

Het spaargedrag van Nederlandse huishoudens

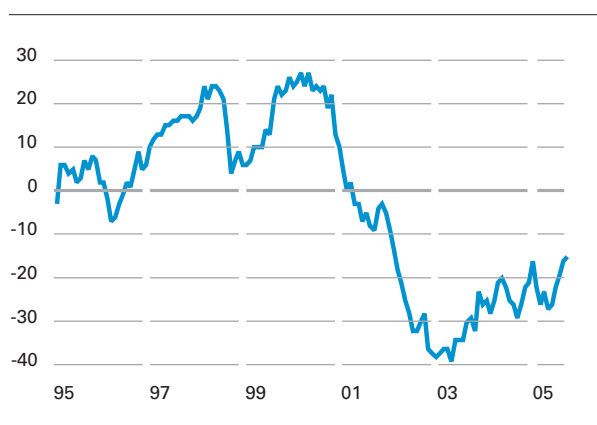
Het spaargedrag van Nederlandse huishoudens heeft de afgelopen jaren veel aandacht gekregen. Aan de ene kant liepen de spaartegoeden aanzienlijk op en was er aanleiding te veronderstellen dat meer van dit spaargeld aangesproken kon worden voor consumptieve bestedingen. Aan de andere kant stonden Nederlandse huishoudens vaker rood en bleken ze de afgelopen jaren meer uit te hebben gegeven dan ze verdienden. Is er sprake van een spaarparadox? Het spaargedrag van Nederlandse huishoudens wordt toegelicht aan de hand van twee spaarbegrippen: (i) actief sparen door inkomen niet te consumeren en (ii) passief sparen door waardevermeerdering van vermogen. Uit een analyse met het DNB Household Survey, dat gedetailleerde informatie over het financiële gedrag van huishoudens bevat, blijkt dat beide spaarbegrippen samenhangen. Actieve besparingen reageren sterk op ontwikkelingen op de financiële markten: ze lopen op als aandelenkoersen dalen, en vice versa. Hieruit volgt dat het spaargedrag toch niet zo paradoxaal is als het lijkt.

Inleiding

Het spaargedrag van huishoudens heeft de gemoederen de afgelopen jaren behoorlijk bezig gehouden. Enerzijds was er de gedachte dat huishoudens meer van hun spaargeld zouden kunnen aanspreken voor consumptieve bestedingen dan ze in werkelijkheid deden. De achterliggende gedachte was dat huishoudens wat te pessimistisch waren over de vooruitzichten voor de Nederlandse economie, en dat dit gebrek aan vertrouwen mede de oorzaak was van de toegenomen spaarzin. Zo is het consumentenvertrouwen al sinds medio 2002 bijzonder laag (grafiek 1), en zijn de spaartegoeden van huishoudens tussen 2001 en 2004 opgelopen van 140 miljard tot 200 miljard euro (grafiek 2). De gedachte werd ook gevoed door de Nationale Rekeningen, die een cijfermatig overzicht geven van alle economische activiteit in ons land. Volgens de editie van 2003 waren de besparingen van huishoudens als percentage van het beschikbare inkomen in de jaren 2001-2003 nagenoeg stabiel. Mede hierdoor hebben de bestedingen van huishoudens de afgelopen jaren minder kunnen bijdragen aan de economische groei. Maar volgens andere gegevens blijken huishoudens helemaal niet zo sterk de hand op de knip gehouden te hebben. Uit enquêtes van het CBS volgt dat het aantal huishoudens dat aangeeft net rond te kunnen komen de afgelopen jaren is gestegen. Ook roodstaan op betaalrekeningen is toegenomen. En volgens de in 2005 gereviseerde Nationale Rekeningen waren de bestedingen van huishoudens in 2003 en 2004 groter dan hun beschikbare inkomen. Dit betekent dat huishoudens in die jaren juist hebben *ont*spaar. Genoemde ontwikkelingen lijken met elkaar in

Grafiek 1 Consumentenvertrouwen

Maandcijfers; voor seizoen gecorrigeerd



Toelichting: Saldo van positieve en negatieve antwoorden.
Bron: CBS.

tegenspraak. Is er sprake van een spaarparadox? Dit artikel zet de ontwikkeling van de besparingen van huishoudens over de afgelopen jaren op een rij. Het brengt de veranderingen in de spaartegoeden van huishoudens in verband met ontwikkelingen in de financiële markten en laat zien dat deze een deel van het spaargedrag kunnen verklaren.

Twee spaarbegrippen

Actief sparen is niet-consumeren

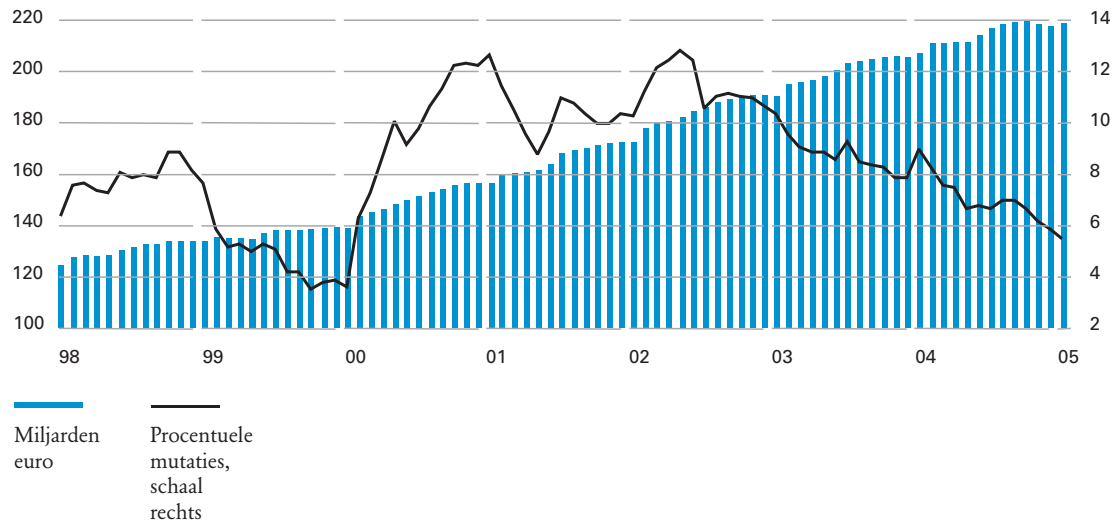
Volgens een bekend gezegde fungeert spaargeld als een appeltje voor de dorst. Met andere woorden: sparen is dat deel van je inkomen dat je niet direct consumeert en bewaart voor later. Het macro-economische begrip dat het best aansluit bij dit spaarbegrip zijn de zogenoemde *individuele* besparingen. Bij deze besparingen bepaalt ieder individu zelf óf, en zo ja hoeveel, hij spaart. Voor alle Nederlandse huishoudens samen worden de individuele besparingen berekend als het beschikbare inkomen minus de consumptieve bestedingen. Het beschikbare inkomen is het inkomen dat overblijft van het looninkomen na afdracht van belasting en premies. De individuele besparingen worden dus berekend als een restpost en zijn daardoor erg gevoelig voor revisies. In box 1 wordt nader ingegaan op de gevolgen die de recente revisie van de Nationale Rekeningen heeft gehad voor de besparingen van huishoudens.

Naast individuele besparingen zijn er ook zogenoemde *collectieve* besparingen, gemeten als het saldo van pensioenpremies en pensioenuitkeringen. Hierbij bepalen collectieve regelingen hoeveel huishoudens sparen. Tellen we de individuele en de collectieve besparingen op, dan krijgen we de *totale* besparingen van huishoudens in een bepaald jaar. Deze besparingen reflecteren het actieve handelen van huishoudens in de financiële markten.

Grafiek 4 toont het beloop van de individuele, collectieve en totale besparingen, uitgedrukt als percentage van het beschikbare inkomen.¹ De collectieve besparingen hebben een groot aandeel in de totale besparingen: gemiddeld 70% in de jaren tachtig en negentig. Dit reflecteert het Nederlandse pensioenstelsel waarin onder de zogenoemde tweede pijler het arbeidsgerelateerde pensioen op basis van kapitaaldekking wordt gefinancierd. Dit houdt in dat een deel van het huidige inkomen, op collectieve wijze, wordt gespaard met een specifiek doel, namelijk de bekostiging van de oude dag. Verder valt op dat gedurende de

Grafiek 2 Ontwikkeling spaargeld van huishoudens

Mld euro respectievelijk jaarmutaties



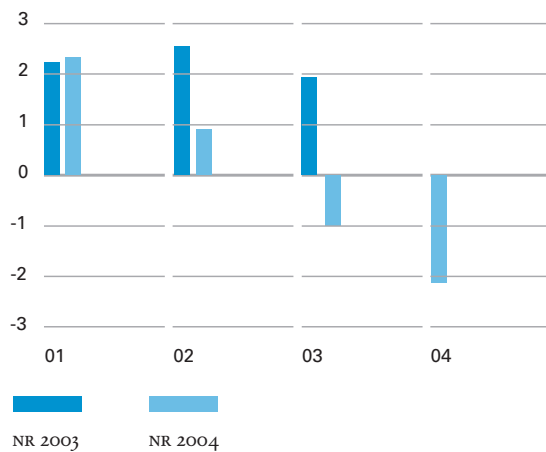
Bron: DNB.

jaren negentig de totale besparingen als percentage van het beschikbare inkomen zijn gedaald. Deze trend is in meer geïndustrialiseerde landen waar te nemen.² Een sluitende verklaring voor deze ontwikkeling is nog niet voorhanden. Wat bij het beloop van de collectieve besparingen een rol heeft gespeeld, is het premiebeleid van pensioenfondsen. In de jaren negentig was sprake van premie holidays, terwijl meer recent forse premieverhogingen zijn doorgevoerd. Andere verklaringen,

met betrekking tot de totale besparingen, lopen uiteen van verandering in de leeftijdsopbouw van de bevolking, veranderende samenstelling van huishoudens en vermogens-effecten (waarover later meer). Omdat ouderen in de regel ontsparen, zullen de besparingen van de totale bevolking dalen als het aandeel van ouderen in de bevolking toeneemt. Eén-ouder gezinnen met kinderen hebben vaak niet de mogelijkheid om veel spaargeld

Grafiek 3 Individuele besparingen huishoudens

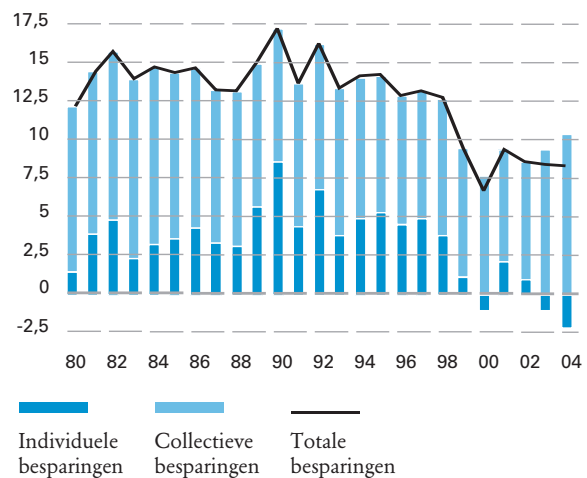
Procenten beschikbaar inkomen



Toelichting: NR is Nationale Rekeningen.
Bron: CBS.

Grafiek 4 Besparingen in Nederland

Procenten beschikbaar inkomen



Bron: CPB.

Box 1 Revisie Nationale Rekeningen³

Vorig jaar heeft het CBS de cijfers van de Nationale Rekeningen (NR) op twee manieren aangepast. Voor het jaar 2001 zijn op basis van aangepaste methoden en databronnen het niveau van het bruto binnenlands product (bbp) en andere macro-economische statistieken opnieuw berekend. Daarnaast zijn ook de groeicijfers over de jaren 2002-2004 herzien. Grafiek 3 toont het beloop van de individuele spaarquote over de jaren 2001-2004 volgens de nieuwe NR (2004) en de oude NR (2003). In de nieuwe NR zijn zowel de particuliere consumptie als en het beschikbare inkomen van huishou-

dens in 2001 met ongeveer 12 mld euro opwaarts bijgesteld. De spaarquote is in dat jaar min of meer ongewijzigd gebleven. Over de jaren 2002-2004 laat de individuele spaarquote in de nieuwe NR een geprononceerde daling zien. Dit komt doordat het CBS aan de hand van betere data het inkomen uit pensioenen en levensverzekeringen lager in heeft geschat en de premies voor pensioenen en sociale verzekeringen juist hoger. Hierdoor is het beschikbare inkomen minder toegenomen, terwijl de inschatting van de groei van de particuliere consumptie ongeveer ongewijzigd is gebleven.

opzij te zetten, en naarmate meer van deze gezinnen voorkomen, dalen de besparingen van de totale bevolking eveneens. Vooral de individuele besparingen zijn in Nederland flink afgenomen. Dit is de keerzijde van de forse groei van de consumptieve bestedingen, die in de tweede helft van de jaren negentig met name werd gesteund door de stevige groei van de wereldhandel en de verzilvering van overwaarde op de eigen woning.⁴ De forse groei van de wereldhandel zorgde ervoor dat de Nederlandse uitvoer sterk toenam en daarmee het inkomen dat in de exportsector werd verdiend. Voor het eerst in 2000, en daarna ook in 2003 en 2004, zijn de individuele besparingen zelfs negatief geworden. Dit betekent dat huishoudens meer hebben besteed dan hun beschikbare inkomen.

De verwachting is dat deze ontwikkeling zich in 2005 en 2006 voortzet. Wel zal de spaarquote in 2006 minder negatief worden omdat het beschikbare inkomen dan, mede door de aantrekkende arbeidsmarkt, sterker zal toenemen dan de consumptieve bestedingen. Hoe is het mogelijk dat huishoudens meer uitgeven dan ze verdienen? Dit brengt ons bij een tweede – aanvullend – spaarbegrip.

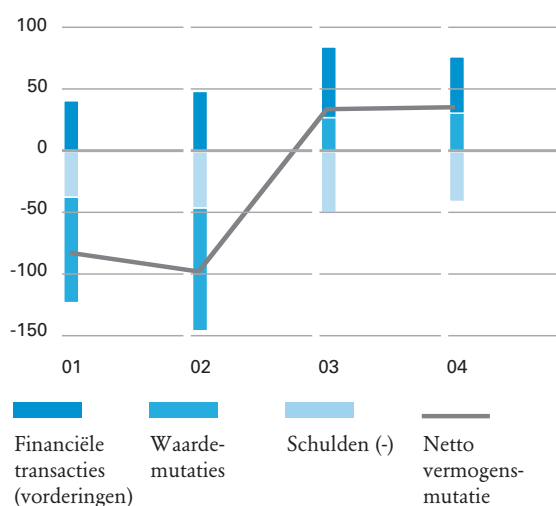
Passief sparen door waardevermeerdering van vermogen

Sparen kan ook gezien worden als het opbouwen van vermogen. Dit vermogen kan dan later aangebroken worden om consumptieve bestedingen te financieren. Vermogen wordt deels opgebouwd door het geld dat niet gebruikt wordt voor consumptieve bestedingen aan te wenden voor het kopen van aandelen of om het op een spaarrekening te zetten. Maar het vermogen kan ook groeien doordat de waarde van vermogenstitels stijgt. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen het financiële vermogen en het niet-financiële vermo-

gen. Het financiële vermogen omvat onder meer spaartegoeden, aandelen en pensioenvoorzieningen. Grafiek 5 toont voor de jaren 2001-2004 de verandering in het netto financiële vermogen van huishoudens. De verandering in het netto financiële vermogen is het saldo van de verandering in de bezittingen enerzijds en de verandering in de schulden van huishoudens anderzijds. Het netto financiële vermogen is in 2001 en 2002 gedaald en in 2003 en 2004 weer toegenomen. In ieder jaar is de bijdrage van de schuld van huishoudens negatief. Dit betekent dat de totale schuld gestaag is opgelopen. Dit komt in hoofdzaak door het opnemen van meer hypothecair krediet, deels op basis van in het verleden geboekte waardeinstijgingen van onroerend goed. Bij de verande-

Grafiek 5 Mutatie financiële vermogen gezinnen

Miljarden euro



Bron: CBS (Nationale rekeningen 2004).

ring in de bezittingen is het belangrijk onderscheid te maken tussen het saldo van aan- en verkooptransacties aan de ene kant (financiële transacties) en waardemutaties aan de andere kant. Het saldo van aan- en verkooptransacties reflecteert het actieve handelen van huishoudens in de financiële markten. Dit worden wel de *actieve* besparingen genoemd (zie hierboven). Voorbeelden zijn het aankopen van aandelen of het geld opnemen van een spaarrekening (dit is een actieve *ontsparring*). De waardemutaties van een gegeven beleggingsportefeuille daarentegen liggen buiten de invloedssfeer van huishoudens en worden daarom vaak de *passieve* besparingen genoemd. In dit kader kan worden gedacht aan mutaties veroorzaakt door ontwikkelingen van aandelenkoersen.⁵ Het zijn deze passieve besparingen die de afgelopen jaren grote schommelingen vertonen.

In 2001 en 2002 daalde de AEX met respectievelijk 20% en 36% (grafiek 6). Hierdoor nam de waarde van de direct in bezit van huishoudens zijnde aandelen af. Ook het indirecte bezit, in de vorm van pensioenvoorzieningen, nam fors in waarde af. Pensioenfondsen beleggen immers een deel van de aan hun in de vorm van pensioenpremies toevertrouwde middelen in aandelen. In 2003 en 2004 herstelde de AEX zich, en steeg de waarde van het aandelenbezit weer. Hierbij speelt op de achtergrond een rol dat beleggen in de jaren negentig populairder is geworden en daarmee de hoeveelheid aandelen in het bezit van huishoudens is toegenomen. Als gevolg hiervan heeft een mutatie in de prijs van aandelen een groter effect op het vermogen van huishoudens dan een vergelijkbare mutatie in het verleden. Hoewel gegevens over de ontwikkeling van het financiële vermogen van huishoudens over 2005 nog niet

beschikbaar zijn, indiceert de forse stijging van de AEX in 2005 dat het aandelenbezit verder in waarde is gestegen.

Een belangrijke bron van niet-financieel vermogen is het bezit van een eigen woning.⁶ Over de jaren 2001-2004 zijn de huizenprijzen met gemiddeld ongeveer 6% per jaar toegenomen (grafiek 7). Ook dit kan, net als de waardevermeerdering van aandelenbezit, gezien worden als een passieve besparing. Daar staat tegenover dat over deze periode ook de uitstaande hypotheekschuld is opgelopen, van 318 miljard euro in 2001 tot 428 miljard in 2004. Per saldo is het netto vermogen uit eigenwoningbezit over deze periode evenwel toegenomen met ongeveer 50 mld euro.⁷ Hierbij zij opgemerkt dat de uitstaande hypotheekschuld wel onderdeel uitmaakt van het financiële vermogen van huishoudens, maar het bezit van de eigen woning volgens de Nationale Rekeningen niet.

Uit het bovenstaande kan geconcludeerd worden dat Nederlandse huishoudens volgens de Nationale Rekeningen in 2003 en 2004 weliswaar – actief – hebben ontspaard, maar dat tegelijkertijd hun netto vermogenspositie – passief – aanzienlijk is verbeterd. Toch is het gevaarlijk om bij een analyse van de besparingen van huishoudens alleen naar de passieve besparingen te kijken, of om de actieve en passieve besparingen te salderen. De reden is dat door de forse vermogensmutaties de passieve besparingen, uitgedrukt als percentage van het beschikbare inkomen, bijzonder volatiel zijn. Dit bemoeilijkt de interpretatie van veranderingen van jaar op jaar. Daarnaast is het mogelijk dat huishoudens een waardevermeerdering van hun aandelenbezit niet direct zien als een besparing. Het is op voorhand namelijk niet duidelijk of de waardevermeerdering van tijdelijke aard

Grafiek 6 Ontwikkeling AEX-index

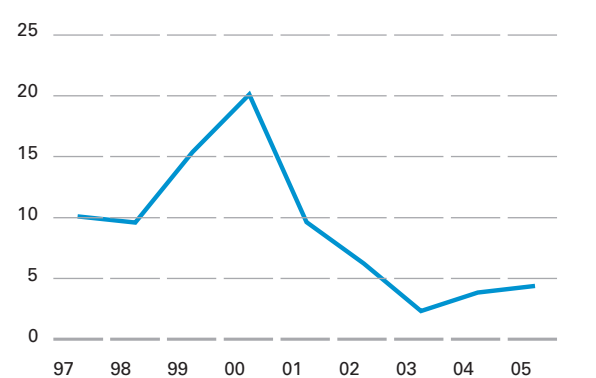
Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode; jaartalultimo's



Bron: Thomson Financial.

Grafiek 7 Prijsontwikkeling particuliere woningen

Procentuele mutaties



Bron: Kadaster.

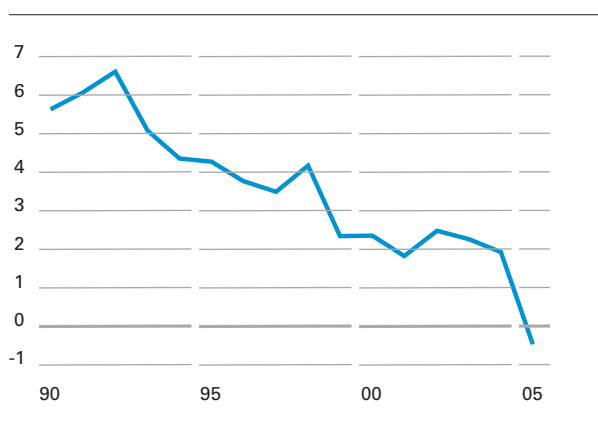
is of een permanent karakter heeft. Alleen als de waardevermeerdering blijvend is kan deze nu en in de toekomst gebruikt worden voor het doen van consumptieve bestedingen. In dat geval zullen huishoudens een groter deel van hun beschikbare inkomen direct gebruiken voor consumptieve bestedingen, en zullen de actieve besparingen afnemen. Door het beloop van de actieve besparingen te relateren aan vermogensmutaties kan worden onderzocht in hoeverre huishoudens de waardeontwikkeling van hun vermogen in werkelijkheid zien als 'besparingen'. Anders gezegd, fungeren actieve besparingen en passieve besparingen in de ogen van huishoudens – deels – als communicerende vaten?

Het effect van vermogen op besparingen in geïndustrialiseerde landen

Er is veel onderzoek gedaan naar het effect van veranderingen in vermogensprijzen op de actieve besparingen van huishoudens in de Verenigde Staten. De afgelopen vijftien jaar zijn de besparingen van Amerikaanse huishoudens als percentage van hun beschikbare inkomen sterk gedaald, van ongeveer 6% in 1990 tot -0,5% in 2005 (grafiek 8). Over dezelfde periode zijn zowel de aandelenprijzen als de huizenprijzen fors toegenomen (grafiek 9). Juster et al (2006) laten zien dat deze daling van de spaarquote voor het grootste deel is toe te schrijven aan de sterke stijging van de aandelenprijzen. Volgens Parker (1999) speelt ook een rol dat Amerikaanse huishoudens optimistischer over de toekomst zijn geworden, en daarom hun huidige consumptie hebben verhoogd. Dit toegenomen optimisme is echter deels het gevolg van de stijgende aandelenkoer-

Grafiek 8 Spaarquote gezinnen Verenigde Staten

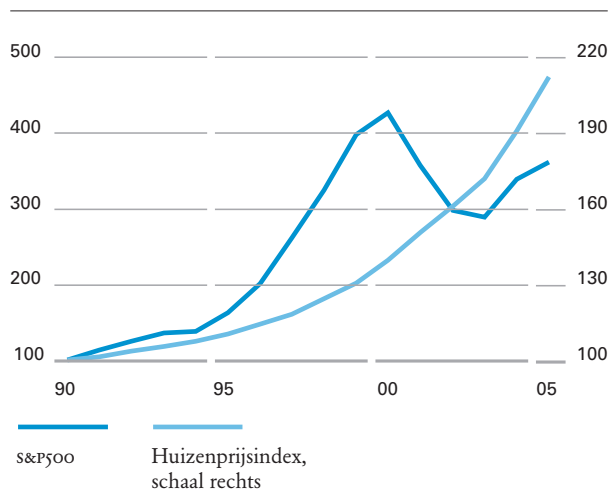
Procenten beschikbaar inkomen



Bron: Thomson Financial.

Grafiek 9 Aandelen- en huizenprijzen vs

Index 1990=100



Bron: Thomson Financial.

sen. Jansen en Nahuis (2003) laten zien dat het consumentenvertrouwen, met name met betrekking tot de algemene economische situatie in een land, verbetert als aandelenprijzen toenemen. Benjamin et al (2004) benadrukken dat besparingen van Amerikaanse huishoudens vooral gevoelig zijn voor veranderingen in het huizenvermogen. Dit verklaart met name het recente beloop van de spaarquote in de Verenigde Staten. De aanhoudende stijging van de huizenprijzen in de laatste jaren zou mede verklaren waarom de spaarquote niet is gestegen onder invloed van de sterke daling van de aandelenprijzen in de jaren 2001-2003. Kwantitatieve schattingen van het effect van een verandering in het financiële vermogen op de besparingen in de Verenigde Staten lopen in de praktijk aanzienlijk uiteen, maar liggen meestal tussen 0,03 en 0,07. Dit betekent dat als een huishouden zijn vermogen met 100 dollar ziet groeien, het 3 tot 7 dollar minder actief zal sparen. Bij het maken van deze schattingen is in de regel onbekend of huishoudens de verandering in hun financiële vermogen als permanent of tijdelijk ervaren. Dit betekent dat de schattingen slechts beschouwd moeten worden als een soort gemiddelde, zowel over huishoudens als over verschillende veranderingen in het vermogen zelf. Zo kan het ene huishouden een stijging van de aandelenprijzen eerder als permanent zien dan een ander huishouden, bijvoorbeeld omdat het nog geen (forse) daling van aandelenprijzen heeft meegemaakt. Anderzijds, als een stijging van de aandelenprijzen blijkt te kunnen worden verklaard door een hogere productiviteitsgroei, zullen mogelijk meer huishoudens deze stijging van de aande-

lenprijzen als blijvend percipiëren dan in het geval dat een stijging van de aandelenprijzen onverklaarbaar lijkt. Door een hogere productiviteitsgroei kan een bedrijf de winstgevendheid verhogen en dit zal tot uiting komen in een hogere prijs van het aandeel.

De invloed van veranderingen in de aandelenprijzen op de besparingen van huishoudens is mede afhankelijk van het belang van aandelen in het totale vermogen van huishoudens. In Angelsaksische landen als Canada en het Verenigd Koninkrijk, waar aandelenbezit onder huishoudens ongeveer even wijd verbreid is als in de Verenigde Staten, is het effect van veranderingen in het financiële vermogen op de besparingen vergelijkbaar met dat in de Verenigde Staten. In continentale Europese landen is het effect vaak wat kleiner (Bertaut, 2002, Paiella, 2004). In het eurogebied was de waarde van het directe aandelenbezit door huishoudens in 2003 gelijk aan ongeveer 50% van het bbp, terwijl dat in de Verenigde Staten 150% bedroeg.

Het effect van vermogen op besparingen in Nederland

In deze paragraaf wordt ingegaan op de vraag of er in Nederland een verband is tussen veranderingen in de waarde van financiële beleggingen in aandelen, obligaties en beleggingsfondsen enerzijds (passieve besparingen), en de actieve besparingen anderzijds. Een complicatie bij het blootleggen van een dergelijk verband is dat het bezit van deze financiële producten in Nederland, net als in veel andere Europese landen, pas de afgelopen twintig jaar aan populariteit heeft gewonnen. Beleggingsfondsen die het mogelijk maken tegen geringe kosten beleggingen te spreiden, hebben geholpen bij de brede verspreiding van aandelenbezit onder de bevolking. Ook de toegenomen concurrentie en conglomeratvorming in de Nederlandse financiële sector kan hebben bijgedragen aan de ontwikkeling van meer producten met een beleggingselement. Daarom is het niet zinvol om bij onderzoek naar dit verband gebruik te maken van gegevens uit de jaren tachtig of eerder. Om toch voldoende waarnemingen te hebben om het effect van veranderingen in de waarde van financiële beleggingen op de spaartegoeden met enige nauwkeurigheid te kunnen vaststellen, is gebruik gemaakt van gegevens voor individuele huishoudens afkomstig van het DNB Household Survey (DHS). DHS bevat gedetailleerde informatie over de financiële situatie en het financiële gedrag van huishoudens. Jaarlijks beantwoorden meer dan 1500 huis-

houdens vragen over hun inkomen, uitgaven, bezittingen en schulden.

In het onderzoek worden de besparingen van het huishouden bepaald als de mutatie in het saldo op spaar- en betaalrekeningen, aangevuld met de aan- en verkopen van aandelen, obligaties en belangen in beleggingsfondsen. Dit zijn bij benadering de actieve besparingen: dat deel van het beschikbare inkomen dat niet voor consumptie wordt aangewend maar dat op een spaarrekening wordt gezet of wordt belegd. Het is belangrijk om naast de verandering in het saldo van de spaartegoeden ook de aan- en verkopen van financiële beleggingen in oenschouw te nemen. Dit kan aan de hand van een voorbeeld worden geïllustreerd. Stel dat een huishouden op een bepaald moment meer risicomijdend wordt, bijvoorbeeld als de aandelenprijzen fors dalen. Als het huishouden in reactie hierop aandelen verkoopt en de opbrengst ervan op een spaarrekening zet, lijkt het in eerste instantie dat het huishouden meer is gaan sparen. Wat echter feitelijk is gebeurd, is dat het huishouden niet méér is gaan sparen, maar ánders, namelijk minder risicovol. Voor dit portefeuille-effect wordt gecorrigeerd. De waardemutatie van de financiële beleggingen is bepaald door voor elk huishouden na te gaan welke financiële beleggingen het aan het begin van een jaar bezat en wat de prijsontwikkeling van deze beleggingen gedurende het jaar is geweest. Als specifieke informatie omtrent het bezit van financiële beleggingen ontbreekt, is in voorkomende gevallen de prijsontwikkeling benaderd met het beloop van geaggregeerde indices, zoals de AEX.

Gebruikt worden gegevens over de jaren 1993-2005. Doel is het effect van waardeveranderingen van financiële beleggingen op de actieve besparingen van huishoudens te meten. De actieve besparingen zijn van veel factoren afhankelijk. In de analyse wordt rekening gehouden met het totale huishoudinkomen, veranderingen in het vermogen uit eigenwoningbezit, en verschillende demografische karakteristieken van het huishouden, zoals het aantal familieleden en de leeftijd van het hoofd van het huishouden. Onderzoek naar spaargedrag laat zien dat de spaarquote van het huishouden stijgt naarmate het hoofd van het huishouden ouder wordt, en daalt nadat het hoofd gepensioneerd is. Gezinnen met kinderen komen in de regel minder aan sparen toe, net als gezinnen met lage inkomens.

De steekproefperiode, 1993-2005, bevat zowel de hausse-periode op de aandelenmarkt alsook de scherpe correctie daarna. Dit maakt het mogelijk om – in tegenstelling tot veel van de in dit artikel geciteerde onderzoeken – na te gaan of huishoudens anders reageren op

een daling van de waarde van hun financiële beleggingen dan op een stijging. De achterliggende gedachte is dat verlies-averse beleggers sterker reageren op een vermogensverlies dan op een vermogenswinst van gelijke omvang. Mastrogiacomo (2006) laat zien dat Nederlandse huishoudens, bij een daling en een stijging van hun vermogen van gelijke omvang, de daling van hun vermogen als groter ervaren dan de stijging.

De actieve besparingen van Nederlandse huishoudens blijken inderdaad significant te reageren op veranderingen in de waarde van hun financiële beleggingen.⁸ Bij een waardevermeerdering van de financiële beleggingen van 100 euro nemen de actieve besparingen met ongeveer 8 euro af. Bij een waardedaling met 100 euro nemen de actieve besparingen met ongeveer 20 euro toe. Huishoudens reageren dus aanmerkelijk sterker op een waardedaling van hun financiële beleggingen dan op een waardevermeerdering. Het effect van een waardevermeerdering is vergelijkbaar met dat in eerdere studies zoals hierboven beschreven, welke niet de mogelijkheid hadden om een onderscheid te maken tussen waardevermeerderingen en waardedalingen.

De hier gepresenteerde schattingen voor individuele huishoudens zijn weliswaar niet rechtstreeks te vertalen naar het spaargedrag van alle huishoudens samen op macro-niveau, maar kunnen wel behulpzaam zijn bij de interpretatie van het spaargedrag van de Nederlandse huishoudens op macro-niveau in de afgelopen jaren. Na de correctie op de aandelenmarkt in de jaren 2000-2002 (grafiek 6) nam de groei van de spaartegoeden sterk toe. De toename van het spaargeld steeg van ongeveer 4% op jaarbasis aan het begin van 2000 tot bijna 13% aan het eind van 2001 en halverwege 2003 (grafiek 2). Dit reflecteert de verhoudingsgewijs sterke reactie van besparingen bij een vermogensdaling. Daarentegen nam de groei van de spaartegoeden weer geleidelijk af toen de aandelenprijzen in 2003 weer stegen. Ook dit is in lijn met de hier gepresenteerde schattingen. In datzelfde licht lijkt de sterke stijging van de aandelenprijzen in 2005 evenwel een onvoldoende verklaring voor het herstel van de groei van de particuliere consumptie in de tweede helft van dat jaar.

Conclusies

Besparingen van huishoudens kunnen op verschillende manieren worden gemeten. Analyses van het spaargedrag zijn zodoende afhankelijk van de gekozen invalsboek. Als zowel gekeken wordt naar de besparingen volgens de definitie van de Nationale Rekeningen als naar de

vermogensopbouw van huishoudens, en naar de samenhang tussen beide spaarbegrippen, blijkt het spaargedrag van de Nederlandse huishoudens over de afgelopen jaren bij nader inzien toch niet zo paradoxaal. Onderzoek laat zien dat Nederlandse huishoudens bij een daling van de aandelenkoersen dit verlies compenseren door meer te sparen, terwijl ze bij een stijging van de aandelenkoersen het omgekeerde doen, maar in mindere mate. Dit verklaart mede waarom de spaartegoeden zo sterk opliepen na het kelderaren van de aandelenkoersen in de eerste jaren van dit millennium. Ook maakt het duidelijk dat het ontsparen van Nederlandse huishoudens in recente jaren deels verband houdt met het forse herstel van de aandelenprijzen en de aanhoudende stijging van de huizenprijzen. Toch blijft het sterke herstel van de particuliere consumptie in de tweede helft van 2005 deels een puzzel.

Geraadpleegde literatuur

- Alessie, R.J.M., Kapteyn, A. en F. Klijn (1997), Mandatory pensions and personal savings in the Netherlands, *De Economist*.
- Benjamin, J.D., Chinloy, P. en G. D. Jud (2004), Real estate versus financial wealth in consumption, *Journal of Real Estate Finance and Economics*.
- Berben, R.P., Bernoth, K. en M. Mastrogiacomo (2006), Households' response to wealth changes: do gains or losses make a difference?, *DNB Working Paper* no. 90.
- Bertaut, C.C. (2002), Equity prices, household wealth, and consumption growth in foreign industrial countries: wealth effects in the 1990s, Fed IFDP no. 724.
- Browning, M. en A. Lusardi (1996), Household saving: micro theories and micro facts, *Journal of Economic Literature*.
- CBS (2005), Bijstellingen Nationale rekeningen 2001-2004.
- CPB (2005), Macro Economische Verkenningen 2006.
- DNB (2004), 'Waar komt de Nederlandse economische groei in 1998-2006 vandaan?', *DNB Kwartaalbericht juni 2004*, p. 45-56.
- Euwals, R. (2000), Do mandatory pensions decrease household savings? Evidence for the Netherlands, *De Economist*.
- Jansen, W.J. en N. Nahuis (2003), The stock market and consumer confidence: European evidence, *Economics Letters*.
- Juster, F.Th, Lupton, J.P., Smith, J.P. en F. Stafford (2006), The decline in household saving and the wealth

effect, Review of Economics and Statistics, te verschijnen.

Mastrogiacomio, M. (2006), Asymmetric consumers' reaction to wealth changes, CPB discussion paper no. 53.

OECD (2003), The decline in private saving rates in the 1990s in OECD countries, Economic studies no. 36.

Paiella, M. (2004), Does wealth affect consumption? Evidence for Italy, Banca d'Italia working paper no. 510.

Parker, J.A., 1999, Spendthrift in America? On two decades of decline in the US saving rate, NBER working paper no. 7238.

¹ Beschikbaar inkomen is hier gedefinieerd inclusief de collectieve besparingen.

² Zie OECD (2003).

³ Zie CBS (2005) en CPB (2005).

⁴ Zie DNB (2004). In genoemde periode liepen ook de pensioenpremies terug. Er is echter onzekerheid over de mate waarin dit meer of minder individuele besparingen heeft uitgelokt (Alessie et al. (1997), Euwals (2000)).

⁵ Waardemutaties van obligaties zijn beperkt omdat huishoudens relatief weinig obligaties direct in bezit hebben. De opbrengsten van beleggingen in aandelen en obligaties, in de vorm van dividend en rente, worden volgens de Nationale Rekeningen tot het beschikbare inkomen gerekend.

⁶ Naast de eigen woning zouden ook duurzame consumptiegoederen, zoals auto's en boten, tot het niet-financiële vermogen gerekend kunnen worden. Deze goederen zijn buiten beschouwing gelaten in verband met een gebrek aan gegevens.

⁷ Zie CPB (2005).

⁸ Voor een uitgebreide statistische analyse zie Berben, Bernoth en Mastrogiacomio (2006).