*Prof. Dr. H. Visser**

De overheid en de vermogensmarkt

1. Inleiding

Het beslag van de overheid op de vermogensmarkt, met name op het lange onderdeel daarvan, is de laatste paar jaar tot voor Nederland ongekende hoogten gestegen (zie tabel 1).

Tabel 1 Het netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt

jaar	1973	1977	1978	1979	1980	1981	1981-IV-1982-III
Netto beroep overheid in miljarden guldens	3,8	8,7	8,0	10,4	15,9	24,9	31,6
Idem, in % van het netto nationale inkomen	2,5	3,5	3,0	3,7	5,3	8,0	9,7
Idem, in % van het binnenlandse kapitaalmarktaanbod	18	20	16	25	38	63	67

Bronnen: *Miljoenennota 1983*, blz. 25 en *Kwartaalbericht* 1982:3 van De Nederlandsche Bank, blz. 24 en 28.
Opmerking: Het netto beroep betreft het totale beroep minus aflossingen.

Bij het beeld dat tabel 1 geeft zij het volgende te bedenken. Het beslag van de overheid op het binnenlandse kapitaalmarktaanbod is spectaculair toegenomen, maar was in de eerste vier in de tabel opgenomen jaren historisch gezien betrekkelijk laag. In de jaren vijftig was een beslag rond 50% van het binnenlandse kapitaalmarktaanbod heel normaal; in de jaren zestig een beslag rond 40% niet ongebruikelijk. Ook ten opzichte van het nationale inkomen was het beslag in de eerste vier in de tabel opgenomen jaren vergeleken met de voorgaande twee decennia betrekkelijk laag[1]. Evenwel liepen in het verleden besparingen in relatief geringere mate via de kapitaalmarkt, doordat ondernemingen winsten konden inhouden en gebruiken voor eigen investeringen. Een ander punt is dat de meest recente cijfers een vertekening bevatten doordat de financiering van de sociale woningbouw buiten het overheidsbudget is gebracht. Het effect daarvan wordt geschat op ongeveer 1% van het netto nationale inkomen[2]. Maar welk criterium men ook neemt, het beslag van de overheid op de kapitaalmarkt is vanaf 1981 extreem hoog.

* *Ik zeg gaarne dank aan drs. J. A. Gons en dr. G. Rietkerk voor hun opmerkingen bij het concept van dit artikel.*

Dit grote beslag heeft alom tot geweeklaag geleid. Men ziet grote problemen opdoemen, namelijk:

i) stijging van de interestvoet en - mede daardoor - verdringing of 'crowding out' van particuliere leners op de kapitaalmarkt door de overheid;
ii) een grote druk van de interest- en aflossingsverplichtingen op het overheidsbudget in de toekomst;
iii) een te grote toeneming van de liquiditeitenmassa wanneer de overheid het beslag op de kapitaalmarkt zou verminderen en overgaat op meer monetaire financiering;
iv) de moeilijkheid om het financieringstekort van de overheid, en daarmee het beslag van de overheid op de vermogensmarkt, na een stijging tot grote hoogte weer terug te dringen tot een meer aanvaardbaar niveau.

Wij willen ons hier concentreren op de huidige situatie op de vermogensmarkt en beperken ons daarom tot de punten i) en iii)[3]. Ten aanzien van punt i) zullen we aandacht schenken aan het terzake voor Nederland verrichte econometrische onderzoek. Bij de interpretatie daarvan is grote voorzichtigheid geboden. Immers, het gaat bij het econometrische onderzoek niet alleen om het traceren van gebeurtenissen in het verleden, maar ook om het prognotiseren van de gevolgen van verschillende beleidsvarianten voor de overheid met het oog op de toekomst (het opstellen van 'spoorboekjes'). Nu is het verre van zeker dat de voor het verleden gevonden verbanden ook voor de toekomst zullen gelden. Dit speelt in versterkte mate omdat verbanden tussen economische grootheden in het verleden onderzocht zijn voor bepaalde waardegebieden van die grootheden en variabelen als het financieringstekort van de overheid en de werkloosheid inmiddels een ongekend grote omvang hebben aangenomen. Dat betekent dat nu andere waardegebieden relevant zijn. De altijd al bestaande onzekerheid ten aanzien van 'spoorboekjes' is daardoor alleen maar toegenomen.

2. De institutionele vorm van de kapitaalmarkt

Een opvallend verschijnsel op de Nederlandse kapitaalmarkt is het tot 1979 teruglopen van het rechtstreekse aanbod van gezinnen en bedrijven. Als oorzaken kunnen genoemd worden het toegenomen contractuele sparen (levensverzekeringen, pensioenfondsen), de vrije val van de ondernemingswinsten en de toeneming van het aanhouden van middelen in de vorm van spaargeld en spaarbewijzen.
Dit laatste komt in de statistieken van De Nederlandsche Bank tot uiting in een verschuiving van het netto aanbod van de gezinnen en bedrijven naar de financiële instellingen (zie tabel 2).

Tabel 2 Het netto aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt, in procenten van het totaal

Jaar	1970	1973	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1981-IV 1982-III
Fondsen en spaarbanken	50	53	49	46	47	48	55	67	69
Gezinnen en bedrijven	8	13	7	3	3	–1	4	7	10
Hypotheek-banken	2	5	11	13	10	10	7	–3	–7
Geldscheppende instellingen	28	32	35	29	33	36	24	24	23
Buitenland	12	–3	–2	8	6	8	10	5	5

Bron: 1970 en 1973: J. A. Gons en C. de Pee, De rol van de kapitaalmarkt in de Nederlandse volkshuishouding, *Bank- en Effectenbedrijf* jrg. 30 no. 2, 1981, blz. 50; 1976 tot en met 1980: *Verslag over het jaar 1981*, De Nederlandsche Bank, statistische bijlage tabel 7.1; 1981, 1982: *Kwartaalbericht* 1982:3, De Nederlandsche Bank, statistische bijlage tabel 7.1.

Het na 1979 weer oplopende rechtstreekse aanbod van gezinnen en bedrijven kan worden toegeschreven aan een grotere belangstelling voor obligaties van de kant van de gezinnen, beter ware het te spreken van natuurlijke personen, ten koste van het aanhouden van spaargelden en spaarbewijzen aan toonder[4].

De fondsen en de spaarbanken nemen op de Nederlandse kapitaalmarkt een steeds meer overheersende plaats in. Zij vertonen een voorkeur voor vastrentende waarden. Deze voorkeur hangt samen met hun veelal in nominale bedragen vastliggende toekomstige verplichtingen, maar ook met het hogere rendement dat op vastrentende waarden het afgelopen decennium behaald werd, vergeleken met belegging in aandelen[5]. Zij vertonen ook een zekere voorkeur voor de onderhandse markt[6]. Immers, op de onderhandse markt is nauw contact tussen geldgever en geldnemer mogelijk en hoeft de belegger niet, zoals bij openbare emissies, maar af te wachten welk bedrag hem toegewezen wordt. Voor institutionele beleggers, die met grote regelmaat omvangrijke bedragen aan te bieden hebben, lijkt de onderhandse markt in vele opzichten aantrekkelijker dan de openbare markt. Daarbij komt dat ook geldnemers goede motieven hebben om naar de onderhandse markt te gaan. Op die manier omzeilen ze de kalenderregeling van De Nederlandsche Bank, die bij de toelating tot openbare emissies een voorkeurpositie reserveert voor de Staat en de Bank voor Nederlandsche Gemeenten. Overigens zijn deze zaken steeds in beweging. Zo is het zeer wel denkbaar dat de optiebeurs de aantrekkelijkheid van de openbare markt weer vergroot heeft. Men kan bijvoorbeeld, als men weet dat men op een zeker moment een bepaald bedrag ter belegging beschikbaar krijgt, zich van een bepaald minimumrendement op obligaties verzekeren door call opties te kopen.

De voor ons doel relevante vraag is nu in hoeverre de in het voorgaande beschreven ontwikkelingen geleid kunnen hebben tot 'crowding out' van

particuliere ondernemingen van de kapitaalmarkt. Binnen het marktsegment van het risicomijdend kapitaal lijkt een verschuiving naar de onderhandse markt als zodanig de aantrekkelijkheid van particulier beleggingsmateriaal niet te verminderen. Indien er dan sprake zou zijn van 'crowding out', is de oorzaak te zoeken in een stijging van de interestvoet als gevolg van het grote overheidsbeslag. Het toenemen van het contractuele sparen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen kan wèl een institutionele factor zijn die de vraag naar aandelen negatief beïnvloedt. Het blijkt evenwel dat natuurlijke personen bereid zijn om, als er aantrekkelijke rendementen in het vooruitzicht gesteld worden, tot rechtstreekse belegging op de kapitaalmarkt over te gaan, ten koste van het aanhouden van middelen bij de financiële instellingen (zie tabel 2 en de daaropvolgende tekst). Bovendien zijn er aanwijzingen dat ook de institutionele beleggers bereid zouden zijn meer in risicodragend vermogen te beleggen als de verwachte rendementen maar beter zouden zijn[7]. Het lijkt er op dat het toenemende beslag van de overheid op de kapitaalmarkt gepaard is gegaan met een afneming van het aanbod van aantrekkelijk particulier beleggingsmateriaal. Dat kan voor een deel het gevolg zijn van hogere rendementseisen als gevolg van het toegenomen beslag van de overheid, maar een hoofdoorzaak ligt toch wel in de slechte rendementspositie van het bedrijfsleven, die de drang om investeringen te verrichten welhaast vernietigd heeft. Dat neemt niet weg dat er nog wel iets bereikt kan worden met maatregelen die gericht zijn op het stimuleren van het rechtstreekse aanbod op de kapitaalmarkt van de gezinshuishoudingen ten gunste van particuliere ondernemingen. Daarbij valt niet al te veel te verwachten van particuliere participatiemaatschappijen[8].
Fiscale maatregelen die het beleggen in aandelen voor natuurlijke personen aantrekkelijker maken kunnen echter wel een positieve invloed uitoefenen, zoals de resultaten van de invoering van de Loi Monory in Frankrijk laten zien.
De vraag betreffende 'crowding out' doet zich inmiddels ook voor aan de korte zijde van de markt. De banken hebben van medio 1981 tot medio 1982 voor naar schatting *f* 5 à *f* 6 miljard bijgedragen aan het kapitaalmarktberoep van de Staat, dat is voor ongeveer een kwart van het totale beroep van de overheid.
Die bijdrage geschiedde deels voor eigen rekening, deels in de vorm van het verstrekken van voorfinanciering aan institutionele beleggers[9]. Men kan zich afvragen in hoeverre deze kredietverlening ten koste is gegaan van kredietverlening aan het bedrijfsleven. Mogen er op de kapitaalmarkt ook enige institutionele faktoren een rol spelen, in dit geval lijkt 'crowding out' in nog sterkere mate een gevolg te zijn van een minder aantrekkelijke combinatie van rendement en risico van kredietverlening aan het bedrijfsleven vergeleken met kredietverlening aan de overheid. Voorzover er sprake is van 'crowding out' als gevolg van het beroep van de overheid, zal de oorzaak daarvan vooral in een eventuele verzwaring van de kredietvoorwaarden, vooral de interestvoet, gezocht moeten worden.

De invloed van het beroep van de overheid op de interestvoet is empirisch

onderzocht. Alvorens het desbetreffende onderzoek te bespreken, willen we de mechanismen van 'crowding out' beschrijven zoals die in de literatuur te vinden zijn. Deze zijn namelijk niet uitsluitend beperkt tot de interestvoet en het is interessant om na te gaan of andere mechanismen ook relevant zouden kunnen zijn.

3. De mechanismen van 'crowding out'

In de algemeen-economische literatuur wordt al gedurende ongeveer twee decennia veel aandacht besteed aan de vraag in hoeverre een toeneming van de overheidsbestedingen particuliere bestedingen verdringt[10]. Monetaristische economen (we noemen voor de Verenigde Staten Milton Friedman, Karl Brunner, de staf van het onderzoekbureau van de Federal Reserve Bank of St. Louis en de huidige onderminister van financiën Beryl Sprinkel en voor Nederland P. Korteweg en E. Bomhoff) zijn van mening dat een expansie van de overheidsbestedingen die gefinancierd wordt door een beroep op de kapitaalmarkt, voor het overgrote deel gecompenseerd wordt door een terugval van de particuliere bestedingen. In het geval van monetaire financiering daarentegen neemt het totaal aan bestedingen in ieder geval nominaal toe. Hoe zo'n toeneming verdeeld wordt over de hoeveelheidscomponent en de prijzencomponent is een andere kwestie.

Langs welke wegen kan nu 'crowding out' optreden wanneer een expansie van de overheidsbestedingen gefinancierd wordt op de kapitaalmarkt? We kunnen de volgende mechanismen onderscheiden.

(i) De geldvraag is betrekkelijk interestinelastisch. Bij een constante geldhoeveelheid en een toeneming van de overheidsbestedingen zal het nationale inkomen een tendens tot stijgen vertonen. De interestvoet zal daardoor hoger worden. De particuliere bestedingen nemen dientengevolge af en de stijging van het nominale inkomen blijft beperkt.

(ii) De financieringstekorten van de overheid impliceren dat de beleggers een steeds toenemende hoeveelheid overheidsschuld in hun portefeuilles moeten opnemen. Dat willen ze alleen maar doen als de voorwaarden steeds aantrekkelijker worden. De interest stijgt en de particuliere bestedingen nemen weer af (voor de algemeen-economisch geschoolden: sub (i) vond een verschuiving plaats *langs* de LM-curve naar rechts, in dit geval vindt een verschuiving plaats *van* de LM-curve naar boven).

(iii) Er treden vermogenseffecten op. De overheidsschuld wordt geheel of gedeeltelijk als netto vermogen van de particuliere sector gezien. Als de uitstaande schuld toeneemt, en koersdalingen van de reeds eerder uitstaande schuld die toeneming niet teniet doen, stijgt het vermogen van de economische subjecten (in hun perceptie). Dat kan een stimulans zijn om meer te besteden. Het kan ook een stimulans zijn om meer geld aan te houden, wat de interest doet toenemen en de bestedingen weer afremt (de LM-curve verschuift naar links). Als dat laatste element overheerst, treedt 'crowding out' op.

(iv) Er kan sprake zijn van 'full tax discounting'. De overheidsschuld wordt in het geheel niet als netto vermogen van de particuliere sector gezien, omdat die sector tegenover het bezit aan overheidsobligaties de gekapitaliseerde waarde stelt van de voor de interestbetalingen en aflossing benodigde toekomstige belastingbedragen. Als men dan de particuliere bestedingen ziet als een functie van het vermogen, en niet van het inkomen, is het resultaat van financiering op de kapitaalmarkt gelijk aan dat van financiering van overheidsuitgaven door belastingen: men staat geld af zonder daar iets voor terug te krijgen, vervolgens besteedt de overheid dat geld weer. Men spreekt hier wel van het *Ricardiaanse equivalentie theorema*[11], hoewel men wellicht beter van het *pre-Ricardiaanse equivalentie theorema* kan spreken[12]. Hier is sprake van *ex ante* 'crowding out': de particuliere bestedingen, in dit geval de consumptieve bestedingen, vallen direct terug, en niet pas na verloop van tijd als gevolg van een stijging van de interestvoet.

(v) Tenslotte kan er nog sprake zijn van *ultra-rationaliteit*[13]. Dit houdt in dat de economische subjecten eerst individueel bepaalde goederen en diensten aanschaffen, maar vervolgens besluiten om over te gaan op collectieve aanschaffing, via de overheid, en hun individuele bestedingen navenant terug laten gaan.

Het laatst beschreven geval lijkt geen groot realiteitsgehalte te bezitten: wie geld overhoudt doordat de overheid bepaalde diensten verschaft, gaat dat geld wel aan andere zaken besteden.
Empirisch onderzoek wekt de indruk dat het pre-Ricardiaanse equivalentie theorema niet erg relevant is en dat de omvang van de overheidsschuld de bestedingen ook nauwelijks beïnvloedt[14]. De elasticiteit van de geldvraag als zodanig is weinig omstreden. We willen nu nader kijken naar de betekenis van de toeneming van de overheidsschuld op de interest en naar de daardoor veroorzaakte 'crowding out', aan de hand van publicaties van empirisch onderzoek dat op Nederland betrekking heeft.

4. Interest en 'crowding out' in het empirische onderzoek betreffende Nederland

Het empirische onderzoek voor Nederland is voornamelijk verricht met behulp van monetaire submodellen, waarin de reële sector als exogeen beschouwd wordt of ontbreekt. We geven hier een beknopt overzicht van de voor ons onderwerp relevante resultaten.

- Een aantal medewerkers van het Centraal Planbureau heeft een monetair submodel voor Nederland ontwikkeld waarmee zij simulaties voor de periode 1970-1979 verricht hebben[15]. Een vergroting van het overheidstekort met *f* 1 miljard per jaar, dat is 1% van het netto nationale inkomen (NNI) in 1970, gefinancierd met lange middelen leidde tot een stijging van de lange interest met 0,32 procentpunt in 1970, tot uiteindelijk 0,44 in 1978.
  De onderzoekers hebben verondersteld dat de lopende rekening van de

betalingsbalans met *f* 0,5 miljard verslechtert. De stijging van de interest induceert echter kapitaalinvoer, zodat het saldo van de niet-monetaire sectoren gemiddeld slechts *f* 0,1 miljard negatief is.

– Fase heeft de resultaten gepubliceerd van simulaties met een bij De Nederlandsche Bank ontwikkeld kwartaalmodel, dat geschat is voor de periode 1970-1979[16]. Een duurzame beperking van het financieringstekort van de overheid met *f* 6 miljard of 2% van het NNI in 1979 zou de lange interest doen dalen met 0,5 procentpunt.

– De Ridder heeft een monetair jaarmodel ontwikkeld en geschat voor de periode 1962-1978[17]. Hij besteedt veel aandacht aan de betalingsbalans. Simulaties voor de periode 1974-1978, een periode zonder vaste wisselkoersen (en dientengevolge in het algemeen met minder afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland bij een expansief overheidsbeleid dan in het geval van vaste wisselkoersen) lieten als resultaat zien dat een additioneel kapitaalmarktberoep van de overheid ten belope van 2% van het NNI, dat wil zeggen *f* 3,5 miljard in 1974, de lange interest met 0,14 procentpunt doet toenemen. Het kapitaalmarktberoep wordt hier gedaan bij gelijkblijvend financieringstekort, dus als alternatief van monetaire financiering. De interesteitstijging blijft beperkt doordat de banken bereid blijken het optredende liquiditeitstekort bij het publiek voor een belangrijk deel aan te zuiveren.

– Van Sinderen heeft een jaarmodel van de kapitaalmarkt ontwikkeld en geschat voor de periode 1958-1978[18]. Een variantenanalyse voor de periode 1970-1978 liet zien dat een toeneming van het financieringstekort van de overheid met 1% van het NNI, geheel gedekt op de kapitaalmarkt, de lange interest na één jaar met 0,54 procentpunt opdreef, na twee jaar met 0,39 procentpunt en tenslotte na negen jaar, na een aantal fluctuaties, met 0,6 procentpunt. In totaal besloeg het geaccumuleerde extra beroep van de overheid na 9 jaar *f* 9 miljard, waartegenover de kapitaalinvoer gestegen was met *f* 3,36 miljard, het aanbod van de geldscheppende instellingen met *f* 3,41 miljard, van spaarbanken en fondsen met *f* 0,63 miljard en van het publiek met *f* 0,24 miljard. Hoewel ook hier een reële sector ontbreekt, kan in dit geval enige indruk worden verkregen van de mate van 'crowding out': het beroep van het publiek (gezinnen en bedrijven) op de kapitaalmarkt nam met *f* 1,36 miljard af. Er was dus sprake van enige 'crowding out', maar deze was beperkt doordat de interesteitstijging het aanbod deed toenemen.

– Een geïntegreerd monetair en reëel model is door Knoester gepresenteerd[19]. Het is een jaarmodel, geschat voor de periode 1953-1975. De kapitaalmarkt is niet geëxpliciteerd. Dat heeft nadelen: in het model ontbreken terugkoppelingseffecten van de plaatsing van overheidsschuld naar de geldmarkt en de goederenmarkt. Wel is er een indirecte invloed. Een toeneming van de overheidsuitgaven met *f* 2 miljard of 1% van het bruto nationale produkt in 1975, gefinancierd op de kapi-

taalmarkt, doet aanvankelijk de investeringen en de totale produktie toenemen, maar na 10 jaar zijn de investeringen in vaste activa naar volume met 4,7% gedaald, de investeringen in woningen met 2,0% en de totale produktie met 1,3%[20]. Hier zien we meer dan volledige 'crowding out'. De weg waarlangs de 'crowding out' optreedt loopt via de betalingsbalans: de toegenomen overheidsbestedingen doen de lopende rekening verslechteren. Er vloeien liquiditeiten af naar het buitenland. De particuliere bestedingen dalen doordat de interest stijgt en tevens doordat van de verminderde geldhoeveelheid een directe negatieve impuls uitgaat. Hier is geen rekening gehouden met compenserend gedrag van andere sectoren, zoals bij Van Sinderen.

5. Slotopmerkingen

Alle empirische onderzoeken, hoe verschillend ook van opzet, laten een positief verband zien tussen het financieringstekort van de overheid, gedekt door leningen op de kapitaalmarkt, en de interestvoet. De invloed van de interest op de particuliere bestedingen is minder duidelijk doordat in de meeste gevallen de relaties tussen de monetaire sector en de reële sector niet uitgewerkt zijn. We merken hierbij op dat de 'crowding out' hier niet in de zuivere vorm bestudeerd wordt die monetaristische economen voorstaan: de geldhoeveelheid wordt niet constant gehouden. Bij Knoester treedt de 'crowding out' juist op doordat de geldhoeveelheid afneemt, bij Van Sinderen wordt ze gemitigeerd onder andere doordat de banken extra krediet verlenen. Een belangrijke factor die de stijging van de interest afremt blijkt steeds weer de kapitaalinvoer te zijn. Een beeld van het belang daarvan krijgt men uit het gegeven dat de laatste jaren rond 30% van de nieuw geëmitteerde overheidsobligaties door het buitenland opgenomen wordt[21]. En daar ligt het eerder gesignaleerde probleem: wie zal zeggen hoelang de voor het verleden gevonden relaties voor de toekomst blijven gelden. Hoe lang zal het buitenland bereid blijven zoveel Nederlandse staatsschuld op te nemen? In dit verband lijkt het gewenst niet alleen meer naar het financieringstekort te kijken, maar ook de totale financieringsbehoefte, inclusief aflossingen, in de beschouwingen te betrekken.

De bereidheid van het buitenland om Nederlandse staatsschuld te kopen is vooral afhankelijk van het vertrouwen dat men in de gulden heeft. Die zorg om het vertrouwen in de gulden blijkt de voornaamste reden te zijn waarom De Nederlandsche Bank fel gekant is tegen monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid[22]. Afgezien van dit argument kan men zich afvragen of De Nederlandsche Bank niet erg streng is bij haar verwerping van monetaire financiering. Volgens dr. Duisenberg zal het Rijk het begrotingstekort in beginsel monetair neutraal dienen te financieren[23]. Gemiddeld dient, aldus dr. Duisenberg, het tekort van de overheid ex ante niet uit te gaan boven het structurele besparingssurplus van de private sector. Men kan hierbij aantekenen dat, bij een voortdurend toenemend nominaal nationaal inkomen, de totale liquiditeitenmassa elk jaar eveneens stijgt. Bij een liquiditeitsquote (verhouding tussen liquiditeitenmassa en

nationaal inkomen) van 35 à 40 en een toeneming van het NNI met bijvoorbeeld 5% per jaar, neemt de liquiditeitenmassa jaarlijks toe met 1,75 à 2% van het NNI. Het lijkt niet rampzalig als daarvan een deel ontstaat als gevolg van monetaire financiering ten behoeve van de overheid, naast een deel als gevolg van kredietverlening door het bankwezen aan de particuliere sector.
Weliswaar treedt er ook geregeld liquiditeitscreatie op als gevolg van een overschot van de niet-monetaire sectoren in het internationale betalingsverkeer, maar dat is geen reden om de binnenlandse liquiditeitscreatie te beperken. Integendeel, een binnenlandse beperking zou de onevenwichtigheid in het internationale betalingsverkeer slechts bestendigen, omdat ze een toeneming van de kapitaalinvoer zou veroorzaken, naast enige afremming van de invoer van goederen en diensten.

Met een monetaire financiering van bijvoorbeeld 1% van het NNI is de overheid bepaald niet uit de problemen, maar de lange interest zou volgens de verschillende onderzoekingen wel lager zijn. In de huidige situatie zijn de cijfers over de monetaire financiering overigens misleidend. Van oktober 1981 tot en met september 1982 was de monetaire financiering ten behoeve van de overheid - *f* 2450 miljoen, maar de lange uitzettingen bij de overheid van de geldscheppende instellingen stegen met *f* 6350 miljoen. Door de boekhoudkundige verwerking van de gegevens leek de overheid dus liquiditeiten vernietigd te hebben, maar in feite is de vernietiging overgecompenseerd door de aankoop door banken van overheidsschuld.

We merken tenslotte op dat er wel enige indicaties van 'crowding out' zijn, maar dat deze, naar het ons toeschijnt, voor de investeringen van het bedrijfsleven veel minder betekenis heeft gehad dan de slechte rendements- en vermogenspositie, die slechts voor een zeer gering deel veroorzaakt is door ten gevolge van het overheidsberoep op de kapitaalmarkt opgedreven vermogenskosten. Dit temeer, daar de overheid zelf weer een deel van haar middelen doorgesluisd heeft naar het bedrijfsleven.

Noten
1 H. Visser (1978), Monetaire aspecten van het financieringstekort van de overheid, Economisch Statistische Berichten, *jrg. 63, no. 3153.*
2 Miljoenennota 1982, *blz. 38; 1983, blz. 25.*
3 Zie voor punt (ii) Miljoenennota 1983, *blz. 28-30 en M. van Nieuwkerk, N. P. Driesprong en A. C. J. Stokman (1982), Financieringstekort, financieringsbehoefte en rentelasten van het rijk,* Economisch Statistische Berichten, *jrg. 67 no. 3383.*
4 Zie Verslag over het jaar 1980, *De Nederlandsche Bank, blz. 82, 83.*
5 P. A. van de Paverd (1982), De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen, in Risicodragend vermogen - is het aanbod hiervan voldoende of is de vraag te klein? *NIBE, Amsterdam.*
6 Zie J. A. Gons en C. de Pee (1981), De rol van de kapitaalmarkt in de Nederlandse volkshuishouding, Bank- en Effectenbedrijf *jrg. 30 no. 2.*
7 Zie P.A. van de Paverd (1982), a.w., blz. 74.
8 G. Rietkerk (1983), De verschaffing van risicodragend vermogen onder de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen, Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde, *jrg. 57 no. 1.*

9 *P. Korteweg (1982), Speech ter gelegenheid van de officiële opening van het kantoor Zaanstad van F. van Lanschot bankiers op vrijdag 15 oktober 1982,* Persbericht Financiën *nr. W 264, 13.10.1982.*
10 *Zie hierover H. Visser (1980),* Monetaire theorie, *Stenfert Kroese, Leiden, blz. 288-293.*
11 *Zie J. Buchanan (1976), Barro on the Ricardian Equivalence Theorem,* Journal of Political Economy, *jrg. 84 no. 2 en J. Tobin (1980),* Asset Accumulation and Economic Activity, *Basil Blackwell, Oxford.*
12 *Zie M. Feldstein (1982), Government Deficits and Aggregate Demand,* Journal of Monetary Economics, *jrg. 9 no. 1.*
13 *Zie P. David en J. Scadding (1974), Private Savings: Ultra-rationality, Aggregation and 'Denison's Law',* Journal of Political Economy, *jrg. 82 no. 2.*
14 *Zie M. Feldstein (1982), a.w., blz. 13, 15.*
15 *R. J. A. den Haan, B. H. Hasselman en V. R. Okker (1981),* Een monetair submodel voor Nederland, *Occasional Paper no. 26, Centraal Planbureau, 's-Gravenhage.*
16 *M. M. G. Fase (1981), Financiële activa, rentevorming en monetaire beheersbaarheid, in E. den Dunnen, M. M. G. Fase en A. Szász (red.),* Zoeklicht op beleid; opstellen aangeboden aan prof. dr. G. A. Kessler, *Stenfert Kroese, Leiden.*
17 *P. B. de Ridder (1981), Enkele monetaire samenhangen rond een endogene wisselkoers,* Maandschrift Economie, *jrg. 45 no. 1.*
18 *J. van Sinderen (1982),* Een empirische verkenning van de kapitaalmarkt in Nederland 1958-1978, *Discussienota 8202, Ministerie van Economische Zaken.*
19 *A. Knoester (1980),* Over geld en economische politiek, *Stenfert Kroese, Leiden.*
20 *A. Knoester (1980), a.w. blz. 155.*
21 Kwartaalbericht 1982:3, *De Nederlandsche Bank, blz. 19.*
22 Verslag over het jaar 1981, *De Nederlandsche Bank, blz. 26.*
23 Verslag over het jaar 1981, *De Nederlandsche Bank, blz. 25.*

Het onderzoek waarover hier gerapporteerd wordt, maakt deel uit van het onderzoekprogramma 'Financiële instellingen en markten' van de Economische Faculteit aan de Vrije Universiteit.