

De macht van de Amerikaanse consument

Auteur(s):

Henseler, P.

De auteur is werkzaam bij IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robecogroep te Rotterdam.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4084, pagina 1000, 4 december 1996

Rubriek:

MONITOR

Trefwoord(en):

financiële, markten, verenigde, staten

Na de groeivertraging in het derde kwartaal is Wall Street niet meer bang voor een renteverhoging. Maar het is de consument die bepaalt of de groei in het vierde kwartaal opnieuw vertraagt, of juist versnelt. Voor het laatste zijn goede redenen aan te voeren.

De vertraging van de economische groei in het derde kwartaal was hoognodig. Met een werkloosheid van 5% is volledige werkgelegenheid nu bijna bereikt. Teneinde spanningen op de arbeidsmarkt en looninflatie te voorkomen moet de groei van de werkgelegenheid voortaan gelijke tred houden met de (trage) groei van de beroepsbevolking. Die bedraagt amper 1% per jaar, en dat betekent dat de 'veilige' groei van de werkgelegenheid slechts 100.000 banen per maand bedraagt. Het is niet toevallig dat de financiële markten aan het begin van elke maand met spanning wachten op de werkgelegenheidscijfers uit de VS.

De onverwachte daling van deze cijfers in september was dan ook het startsein voor een krachtige rally van zowel obligaties als aandelen. Deze daling werd gezien als een teken dat de groeivertraging niet beperkt zou blijven tot het derde kwartaal. Afnemende banengroei zal het vertrouwen en het inkomen van de consument ondermijnen en zodoende ook in de komende maanden de groei verder afremmen, aldus ongeveer de huidige consensus.

De huidige feeststemming op Wall Street zal echter onvermijdelijk gevolgd worden door een kater, als straks blijkt dat de economie weer te hard gaat groeien. Voor dat laatste is dus niet zo erg veel nodig. Alice Rivlin, de vice-voorzitter van de Federal Reserve, merkte op dat gezien de toestand van volledige werkgelegenheid de Amerikaanse economie momenteel wel ongeveer op topsnelheid draait. Dat zei ze uiterekend een dag nadat de bbp-groei in het derde kwartaal naar beneden werd bijgesteld tot 2% op jaarbasis. Dat lijkt bijzonder weinig als topsnelheid, maar veel meer zit er inderdaad niet in gezien de trage groei van de beroepsbevolking met 1% en een overall productiviteitsverbetering van slechts 0,5% per jaar sinds 1992.

Blijkbaar gaat de consensus er nu vanuit dat de Fed voorlopig niet hoeft in te grijpen om te voorkomen dat die topsnelheid van 2% zal worden overschreden.

Meer of minder groei: de consument beslist

De ontwikkeling van de werkgelegenheid is echter uiterst grillig. De vorige daling, in januari 1996, werd gevolgd door een verbazingwekkende banengroei van ruim een half miljoen in februari. Dat joeg de lange rente omhoog van 5,9 naar 7,2% in juli. Ook nu is het zeer de vraag of de vertraging in de komende maanden zal doorzetten, zoals de markt lijkt te verwachten, of dat de groei juist zal versnellen. Het is de consument die dat uitmaakt. Want hoewel de buitenlandse handel steeds belangrijker wordt in de VS is de consument met bijna 70% van de totale nationale bestedingen nog altijd in hoge mate bepalend voor het groeitempo van de economie. Dat bleek ook in het derde kwartaal: de groeivertraging was voornamelijk het gevolg van stagnerende consumptie terwijl de investeringen bleven stijgen.

Mocht de consument nu de smaak weer te pakken krijgen, en het recente herstel van de detailhandelsverkoppen wijst daar op, dan zullen de hogere bestedingen al snel leiden tot hogere productie (zie [figuur 1](#)), met alle gevaren voor (loon)inflatie vandie. De daling van de werkgelegenheid in september is inmiddels alweer gevolgd door een stijging van ruim 200.000 in oktober. Voor Wall Street betekent dat terugkeer van de angst voor renteverhoging: een domper op de feestvreugde. Verschillende factoren wijzen er echter op, dat dit een realistisch scenario is.



Figuur 1. De industriële productie volgt de detailhandelsverkoppen procentuele veranderingen per kwartaal, geannualiseerd

Het consumentenvertrouwen blijft toenemen. De ervaring leert dat er een vrij nauwe, zij het omgekeerde relatie is tussen besparingen en consumentenvertrouwen. Met andere woorden, als het vertrouwen stijgt gaat de spaarquote omlaag en vice versa. In het derde kwartaal ging dit verband niet op (zie [figuur 2](#)): het vertrouwen steeg, maar de consument rustte uit spaarde meer. Het moment lijkt dus nu aangebroken waarop de spaarquote zich zal moeten aanpassen bij het vertrouwen of andersom. Aangezien niets wijst op een daling van het vertrouwen zal hoogstwaarschijnlijk de spaarquote moeten dalen. Dat belooft dus een vrolijk kerstfeest voor de detailhandel te worden.



Figuur 2. Veel vertrouwen, weinig sparen verandering consumentenvertrouwen en de omgekeerde spaarquote

Oudere werknemers consumeren meer

Een daling van de besparingen zal niet worden tegengehouden door de vergrijzing. Opvallend veel voorspellers gaan daar wel van uit. Immers, volgens de levenscyclus-theorie gaat de gemiddelde burger rond zijn vijftigste beduidend meer sparen met het oog op zijn naderende pensionering. Doordat de meeste babyboomers nu hun spaarzame levensfase hebben bereikt, zou je op grond van deze theorie een toename van de besparingen mogen verwachten.

Deze theorie is echter onlangs in twijfel getrokken door drie demografen, die aantoonde dat er sinds 1960 sprake is van een dramatische daling van de spaarneiging bij oudere Amerikanen ¹. Zo blijkt de doorsnee zestigjarige consument tegenwoordig bijna 20% meer te besteden dan een dertigjarige. In 1960 daarentegen consumeerde senior nog bijna 30% minder dan junior. De generatie-rollen zijn dus omgedraaid, en daarmee vervalt het argument dat de spaarquote om demografische redenen zal gaan stijgen.

Financiële positie consument gezond

Ook een ander fenomeen dat vaak wordt aangevoerd als reden voor een stijgende spaarquote, de hoge schuldenlast van de consument, zal nu geen effect hebben. Die schulden zijn, als percentage van zijn inkomen, inderdaad aan de hoge kant, maar hetzelfde geldt voor de waarde van zijn activa. Zodoende is de netto-waarde van de totale gezinsactiva thans ruim vijfmaal zo groot als het besteedbaar inkomen, hoger dan ooit te voren. Per saldo werden de geleende middelen belegd in financiële activa en niet aangewend voor consumptieve bestedingen.

De financiële positie van de consument is dan ook beter dan men op het eerste gezicht zou denken en de bezorgdheid over het grote aantal wanbetalers, waarover de banken klagen, lijkt overdreven. Het betreft hier voornamelijk kleine schulden uit hoofde van credit cards waarmee zeer agressief wordt geadverteerd maar die slechts een klein deel vormen van het totale consumentenkrediet. De relatief beperkte schuldenproblematiek van de consument valt dan ook in het niet bij de enorme waardestijging van zijn aandelenbezit. Voor het eerst in de geschiedenis is thans de totale beurswaarde van alle in de VS genoteerde bedrijven groter dan het Amerikaanse bbp ad \$ 7.700 mrd (zie [figuur 3](#)).



Figuur 3. Overwaardering? Beurswaarde in % van het bbp

Normaal gesproken zou de gestegen beurswaarde, via het vermogen van de consument, al lang hebben moeten resulteren in een krachtige consumptie-boom en daardoor in een aanzienlijke versnelling van de economische groei. Het grote mysterie van de huidige hausse is het ontbreken van zo'n vermogenseffect. Tot dusverre hebben de Amerikanen nog maar een minieme portie van hun gigantische koerswinsten gebruikt voor consumptieve bestedingen. Sinds het begin van 1995 is de beurswaarde van aandelen met \$ 3.000 mrd gestegen zonder merkbaar effect op de economie. Stel dat de consument alsnog zou besluiten om een fractie van dit bedrag, zeg 2,5% ofwel \$ 75 mrd, te gaan besteden, dan betekent dat een extra bbp-groei van 1% boven op de huidige consensusraming van 2%. Daarmee zou de maximumsnelheidslimiet ruimschoots worden overschreden.

Conclusie

Er zijn dus vele redenen om aan te nemen, dat de consumptie in het vierde kwartaal verder zal aantrekken. Gezien de krappe marges op de Amerikaanse arbeidsmarkt, zal dat al snel leiden tot spanningen en (loon)inflatie. De verstandige belegger houdt er nu vast rekening mee dat de Fed dat zal willen voorkomen, zo nodig met een renteverhoging

¹ Gokhale, Kotlikoff en Sabelhaus: Understanding the postwar decline in US savings, *The Brookings Papers on Economic Activity*, I-96.