoudens. Investerings in het onderhoud van de woning zijn daarom wellicht minder aan de orde voor ouderen dan voor jongeren. In het woningbehoefteonderzoek van 2009 is hier in het bijzonder aandacht aan besteed. Tabel B.1 vat enkele gegevens van huishoudens over onderhoud samen naar leeftijdscategorie.

Tabel B.1: Gepleegd en gepland onderhoud, naar leeftijdscategorie, 2009

	17-24 jaar	25-34 jaar	35-44 jaar	45-54 jaar	55-64 jaar	65-74 jaar	75 jaar en ouder
Afgelopen 12 maanden:							
Onderhoud gepleegd	59,4%	60,4%	61,0%	60,3%	58,0%	52,6%	46,6%
Bouwtechnisch onderhoud gepleegd	36,9%	32,3%	26,3%	23,9%	21,5%	17,9%	12,0%
Nieuwe voorzieningen aangebracht	31,5%	26,3%	21,8%	17,5%	14,1%	8,7%	4,8%
Verfraaiing aangebracht	37,9%	28,6%	21,8%	18,5%	14,6%	9,9%	4,8%
Kosten onderhoud afgelopen 12 maanden							
Niets	5,8%	6,0%	4,1%	3,4%	4,8%	7,2%	13,0%
Meer dan € 2.500	49,4%	42,4%	43,1%	41,2%	39,4%	33,1%	30,1%

De resultaten in tabel B.1 bevestigen het beeld dat ouderen aanmerkelijk minder aan onderhoud doen dan jongeren. Met name vanaf de pensioengerechtigde leeftijd dalen investeringen aan onderhoud, zowel in frequentie als in omvang. Het is daarom aannemelijk dat ouderen aanmerkelijk minder uitgeven aan onderhoud dan 1% van de waarde van de woning. We nemen daarom in de berekening van de woonlasten aan dat ouderen geen investeringen meer doen door groot onderhoud. Weliswaar worden kleine, onvermijdelijke onderhoudskosten hierdoor niet in de besparing meegerekend; dezelfde kosten worden in de huur ook niet in rekening gebracht, terwijl dit soort lasten typisch aan de huurder toekomt. De kleine onderhoudskosten worden daarom tegen elkaar weggestreept. Het weglaten van onderhoud in de besparing op de kooplasten vermindert de omvang van de besparing tot 2020 ieder jaar gemiddeld met bijna € 2.900.

De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate zijn mede mogelijk dankzij de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderzoek en Onderwijs in de Vastgoedkunde (SWOOV)

Onze donateurs

	NV	Services BV
	ECORYS Nederland BV	I SADC
	I Ernst & Young Real Estate Group	I Savills Nederland BV
I 3W New Development	I FGH Bank NV	I Schiphol Real Estate BV
I Aberdeen Asset Management	I Funda NV	I SNS Property Finance
I ACM Vastgoed Groep BV	G&S Vastgoed	I SPF Beheer BV
I Ahold Vastgoed BV	I Haags Ontwikkelingsbedrijf	I Strabo BV
I Altera Vastgoed	Heijmans Vastgoed BV	I Syntus Achmea Real Estate & Finance
I AM BV	I Houthoff Buruma	I TBI Holdings BV
I AMVEST	I ING Real Estate Finance	I The IBUS Company
I ASR Vastgoed Ontwikkeling	I IPMMC Vastgoed	I Van Wijnen Holding N.V.
I ASR Vastgoed Vermogensbeheer	I IVBN	I Vesteda Groep BV
I Ballast Nedam Ontwikkelingsmaatschappij B.V.	Jones Lang LaSalle	I Volker Wessels Vastgoed
I Bemog Projektontwikkeling B.V.	I KMPG Accountants	I Wereldhave NV
I Boekel De Nerée NV	I Lexence NV	I WPM Groep
I Bouwfonds Property Development	I Loyens & Loeff NV	I Yardi Systems BV
I Bouwinvest	MAB Development	I Ymere
I Brink Groep	Merin	
I CBRE Global Investors	I Mitros	
CBRE Netherlands	I MN	
I Colliers International	NSI	
I Corio	I NS Vastgoed BV	
I De Brauw Blackstone Westbroek	I NVM	
I Deloitte	I Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam	
I Delta Lloyd Vastgoed	I Ontwikkelingsbedrijf Rotterdam	
DTZ Zadelhoff	I PGGM	
I Dura Vermeer Groep	I Provast	
	I PwC	
	I Rechtstaete vastgoedadvocaten &belastingadviseurs	
	I Redevco Europe	

Neem voor vragen of opmerkingen contact met ons op of bezoek onze website.

*bezoekadres
Jollemanhof 5
1019 GW Amsterdam*

*postadres
Postbus 140
1000 AC Amsterdam*

*www.asre.nl
e info@asre.nl
t 020 668 11 29
f 020 668 03 61*

Maart 2014