



## Dalende winstgroei

**Auteur(s):**

Berg, A.A. van den  
Kerkhof, C.M.A.J. van de  
Economisch Bureau ABN-Amro, Amsterdam.

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4198, pagina 276, 9 april 1999

**Rubriek:**

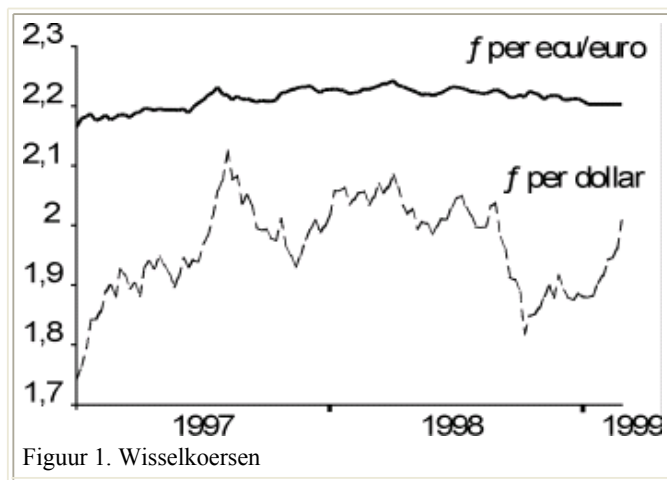
Monitor

**Trefwoord(en):**

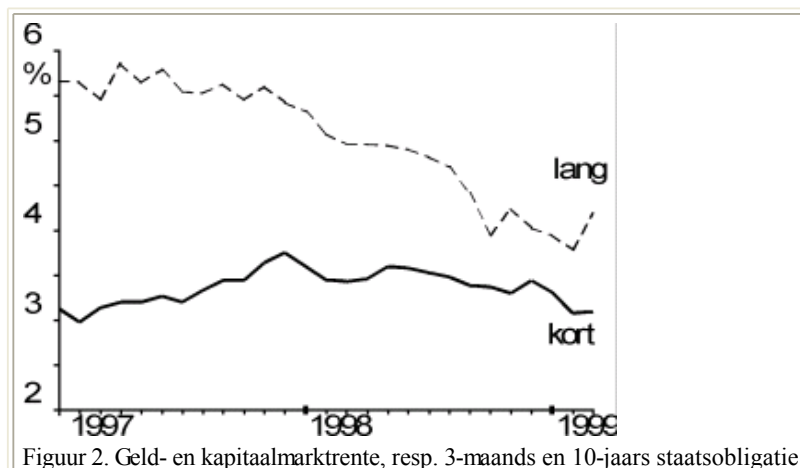
bedrijven

*Het Nederlandse bedrijfsleven heeft een periode van buitengewoon hoge winstgroei achter de rug. De vooruitzichten voor 1999 en 2000 zijn veel minder rooskleurig.*

Recent gepubliceerde gegevens van het CBS tonen aan dat grote Nederlandse ondernemingen in 1997 een winststijging van 39,5% hebben gerealiseerd ten opzichte van het jaar daarvoor. De totale winst steeg hierdoor naar een record van 68 miljard gulden (zie [tabel 1](#)). Deze gunstige ontwikkeling kan hoofdzakelijk worden toegeschreven aan de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen die omhoog schoten door de versnelling van de economische groei in de VS en het VK, en de depreciatie van de gulden ten opzichte van de dollar en het Britse pond van rond de 15% (zie [figuur 1](#)). Het resultaat uit buitenlandse deelnemingen in gulden gemeten liep daardoor op. Bovendien zorgde de oplopende korte rente voor een verbetering van de rentebaten ([figuur 2](#)); een liquiditeitsoverschot wordt normaal gesproken op kortlopende deposito's weggezet. Ten slotte daalde de feitelijk belastingdruk van 24,4% in 1996 naar 19% in 1997. Verschillende fiscale maatregelen hebben hierbij waarschijnlijk een rol gespeeld, zoals verhoogde aftrekmogelijkheden en toegenomen voorzieningen voor de kosten van de introductie van de euro en het millenniumprobleem.



Figuur 1. Wisselkoersen



Figuur 2. Geld- en kapitaalmarktrente, resp. 3-maands en 10-jaars staatsobligatie

**Tabel 1. Gerealiseerde (1997) en verwachte verlies- en winstrekening grote ondernemingen.**

	1997	1997	1998	1999	2000
	<i>f mrd</i>	<i>groei in %</i>			
Toegevoegde waarde	214,9	4,9	5,3	3,0	3,3
Loonkosten	123,0	6,2	6,0	5,2	3,8
Afschrijvingen	35,8	1,7	2,1	2,4	3,2
Overig	0,9	-9,9	7,3	-3,2	-2,9
Bruto resultaat	57,0	4,0	5,8	-1,6	2,0
Deelnemingen	29,3	69,6	6,2	-2,0	1,1
Rentelasten	15,9	2,4	-1,3	-10,0	-4,4
Rentebaten	8,8	15,1	-0,1	-16,2	3,2
Overig	6,1	449,2	-25,0	0,0	0,0
Belastingen	16,3	1,6	4,4	-0,9	5,3
Netto winst	68,0	39,5	4,5	-4,0	2,0

De ramingen zijn gebaseerd op de publicatie Statistiek Financiën Ondernemingen 1997 (SFO) van het CBS. De SFO wordt afgeleid van de jaarrekeningen van grote, niet-financiële ondernemingen die in Nederland zijn gevestigd. Onder grote ondernemingen wordt verstaan ondernemingen met een balans totaal vanaf f 25 mln. Deze ondernemingen nemen samen ongeveer 75% van de totale balansomvang van de Nederlandse bedrijfsleven voor hun rekening. 1998, 1999 en 2000 zijn schattingen van ABN AMRO Economisch Bureau.

### Winsten stabiliseren ...

De stijging van de bedrijfswinsten van 39,5% zal voorlopig niet geëvenaard worden. Wij schatten de winststijging van grote Nederlandse ondernemingen in 1998 op 4,5%<sup>1</sup>. Daarbij moet wel opgemerkt worden dat het niveau van de bedrijfswinsten de afgelopen jaren historisch gezien erg hoog is geweest. De toename van het bruto resultaat zal in 1998 niet onderdoen voor dat in 1997, dankzij de stevige groei van de toegevoegde waarde. Echter, door de minder uitbundige groei van het resultaat uit buitenlandse deelnemingen is de winstgroei sterk teruggelopen.

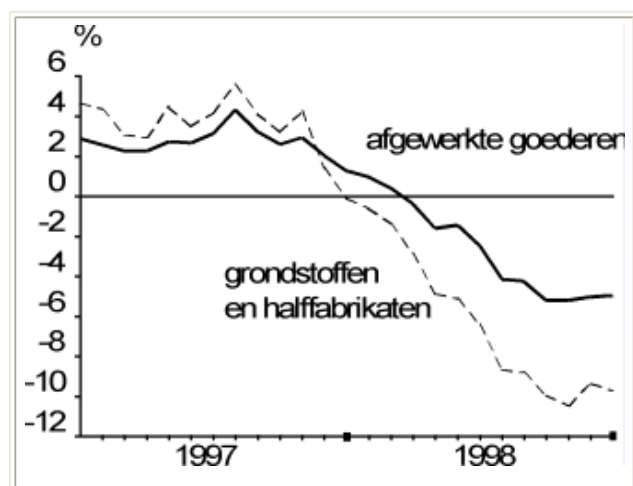
Deze terugval is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de economische verzwakking in Rusland en Azië en een minder gunstige wisselkoersontwikkeling voor de Nederlandse bedrijven die een aanzienlijk buitenlands belang hebben. Verder schatten wij de rentelasten in 1998 lager in dan in 1997, vanwege de daling van de kapitaalmarktrente (schulden zijn meestal lang gefinancierd), hoewel het wel enige tijd duurt voordat het effect hiervan volledig doorwerkt in de resultaten. Aangezien de korte rente een vlak verloop heeft laten zien is het niet waarschijnlijk dat de rentebaten een vergelijkbaar stijgend verloop hebben gekend als in 1997. Ten slotte zijn we van een vlakke feitelijke belastingdruk uitgegaan. Eventuele verliesgevende activiteiten in 1998 zullen voornamelijk in latere jaren leiden tot mogelijkheden tot verliescompensatie.

### ... en dalen daarna

Voor 1999 verwachten we zelfs een winstdaling, terwijl de winsten in 2000 weer licht zouden kunnen herstellen. Deze voorspellingen voor 1999 en 2000 zijn gebaseerd op de verwachte ontwikkeling van de verschillende onderdelen van de verlies- en winstrekening, waarop hieronder wordt ingegaan.

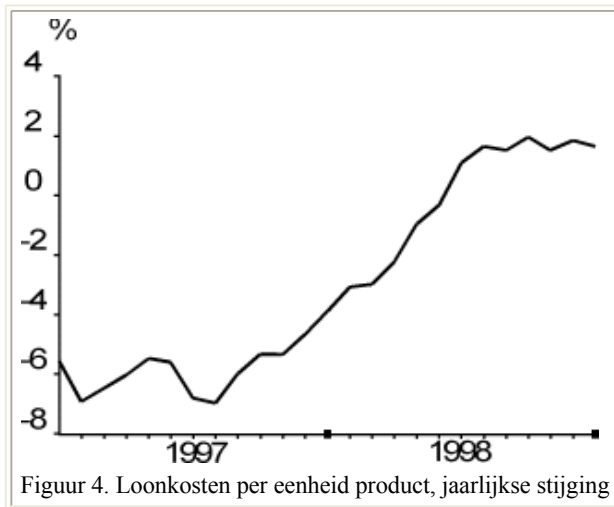
#### Toegevoegde waarde

De Nederlandse economie zal in 1999 vertragen. In lijn met deze vertraging zal ook de toegevoegde waarde van de grote ondernemingen ten opzichte van 1998 slechts een toename van 3% laten zien. Daarnaast is het verloop van de afzetprijzen in 1999 nog van negatieve invloed op het resultaat. Als gevolg van de diverse crises in de wereld zijn de olie- en grondstoffenprijzen sterk gedaald en is een stevige prijsconcurrentie ontstaan op internationale afzetmarkten. Daardoor is er weinig of zelfs geen ruimte voor margeverbetering. De negatieve prijstrend zal pas in de tweede helft van 1999 weer kunnen omkeren (figuur 3). In de loop van 2000 treedt naar verwachting een voorzichtig economisch herstel op. Vooral de exportgerichte bedrijven zullen het dan weer iets beter doen.



### Loonkosten

Het tempo van de loonkostenstijgingen zal in beide jaren fors afnemen (figuur 4). Dit is het gevolg van twee tegengestelde bewegingen. Enerzijds neemt de stijging van de loonsom per werknemer als gevolg van de lastenverzwaring voor werkgevers gecombineerd met een toename van de contractuele loonstijging. Vooral in 1999 werkt de lastenverzwaring sterk door. Anderzijds vertraagt de groei van de werkgelegenheid. Aangezien dit laatste effect het grootst is zal de toename van de loonsom beperkt blijven tot 5,2% resp. 3,8% in 2000.



### Afschrijvingen

De afschrijvingen laten over de onderzochte periode een licht oplopend verloop zien. Dat is niet zozeer het gevolg van het hoge investeringsniveau in de betreffende jaren, maar van de hoge investeringen in voorgaande jaren en een toename van herstructureringskosten. Bovendien werd in voorgaande jaren relatief weinig afgeschreven. De lagere groei van de investeringen vanaf 1998 wordt pas later volledig weerspiegeld in een afnemende stijging van de afschrijvingen.

### Buitenlandse deelnemingen

Wij voorspellen een lichte afname van het resultaat uit buitenlandse deelnemingen in 1999, zodat deze post een negatieve bijdrage zal leveren aan de winstgroei. Deze terugval is het gevolg van de aanzienlijke economische vertraging in de OESO-landen, waardoor de groei in deze landen daalt van 2,2% in 1998 naar 1,6% in 1999. Verder voorzien wij in 1999 een lichte appreciatie van de gulden (euro) ten opzichte van de dollar en het Britse pond, waardoor het resultaat eveneens negatief wordt beïnvloed. De economische vooruitzichten voor 2000 laten een lichte verbetering zien. Daarom gaan wij uit van een bescheiden verbetering van het resultaat uit deelnemingen, ondanks de lichte appreciatie van de gulden.

### Rente

De lange en de korte rente hebben in 1997 en 1998 een sterk dalend verloop te zien gegeven. Vooral de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente is van groot belang voor de rentebetalingen van het bedrijfsleven. De daling hiervan komt volledig tot uiting in de 10% afname van de rentelasten in 1999. Ook in 2000 zal deze kostenpost nog kunnen afnemen, al begint de lange rente in de loop van dat jaar wel weer op te lopen. Naast dit prijseffect speelt er bij de post rentelasten ook een volume-effect. De afvlakkende investeringsgroei vanaf 1998 heeft direct een neerwaartse invloed op het bedrag waarover de rente verschuldigd is.

De rente-inkomsten laten, net als de lasten, een sterk afnemend verloop zien door de daling van de rente. Vooral de korte rente is voor deze inkomstenpost van groot belang. In 1999 is zelfs sprake van een afname van de rentebaten van meer dan 16%, door de sterke daling van de korte rente en een negatief volume-effect. Door het lage renteniveau zullen bedrijven immers op zoek gaan naar hoger renderende (niet rente-dragende) alternatieven om tijdelijke liquiditeitsoverschotten weg te zetten. In 2000, als zowel de korte en lange rente weer licht opveren, zullen de rentebaten een bescheiden toename van circa 3% laten zien.

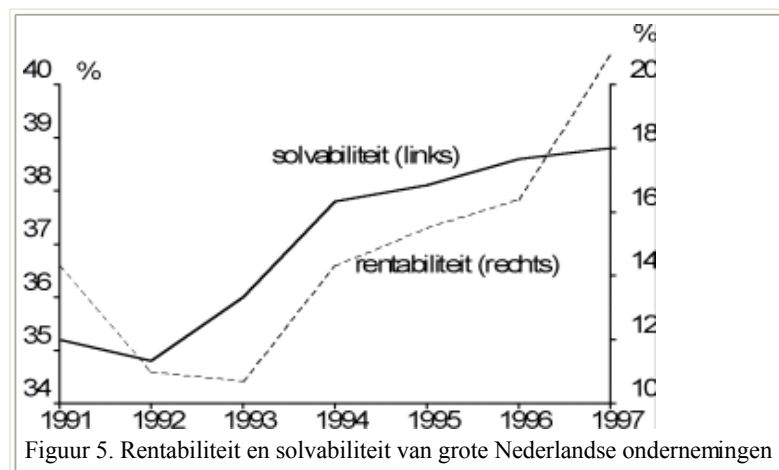
### Belasting

In 1999 zullen de belastingbetalingen dalen vanwege de tegenvallende bruto resultaten en eventuele compensatie van verliezen in 1998. Wij voorzien geen verdere verlaging van de belastingdruk ten opzichte van de zeer lage niveaus in 1997 en 1998. In 2000 zullen de belastingbetalingen weer iets toenemen door de verbetering van het bruto bedrijfsresultaat, hoewel compensatie van verliezen uit eerdere jaren de totale belastingafdrachten nog wel negatief zal beïnvloeden.

### Rentabiliteit en solvabiliteit

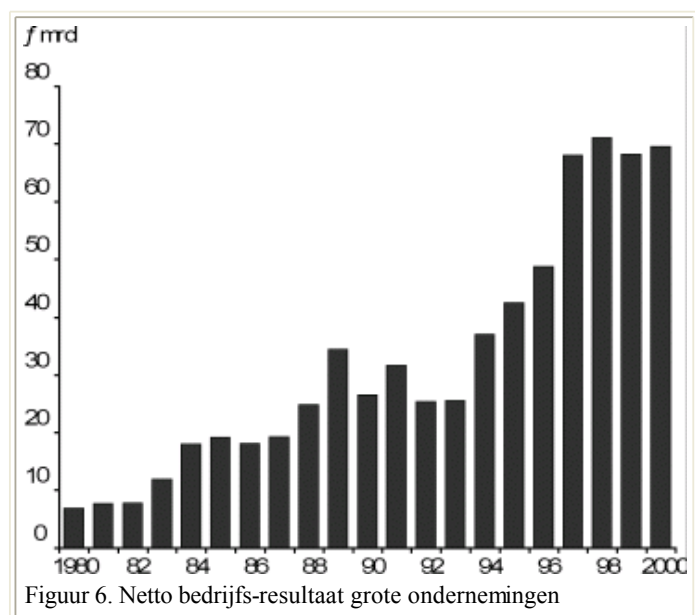
De hoge winstgroei in 1997 wordt weerspiegeld in zowel de rentabiliteit (netto winst als percentage van het eigen vermogen) als de solvabiliteit (eigen vermogen als percentage van het totale vermogen). De gestage winstgroei vanaf 1994 heeft ertoe geleid dat de rentabiliteit in 1997 is gestegen tot een recordhoogte van 20,9% (figuur 5), ondanks de sterke toename van het eigen vermogen. De solvabiliteitsratio werd positief beïnvloed door de groei van winstinhoudingen, die tot het eigen vermogen worden gerekend, en het

goede klimaat voor het uitgeven van aandelen. Wij gaan er echter van uit dat door de tegenvallende winstontwikkeling de rentabiliteit in 1998 en vooral 1999 is teruggelopen. Ondanks het winstherstel in 2000 zal de rentabiliteit blijven dalen omdat het verbeterende beursklimaat en de hogere kapitaalbehoefte leiden tot een snellere groei van het eigen vermogen. De winstdaling in 1999 drukt de groei van het eigen vermogen in dat jaar, waardoor de solvabiliteit licht afneemt.



### Conclusie

Het Nederlandse bedrijfsleven heeft een periode van buitengewoon hoge winstgroei achter de rug (zie [figuur 6](#)). De winstvooruitzichten voor 1999 en 2000 zijn daarentegen veel minder rooskleurig, met name vanwege de vertraging van de bedrijfsomzetten en afnemende inkomsten uit buitenlandse deelnemingen. De winststijging van de Nederlandse grote ondernemingen wordt in 1998 geschat op 4,5%. Daarna verwachten wij nog enkele magere jaren. Wij gaan uit van een winstafname van 4% in 1999 en een bescheiden toename van 2% in 2000. Door de tegenvallende winstontwikkeling heeft de rentabiliteit in 1998 een lichte daling ingezet die in 1999 versterkt wordt voortgezet. Niettemin blijft de financiële positie van de grote Nederlandse ondernemingen gezond



1 Deze analyse is gebaseerd op de publicatie Statistiek Financiën Ondernemingen 1997 (SFO) van het CBS. De SFO wordt afgeleid van de jaarrekeningen van grote, niet-financiële ondernemingen die in Nederland zijn gevestigd. Onder grote ondernemingen wordt verstaan ondernemingen met een balanstotaal vanaf f 25 miljoen. Deze ondernemingen nemen samen ongeveer 75% van de totale balansomvang van de Nederlandse bedrijfsleven voor hun rekening.