



Rabobank

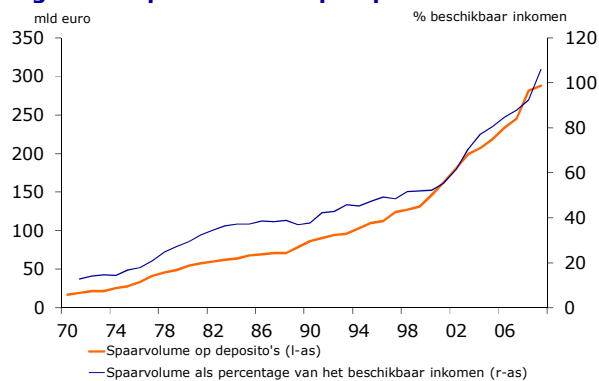
Onze calvinistische inborst onder de loep

Nederlanders staan traditioneel bekend als een spaarzaam volk. In de afgelopen jaren zijn er echter ogenschijnlijk tegenstrijdige berichten verschenen over het spaargedrag van Nederlandse huishoudens. Enerzijds nam het spaarvolume op deposito's toe, anderzijds gaven veel Nederlanders meer geld uit dan zij verdienden. Het is dan ook de hoogste tijd om onze calvinistische inborst eens onder de loep te nemen.

Nederlander spekt zijn spaarrekening, ...

Sinds de jaren zeventig is het reële spaarvolume op deposito's sterk toegenomen, maar als het spaarvolume wordt uitgedrukt als percentage van het Bruto Binnenland Product (BBP) dan is de opwaartse trend minder spectaculair (figuur 1).

Figuur 1: Spaarvolume op deposito's



Bron: CBS

Om drie redenen kunnen veranderingen in het spaarvolume op deposito's optreden. Ten eerste kan de omvang van de individuele besparingen (dat is het beschikbaar inkomen¹ van alle huishoudens bij elkaar opgeteld minus hun consumptieve bestedingen) zich wijzigen. Ten tweede kan het spaarvolume op deposito's veranderen doordat huishoudens een positief saldo op financiële transacties hebben geboekt

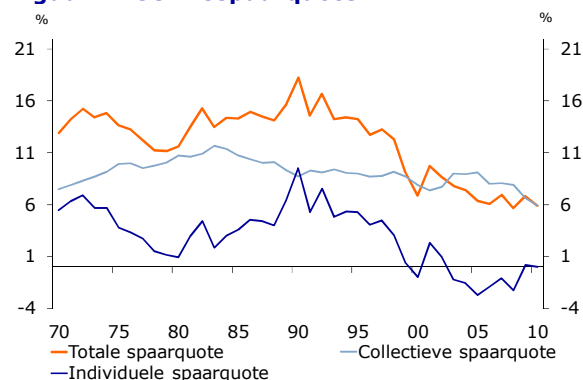
¹ Het inkomen dat overblijft na afdracht van belastingen voor inkomen en vermogen en sociale en pensioenpremies.

of doordat zij vermogenswinsten te gelde hebben gemaakt. Ten slotte kan er substitutie plaatsvinden tussen deposito's en andere bezittingen. Op deze drie redenen wordt in de rest van dit Themabericht dieper ingegaan.

... maar geeft meer uit dan er binnen komt

Sommige huishoudens kiezen er bewust voor om een deel van hun inkomen niet te consumeren, maar te bewaren voor een later moment. In macro-economische termen wordt in dit verband ook wel gesproken van individuele besparingen. Bij de bepaling van de individuele besparingen wordt geen rekening gehouden met de opbouw van pensioenvermogen. Het saldo van de pensioenpremies en de pensioenuitkeringen vormt de collectieve besparingen. Tezamen vormen de individuele en collectieve besparingen de totale besparingen van Nederlandse huishoudens.

Figuur 2: Gezinspaarquoten



Bron: CPB

Om een beeld te krijgen van de ontwikkelingen in de besparingen wordt vaak gekeken naar de bruto spaarquote, dat wil zeggen de besparingen *als percentage van het beschikbaar gezinsinkomen*. Voor Nederland is de totale gezinspaarquote altijd positief geweest (figuur 2). Er is echter wel een dalende trend waarneembaar, met 2008 als dieptepunt. Toen betroffen de totale besparingen slechts 5,7% van het beschikbaar gezinsinkomen. Een eendui-

dige verklaring is niet voor handen. Factoren die mogelijk een rol hebben gespeeld, zijn: een verandering in de leeftijdsopbouw van de bevolking, een veranderende samenstelling van huishoudens en vermogenseffecten. De collectieve spaarquote is veel groter dan de individuele spaarquote. Dit houdt verband met het feit dat veel Nederlanders die in loondienst werken automatisch via hun pensioenfondsen sparen voor hun oude dag. De collectieve spaarquote nam tot midden jaren tachtig van de vorige eeuw toe, waarna een geleidelijke daling werd ingezet. Deze daling werd mede veroorzaakt door 'premievakanties' bij de pensioenfondsen eind jaren negentig. Ook de afschaffing van de VUT-premies heeft een rol gespeeld. Vanaf 2000 is gebroken met het beeld van de zuinige Nederlanders. In dat jaar gaven de Nederlandse huishoudens per saldo voor het eerst meer uit dan dat er als inkomen binnenkwam. Huishoudens vulden dit gat op door vermogenswinsten te gelde te maken (zie verderop). In de daarop volgende twee jaar was de individuele spaarquote weliswaar weer positief, maar dit werd vooral veroorzaakt door de belastingherziening die in 2001 werd doorgevoerd en zorgde voor een forse netto inkomensverbetering. In de jaren 2003-2010 dook de individuele spaarquote wederom in de min.

Spaargedrag Nederlanders nader bekeken

In de economische literatuur zijn diverse theorieën met betrekking tot het spaargedrag van individuen geformuleerd. Keynes (1936) gaat ervan uit dat individuen om acht redenen sparen, waarvan het voorzorgsmotief, het doelmatig en het vermogensmotief de belangrijkste zijn. Er is sprake van een voorzorgsmotief als individuen geld opzij zetten om mogelijke toekomstige tegenvallers te kunnen opvangen. Mogelijk is het voorzorgsmotief in de loop der tijd minder belangrijk geworden doordat veel onzekerheid door collectieve arrangementen wordt afgedekt en de risicoperceptie van mensen mogelijk is veranderd. Indien individuen een concreet doel voor ogen hebben, dan is er sprake van een doelmatig. Ten slotte kunnen

individuen sparen om vermogen te verwerven. Keynes gaat ervan uit dat individuen een actieve beslissing nemen om te sparen. Er zijn echter ook diverse theorieën ontwikkeld, waarbij de besparingen de resultante zijn van het samenspel tussen het verworven inkomen en de genomen consumptiebeslissingen. Een voorbeeld hiervan is de levenscyclushypothese (LCH, Modigliani en Brumberg, 1954). In de LCH wordt verondersteld dat een individu zijn consumptieniveau gedurende zijn levenscyclus op een constant niveau wil houden², omdat hij hierdoor zijn nut over de levenscyclus maximaliseert. Dit kan een individu bereiken door te sparen als het beschikbaar inkomen de gewenste consumptieve uitgaven overtreft en te ontsparen als het omgekeerde het geval is. Aangezien het inkomensniveau gemiddeld genomen toeneemt vanaf het moment dat iemand toetreedt tot de arbeidsmarkt tot aan het moment van pensionering, impliceert een glad consumptieniveau dat een individu tijdens zijn werkzame leven spaart en na pensionering ontspaart. De praktijk blijkt echter weerbarstiger te zijn dan de LCH suggereert. Uit diverse empirische studies is gebleken dat het werkelijke spaargedrag niet overeenkomt met deze theoretische voorspelling. Alessie et al (1999) concluderen bijvoorbeeld dat veel Nederlanders na hun pensionering doorgaan met vermogensopbouw, mogelijk ten gevolge van het Keynesiaanse verervingsmotief.³ Een andere verklaring is dat gepensioneerden hun pensioen simpelweg niet op krijgen.

Wij hebben, evenals Stokman (2007), getoetst of de drie spaarmotieven van Keynes en de LCH een rol spelen bij het spaargedrag van Ne-

² Alleen in het geval van bindende liquiditeitsrestricties en onvoorziene permanente inkomensschokken passen individuen het consumptieniveau aan.

³ De discrepantie tussen theorie en praktijk kan mogelijk worden verklaard door het feit dat een aantal gemaakt veronderstellingen in de praktijk niet opgaan. Bij de LCH wordt er vanuit gegaan dat individuen rationeel zijn, volledig op de hoogte zijn van alle relevante aspecten van hun nutsmaximalisatieprobleem en ze in staat zijn om complexe berekeningen te maken.

derlandse huishoudens. Hiertoe hebben wij voor de periode 1972-2010 de volgende multivariate regressievergelijking voor de individuele spaarquote (s) geschat:

$$s_t = \alpha + \beta_1 cv_t + \beta_2 nvp_{t-1} + \beta_3 rlr_{t-1} + \beta_4 gd_t + \varepsilon_t$$

Aan de hand van het consumentenvertrouwen (cv) is getoetst of Nederlanders uit voorzorg sparen. Als het vertrouwen daalt, dan zijn consumenten immers minder optimistisch over de algehele economische ontwikkeling en dit leidt mogelijk tot meer spaarzin. Ook de netto vermogenspositie (nvp)⁴ van huishoudens is in dit verband mogelijk relevant. Indien de nvp hoger is, dan is het voor huishoudens gemakkelijker om eventuele tegenvallers op te vangen en wordt de noodzaak om uit voorzorg te sparen kleiner. Het bestaan van het doelmotief is eveneens getoetst aan de hand van het consumentenvertrouwen, omdat deze variabele tevens inzicht geeft in de koopbereidheid van consumenten. Het bestaan van het vermogensmotief is onderzocht met behulp van de reële lange rente (rlr) dat een proxy vormt voor het rendement op vermogen.⁵ Een hoog rendement stimuleert consumenten om consumptieve bestedingen uit te stellen en meer geld te sparen, terwijl consumeren bij een lager rendement aantrekkelijker wordt. Bovendien ontmoedigt een hoog rendement, gegeven een gewenste vermogensopbouw, het sparen, omdat het hoge rendement al tot de gewenste opbouw leidt. De reële rente is met een jaar vertraging opgenomen, omdat renteschokken doorgaans met een vertraging doorwerken in de reële economie. De LCH voorspelt dat individuen ontsparen nadat ze gepensioneerd zijn. Dit impliceert dat de besparingen teruglopen als de bevolking vergrijst. Met behulp van de grijze druk (gd) hebben we deze hypothese getoetst.

⁴ nvp is gedefinieerd als de waarde van de bezittingen van huishoudens minus de schulden uitgedrukt als een percentage van het beschikbaar inkomen.

⁵ Het aandelenrendement, omdat data hierover niet over de hele periode beschikbaar zijn.

Uit de schattingsresultaten⁶ (tabel 1) blijkt dat Nederlanders significant meer sparen als de economie er in hun ogen beter voor staat. Dit blijkt in overeenstemming met het doelmotief, maar niet met het voorzorgsmotief. Tevens blijkt dat de netto vermogenspositie een negatieve impact heeft op de individuele spaarquote, wat erop wijst dat het voorzorgsmotief mogelijk wel een rol speelt. Een stijging van het rendement op vermogen heeft juist tot gevolg dat de individuele spaarquote toeneemt. Het vermogensmotief lijkt dus ook van belang te zijn. De vergrijzing heeft geen significant effect op de individuele spaarquote. Dit impliceert echter niet dat de vergrijzing geen effect heeft. Mogelijk wordt het vergrijzingseffect niet opgepikt, omdat de Nederlandse bevolking zeer geleidelijk ouder wordt en veel Nederlanders dachten dat het opgebouwde pensioen voldoende was om tijdens de oude dag van te kunnen leven.

Tabel 1: Schattingsresultaten

Variabele	Coëfficiënt	Standaardfout
constante	10,44	7,22
cv	0,04	0,02
nvp	-0,03	0,01
$rlr(-1)$	0,14	0,06
gd	0,20	0,49

Bron: Rabobank

Huizenvermogen opgesoupeerd

Sinds de jaren negentig is het bruto huizenvermogen sterk toegenomen (figuur 3).⁷ Hieraan was de sterke stijging van de huizenprijzen debet.⁸ De sterke stijging van het huizenvermogen heeft verzilvering van de overwaarde op de woning aangemoedigd. Uit onderzoek van DNB (2003) blijkt dat het grootste gedeelte

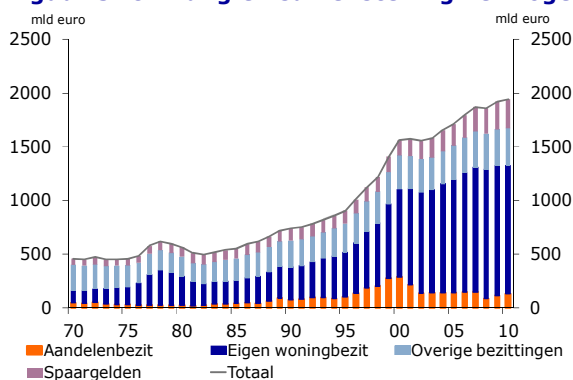
⁶ De hoeveelheid data is echter beperkt en legio andere potentiële verklarende variabelen zijn buiten beschouwing gelaten.

⁷ Hier staat tegenover dat ook de schulden van Nederlandse huishoudens sterk zijn gestegen.

⁸ De huizenprijzen zijn in deze periode mede sterk gestegen door de gunstige conjuncturele ontwikkelingen, een daling van de hypotheekrente en verruiming van de verstrekkingsvoorwaarden.

van de verzilverde overwaarde wordt gebruikt om opnieuw in de eigen woning te investeren (70%). Ongeveer 6% wordt gebruikt voor consumptieve doeleinden, terwijl 10% van de opgenomen overwaarde in financieel vermogen wordt gestoken. Van deze 10% wordt ongeveer twee derde in aandelen en obligaties belegd en een derde op deposito's gestort. Door verzilvering van de overwaarde op de woning treden er dus nauwelijks veranderingen in het spaarvolume op deposito's op. Bovendien kan sinds de belastingherziening van 2001 de hypotheekrente alleen nog worden afgetrokken als het opgenomen krediet voor aankoop of verbetering van de eigen woning wordt gebruikt. Hierdoor wordt waarschijnlijk een nog beperkter gedeelte van de verzilverde overwaarde gestort op deposito's.

Figuur 3: Omvang en samenstelling vermogen



Bron: CPB

Gevlucht uit aandelen

Het directe aandelenbezit is sinds halverwege de jaren tachtig geleidelijk toegenomen. Met name ten tijde van de internetzeepbel nam het directe aandelenbezit een hoge vlucht. Nadat deze zeepbel uiteenspatte, zakte het directe aandelenbezit in en is dit sindsdien niet meer zo hoog geweest. Uit onderzoek van DNB (2003) blijkt dat ongeveer 10% van de huishoudens de beurs na het uiteenspaten van de internetzeepbel de rug heeft toegekeerd en nog eens 10% zijn posities heeft afgebouwd. Uit hetzelfde onderzoek blijkt ook dat de meeste huishoudens de vrijgekomen middelen hebben gebruikt om consumptieve uitgaven mee te financieren (89%). Bij ongeveer 8% van de

huishoudens zijn verschuivingen binnen de beleggingsportefeuille opgetreden. Ook tijdens de financiële crisis van 2007-2008 is een deel van de huishoudens uit aandelen gevlucht (DNB, 2011). Huishoudens hebben hun beleggingsportefeuilles tijdens de liquiditeitscrisis met ongeveer 5 miljard euro verkleind. Hiervan is het grootste gedeelte geïnvesteerd in minder risicovolle beleggingsproducten. Een zeer beperkt gedeelte is op deposito's gestort.

Risico versus rendement

Dit brengt ons bij de laatste reden waarom het spaarvolume op deposito's kan veranderen, namelijk substitutie tussen verschillende vermogenscomponenten. Hierbij speelt de risico-rendementsafweging een belangrijke rol. Uit onderzoek van DNB (2006) blijkt dat bij een waardevermindering van financiële beleggingen met 100 euro, het spaarvolume op deposito's met 20 euro stijgt. Terwijl bij een waardestijging van 100 euro, het spaarvolume met 8 euro afneemt. Nederlandse huishoudens blijken daarbij ook nog eens verlies-avers te zijn. Zij reageren sterker op een daling van de waarde van beleggingen, dan op een stijging.

Conclusie

Hoewel de individuele spaarquote de afgelopen jaren negatief was, impliceert dit niet dat Nederlanders hun calvinistische inborst de rug hebben toegekeerd. Onze spaarzaamheid komt tot uitdrukking in de zeer hoge collectieve besparingen. Doordat de besparingen voor de oude dag hiermee zijn afgedekt, is het minder noodzakelijk om een appeltje voor de dorst aan te houden. Nu het pensioenstelsel echter minder degelijk blijkt te zijn dan eerder gedacht, gaan Nederlanders mogelijk in de toekomst weer meer uit voorzorg sparen.

juni 2011

Ruth van de Belt (030 – 2160143)

R.Belt@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

Literatuurlijst

Alessie, R.J.M., A. Lusardio en A. Kapteyn (1999). Savings after retirement: Evidence from three different surveys. *Labour Economics*, 6, pp. 277-310.

DNB (2003). Financieel gedrag van Nederlandse huishoudens. Kwartaalbericht september 2003, De Nederlandsche Bank.

DNB (2006). Het spaargedrag van Nederlandse huishoudens. Kwartaalbericht maart 2006, De Nederlandsche Bank.

DNB (2011). Nog geen terugkeer van huishoudens op de beurs. De Nederlandsche Bank.

Modigliani, F. en R. Brumberg (1954). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Sectional Data. In K.K. Kurihara, eds, *Post Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press.

Stokman, A. (2007). Keynes over de vrije besparingen in Nederland. *ESB*, 4508, pp.235-237.