

Sparen, investeren en de vermogensmarkt

Hans van Ees en Hans Garretsen*

De analyse van de vraag hoe het macro-economische niveau van de besparingen zich verhoudt tot de (gewenste) economische groei staat recent sterk in belangstelling. In de internationale context is dit bij voorbeeld het geval in de discussie over het al dan niet aanwezig zijn van een spaartekort in een aantal landen in Oost-Europa. De idee is dat een eventueel spaartekort de gewenste ontwikkeling van de investeringen frustreert.¹ In de Nederlandse context heeft daarentegen de idee postgevat dat het omvangrijke overschot op de lopende rekening (het nationale spaaroverschot) een uitvloeisel is van de te geringe groeikracht van de binnenlandse economie.

Naar onze mening is de discussie over de relatie tussen besparingen en investeringen veelal gebaseerd op onjuiste opvattingen over zowel het karakter van de (ex-post) gelijkheid tussen besparingen en investeringen als over de relatie tussen besparingen, investeringen en de vermogensmarkt. Hiermee willen wij niet beweren dat sparen en investeren niets met elkaar te maken hebben. Maar de koppeling, die veelal tussen sparen en investeren wordt gelegd kan aanleiding geven tot misverstanden. Deze verwarring ontstaat doordat onvoldoende onderscheid wordt gemaakt tussen voorraden en stromen waar het reële en financiële transacties betreft en tussen de micro- en macro-economische implicaties van reële en financiële transacties. In dit artikel willen wij allereerst op theoretische gronden aangeven hoe de relatie tussen de reële sfeer (sparen en investeren) en de financiële sfeer (transacties op de vermogensmarkt) moet worden beschouwd (par. 1). Ter illustratie van het theoretische betoog zullen eveneens in paragraaf één een aantal

* Beide auteurs zijn verbonden aan de Vakgroep Algemene Economie van de Rijksuniversiteit Groningen. De auteurs bedanken prof. J. Pen, dr. H. L. Goudhino, dr. E. Sterken en een referent voor hun commentaar op een eerdere versie van het artikel. Bovendien bedanken zij drs. G. H. Huisman voor zijn belangrijke bijdrage. De gebruikte data zijn afkomstig van Eddie Dul Consultants. Genoemde personen zijn niet verantwoordelijk voor de inhoud van het artikel.

¹ Een recent voorbeeld van deze opvatting is te vinden in de door de Europese Commissie uitgegeven *European Economy*, supplement A, no. 6, 1990. Het pleidooi van de Europese Commissie voor een verhoging van de spaarquote in de EG-landen wordt onderbouwd door enerzijds te wijzen op "the fear of investment being restrained by an inadequate saving propensity" (2) en anderzijds op het feit dat door te lage spaarquote "insufficient resources will be available to finance the rates of investment required for strong growth." (2)

praktijkvoorbeelden van de onjuiste koppeling tussen sparen en investeren worden besproken. Een cijfermatige illustratie van onze argumenten, ontleend aan de monetaire rekeningen van het Centraal Planbureau staat centraal in paragraaf twee. Naar onze mening biedt de door ons voorgestane benadering een beter raamwerk voor zowel de analyse van ontwikkelingen in de financiële sfeer als ook voor de ontwikkeling van een voorwaardenschepend beleid ter stimulering van de investeringen. De implicaties voor de onderbouwing van het beleid komen kort aan de orde in paragraaf drie.

1 De gelijkheid van besparingen en investeringen: de theorie

De identiteit $S \equiv I$ kan, indien wordt uitgegaan van een open economie, worden geschreven als $(S - I) \equiv (X - M)$. Het nationale spaaroverschot (tekort) $(S - I)$ is per definitie gelijk aan het saldo op de lopende rekening $(X - M)$. Indien de binnenlandse economie wordt gesplitst in een particuliere sector en een overheidssector resulteert de derde versie van de identiteit:

$$(O - B) \equiv (S - I) - (X - M) \quad (1)$$

Het spaartekort van de overheid $(O - B)$ is gelijk aan het spaaroverschot van de particuliere sector $(S - I)$ verminderd met het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans $(X - M)$. Voor een gesloten economie tellen de spaarsaldi van de binnenlandse sectoren op tot nul. De saldi van vraag en aanbod op de vermogensmarkt over de drie sectoren tellen ook op tot nul. Dit geldt niet alleen voor de vermogensmarkt als geheel maar ook voor de deelmarkten van de vermogensmarkt zoals de kapitaalmarkt. De identiteit voor de financiële sfeer kan voor een willekeurige periode als volgt worden weergegeven:

$$(A_o - V_o) \equiv (V_p - A_p) + (V_b - A_b) \quad (2)$$

Het aanbodoverschot van de overheid op de vermogensmarkt $(A_o - V_o)$ is gelijk aan de optelsom van het vraagoverschot van de particuliere sector $(V_p - A_p)$ en het vraagoverschot van het buitenland $(V_b - A_b)$. Er geldt dat de totale besparingen van de drie onderscheiden sectoren in vergelijking (1) in een bepaalde periode per definitie gelijk zijn aan de mutatie in het totale vermogen in dezelfde periode. Deze mutatie is tevens gelijk aan de som van de mutaties in de verschillende vermogenscomponenten. De mutatie in het totale vermogen is terug te vinden in de financiële transacties zoals weergegeven in vergelijking (2). Maar de transacties die ten grondslag liggen aan vergelijking (2) betreffen dus zowel de aanwending van reeds gevormd vermogen als de uitgifte van nieuw vermogen. In een bepaalde periode vinden ook transacties op de vermogensmarkt plaats die betrekking hebben op in het verleden gevormde besparingen. Het onderscheid tussen voorraden en stromen is hier wezenlijk. De vergelijkingen (1) en (2) geven slechts weer dat ex post voor alle sectoren tezamen respectievelijk de besparingen gelijk zijn aan de investeringen en de vraag gelijk is aan het aanbod op de vermogensmarkt. Uit deze stroom-identiteiten mogen geen causale samenhangen worden afgeleid.

De gelijkheid tussen de nationale besparingen en investeringen kan in de economische theorie op twee manieren worden verklaard (we beperken ons hier tot een gesloten economie). In de Keynesiaanse visie zorgt het nationale inkomen voor de gelijkheid van vraag en aanbod in de reële sfeer en de interestvoet voor deze gelijkheid in de vermogenssfeer. In de "klassieke" visie daarentegen zorgt de interestvoet voor evenwicht in de reële sfeer. De gelijkheid tussen vraag en aanbod op enerzijds de goederenmarkt en anderzijds de markt voor nieuw vermogen worden simultaan bepaald door de interestvoet. Het evenwicht op de goederenmarkt impliceert in de klassieke visie het evenwicht op de markt voor nieuw vermogen en vice versa. Het algemeen prijspeil zorgt voor gelijkheid van de vraag naar en het aanbod van financiële middelen, gegeven de hoogte van het reële nationale product, dat door objectieve factoren zoals de gegeven hoeveelheden van de productiefactoren en de produktietechnologie wordt bepaald. Essentieel in het kader van ons betoog is echter dat voor zowel de Keynesiaanse als de klassieke benadering geldt dat de gelijkheid tussen besparingen en investeringen een gevolg is van de werking van het marktmechanisme. Tegenover iedere koop staat een verkoop. Onze redenering is dus niet zozeer gebaseerd op een bepaalde economische theorie maar meer op argumenten van boekhoudkundige aard en op de implicaties van de werking van het marktmechanisme. Een individuele spaarbeslissing kan slechts worden geëffectueerd indien de totale hoeveelheid financiële activa toeneemt (dat wil zeggen indien er geïnvesteerd wordt) of indien iemand anders bereid is af te zien van verdere aanhouding van bestaande financiële activa. Tegenover iedere afzonderlijke besparing staat of een even grote investering of een ontsparing van gelijke omvang. Dit impliceert dat voor een economie als geheel besparingen *altijd* gelijk zijn aan de investeringen. Besparingen en investeringen komen simultaan tot stand. Er bestaat geen volgtijdelijk verband tussen deze variabelen.

Besparingen en investeringen gaan beide gepaard met transacties op de vermogensmarkt. De relatie tussen de besparingen in een bepaalde periode en de vraag naar de verschillende vermogenscomponenten in dezelfde periode staat centraal in de portefeuillebenadering (vgl. Tobin, 1958, 1982). In deze benadering is de totale accumulatie van het vermogen in een periode enerzijds gelijk aan de besparingen en anderzijds gelijk aan de accumulatie van de vermogenscomponenten. Op de vermogensmarkt worden transacties die voortvloeien uit de bovenstaande stroomgrootheden en transacties die louter een herschikking van reeds bestaande vermogensportefeuilles betreffen simultaan afgehandeld (zie vergelijking (2)). Dit impliceert dat, gegeven de veronderstelde perfecte werking van de vermogensmarkt, alle marktpartijen op ieder moment de door hen gewenste voorraden financiële activa aanhouden tegen de geldende marktprijzen. De portefeuillebenadering laat duidelijk zien dat besparingen en investeringen niet kunnen worden geïdentificeerd met alle transacties op de vermogensmarkt. Het totale aantal transacties op deze markt wordt voor een belangrijk deel bepaald door besparingen uit het verleden (de herschikking in de bestaande voorraden financiële activa) en is dus vele malen groter dan uit de mutaties in de verschillende vermogenscomponenten blijkt.

Samenvattend kan worden gesteld dat, met betrekking tot de gelijkheid tussen be-

sparingen en investeringen enerzijds en de relatie tussen besparingen en investeringen en respectievelijk het aanbod en het beroep op de vermogensmarkt anderzijds, er twee factoren van belang zijn. In de eerste plaats is er het micro-macro onderscheid. Uit het *micro*-economische principe dat tegenover iedere koop een verkoop staat, volgt dat besparingen en investeringen op *macro*-niveau altijd aan elkaar gelijk zijn en dat zij alleen simultaan kunnen worden gerealiseerd. In de tweede plaats is het onderscheid tussen voorraad- en stroomgrootheden belangrijk. Besparingen en investeringen vertegenwoordigen slechts een gedeelte van het totale aantal transacties op de vermogensmarkt.

Wat betekent het bovenstaande theoretische betoog nu voor de onderbouwing en argumentatie van economische stellingnames die betrekking hebben op de relatie tussen besparingen en de investeringen? Tot besluit van deze paragraaf zullen wij een aantal voorbeelden bespreken die ons inziens illustreren hoe het niet moet. Let wel, alleen de argumentatie ten aanzien van sparen en investeren en niet de wenselijkheid van een bepaald beleid staat ter discussie.

Volgens een recent onderzoek¹ zou de veelgehoorde opvatting dat er hedentdage sprake is van perfect geïntegreerde kapitaalmarkten niet juist zijn. Investeringen zijn in deze visie voornamelijk afhankelijk van nationale en internationale rendementsverschillen. Besparingen worden vooral bepaald door demografische factoren. Veranderingen in het binnenlandse spaar- en/of investeringsgedrag zouden om deze redenen vooral tot uiting komen in de mutaties in het internationale kapitaalverkeer. Uit onderzoek blijkt nu dat voor diverse landen de nationale spaar- en investeringsquote's in hoge mate zijn gecorreleerd.² Dit zou de hypothese van perfecte mobiliteit op de internationale kapitaalmarkt ontkrachten omdat er in een wereld van perfecte internationale kapitaalmobiliteit op voorhand geen verband bestaat tussen *nationale* besparingen en investeringen.

In *The Economist* hebben als basis de idee dat nationale besparingen het aanbod op de internationale kapitaalmarkt zijn en dat investeringen de vraag op die markt vormen. Daarmee wordt voorbij gegaan aan het bovenstaande onderscheid tussen voorraad- en stroomgrootheden. Stroomgrootheden verschaffen echter weinig informatie over de werkelijke omvang van de transacties op de kapitaalmarkten. Ter illustratie kan worden opgemerkt dat zowel bij zeer veel als zeer weinig grensoverschrijdende transacties in de financiële sfeer, de lopende rekening in evenwicht kan zijn. Het is derhalve mogelijk dat door louter stroomgrootheden te analyseren de ontwikkelingen in de internationale kapitaalmobiliteit onjuist worden geïnterpreteerd. (vergelijk Van Ees, De Haan en Wansink, 1989). Indien de mate van internationale kapitaalmobiliteit wordt bepaald aan de hand van de stroomgrootheden sparen en investeren wordt voorbijgegaan aan het feit dat de omvang van de financiële transacties veel groter is dan de omvang van de reële transacties.

¹ Zie Bayoumi (1990) en *The Economist*, 7-10-1989, p. 79

² De benadering van Bayoumi is gebaseerd op Feldstein en Horioka (1980). Zie tevens Bayoumi (1989).

Het IMF baseert zich veelal op dezelfde koppeling tussen sparen, investeren en de binnenlandse kapitaalmarkt als ontwikkelingslanden, die geen of moeilijk toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt, wordt geadviseerd de binnenlandse besparingen te verhogen en de binnenlandse kapitaalmarkten te liberaliseren teneinde de binnenlandse investeringen te stimuleren (Vergelijk bijvoorbeeld IMF, 1987). Dit advies wordt niet alleen ten aanzien van ontwikkelingslanden gehanteerd maar wordt eveneens bepleit met betrekking tot landen in Oost-Europa, zoals uit de *Economic Outlook* van de OECD blijkt (1990, 51-52). Ook in Nederland wordt van diverse zijden de opvatting vernomen dat het enerzijds noodzakelijk is dat besparingen zich op een voldoende hoog niveau bevinden omdat besparingen voorafgaan aan investeringen (Vergelijk Hoogduin en Snippe, 1987), en dat anderzijds aanbod en vraag op de Nederlandse kapitaalmarkt samenvallen met besparingen en investeringen.¹

De visie van instanties als het IMF en de OECD en de ook in Nederland verkondigde opvattingen aangaande de (volgtijdelijke) relatie tussen sparen, investeren en de vermogensmarkt kunnen op grond van de volgende argumenten worden bekritiseerd. In de eerste plaats zijn de besparingen en de investeringen niet gelijk aan het aanbod respectievelijk het beroep op een *deelmarkt* van de vermogensmarkt in casu de kapitaalmarkt (zie paragraaf 2). In de tweede plaats geldt ook hier dat stroomgrootheden, besparingen en investeringen, nauwelijks informatie verschaffen over de situatie op de vermogensmarkt en omgekeerd. In de derde plaats is het onjuist om te denken dat besparingen aan investeringen kunnen voorafgaan om redenen hierboven genoemd. Ongeacht de wenselijkheid van een beleid gericht op de beperking van de consumptie laat dit onverlet dat besparingen en investeringen alleen simultaan kunnen worden gerealiseerd.² Investeringen kunnen nooit worden geblokkeerd door een tekort aan (*huidige*) besparingen maar wel door een tekort aan financiële middelen (*in het verleden gevormde besparingen*). Gegeven de investeringsgeneigtheid is het van belang of er voldoende financiële middelen beschikbaar zijn voor de financiering van investeringen. Dit laatste is bij voorbeeld niet het geval indien beleggers uit rendementsoverwegingen niet bereid zijn om in voldoende mate investeringsprojecten te financieren.³ Een beleid gericht op beperking van de consumptieve bestedingen zal niet per definitie deze bereidheid doen toenemen.

Eveneens in de Nederlandse context wordt veelvuldig beargumenteerd dat een te gering gedeelte van de nationale besparingen in de vorm van risicodragend ver-

1 Zie bijvoorbeeld *Miljoennota* 1990 i.h.b. pp. 57-58 of Faber en Von Dewall (1985). Zie eveneens Jonkhart (1989).

2 "De besparingen zijn, om met Keynes te spreken, niet de moeder maar de tweelingzus van de investeringen. Investerings- en consumptiebeslissingen leiden simultaan tot aanspraken op financiële middelen en reële middelen. De totale hoeveelheid financiële middelen neemt door de besparingen niet toe. En ook voor wat de reële middelen betreft hoeft dat niet het geval te zijn. Dat is de kern van de onmogelijkheid om door besparingen investeringen voor te bereiden." (Hoogduin en Snippe, 1987, 12).

3 In Nederland blijkt dit vooral voor de investeringsprojecten van kleinere ondernemingen geen probleem. Vergelijk Eijgenhuijsen, Koelewijn en Visser (1987).

mogen wordt aangeboden (Vergelijk bijvoorbeeld Rietkerk, 1986). Met name institutionele beleggers zouden te weinig in risicodragend vermogen beleggen. Ons inziens is deze redenering gebaseerd op een te eenzijdige micro-argumentatie en daarmee op een verontachtzaming van het feit dat elke transactie met een koop en een verkoop gepaard gaat. Van de totale hoeveelheid uitstaande aandelen bezitten institutionele beleggers ongeveer 10 tot 15 procent (CPB, 1987). Zij kunnen slechts meer aandelen verwerven als andere beleggers bereid zijn deze af te staan. Verder kan hun marktaandeel slechts toenemen indien zij bij een uitgifte van nieuwe aandelen relatief meer aandelen verwerven dan andere partijen. De omvang van de emissies ten opzichte van de totale hoeveelheid uitstaande aandelen is echter gering. Het aandeel van de institutionele beleggers kan onder de huidige omstandigheden dus slechts in zeer geringe mate toenemen door emissies (zie ook paragraaf 2).

2 De gelijkheid tussen besparingen en investeringen: de empirie

In deze paragraaf wordt een cijfermatige illustratie gegeven van de redenering dat de besparingen ongelijk zijn aan het aanbod op de kapitaalmarkt en de investeringen ongelijk zijn aan de vraag op de kapitaalmarkt. Daartoe wordt in tabel 1 een overzicht van de financiële stromen voor de Nederlandse economie voor 1989 weergegeven.¹ Vervolgens zal worden ingegaan op enerzijds de ontwikkelingen in de relatieve omvang van de reële en de financiële sfeer en anderzijds op enige volume-ontwikkelingen op de effectenmarkt. Tenslotte zal de portefeuillebenadering door middel van het beleggingsgedrag van de gezinnen kort worden geïllustreerd aan de hand van cijfermateriaal van Swank (1989).

Tabel 1 is ontleend aan het monetair overzicht van het Centraal Planbureau. De tabel is gebaseerd op het monetaire overzicht van het CPB en verschilt van het monetaire overzicht doordat een aantal posten is samengevoegd. De tabel resulteert uiteindelijk in het saldo van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt. Door de afschrijvingen in de tabel op te nemen wordt een deel van de interne financiering van investeringen getoond. Regel 5 geeft voor vier onderscheiden sectoren in tabel 1 het spaaroverschot weer en vormt als zodanig een weergave van vergelijking (1). Door rekening te houden met de vermogensoverdrachten om niet, de verstrekte overheidskredieten en de verzamelpost "toeneming vorderingen door verschil transactie- kasbasis" ontstaat het financieringsoverschot op kasbasis. De saldi geven de in een bepaalde periode beschikbare middelen voor oppotting (vergroting aangehouden liquide middelen), geldmarkttransacties, spaartegoeden, transacties op buitenlandse financiële markten en Nederlandse kapitaalmarkttransacties weer. Regel 10 beschrijft de identiteit voor de financiële sfeer (vgl. (2)) voor de kapitaalmarkt. Omdat het monetaire overzicht van het CPB slechts het

¹ De keuze van het jaar 1989 is willekeurig. De in tabel 1 gepresenteerde cijfers en het overige cijfermateriaal in deze paragraaf zijn slechts bedoeld als illustratie van de in paragraaf 1 geponeerde verbanden tussen sparen, investeren en de vermogensmarkt.

saldo van de transacties per sector (sectoraanbod minus -vraag) op de Nederlandse kapitaalmarkt weergeeft (regel 10), zijn in de tabel bovendien van de Nederlandsche Bank afkomstige cijfers omtrent aanbod en vraag op de Nederlandse kapitaalmarkt opgenomen (regel 11 en 12). Het totaal van de transacties (+ 61 mrd.) is bij benadering gelijk aan de totale vraag respectievelijk het totale aanbod op de kapitaalmarkt. De afwijkingen per sector tussen de cijfers van het CPB en de Nederlandsche bank worden veroorzaakt door statistische verschillen en een verschillende afbakening van met name de sector gezinnen en bedrijven en de sector IB'ers en banken.

Tabel 1 Overzicht van financiële stromen voor de Nederlandse economie 1988 (mrd. guldens) ¹

	Gezinnen IB'ers en bedrijven	Banken	Overheid	Buitenland
1 Besparingen	39,78	36,03	- 8,93	- 15,30
2 Bruto-invest.	91,15			11,01
3 Afschrijvingen	47,20			3,38
4 Netto invest.(2-3)	43,95			7,63
5 Spaaroverschot (1-4)	- 4,17	36,03	-16,56	- 15,30
6 Vermogensoverdrachten + overheidskredieten + verschil kas/transactiebasis	- 4,03	- 3,13	7,76	- 0,60
7 Financierings-overschot kasbasis (5-6)	- 0,14	39,16	- 24,32	- 14,70
8 Transacties Ned.geldmarkt + spaartegoeden + opoppingen	33,25	- 33,62	0,37	
9 Transacties op buitenlandse financiële markten	3,70	27,00		- 30,70
10 Transacties op Ned. kapitaalmarkt (7-8-9)	- 37,09	45,78	- 24,69	16,00
11 Aanbod Ned. kapitaalmarkt	- 0,14	46,80		15,00
12 Vraag Ned. kapitaalmarkt	29,70	8,80	23,16	

De aan tabel 7 van het jaarverslag van DNB ontleende cijfers in de regels 11 en 12 laten voor 1988 zien dat besparingen niet gelijk zijn aan het netto aanbod op de kapitaalmarkt en dat de investeringen niet gelijk zijn aan de netto vraag op de kapitaalmarkt hetgeen het theoretische betoog in paragraaf 1 nog eens duidelijk cijfermatig ondersteunt. ² Met nadruk zij er op gewezen dat het hier gepresenteerde overzicht van financiële stromen slechts een registratie van de uitkomsten *ex post* betreft. Uit een dergelijk statisch overzicht kunnen geen causale verbanden tussen de spaargeneigdheid en de investeringen worden afgeleid. Verder dient vermeld

¹ Bron: CPB, *Economisch Beeld* 1991, Bijlage A1 en A2 en DNB, *Jaarverslag* 1989, tabel 7. De posten 1 tot en met 10 zijn afkomstig van het CPB en de posten 11 en 12 zijn afkomstig uit het jaarverslag van DNB.

De kapitaalmarkt bestaat uit de effectenmarkt, de markt voor onderhandse leningen en de markt voor onroerend goed.

² Voor een uitgebreide bespreking van de opstelling van de financiële stromen zoals die in tabel 1 is gepresenteerd zij verwezen naar Garretsen en Huisman, 1987.

dat het bij de cijfers voor vraag en aanbod op de kapitaalmarkt om netto cijfers gaat. Dat wil zeggen dat voor bijvoorbeeld de overheid bruto leningen zijn verminderd met aflossingen en dat ten aanzien van de effectenmarkt voor de afzonderlijke sectoren het saldo van koop en verkoop is weergegeven. Hierdoor gaat belangrijke informatie over de omvang van transacties in de financiële sfeer verloren met name daar waar het informatie betreft omtrent transacties die voortvloeien uit mutaties in reeds bestaand vermogen. Het in kaart brengen van bruto stromen voor de kapitaalmarkt stuit echter op belangrijke statistische problemen. Om enige indicatie te geven wordt volstaan met een aantal voorbeelden.

Het meenemen van de transacties op de Amsterdamse Effectenbeurs (AEB) zou betekenen dat voor alle sectoren tezamen vraag en aanbod elk ruwweg met ongeveer 80 mrd. gulden zouden worden verhoogd. De bruto omzet (aandelen en obligaties) op de AEB bedroeg in 1988 330 mrd. gulden. Het betreft hier een dubbeltelling omdat koop en verkoop afzonderlijk worden geregistreerd. Indien hiervoor wordt gecorrigeerd resteert 165 mrd. gulden, dat wil zeggen ongeveer 80 mrd. gulden voor vraag en voor aanbod. Wat betreft de verdeling van deze bedragen over de verschillende sectoren valt er op voorhand weinig te zeggen. Gegevens over de bruto effecten-transacties met het buitenland geven aan dat in 1988 door ingezetenen voor een bedrag van ruim 39 mrd. gulden aan Nederlandse effecten aan het buitenland werden verkocht en dat door niet-ingezetenen voor ruim 37 mrd. gulden aan Nederlandse effecten aan ingezetenen werden verkocht (DNB, 1989).

Het toegenomen belang van transacties in de financiële sfeer kan ook worden opgevoerd uit de gestegen omzetsnelheid op de Nederlandse obligatiemarkt (Vereniging voor de Effectenhandel, jaarverslag 1988, 13). De omzetsnelheid (obligatie-omzet gerelateerd aan de beurswaarde) steeg van 0,5 in de jaren 1984 tot en met 1986 tot bijna 0,9 in 1988. Voor de 30 meest verhandelde (staats)obligaties bedroeg de omzetsnelheid zelfs 1.

Helaas is het statistisch niet mogelijk ten behoeve van tabel 1 de sector gezinnen en bedrijven te splitsen. Voor informatie over het gedrag van deze sectoren is nader onderzoek zeer wenselijk. Uit de bestaande literatuur kunnen wel enkele opmerkelijke aspecten worden opgemaakt. Ten aanzien van bedrijven geldt dat het relatieve belang van externe financiering op lange termijn (kapitaalmarkt-transacties) in Nederland ten hoogste 30% van de totale financieringsbehoefte bedraagt. In de financieringsbehoefte wordt vooral voorzien door interne besparingen, dat wil zeggen ingehouden winsten en afschrijvingen. Opvallend is het geringe belang van aandelenemissies in de totale financiering. In Nederland is dit aandeel voor bij voorbeeld 1987 voor de beurs-nv's slechts 4% (CBS, 1988). Anderzijds blijkt hieruit dat een gedeelte van de nationale besparingen middels interne financiering buiten de kapitaalmarkt om een aanwending vindt. Tevens volgt hier nog eens uit dat investeringen niet gelijk zijn aan de vraag op de kapitaalmarkt. Bovendien geldt dat het onmogelijk is te traceren welk gedeelte van het kapitaalmarktberoep in een bepaalde periode verband houdt met de investeringen in dezelfde periode.

Swank (1989) heeft het beleggingsgedrag van gezinnen in de periode 1983-1987 geanalyseerd.¹ Door de mutaties in de vermogenscomponenten te splitsen in een vermogenseffect en een substitutie-effect beoogt Swank aan te geven in hoeverre deze mutaties zijn te herleiden tot de groei van het totale vermogen gedurende deze periode of tot een herschikking van de vermogensportefeuilles van de gezinnen. Uit deze analyse blijkt dat gedurende de beschouwde periode de gezinnen in aanzienlijke mate aandelen (+17 mld. gulden), voor (lange) spaargelden (-23,8 mld. gulden) hebben gesubstitueerd. Deze substitutie illustreert eens te meer dat een gedeelte van de transacties op de kapitaalmarkt niet direct is terug te voeren op de in die periode gevormde besparingen en investeringen.

3 Tot besluit

In dit artikel hebben wij geïllustreerd dat het voor allerlei economische vraagstukken, die aangrijpen bij de relatie tussen sparen, investeren en de vermogensmarkt, van belang kan zijn om onderscheid te maken tussen voorraad- en stroomgrootheden en tussen micro- en macro-economische aspecten van deze relatie. Wij hebben ons niet zozeer gebaseerd op een specifieke economische theorie, maar meer op argumenten van boekhoudkundige aard en op de implicaties van de vrije werking van het marktmechanisme.

De bovenstaande argumenten betekenen een ander perspectief voor de analyse van bepaalde ontwikkelingen in de reële en de financiële sfeer. Zo zijn wij van mening dat de implicaties van de steeds groter wordende discrepantie tussen de omvang van reële en de financiële transacties slechts adequaat kunnen worden geanalyseerd indien voorraden van stromen worden onderscheiden. Zo lang bij voorbeeld besparingen (investeringen) worden beschouwd als het aanbod (de vraag) op de vermogensmarkt is het onmogelijk om de huidige divergerende volumeontwikkelingen in de reële en financiële sfeer te verklaren. Evenzo is het inzicht dat hetgeen micro-economisch als een besparing of investering wordt aangemerkt dat macro-economisch niet behoeft te zijn van belang bij de analyse van de wenselijkheid om besparingen en/of investeringen te vergroten dan wel te verkleinen. Vanuit een macro-economisch perspectief geredeneerd geldt, dat strikt genomen alleen de creatie van nieuwe activa (zowel reël als financieel) als een investering kan worden aangemerkt. In het algemeen geldt naar onze mening dat het verontachtzamen van enerzijds het verschil tussen voorraden en stromen en anderzijds het micro-macro argument leidt tot onduidelijkheid over de relatie tussen de reële en de financiële sfeer. Dit terwijl in toenemende mate vraagtekens worden gezet bij de stormachtige ontwikkelingen in de financiële sfeer juist vanwege de mogelijke nadelige gevolgen voor de reële sfeer. Langs dezelfde lijnen kan worden betoogd dat een voorwaardenscheppend beleid ter stimulering van de investeringen altijd dient aan te grijpen bij de investeringsgeneigdheid zelf en dus niet in de eerste plaats bij de spaargeneigdheid. Beklemtoond dient te worden dat dit niet nood-

¹ Het is belangrijk er op te wijzen dat Swank veranderingen in de portefeuillesamenstelling, die het gevolg zijn van koersmutaties, als substitutie-effect rangschikt. Zie tevens Swank, De Haan en Veldkamp, 1989.

zakelijkerwijs een pleidooi voor een activistisch financieel overheidsbeleid inhoudt. Zo kan men bij voorbeeld denken aan maatregelen in de fiscale dan wel in de inkomensfeer. Ook is het mogelijk dat de algemene economische situatie het noodzakelijk maakt een aanvullend beleid gericht op de stimulering van de besparingen te voeren. Echter een juist perspectief op de relatie tussen sparen en investeren leert dat een beleid, dat uitsluitend is gericht op een verhoging van de besparingen, in vele gevallen niet tot de gewenste groei van de investeringen zal leiden. Ook indien sprake is van een volledige bezetting van de productiecapaciteit geldt niet noodzakelijkerwijs dat een verhoging van de besparingen leidt tot een verhoging van de investeringen. In een dergelijke inflatoire situatie kunnen de gewenste investeringen worden gerealiseerd doordat de optredende prijsstijgingen tot een daling van de consumptie leiden. Een spaarbeleid is dan overbodig. Bovendien geldt dat investeringen ook gefinancierd kunnen worden met buitenlands kapitaal hetgeen in geval van volledige bezetting van de binnenlandse productiecapaciteit uitkomst kan bieden. Dit laat natuurlijk onverlet dat de optredende prijseffecten en/of betalingsbalansmutaties vanuit beleidsoogpunt onaantvaardbaar kunnen worden geacht (Vergelijk ook Hoogduin en Snippe, 1987, 13). Gegeven de investeringsgeneigdheid is het van belang of er voldoende financiële middelen beschikbaar zijn voor de financiering van investeringen. De bij voorbeeld in het kader van de economische ontwikkelingen in Oost-Europa veelgehoorde veronderstelling, dat een vergroting van de besparingen automatisch voor deze financiering zorg zal dragen, is onjuist vanwege de door ons genoemde argumenten met betrekking tot de relatie tussen sparen, investeren en de vermogensmarkt. Evenzeer geldt in het geval van Nederland dat een hogere groei niet in de eerste plaats kan worden gerealiseerd door een vermindering van het nationale spaaroverschot, maar veeleer door een vergroting van de investeringen.¹

Literatuur

- Bayoumi, T. (1989), "Saving-Investment Correlations", *IMF Working Paper* 89/66.
- Bayoumi, T., (1990), "Why are Saving and Investment Rates Correlated across Countries", *Finance and Development*, juni, 18-21.
- CBS (1988), Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-nv's 1987, Den Haag.
- CPB (1987), *De waarde van het aandelenbezit*. Enkele ramingen, werkdocument no. 21, Den Haag.
- CPB (1990), *Economisch Beeld* 1991, Den Haag.
- DNB (1989), *Kwartalbericht* 1989 II, Amsterdam.
- DNB (1990), *Jaarverslag* 1989, Amsterdam.
- Ees van, H., J. de Haan en D. Wansink (1989), "Financiële Integratie: De

¹ Bovendien kan in het licht van vergelijking (1) de vraag worden gesteld door welke sector een vermindering van de nationale besparingen zouden moeten worden gerealiseerd, gelet op de situatie van de overheidsfinanciën en het grote aandeel van de gebonden besparingen in de particuliere besparingen.

- Gevolgen voor het Nederlandse Financiële Systeem" in J. de Haan en L. H. Hoogduin (red.), *De Gevolgen van Financiële Innovatie en Integratie Ivoor het Monetaire Beleid*, NIBE Amsterdam.
- Europese Commissie (1990), *European Community* supplement A, no. 6. Faber, H.H. en F.A. von Dewall (1985), "Nogmaals: Blokkades tussen Gezinsbesparingen en Bedrijfsinvesteringen", *Bank- en effectenbedrijf*, no. 300/301, 269-274.
- Feldstein, M. en C. Horioka (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 90, 314-329.
- Garretsen J.H. en G.H. Huisman (1987), "Een Beschrijving van de Nederlandse Kapitaalmarkt", rapport in opdracht van de Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam.
- Hoogduin L. H. en J. Snippe (1987), "Over Bezuinigen als Noodzaak voor Investerings", *Maandschrift Economie*, 51, 1. 3-16.
- IMF (1987), "Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs", *Occasional Paper* no. 55.
- Jonkhart, M.J.L. (1989), "Financiële Dienstverlening over de Grenzen heen", *Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde* 1989.
- Min. v. Financiën (1990), *Miljoenennota* 1990, Den Haag.
- OECD (1990), *Economic Outlook*, 51-52.
- Rietkerk, G. (1986), "De verstopte markt voor risicodragend vermogen", *Economisch Statistische Berichten*, 15-1-1986, 65-70.
- Swank, J. (1989), "De Portefeuillesamenstelling van Gezinnen en Bedrijven in de Jaren Tachtig", *Economisch Statistische Berichten*, jrg. 74 nr. 3703, 385-389.
- Swank, J., L. de Haan en F.J. Veldkamp (1989), "Financiële Balansen van Gezinnen en Bedrijven in Nederland, 1982-1987," *Monetaire Monografieën*, no. 10, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- The Economist*, "A Capital Mystery", 7-10-1989, 79.
- Tobin, J. (1958), "Liquidity Preference as Behavior towards Risk", *Review of Economic Studies*, vol. 25, 65-86.
- Tobin, J. (1982), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, no. 2, 171-205.
- Vereniging voor de Effectenhandel (1989), *Jaarverslag* 1988.