

# De portefeuillesamenstelling van gezinnen en bedrijven in de jaren tachtig

In de jaren tachtig heeft zich een sterke stijging van de nationale liquiditeitsquote voorgedaan. Ter aanvulling op traditionele geldvraagstudies bekijkt de auteur in dit artikel de veranderingen in de samenstelling van financiële balansen van gezinnen en bedrijven ten einde nader inzicht te verkrijgen in de stijging van de liquiditeitsquote. Voor gezinnen hielden de veranderingen in de balanssamenstelling vooral verband met de ontwikkelingen op de effectenbeurs. Het bedrijfsleven kende in de jaren voor 1987 een aanzienlijke groei van het liquiditeitsbezit, die in 1987 echter aanzienlijk vertraagde.

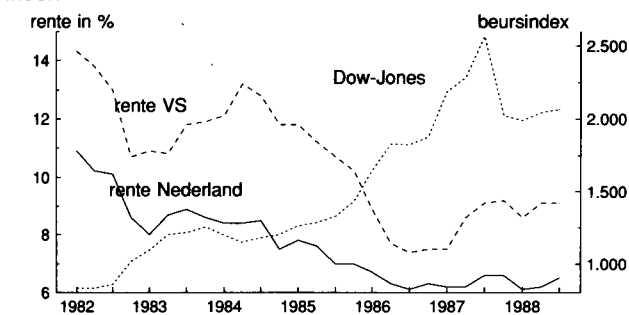
DRS. J. SWANK\*

## Inleiding

Vanaf 1983 heeft er in Nederland een krachtig conjunctuurherstel plaatsgevonden. De economische groei, die in 1982 nog negatief was, trok aan tot gemiddeld zo'n 2% op jaarbasis en ook de aanvankelijk deplorabele werkgelegenheidsontwikkeling bij bedrijven (-3% in 1982) keerde ten goede (ruim 1% in 1987). Dit alles werd gerealiseerd bij een afnemend inflatietempo (5 à 6% in 1982 tot circa 0% in 1987). Deze binnenlandse ontwikkelingen kunnen uiteraard niet los worden gezien van het gunstige internationale klimaat. Zo groeide de wereldhandel in de genoemde periode met gemiddeld 5% op jaarbasis.

De mondiale economische opleving ging gepaard met een aantal opmerkelijke ontwikkelingen in de financiële sfeer. Op de internationale effectenbeurzen deden zich ongekende koersstijgingen voor, die in 1987 gedeeltelijk weer ongedaan werden gemaakt, en er vond een aanzienlijke rentedaling plaats (zie figuur 1). Het verloop van de wisselkoersen was, althans buiten het EMS, uiterst wisselvallig.

Figuur 1. Lange rente in Nederland en de VS en Dow Jones index



Bron: DNB.

Op nationaal niveau was – naast het nagenoeg geheel verdwijnen van de inflatie – de meest in het oog springende monetair ontwikkeling de sterke stijging van de liquiditeitsquote, een ontwikkeling die zich overigens ook in een aantal andere landen manifesteerde (onder andere de VS, Japan en Engeland). Voorts drukte het fiscale klimaat in Nederland zijn stempel op de financiële sfeer, met name tot uitdrukking komend in de kapitaalvlucht van 1983 (onder andere als gevolg van de Slavenburg-affaire) en die van 1987 (vanwege de fiscale inlichtingenplicht).

In dit artikel wordt nagegaan welke veranderingen zich onder invloed van het geschetste klimaat hebben voorgedaan in de samenstelling van de financiële balansen van gezinnen en bedrijven. Zulke balansen, die zijn opgesteld voor de jaren 1982 t/m 1987, maken het mogelijk de ontwikkeling van monetair relevante grootheden als de liquiditeitsmassa en het spaargeld te bestuderen in relatie tot het verloop van andere financiële titels. Gezinnen en bedrijven worden daarbij als afzonderlijke sectoren beschouwd vanwege het verschillende economische gedrag van deze groepen van subjecten. Een dergelijke beschouwingswijze van de financiële sfeer biedt ten opzichte van traditionele geldvraagstudies wellicht additionele inzichten omtrent de opgetreden stijging van de nationale liquiditeitsquote<sup>1</sup>. De samengestelde balansrekeningen kunnen voorts nuttige diensten bewijzen bij het analyseren van de

\* De auteur is werkzaam bij de Studiedienst van de Nederlandse Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Aan de samenstelling van de in dit artikel gepresenteerde balansrekeningen is door diverse medewerkers van de Studiedienst bijgedragen. Voorts is dank verschuldigd aan drs. L.H. Hoogduin, prof. dr. A.H.E.M. Wellink, drs. H.C.J. van der Wielen en drs. H.H. van Wijk voor hun commentaar op een eerste concept van dit artikel.

1. Analyses van de quotestijging op basis van traditionele geldvraagvergelijkingen zijn ondernomen in H.S. van der Knoop en F.C. Hooijmans, *De evenwichtigheid van de huidige liquiditeitsquote*, *Maandschrift Economie*, 1985, nr. 5, blz. 389-409, en S.K. Kuipers en B. Boertje, *On the causes of the rise in the liquidity ratio in the Netherlands during the early eighties*, *De Economist*, 1988, nr. 1, blz. 50-90.

gevolgen van gebeurtenissen als de beurscrisis van 19 oktober 1987 en de aankondiging van de fiscale inlichtingenplicht eerder in dat jaar.

De indeling van het artikel is als volgt. Na deze inleiding worden de ontworpen financiële balansen van gezinnen en bedrijven gepresenteerd. De ontwikkelingen die uit de balansrekeningen naar voren komen, zullen eerst in hoofdtekken worden besproken. Vervolgens zal een nadere analyse van het beleggingsgedrag van gezinnen plaatsvinden, zoals dit tot uitdrukking komt aan de actiefzijde van de balans van deze sector. Dit gebeurt met behulp van een zeer eenvoudige decompositiemethode, die de diverse balansmutaties uitsplitst in 'normale' of vermogens-effecten enerzijds en substitutie-effecten anderzijds. Het artikel wordt afgesloten met een aantal conclusies.

## Financiële balansen van gezinnen en bedrijven

De financiële balansen van gezinnen en bedrijven worden weergegeven in de tabellen 1 en 2. Aan de gepresenteerde balansrekeningen ligt een aanzienlijk uitgebreid stelsel ten grondslag, waarin onder andere een gedetailleerdere uitsplitsing van balansposten is opgenomen. Een

Tabel 1. Financiële balans van gezinnen, 1982-1987, ultimostanden in miljarden gulden, geregistreerd op kasbasis tegen actuele waarde

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<b>Activa</b>						
Chartaal geld	21,1	24,0	24,7	26,9	27,2	30,7
Giraal geld	27,2	28,7	29,2	30,6	33,5	35,5
Secundaire liquiditeiten	8,7	9,5	7,9	8,8	9,5	11,4
Binnenl. spaartegoeden	141,9	141,7	148,3	152,5	159,7	158,8
Aandelen	24,9	39,3	45,6	55,3	69,4	52,3
Obligaties e.d.	43,6	48,6	57,9	59,5	64,1	62,9
Buitenl. spaartegoeden en overige fin. activa	8,7	12,9	10,6	7,9	7,0	9,8
Totaal activa	276,1	304,7	324,2	341,5	370,4	361,4
<b>Passiva</b>						
Kortlopende schuld	14,6	15,1	15,9	16,6	19,0	19,5
Lange onderh. schuld	14,7	12,9	12,7	12,9	13,7	13,2
Hypothecair krediet	123,0	128,1	134,7	143,0	152,3	162,8
Netto fin. vermogen (sluitpost)	123,8	148,6	160,9	169,0	185,4	165,9
Totaal passiva	276,1	304,7	324,2	341,5	370,4	361,4

Tabel 2. Financiële balans van bedrijven, 1982-1987, ultimostanden in miljarden gulden

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<b>Activa</b>						
Primaire liquiditeiten	22,5	25,0	28,4	30,5	33,5	34,1
Secundaire liquiditeiten	30,7	33,1	36,8	42,3	43,3	43,6
Aandelen + deelnem. <sup>a</sup>	95,2	112,0	139,5	135,2	122,9	120,1
Overige financiële activa	6,8	8,2	9,7	12,2	14,5	15,6
Reëel verm. (sluitpost)	184,6	201,6	205,9	238,6	277,9	275,8
Totaal activa	339,8	379,9	420,3	458,9	492,1	489,2
<b>Passiva</b>						
Aandelen + deelnem. <sup>a</sup>	87,6	119,1	147,3	171,6	195,0	179,1
Obligaties e.d.	14,8	14,3	14,7	15,5	16,3	16,3
Kortlopende schuld	59,4	60,3	62,1	61,6	61,9	63,9
Lange onderh. schuld	160,2	168,4	179,5	193,3	201,9	212,3
Hypothecair krediet	17,8	17,8	16,7	16,9	17,0	17,6
Totaal passiva	339,8	379,9	420,3	458,9	492,1	489,2

a. Onderlinge deelnemingen van bedrijven zijn geconsolideerd.

Tabel 3. Ontwikkeling financiële balansposten van gezinnen en bedrijven, 1983-1987, gemiddelde jaarlijkse groeipercentages

	Gezinnen		Bedrijven	
	1983-1986	1987	1983-1986	1987
<b>Activa</b>				
Liquiditeiten (M2)	5,4	10,4	9,6	1,3
Binnenl. spaartegoeden	3,0	-0,5	-	-
Aandelen (+ deelnemingen)	29,3	-24,6	6,6	-2,3
Obligaties e.d.	10,1	-1,9	20,9	7,0
Overige financiële activa	-5,4	41,1		
<b>Passiva</b>				
Aandelen + deelnemingen	-	-	22,1	-8,1
Obligaties e.d.	-	-	2,5	0,3
Kortlopende schuld	6,8	2,2	1,0	3,2
Lange onderhandse schuld	-1,8	-3,5	5,9	5,1
Hypothecair krediet	5,5	6,9	-1,2	3,4
Balanstotaal	7,6	-2,4	9,7	-0,6

bespreking van de herkomst van de desbetreffende cijfers valt buiten het bestek van dit artikel. Benadrukt zij dat een gedeelte van de balansgegevens niet direct aan officiële statistieken kon worden ontleend, zodat gebruik moest worden gemaakt van ramingen.

In tabel 3 wordt met groeipercentages weergegeven hoe de diverse balansposten zich hebben ontwikkeld. De beschouwde periode (1983-1987) wordt daarbij verdeeld in twee tijdvakken: 1983-1986 en 1987. De reden van deze asymmetrische scheiding is dat zich in 1987 op verschillende punten een kentering in de financiële ontwikkeling heeft voorgedaan (onder andere door de beurscrisis). De balansposten chartaal geld, giraal geld en secundaire liquiditeiten zijn in tabel 3 samengevoegd tot de liquiditeitsmassa (M2), daar deze grootheid een belangrijke variabele in de monetaire analyse is.

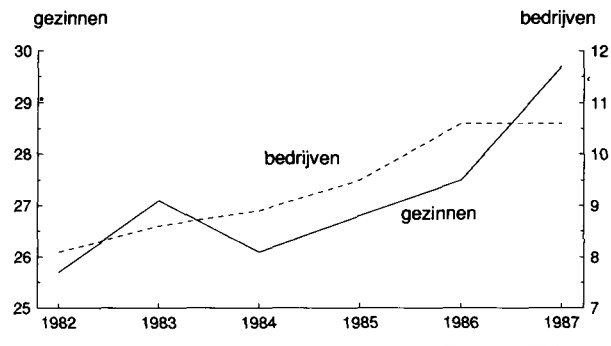
## Ontwikkelingen in 1983-1986

Het totale financiële vermogen van gezinnen (voor aftrek van schulden) heeft tussen 1982 en 1986 een aanzienlijke groei doorgemaakt (gemiddeld 7,6% per jaar). Dit was in de eerste plaats het resultaat van de zeer forse waardeverhoging van het aandelenbezit (gemiddeld 29,3% per jaar), die overigens grotendeels door herwaardering tot stand kwam<sup>2</sup>. Ook het obligatiebezit van gezinnen is in het bewuste tijdvak behoorlijk in waarde toegenomen (gemiddeld 10,1% per jaar). Volgens een globale schatting betrof ongeveer een zesde deel van deze waardeverhoging herwaardering uit hoofde van gestegen obligatiekoersen. Uit de meer gedetailleerde balansrekeningen blijkt dat gezinnen voor omvangrijke bedragen aan staatsobligaties hebben gekocht.

Het liquiditeitsbezit van gezinnen nam tussen 1982 en 1986 aanzienlijk meer toe dan zou mogen worden verwacht op grond van de transactiebehoefte van gezinnen, afgemeten aan de waarde van het particuliere verbruik (zie figuur 2). Een van de vermoedelijke oorzaken van deze ontwikkeling is het gedaalde rentepercentage (zie figuur 1), dat beleggen in liquide (laag-rentende) titels relatief aantrekkelijk maakte. Dit zou, naast andere factoren, ook het verhoudingsgewijs lage stijgingstempo van het (binnenlandse) spaargeld kunnen verklaren. Overigens zullen ook de gestegen omzetten op de effectenbeurs gepaard zijn gegaan met een grotere transactievraag naar liquide middelen, een

2. Tentatieve berekeningen wijzen uit dat gezinnen eind 1986 ten opzichte van eind 1982 een koerswinst van ruim 25% gemiddeld per jaar behaalden.

Figuur 2. Liquiditeitsquoties gezinnen<sup>a</sup> en bedrijven<sup>b</sup>, in %



a. Liquiditeitsbezit gezinnen t.o.v. particulier verbruik  
 b. Liquiditeitsbezit bedrijven t.o.v. bruto productie bedrijven.  
 Bron: DNB/CBS.

behoefte die in het algemeen niet door indicatoren als het particuliere verbruik tot uitdrukking wordt gebracht.

De overige financiële activa van gezinnen hadden eind 1986 een lagere waarde dan eind 1982. Uit de meer gedetailleerde cijfers blijkt dat aan het verloop van deze balanspost omvangrijke disposities van tegoeden bij buitenlandse banken ten grondslag lagen.

Aan de passiefzijde van de balans van gezinnen is vooral de sterke groei van het hypothecaire krediet van belang (gemiddeld 5,5% per jaar). Deze ontwikkeling vond ontegenzeggelijk een krachtige voedingsbodem in de sterke daling van de hypotheekrente (3 à 4 procentpunt), te meer daar het reële vrij beschikbare gezinsinkomen tussen 1982 en 1986 per saldo nagenoeg gelijk is gebleven. De hoge groei van het door gezinnen opgenomen korte krediet was vooral het resultaat van de sterk toegenomen belangstelling voor rekening-courantkrediet tegen effecten. Kennelijk zijn de ontwikkelingen op de beurs ook van invloed geweest op de passiefzijde van de balans van gezinnen. De absolute daling van de lange onderhandse schuld van gezinnen betrof in hoofdzaak consumptief krediet, hetgeen in lijn is met de historisch gezien lage groei van het particuliere verbruik in het beschouwde tijdvak (gemiddeld 1 à 2% per jaar).

Ook het balanstotaal van *bedrijven* is tussen 1982 en 1986 aanzienlijk gestegen (gemiddeld 9,7% per jaar). Aangezien ongeveer de helft van deze toeneming is terug te brengen op stijgingen van beurskoersen, geeft het vermelde groeicijfer een (vermoedelijk sterk) geflatteerd beeld van de feitelijke waardestijging van het totale vermogen van bedrijven. Dit geldt uiteraard in nog sterkere mate voor het gepresenteerde stijgingspercentage van de passiefpost aandelen + deelnemingen in relatie tot de intrinsieke waardevermeerdering van het eigen vermogen van bedrijven.

De financiering met vreemd vermogen behelsde in het beschouwde tijdvak vooral een vergroting van de langlopende onderhandse schuld (gemiddeld 5,9% per jaar). De gemiddelde jaarlijkse groei van de kortlopende schuld bedroeg in deze periode slechts 1,0%. Kennelijk heeft het afgenomen ecart tussen de lange en de korte rente aanleiding tot schuldconsolidatie gegeven.

Uit tabel 3 blijkt dat het liquiditeitsbezit van bedrijven in de periode 1983-1986 nog aanzienlijk sterker is gestegen dan dat van gezinnen. Ook hier geldt dat de toegenomen geldvraag niet afdoende kan worden verklaard uit een grotere transactiebehoefte, in dit geval afgemeten aan de bruto productiewaarde van bedrijven (zie figuur 2). Vermoedelijk vormt dit een uitdrukking van het feit dat het opgetreden winstherstel bij bedrijven niet onmiddellijk tot additionele investeringuitgaven heeft geleid, en hebben bedrijven hun

gestegen winsten in eerste instantie doen neerslaan in liquide activa (met name kortlopende termijndeposito's). Overigens rijst dan wel de vraag waarom bedrijven niet in sterkere mate hun langlopende schuld hebben afgelost in plaats van liquiditeiten te accumuleren, om langs die weg een verdere verbetering van hun solvabiliteitspositie te realiseren. Mogelijk is zulks achterwege gebleven omdat men verwachtte dat eventuele toekomstige herfinanciering minder gemakkelijk zou zijn of tegen een hogere rente zou moeten plaatsvinden. Nader onderzoek op dit punt is evenwel geboden.

Het bezit van bedrijven aan aandelen en deelnemingen is in vergelijking met het aandelenbezit van gezinnen maar weinig in waarde toegenomen (gemiddeld 6,6% per jaar). Achter deze ontwikkeling ging evenwel een sterk wisselend beeld van jaar op jaar schuil. De overige activa van bedrijven vertoonden een zeer sterke groei over het beschouwde tijdvak (gemiddeld 20,9% per jaar), onder andere door een toegenomen belangstelling voor langlopende termijndeposito's.

### Ontwikkelingen in 1987

In 1987 vonden er onder invloed van twee gebeurtenissen belangrijke verschuivingen op de balansrekeningen van gezinnen en bedrijven plaats. De eerste gebeurtenis betrof de aankondiging van de zogenaamde fiscale inlichtingenplicht op 1 juli van dat jaar, waardoor banken werden verplicht voortaan gegevens over uitbetaalde rente ter beschikking van de belastingdienst te stellen. De tweede gebeurtenis was de beurscrisis van 19 oktober. De fiscale inlichtingenplicht trof alleen gezinnen, de beurscrisis raakte zowel gezinnen als bedrijven.

De gecombineerde invloed van deze gebeurtenissen op de portefeuillesamenstelling van *gezinnen* was een aanmerkelijke stijging van het liquiditeitsbezit (met name ook van het chartale geld), een afnemend van het (binnenlandse) spaargeld, een waardedaling van het aandelenbezit met bijna 25% (waarvan naar schatting 12 procentpunt volumemutaties betrof) en een toeneming van de overige activa (i.c. tegoeden bij buitenlandse banken). Het obligatiebezit van gezinnen nam in 1987 in waarde af. Deze daling betrof per saldo alleen het bezit aan buitenlandse obligaties, dat zowel in prijs als in volumetermen een afnemend te zien gaf (samen f 3,4 miljard). De prijsdaling was een direct gevolg van de appreciatie van de gulden ten opzichte van een aantal belangrijke valuta's (onder andere dollar en pond). Vermoedelijk stond ook de volumedaling in verband met het wisselvallige klimaat op de valutamarkt, dat het risico van beleggen in het buitenland aanzienlijk vergrootte.

Aan de passiefzijde van de balans van gezinnen stagneerde de ontwikkeling van de totale onderhandse schuld. Het is moeilijk vast te stellen in hoeverre de beurscrisis hierop van invloed is geweest. Het hypothecaire krediet aan gezinnen bleef in 1987 gestaag doorgroeien. Dit lijkt vooral te moeten worden toegeschreven aan het aantrekken van de woningmarkt in dat jaar, hetgeen tot uitdrukking kwam in een stijging van het gemiddelde prijspeil van woningen met circa 6%.

De invloed van de beurscrisis op de balanssamenstelling van *bedrijven* lijkt minder geprononceerd. Zowel aan de actiefzijde als aan de passiefzijde nam weliswaar de waarde van de post aandelen + deelnemingen af, maar relatief veel minder dan het aandelenbezit van gezinnen. De belangrijkste reden hiervan is dat de opgetreden koersdalingen maar ten dele in een lagere waardering van deelnemingen tot uitdrukking zijn gekomen<sup>3</sup>. Bovendien hebben

3. In tegenstelling tot de in de balansrekeningen beschouwde 'gewone' aandelen, is aan deelnemingen niet noodzakelijk een beursnotering verbonden.

Nederlandse bedrijven in 1987 omvangrijke directe investeringen in het buitenland gedaan en is ook de stand van de directe investeringen door buitenlandse bedrijven in Nederland gestegen. Deze ontwikkeling sloot aan bij de eerder ingezette tendentie naar internationalisering.

De groei van het liquiditeitsbezit van bedrijven is in 1987 aanzienlijk vertraagd. De kredietverlening aan bedrijven breidde zich daarentegen sterk uit. Mogelijk is hiermee een gedeelte van de eerder genoemde acquisities in het buitenland gefinancierd. Overigens strekte het toegenomen beroep op vreemd vermogen zich in 1987, naast de lange onderhandse leningen, ook uit tot de kortlopende verplichtingen en het hypothecaire krediet.

## Het beleggingsgedrag van gezinnen

In het onderstaande wordt geprobeerd het beleggingsgedrag van gezinnen in de beschouwde periode nader te analyseren. Daartoe worden de betrokken balansmutaties gesplitst in een vermogenseffect en een substitutie-effect. Het vermogenseffect (V) wordt gedefinieerd als de balansmutatie die zou hebben plaatsgevonden indien de betrokken titel een constant aandeel in de waarde van de totale activa zou zijn blijven uitmaken. Het substitutie-effect (S) wordt verkregen door dit vermogenseffect in mindering te brengen op de feitelijke balansmutatie. Formeel hangen balansmutatie, vermogenseffect en substitutie-effect als volgt met elkaar samen:

$$\Delta q = (q_0/Q_0) \Delta Q + Q_1 \Delta(q/Q)$$

$$= V + S$$

Hierin is  $q_0$  de waarde van een willekeurige balanspost aan het begin van een jaar, representeert  $Q_0$  het balanstotaal aan het begin van dat jaar, staat  $Q_1$  voor het balanstotaal aan het einde van het jaar en definieert de operator  $\Delta$  een (absolute) mutatie. Tabel 4 geeft per jaar voor elk van de onderscheiden financiële activa van gezinnen het vermogenseffect en het substitutie-effect<sup>4</sup>. Het is eenvoudig af te leiden dat per jaar de som van de diverse substitutie-effecten gelijk aan nul is, hetgeen conceptueel ook logisch is.

De vermogenseffecten beogen een 'normaal' ontwikkelingspad voor de diverse balansposten te beschrijven<sup>5</sup>. Wijkt de feitelijke ontwikkeling hiervan af, dan wordt geconcludeerd dat er financiële titels voor elkaar zijn gesubstitu-

eerd. De mate waarin dit is gebeurd, wordt weergegeven door de substitutie-effecten. Aanleidingen tot het ontstaan van deze substitutie-effecten kunnen zijn: mutaties in rente-ecarts en (in geval van marktimperfecties) veranderde verwachtingen ten aanzien van beurs- en valutakoersen, gewijzigde risico's, enzovoort<sup>6</sup>.

In de bovenstaande beschouwingwijze van het financiële gedrag van gezinnen worden veranderingen in de portefeuillesamenstelling die louter het resultaat zijn van koersmutaties aangemerkt als substitutie. Met andere woorden, het optreden van koerswinsten op bij voorbeeld aandelen wordt niet als een 'normale' ontwikkeling beschouwd. Voor zover de koerswinsten (of -verliezen) onverwacht of speculatief zijn, lijkt deze zienswijze wel gerechtvaardigd, al is het tamelijk willekeurig om te veronderstellen dat de desbetreffende vermogensresultaten 'normaliter' binnen een jaar conform de initiële portefeuillesamenstelling worden verdeeld over de diverse financiële activa. Indien de behaalde koerswinsten op een titel als 'normaal' kunnen worden aangemerkt (bij aandelen bij voorbeeld in geval van een constante koers-winstverhouding), zou het evenwel de voorkeur verdienen deze koerswinsten op te nemen bij het vermogenseffect van de betrokken balanspost. Een dergelijke, theoretisch meer aanvaardbare, decompositie van balansmutaties vereist dat voor een aantal vermogenstitels (i.c. aandelen, deelnemingen en obligaties) een 'normaal' koersverloop wordt gesimuleerd. Zulks valt echter buiten het bestek van dit artikel<sup>7</sup>.

Worden nu de substitutie-effecten in tabel 4 beschouwd, dan valt het volgende op. De hausse op de internationale aandelenmarkten in 1983 (zie figuur 1) heeft een duidelijke invloed op de portefeuillesamenstelling van gezinnen gehad. Er vond een aanzienlijke stijging van het in aandelen belegde vermogensdeel plaats, overeenkomend met een bedrag van bijna f 12 miljard. De grote verliezer hierbij was het (binnenlandse) spaargeld, dat in 1983 zelfs een absolute daling te zien gaf, hetgeen vrij uitzonderlijk is. Overigens blijken er in dat jaar niet alleen aandelen voor spaargeld te zijn gesubstitueerd. Het omvangrijke positieve substitutie-effect bij de overige financiële activa wijst erop dat er in 1983 nogal wat spaargeld naar buitenlandse banken is verdwenen. Naast rentemotieven heeft hierbij wellicht ook de Slavenburg-affaire een rol gespeeld. Ook het positieve substitutie-effect bij het chartale geld in dat jaar was mogelijk een gevolg van fiscaal geïnduceerde onttekkingsaan binnenlandse tegoeden.

Ook in latere jaren ging de substitutie van spaargeld door aandelen gestaag door, zij het, als gevolg van bescheiden winstnemingen, aanvankelijk minder uitbundig dan in 1983<sup>8</sup>. In 1984 werden naast spaargeld ook liquiditeiten in belangrijke mate door effecten gesubstitueerd.

Tabel 4. Vermogens- en substitutie-effecten financiële activa van gezinnen, 1983-1987, in miljarden gulden

	1983	1984	1985	1986	1987	Cumulatief
<b>Vermogenseffecten</b>						
Chartaal geld	2,2	1,5	1,3	2,3	-0,7	6,7
Giraal geld	2,8	1,8	1,6	2,6	-0,8	8,0
Secundaire liquiditeiten	0,9	0,6	0,4	0,7	-0,2	2,5
Spaargeld (binnenlands)	14,7	9,1	7,9	12,9	-3,9	40,7
Aandelen	2,6	2,5	2,4	4,7	-1,7	10,5
Obligaties e.d.	4,5	3,1	3,1	5,0	-1,5	14,2
Overige financiële activa	0,9	0,8	0,6	0,7	-0,2	2,8
<b>Substitutie-effecten</b>						
Chartaal geld	0,7	-0,9	0,9	-2,0	4,1	2,9
Giraal geld	-1,2	-1,4	-0,2	0,3	2,8	0,3
Secundaire liquiditeiten	-0,1	-2,2	0,4	0,0	2,1	0,3
Spaargeld (binnenlands)	-15,0	-2,4	-3,7	-5,8	3,0	-23,8
Aandelen	11,9	3,8	7,3	9,4	-15,4	17,0
Obligaties e.d.	0,5	6,2	-1,5	-0,4	0,4	5,1
Overige financiële activa	3,3	-3,1	-3,3	-1,6	3,0	-1,7

NB: door afronding tellen de substitutie-effecten niet voor elk jaar precies tot nul op.

## vervolg op blz. 393

4. De grootheid ( $q_0/Q_0$ ) in bovenstaande formule wordt voor elk jaar opnieuw bepaald. De effecten in de tabel zijn dus berekend ten opzichte van de portefeuillesamenstelling aan het begin van het beschouwde jaar.

5. Het begrip vermogen wordt hier (enigszins oneigenlijk) gebruikt voor het totale bezit aan financiële activa, zonder dat dit is gesaldeerd met de uitstaande schuld.

6. De gekozen interpretatie is geïnspireerd door de moderne portefeuilletheorie. Als alternatief zou men ook kunnen besluiten om, bij voorbeeld bij de liquide activa, van een normale ontwikkeling te spreken indien de waardeverandering van de betrokken titel(s) overeenkomt met de groei van een geschikte transactie-indicator. Een dergelijke benadering sluit meer aan bij de traditionele (Keynesiaans georiënteerde) geldvraagtheorie.

7. Uiteraard zijn ook andere decomposities dan de hier genoemde denkbaar. Zo kan het van belang zijn ook de passiefzijde van de balans in de analyse van het beleggingsgedrag van gezinnen te betrekken.

8. Uit eerder genoemde tentatieve berekeningen (zie voetnoot 2) komt naar voren dat er in 1984 en 1985 per saldo aandelen zijn verkocht door gezinnen.

De belangstelling voor obligaties was in 1984 opvallend groot, maar zakte daarna weer weg. Deze tijdelijke opleving betrof onder andere aankopen van buitenlandse obligaties, uitgelokt door de relatief hoge internationale rentetarieven (zie figuur 1). De kapitaalvlucht blijkt in 1984 tot staan te zijn gekomen. Zoals al eerder vermeld, was er (gedurende drie achtereenvolgende jaren) zelfs sprake van omvangrijke disposities van tegoeden bij buitenlandse banken.

In 1987 vond er een omwenteling plaats ten gevolge van de fiscale inlichtingenplicht en de beurscrisis. De fiscale inlichtingenplicht leidde ertoe dat omvangrijke bedragen van spaarrekeningen werden opgenomen, die deels in de oude sok verdwenen (chartaal geld) en deels naar het buitenland werden overgebracht (overige financiële activa). De gevolgen van de beurscrisis bleven in hoofdzaak beperkt tot het aandelenbezit zelf. De liquiditeiten van gezinnen ondergingen positieve substitutie-effecten, die de door de koersval veroorzaakte negatieve vermogenseffecten meer dan compenseerden. Het omvangrijke positieve substitutie-effect dat op grond van de koersontwikkeling bij het spaargeld had mogen worden verwacht, werd grotendeels tenietgedaan door de invloed van de fiscale inlichtingenplicht. De geringe substitutie van obligaties voor aandelen hing samen met de eerder vermelde afstoot van buitenlandse obligaties.

## Conclusies

---

De veranderingen in de balanssamenstelling van gezinnen in de periode 1983-1987 stonden vooral in het teken van de gebeurtenissen op de effectenbeurs. Tot en met 1986 vond er een zeer sterke groei van de waarde van het aandelenbezit van gezinnen plaats. Deze ontwikkeling ging met name ten koste van het (binnenlandse) spaargeld. In 1987 zou het spaargeld door de opgetreden beurscrisis iets van de opgelopen schade hebben kunnen goedmaken, ware het niet dat de fiscale inlichtingenplicht roet in het eten gooide. De ontwikkeling van het liquiditeitsbezit van gezinnen blijkt zich in termen van substitutie-effecten per saldo weinig van de turbulenties op de effectenbeurs te hebben aangetrokken. Mogelijk speelt hier een rol dat de toegenomen omzetten op de effectenbeurs t/m 1986 hebben geleid tot een grotere behoefte aan transactiekassen, die werden verkregen door intering op spaargeld en/of door het opnemen van rekeningcourantkrediet tegen effecten.

De belangrijkste ontwikkeling op de balans van bedrijven was de onstuimige groei van het liquiditeitsbezit in de periode 1983-1986, die in 1987 praktisch stagneerde. Tegenover dit laatste feit stond een sterk oplopende kredietvraag van bedrijven in dat jaar.

**J. Swank**