



## De VS een zeepbel?

**Auteur(s):**

Schoenmaker, J.H.  
Stafgroep economisch onderzoek, Rabobank Nederland.

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4215, pagina 588, 13 augustus 1999

**Rubriek:**

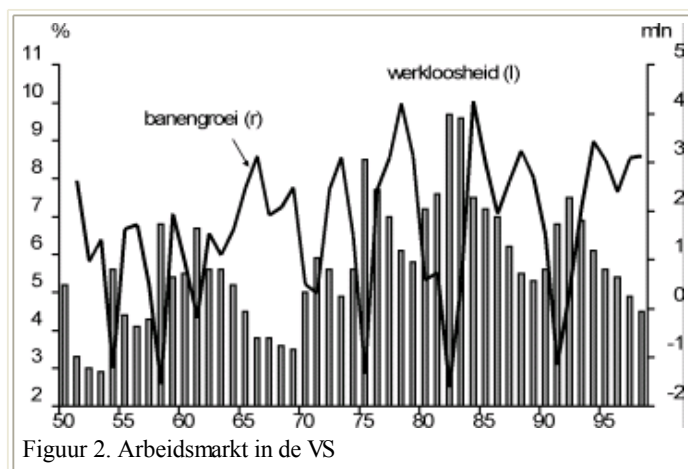
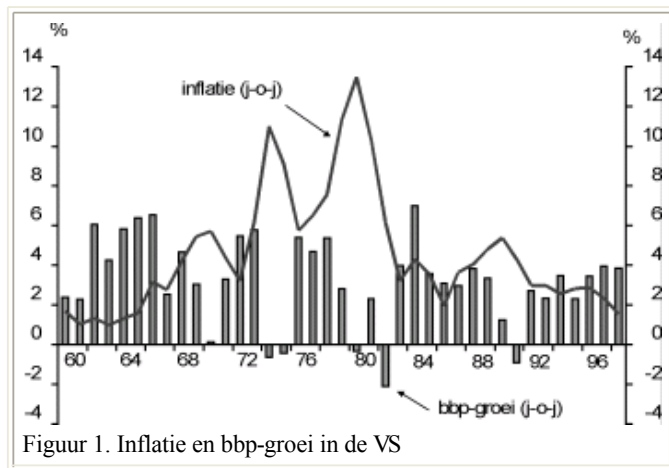
Monitor

**Trefwoord(en):**

conjunctuur

*De indrukwekkende economische groei van de afgelopen jaren roept de vraag op of in de vs sprake is van een zeepbel-economie.*

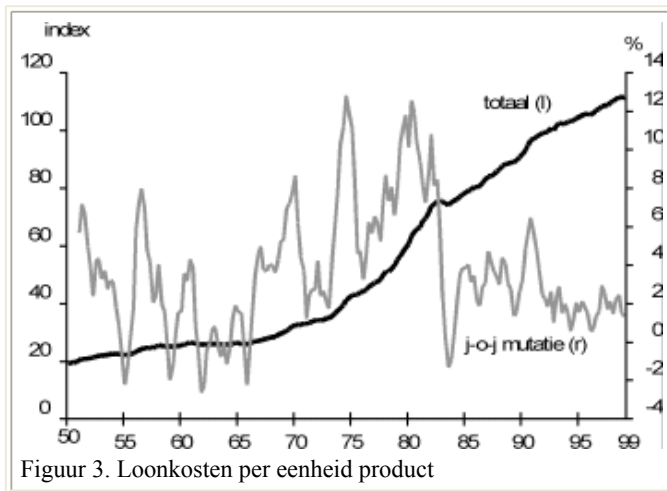
De Amerikaanse economie kent sinds 1992 een forse economische groei en lage inflatie. Het bbp groeide gemiddeld meer dan 3,1% per jaar, en vorig jaar bedroeg de inflatie slechts 1,6%. De banengroei bedroeg de afgelopen negen jaar 18 miljoen en daar zullen dit jaar waarschijnlijk zo'n 3 miljoen banen bijkomen. Toch zijn de huidige prestaties van de economie en de arbeidsmarkt vergelijkbaar met wat zich in het verleden heeft voorgedaan (figuur 1 en figuur 2). Het succes van deze economische expansie moet dan ook eerder in een internationale context worden gezien. Vanaf 1992 is het Amerikaanse bbp in totaal met 24% in volume gegroeid tegen 19% in de EMU-landen en 7% in Japan. Bovendien is de daling van de inflatie die zich tegelijkertijd heeft voltrokken, uniek.



### Succesfactoren

Als verklaring voor de relatief gunstige groeieresultaten in combinatie met desinflatie wordt veelal de sterke marktwerking genoemd. Deregulering en flexibilisering dwingen producenten tot een scherp prijsbeleid en innovaties in hun productieproces. Hierdoor worden technologische ontwikkelingen - zoals die in de informatietechnologie - optimaal benut, en stijgt de arbeidsproductiviteit. Deze productiviteitsgroei is één van de belangrijkste ingrediënten van de Amerikaanse succesformule.

Daarnaast hebben de flexibilisering van het ontslagrecht en de afname van de organisatiegraad er toe geleid, dat looneisen - ondanks krapte op de arbeidsmarkt - gematigd zijn gebleven<sup>1</sup>. De krappe arbeidsmarkt heeft namelijk eerder tot een groter arbeidsaanbod geleid dan tot hogere lonen. Naast werklozen zijn ook nieuwe werknemers, die eerder nog niet tot de beroepsbevolking behoorden, aangespoord zich op de arbeidsmarkt te begeven. Zo is de participatiegraad van vrouwen de afgelopen tien jaar opgelopen met 5%-punt tot 60%. In april had 64,2% van de Amerikaanse bevolking van 15-64 jaar een baan, een percentage dat in weinig landen wordt geëvenaard. De gematigde loonontwikkeling heeft samen met de toegenomen arbeidsproductiviteit er voor gezorgd, dat de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product gedurende de afgelopen jaren beperkt is gebleven (zie [figuur 3](#)).



Tot slot hebben ook incidentele factoren bijgedragen aan de vertraging van het inflatietempo. Zo hebben de financiële crises in de afgelopen jaren geleid tot een forse daling van de prijs van grondstoffen, zoals olie. De olieprijs is echter veel minder belangrijk voor de operationele bedrijfskosten dan de loonkosten.

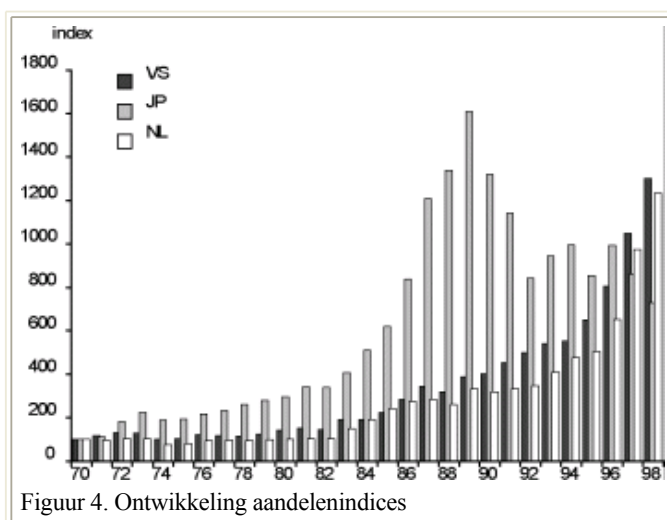
### Geen wolkje aan de lucht?

Toch worden de Amerikaanse economische prestaties met argusogen bekeken. Dreigt een sterk oplopende inflatoire druk, een zogenaamde oververhitting? Is de consumptiegroei geheel gefinancierd met op Wall Street behaalde koerswinsten, het opnemen van spaargelden en geleend geld uit het buitenland? En heeft dit geleid tot een 'zeepbel-economie'? Een zeepbel-economie ontstaat wanneer financiële activa zover in waarde doorstijgen, dat deze niveaus niet langer door de reële economische ontwikkelingen worden gerechtvaardigd (denk aan Japan, eind jaren tachtig). Het gevolg van een zeepbel-economie is dat vroeg of laat de financiële activa fors aan waarde moeten inboeten met een ernstige economische recessie als gevolg.

De gestegen aandelenkoersen, de negatieve spaarquote, het omvangrijke handelstekort en de kans op oververhitting vormen in dit verband de vier meest genoemde bronnen van zorg waarop hieronder achtereenvolgens wordt ingegaan.

### Potverteren van de winst van Wall Street?

De hierboven beschreven gunstige economische ontwikkelingen zijn gepaard gegaan met spectaculaire koerswinsten op de beurs: sinds 1994 gemiddeld 30% per jaar; sinds 1970 zijn de Amerikaanse beurskoersen zelfs met een factor dertien gestegen ([figuur 4](#))<sup>2</sup>.



Veel Amerikanen profiteren hiervan. De helft van het aantal huishoudens belegt inmiddels in aandelen en wendt de behaalde koerswinsten deels voor consumptieve doeleinden aan.

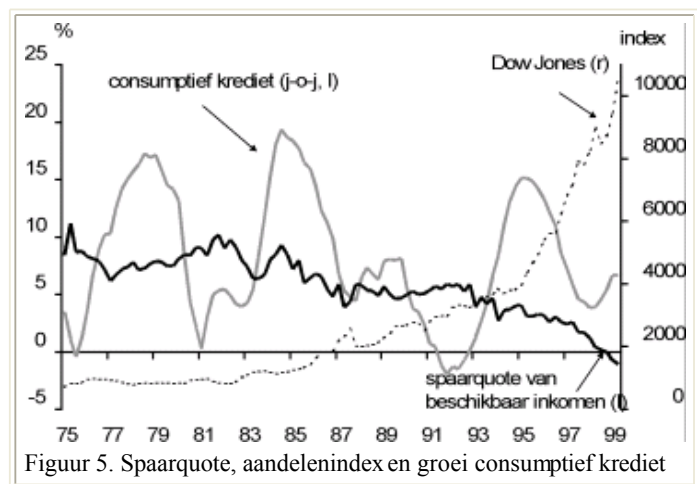
Dit roept de vraag op, of de Amerikaanse economische groei niet louter gevoed is door de omvangrijke koerswinsten op Wall Street en wat de gevolgen van een omslag in het beurs sentiment zouden zijn. Onderzoek wijst uit, dat de gunstige ontwikkeling op Wall Street

verantwoordelijk is voor circa 1%-punt van de groei van de particuliere consumptie in de afgelopen paar jaar. Dit betekent dat de consumptie zonder twijfel door de beurs is gestimuleerd, maar dat de consumptiegroei zonder de behaalde vermogenswinsten zo'n 3 tot 4% zou hebben bedragen en dus nog altijd aanzienlijk zou zijn geweest.

Bovendien bestaat er de nodige beleidsruimte om adequaat op eventuele negatieve gevolgen van een omslag in het beurs sentiment te reageren. Zo heeft de Fed het afgelopen najaar met een verlaging van haar beleidstarief met 75 basispunten getoond snel op financiële onrust te kunnen reageren. Daarnaast heeft de overheid haar huishoudboekje op orde gebracht, waardoor de overheidsbegroting na decennia van tekorten sinds 1997 een surplus laat zien. Hiermee is de nodige budgettaire ruimte gecreëerd om een eventuele terugval in de bestedingen als gevolg van een eventuele beurskrach binnen de perken te houden. De economie zal dan ook bij een daling van de beurskoersen vermoedelijk een versnelling lager groeien, maar niet als een zeepbel uit elkaar spatten.

### Daling spaarquote onhoudbaar?

In het verlengde van de euforie op Wall Street ligt de ontwikkeling van de netto spaarquote van de gezinshuishoudens. Deze is op het eerste gezicht verontrustend. Zo is in [figuur 5](#) te zien, dat de spaarquote in de vs de laatste jaren sterk is gedaald tot zelfs negatieve percentages in de afgelopen maanden. In deze situatie kan een negatieve schok consumenten voorzichtig maken, en zo leiden tot een extra daling van de consumptie.

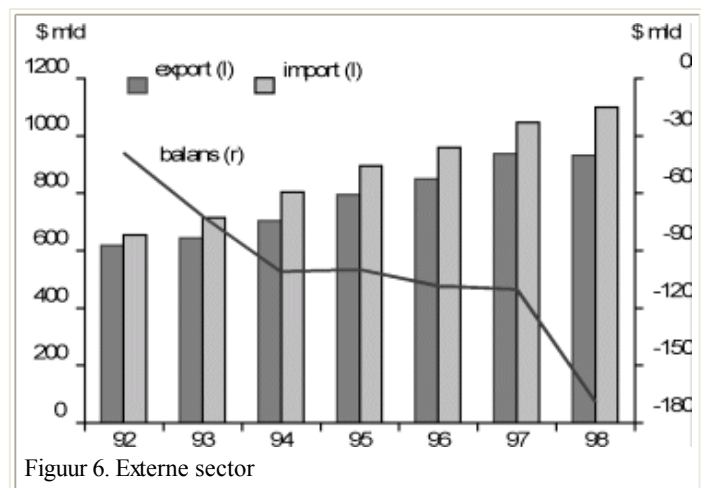


De daling van de spaarquote is echter niet gepaard gegaan met een grote toename van de consumptieve kredietverstrekking. De groei van de consumptieve kredieten is juist afgenomen, zodat - ondanks de lagere spaarquote - de consument niet in grotere mate op de pof is gaan leven. Omvangrijke vermogenswinsten op aandelen (en in mindere mate op onroerend goed) vormen een belangrijke verklaring voor het feit, dat de consumptiegroei de laatste jaren de stijging van het (geregistreerde) beschikbare inkomen heeft overtroffen. Zij deden het netto financiële vermogen van de huishoudens toenemen, zonder dat hiervoor besparingen uit het inkomen nodig waren.

Daarnaast spelen demografische factoren een rol bij de daling van de spaarquote. Een groot aantal 'baby boomers' is de leeftijd genaderd, waarop de gemiddelde Amerikaan een consumptiepiek bereikt. Bovendien hebben financiële innovaties tot een efficiënter financieel beheer van de gezinshuishoudens geleid. Tegen dit licht lijken grote stijgingen van de spaarquote onwaarschijnlijk en is de daling van de spaarquote een stuk minder alarmerend.

### Handelstekort zorgwekkend?

De handelsbalans vertoont de afgelopen decennia een tekort, dat de laatste jaren fors is opgelopen tot 3% van het bbp (zie [figuur 6](#)). De vraag hoelang het buitenland het tekort op de lopende rekening wil financieren, is dan ook legitiem. Mocht buitenlands kapitaal niet langer naar de VS stromen, dan zal dit de waarde van de dollar parten spelen. Angst voor een depreciatie van de dollar kan dan leiden tot een vlucht van buitenlands kapitaal uit Amerikaanse obligaties en aandelen, met alle problemen van dien.



Toch is er een aantal argumenten te noemen, die een dergelijk scenario minder waarschijnlijk maken. Zo is het omvangrijke tekort

momenteel voor een groot deel een weerspiegeling van het verschil in economische groei met de rest van de wereld (en de daaruit voortvloeiende sterke dollar)<sup>3</sup>. De verwachting is dat, wanneer andere delen van de wereld een economisch herstel vertonen, het handelstekort vanaf volgend jaar geleidelijk zal afnemen. Wel heeft het tekort in bepaalde sectoren (zoals de staalindustrie, waar als gevolg van buitenlandse concurrentie de bezettingsgraad is gedaald van 90,4% tot 78,2%) de roep om protectionistische maatregelen versterkt. Het handelstekort is dan ook omvangrijk, maar leidt vooralsnog eerder tot politieke dan tot economische instabiliteit.

### **Oververhitting?**

De aanmerkelijke economische expansie van de afgelopen jaren is gepaard gegaan met angst voor oplopende inflatoire druk (oververhitting) in de VS. Met name de krappe arbeidsmarkt en de grote consumptieve vraag worden als belangrijke bronnen voor inflatoire druk gezien. De loonkosten per eenheid product zouden kunnen toenemen, wanneer de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit die van de loonontwikkeling niet kan bijbenen. Een andere vorm van oververhitting zou kunnen ontstaan wanneer de forse consumptieve vraag producenten ertoe aanzet hun prijzen te verhogen.

Vooralsnog is hier weinig zicht op, daar veel van de hierboven besproken oorzaken achter de lage inflatie van structurele aard zijn. Gegeven de afname van de organisatiegraad en de flexibilisering van het ontslagrecht zal de loonontwikkeling waarschijnlijk gematigd blijven. Daarnaast zullen technologische ontwikkelingen naar het zich laat aanzien voorlopig nog zorgen voor een gunstige ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit.

Door gebrek aan 'pricing power' als gevolg van de toegenomen (internationale) concurrentie worden producenten beperkt in hun prijsbeleid. De toenemende globalisering heeft de inflatie in een meer mondiale context geplaatst, waardoor het inflatieniveau niet langer louter door binnenlandse omstandigheden wordt bepaald. Een mondiaal groeiherstel zou wat dit betreft de inflatoire druk in de toekomst kunnen doen toenemen. Omvangrijke investeringen in de VS hebben echter ook de nodige ruimte in de binnenlandse productiecapaciteit gecreëerd. De bezettingsgraad in de industrie lag met 80,3% in juni nog ruimschoots beneden de grens van 85% waarboven het beslag op de productiecapaciteit tot inflatoire spanning leidt. Daarmee lijkt in de productiecapaciteit de nodige ruimte te zitten en zal de oververhitting - waarvoor de laatste jaren is gewaarschuwd - zich vermoedelijk voorlopig niet voordoen.

### **Conclusie**

De gunstige Amerikaanse economische resultaten in de afgelopen jaren hebben de verwachtingen van velen overtroffen. De economische bloei steekt echter eerder in internationale context gunstig af dan in historisch perspectief. Het is met name de combinatie van forse economische groei en sterke afname van het inflatietempo die opmerkelijk is.

De vraag, of er zich na deze periode van vette jaren een zeepbel-economie heeft gevormd en door welke factoren deze uiteen zou kunnen spatten, stond in dit artikel centraal. Het hoge niveau van de aandelenkoersen, de zeer lage spaarquote, het omvangrijke handelstekort en de kans op oververhitting vormen in dit verband de meest genoemde bronnen van zorg. Nadere bestudering doet vermoeden, dat deze factoren op zichzelf wel een rem (kunnen gaan) vormen op de Amerikaanse economische groei. Zij lijken echter niet dusdanig alarmerend te zijn dat daadwerkelijk van een zeepbel-economie kan worden gesproken.

---

**1** Dit heeft echter wel tot een inkomensdenivellering geleid, waardoor niet iedereen het resultaat van de economische bloei in het salaris terugzag.

**2** De Amerikaanse aandelen staan in de geboekte koerswinsten niet alleen. Zo zijn Nederlandse aandelen gedurende deze periode ongeveer 12 keer zo duur geworden.

**3** Zo nemen door de financiële crises zwaar getroffen regio's in Azië en Latijns-Amerika tezamen zo'n 45% van de Amerikaanse export voor hun rekening.