

De besparingen van Amerikaanse huishoudens na de financiële crisis

De besparingen van Amerikaanse gezinnen bereikten vlak voor de crisis een naoorlogs dieptepunt. Na de crisis moeten huishoudens fors meer sparen om het vermogensverlies goed te maken en hun schulden af te lossen. Dit vormt een rem op het economische herstel, maar ook een welkome correctie van de onevenwichtigheden in de VS. Het is niet waarschijnlijk dat de spaarquote veel hoger wordt dan de 5,5% tot 6% van de afgelopen kwartalen. Dat is goed voor de conjunctuur, maar draagt niet bij aan een verdere vermindering van het tekort op de lopende rekening.

Inleiding

Vóór de financiële crisis ging de stijging van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening samen met een sterke daling van de huishoudbesparingen. In 2007 bereikte de spaarquote van huishoudens het laagste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog (grafiek 1). Huishoudens spaarden steeds minder, omdat ze vermogen konden vergaren via de sterk stijgende aandelenkoersen en huizenprijzen en zich tegelijkertijd steeds dieper in de schulden staken. Dieper liggende oorzaken waren het ruime monetaire beleid in de VS, financiële innovatie in combinatie met onvoldoende regulering en een grote instroom van buitenlands kapitaal. Deze instroom hangt samen met de grote en ontwikkelde financiële markten in de VS en de rol van de dollar als internationale reservemunt.

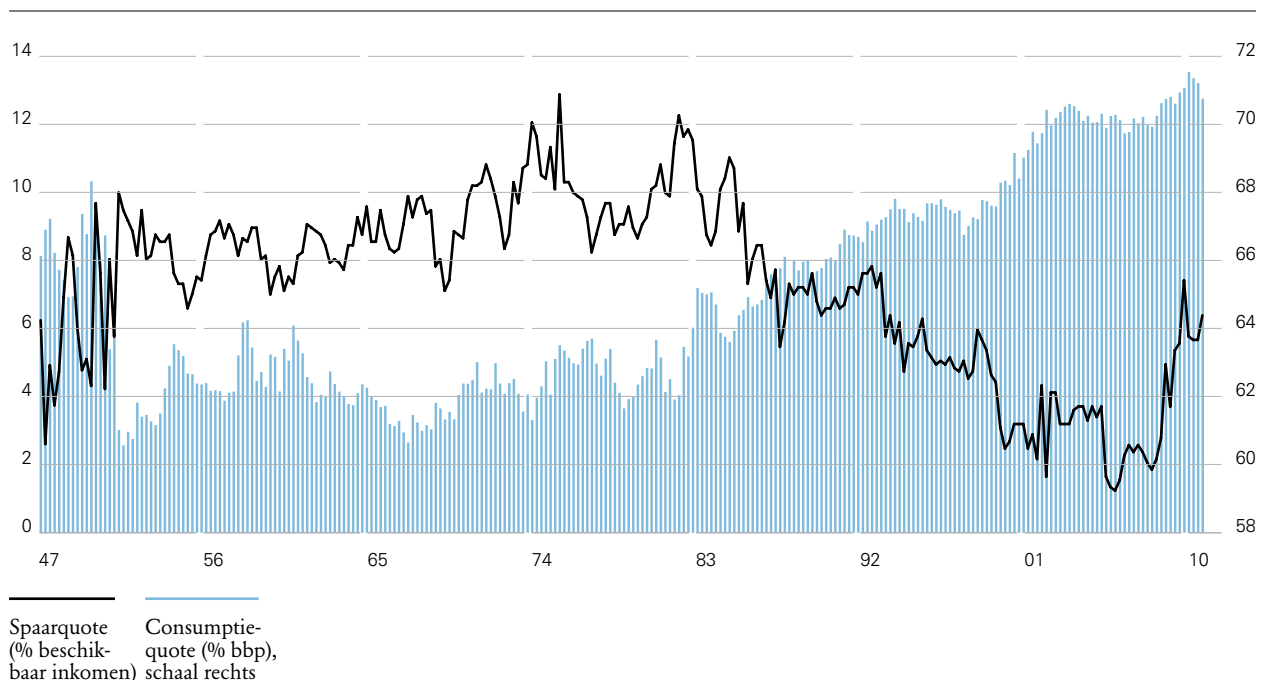
Na de financiële crisis zijn Amerikaanse huishoudens meer gaan sparen om het vermogensverlies door lagere aandelenkoersen en huizenprijzen te compenseren en om de hoge schulden af te lossen. Deze stijging van de besparingen vormt een belangrijke rem op de kracht van het herstel in de VS en daarmee in de rest van de wereld. Tegelijk betekent het een welkome correctie van de onevenwichtigheden in de economie van de VS. Het is echter onduidelijk hoe ver de besparingen zullen oplopen. Sommigen voorspellen spaarquotes van 8% tot zelfs 10% van het beschikbare inkomen. Maar in de

eerste twee kwartalen van 2010 lag de spaarquote tussen 5,5% en 6%.

De balanssituatie van Amerikaanse huishoudens

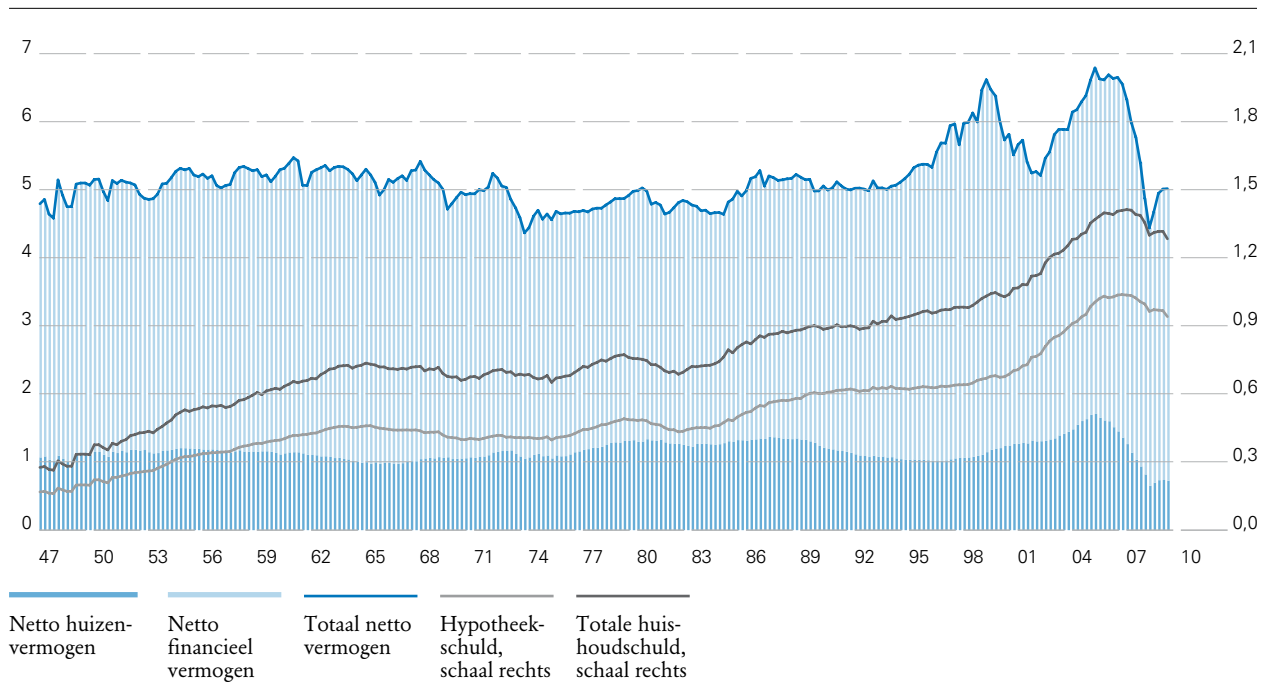
Een analyse van de balanssituatie van Amerikaanse huishoudens is belangrijk om de vooruitzichten voor de spaarquote te begrijpen (grafiek 2). De besparingen worden ten eerste beïnvloed door de ontwikkeling van het nettovermogen, het saldo van bezittingen en schulden. De lagere huizenprijzen en aandelenkoersen na de crisis zorgden voor het grootste netto vermogensverlies sinds de Tweede Wereldoorlog, al is er sinds het dieptepunt alweer een lichte stijging opgetreden. Ondanks het grote verlies ligt de omvang van het nettovermogen maar iets onder het langjarige gemiddelde van 520% van het beschikbare inkomen, een gemiddelde over de periode 1947 - 2010. Dit komt doordat het nettovermogen vóór de crisis uitzonderlijk hoog was, door de zeepbel in activaprijzen. Mogelijk werd een deel van dit hoge vermogen gezien als een tijdelijke meevaller, zodat het moeilijk is om te bepalen in welke mate het geleden vermogensverlies uiteindelijk weer wordt goedge maakt via hogere besparingen. Los van de invloed van het nettovermogen kunnen de besparingen ook worden beïnvloed door twee andere ontwikkelingen op de huishoudbalans (zie paragraaf 4 hieronder). Zo is de

Grafiek 1 Besparingen huishoudens en consumptiequote in de VS



Grafiek 2 Ontwikkeling van de huishoudbalans in de VS

Procenten beschikbaar inkomen



samenstelling van het vermogensverlies uitzonderlijk, omdat het voor een belangrijk deel wordt veroorzaakt door een lager huizenvermogen. Sinds de jaren dertig hebben de VS namelijk geen grote correctie op de huizenmarkt gehad. Hierdoor kan de invloed van het vermogensverlies op de besparingen afwijken van wat gebruikelijk is. Daarnaast zijn de schulden van huishoudens zeer sterk toegenomen, tot een recordniveau van 140% van het beschikbare inkomen in 2007 (zie grafiek). De stijging zit vooral bij de hypotheekschuld, die met name sinds 2001 snel toenam. De hoge schulden zijn een belangrijke kwetsbaarheid en kunnen leiden tot extra besparingen, omdat huishoudens hun schuld willen aflossen.

Een basisscenario voor de huishoudbesparingen

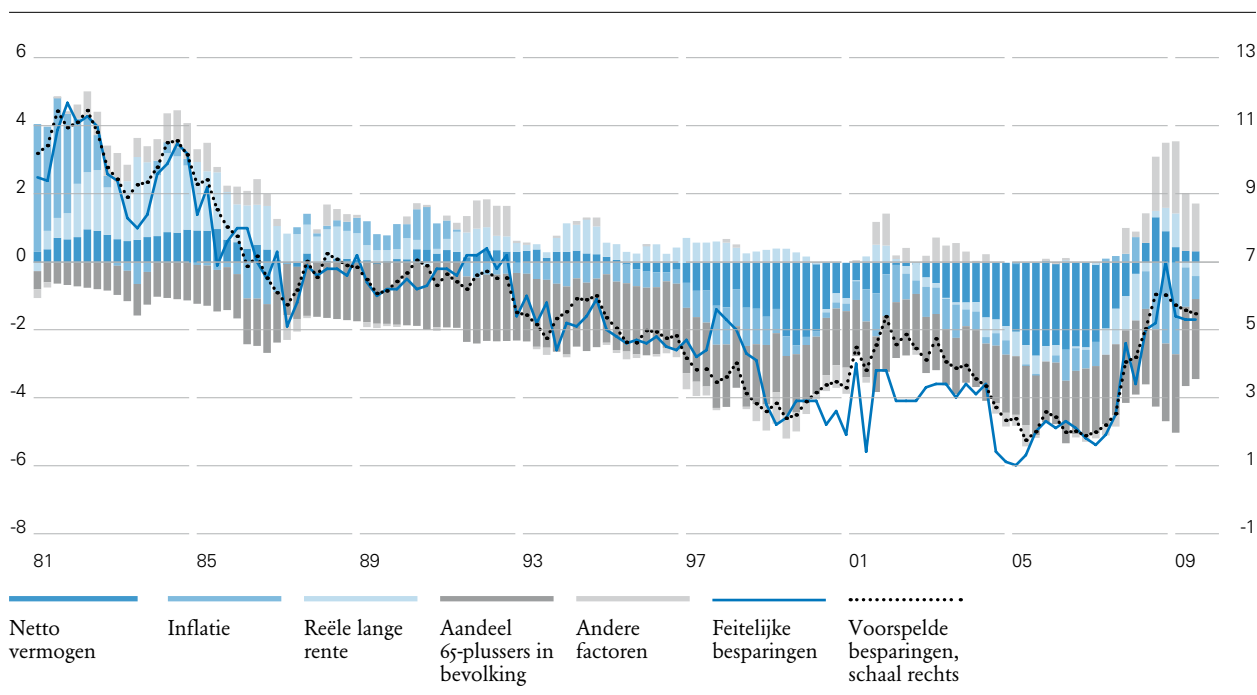
Een belangrijke vraag is of deze balanssituatie van huishoudens vraagt om hogere besparingen dan de huidige 5,5% tot 6%. Om hier enig licht op te werpen is een eenvoudig model geschat met enkele gangbare verklarende factoren voor de spaarquote van huishoudens in de VS. Dit is gedaan op basis van kwartaaldata tussen 1950 en 2007, zodat de samenhangen van vóór de crisis worden blootgelegd.¹ Het model voorspelt een spaarquote

van ongeveer 6% in de eerste twee kwartalen van 2009, gevolgd door een lichte daling naar 5,5% in het eerste kwartaal van 2010 (grafiek 3). Dit is verrassend dicht bij de recente realisaties. Dit suggereert dat de spaarquote waarschijnlijk niet veel verder zal stijgen ten opzichte van het huidige niveau.

De belangrijkste invloed op de spaarquote sinds het begin van de crisis is de daling van het nettovermogen (zie grafiek). Het idee achter het model is dat huishoudens een bepaald doelvermogen nastreven, en minder of meer sparen als het vermogen boven of onder dit doel ligt. Het verlies aan vermogen sinds het begin van de crisis heeft de spaarquote daarom met bijna 3 procentpunten verhoogd. Dit effect compenseert bijna volledig de daling van de spaarquote die sinds begin jaren tachtig optrad dankzij vermogenswinsten. Het nettovermogen is momenteel ook ongeveer even hoog als begin jaren tachtig. Toch is de spaarquote nog duidelijk lager dan de ongeveer 10% van toen. Volgens het model hebben drie factoren gezorgd voor een structurele daling van de spaarquote sinds de jaren tachtig (zie grafiek). Ten eerste heeft de geleidelijke daling van de inflatie de besparingen met zo'n 1,5 procentpunt gedrukt. Door de lagere inflatie nemen bezittingen minder snel af in waarde, zodat huishoudens minder

Grafiek 3 Oorzaken van de verandering van de spaarquote 1981 - 2010

Procenten beschikbaar inkomen



hoeven te sparen om hun vermogen reëel constant te houden. Daarnaast verklaart de geleidelijk gedaalde reële kapitaalmarktrente bijna 2 procentpunten van de daling van de spaarquote. Het lagere rendement maakt sparen minder aantrekkelijk, waardoor huishoudens er voor kiezen om nu meer te consumeren. Ten slotte zorgt het grotere aandeel 65-plussers in de bevolking voor nog een ruim een procentpunt lagere besparingen. Dit komt omdat gepensioneerden leven van hun opgebouwde pensioenvermogen en dus ontsparen. Deze factoren verklaren waarom de spaarquote niet zo snel zal terugkeren naar het niveau dat begin jaren tachtig nog gebruikelijk was.

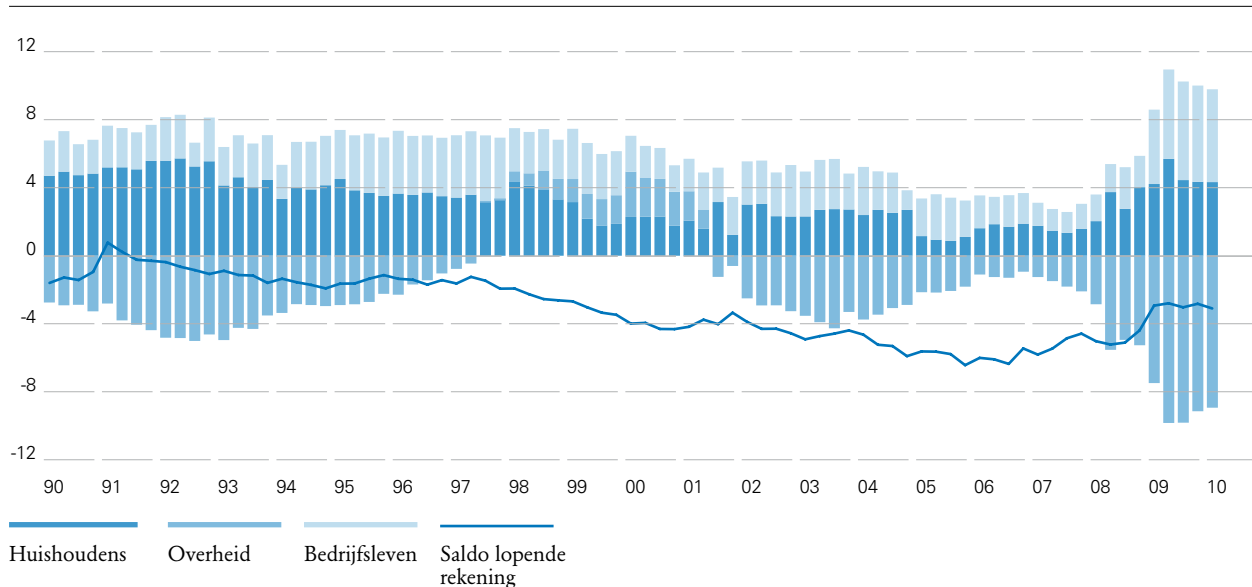
De effecten van de huizenmarkt en de hoge huishoudschuld

De conclusie tot nu toe is gebaseerd op de meest gangbare verklaringen voor de fluctuaties in de spaarquote. De huidige situatie in de VS wijkt echter op twee punten af van wat gebruikelijk is, zodat moet worden bekeken of dit consequenties heeft voor de besparingen. Het eerste bijzondere aspect is dat het verlies aan vermogen voor een belangrijk deel voortvloeit uit een lager huizenvermogen. Dit kan leiden tot nog iets hogere

besparingen. Een aangepaste versie van ons model met aparte maatstaven voor huizenvermogen en financieel vermogen voorspelt dat de spaarquote piekt bij 7% in het eerste kwartaal van 2009, en daarna licht daalt naar 6,7%. Dit komt omdat besparingen mogelijk sterker reageren op een daling van het huizenvermogen dan op een daling van het financiële vermogen. Dit kan het geval zijn omdat veranderingen in huizenprijzen als meer permanent worden gezien, of omdat het makkelijker is om te lenen met een huis als onderpand. Het verzilveren van de overwaarde op huizen was een belangrijke factor achter de Amerikaanse consumptieboom van vóór de crisis. De besparingen kunnen ook worden beïnvloed door de naar schatting 11 miljoen Amerikaanse huiseigenaren (21,5% van het totaal) die momenteel een grotere hypotheekschuld hebben dan de waarde van hun huis. Dit negatieve huizenvermogen kan bijvoorbeeld problematisch worden als de hypotheek moet worden geherfinancierd of als mensen hun huis willen verkopen om ergens anders een baan te kunnen krijgen. Mogelijk gaan huishoudens dus extra sparen om problemen te voorkomen. Bovendien blijft de Amerikaanse huizenmarkt fragiel, en kunnen verdere prijsdalingen niet worden uitgesloten.²

Grafiek 4 Netto besparingen en saldo op de lopende rekening

Procent bbp



Het tweede bijzondere aspect is de zeer hoge huishoudschuldschuld. Een eenvoudige simulatie laat zien dat deze hoge schuld niet direct hoeft te leiden tot een hogere spaarquote dan nu het geval is. Op zich is het waarschijnlijk dat Amerikaanse huishoudens na de crisis hun schulden willen verminderen. Hoge schulden maken huishoudens immers kwetsbaar voor schokken. Zo hebben huishoudens met hoge schulden meer moeite om aan hun aflossings- en renteverplichtingen te voldoen als hun inkomen daalt of als ze werkloos raken. Deze huishoudens worden ook harder geraakt door een rentestijging, vooral als de leningen een korte looptijd of een aanpasbare rente hebben. Dit laatste is het geval voor 35% van de Amerikaanse leningen, volgens cijfers uit 2006. Huishoudens met hoge schulden hebben ook meer last van een daling van activaprijzen, omdat de daling van het nettovermogen dan groter is. Het is echter moeilijk in te schatten hoe ver de schuldreductie zal gaan, en welk effect dit heeft op de spaarquote. Sinds de Tweede Wereldoorlog zijn er in de VS namelijk geen voorbeelden van substantiële schuldreductie te vinden, terwijl internationale episodes van schuldafbouw onderling sterk verschillen. Om toch enige indicatie te geven simuleert een model de ontwikkelingen van de balans van huishoudens tot 2015.³ Het blijkt dat de huidige spaarquote van zo'n 5,5% in vijf jaar tijd al een redelijke mate van balansherstel mogelijk kan maken. De huishoudschuldschuld zou tot 2015 kunnen

afnemen met ruim 25 procentpunt tot 105% van het beschikbare inkomen. Dat niveau werd voor het laatst bereikt in 1999. Het nettovermogen zou kunnen toenemen met ruim 30 procentpunt tot bijna 525%. Dat is iets boven het langjarige gemiddelde. De huidige periode van schuldafbouw en balansherstel hoeft dus niet te leiden tot extra besparingen, tenzij huishoudens een meer substantieel balansherstel nastreven. Daarnaast kunnen nieuwe schokken in inkomen, rente of activaprijzen het voorgenomen pad van balansherstel doorkruisen, en extra besparingen nodig maken.

Beleidsimplicaties

De spaarquote van Amerikaanse huishoudens zal waarschijnlijk niet veel verder stijgen. Dat is goed nieuws voor het herstel in de VS omdat de groei van de consumptie dan niet meer hoeft achter te blijven bij de groei van het beschikbare inkomen. Maar het betekent ook dat de besparingen van huishoudens niet veel meer zullen bijdragen aan een verdere correctie van het tekort op de lopende rekening. Sinds het begin van de crisis is het tekort slechts gematigd verminderd, tot zo'n 3% bbp (grafiek 4). De toegenomen besparingen van bedrijven en gezinnen werden daarbij gecompenseerd door veel lagere besparingen van de overheid. De meeste internationale instellingen voorzien dat het

Amerikaanse tekort op de lopende rekening de komende jaren weer zal toenemen. Naar verwachting zullen vooral de besparingen van bedrijven afnemen als de conjunctuur aantrekt en de investeringen weer stijgen. Daarom zijn beleidsmaatregelen nodig om het tekort duurzaam terug te dringen. Zo is verdergaande budgettaire consolidatie belangrijk, nu het Amerikaanse begrotingstekort dit jaar waarschijnlijk 10,8% bbp bedraagt. Daarnaast is cruciaal dat de dieper liggende oorzaken van de huidige crisis niet opnieuw leiden tot lagere besparingen en zeepbellen in de Amerikaanse economie. Zo is het zaak om de instroom van buitenlands kapitaal in goede banen te leiden.

¹ Zie voor een meer gedetailleerde uitwerking Hessel (2010), *The US household savings rate after the crisis*, DNB Occasional Study, te verschijnen.

² Zie DNB, kans op Amerikaanse dubbele dip is klein, 5 oktober 2010, www.dnb.nl

³ Dit gebeurt onder aannames die enigszins redelijk en vooral niet overdreven optimistisch lijken. We veronderstellen een jaarlijkse groei van het nominale beschikbare inkomen van 4%, een rendement op financiële activa van 5% (iets boven de inkomensgroei) en een jaarlijkse stijging van de huizenprijzen van 2% (slecht gelijk aan de inflatie vanwege de fragiele huizenmarkt). Verder veronderstellen we een onderliggende groei van de huishoudschuld van 4% per jaar. Van de besparingen wordt 70% gebruikt voor schuldreductie, en 30% voor de aankoop van nieuwe activa.