

## Een gunstiger gesternte voor Nederlandse ondernemingen

*Door het aantrekken van de dollarkoers en de daling van de olieprijs zijn de vooruitzichten voor het Nederlandse bedrijfsleven in het algemeen gunstiger dan het CPB recent voorspelde.*

Het Nederlandse bedrijfsleven heeft in de tweede helft van de jaren tachtig zijn financiële resultaten spectaculair verbeterd. In 1990 is de solide financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven evenwel onder druk komen te staan. Hoewel het merendeel van de in Nederland producerende bedrijven de nettowinst in 1990 nog licht zag stijgen, is de totale nettowinst afgenomen als gevolg van incidentele tegenvallers en herstructureringskosten bij enkele grote ondernemingen. Volgens de laatste middellange-termijnramingen van het Centraal Planbureau kan de winstgevendheid van het Nederlandse bedrijfsleven in 1991 en 1992 nog verder afnemen, overigens gevolgd door een gedeeltelijk herstel in 1993 en 1994. In dit artikel schetsen wij onze visie op de resultaten van het Nederlandse bedrijfsleven in de komende jaren, gebaseerd op een doorrekening van de door ons verwachte macro-economische ontwikkeling in de periode 1991-1994.

### Vooruitzichten

Het door ons gehanteerde macro-economische scenario komt in grote lijnen overeen met de ramingen van

het Centraal Planbureau (CPB), zoals die onlangs werden weergegeven in het Centraal Economisch Plan 1991 en het Economisch Beeld 1992. Het CPB schetste hierin een algemeen beeld van de Nederlandse economie voor de jaren 1991-1994, dat ondanks de groeivertraging in 1991-1992 toch nog redelijk gunstig is. Zelfs in het 'slechtste' jaar (1992) neemt het bbp nog met 2% toe. Het CPB is in zijn ramingen uitgegaan van de op dat moment geldende dollarkoers van *f* 1,65 voor 1991, oplopend tot *f* 1,75 in 1994. Sinds de publikatie van de CPB-ramingen is de dollarkoers echter in een (door vrijwel niemand voorzien) recordtempo opgelopen tot ruim *f* 1,90. Deze sterke stijging van de dollarkoers zal ons inziens in de komende jaren nog verder doorzetten, met name zodra het herstel van de Amerikaanse conjunctuur duidelijk zichtbaar wordt en, door een convergentie van het (nu nog strakke) Duitse en (momenteel nogal ruime) Amerikaanse monetaire beleid, het nu nog erg grote verschil tussen de korte rentevoeten in Amerika en Europa gaat verminderen. Hoewel de timing van rente- en valutabewegingen bijzonder moeilijk is aan te geven, rekenen wij op een dollarkoers van *f* 2,30 tegen het einde van 1992. Ook daarna kan de dollarkoers nog iets verder oplopen. Ook onze inschatting van de olieprijs voor de komende jaren komt niet overeen met de veronderstellingen van het CPB. Met name volgend jaar verwachten wij een lichte druk op de prijzen, als gevolg van een toenevend aanbod op de oliemarkt. De olieprijsen zullen na 1992 wel weer oplopen, maar in een gematigd tempo. Onze olieprijsraming komt hierdoor vanaf volgend jaar circa \$ 2,5 per vat lager uit dan waar het CPB op inzette. Met name als gevolg van deze andere inschattingen van de dollarkoers en de olieprijs wijkt ons macro-

Tabel 1. Macro-economisch scenario (volume-mutaties in procenten)

	1990	1991	1992	'93-'94
<b>Veronderstellingen:</b>				
Wereldhandel (herwogen)	6,5	5	5,25	5,25
Dollarkoers (gem. <i>f</i> )	1,82	1,90	2,20	2,40
Loonsom per werknemer	4,25	5,25	5	5,5
Olieprijs (\$ per vat Brent)	23	19	18	21
<b>Resultaten:</b>				
Particuliere consumptie	3,7	2,5	2	2,25
Bedrijfsinvesteringen	7,7	3,5	2,5	4,5
Uitvoer goederen	5,6	4,5	6	5,75
Invoer goederen	6,4	4	4,75	5
Bbp	3,5	2,25	2,5	2,75
Inflatie (nom.)	2,5	3,5	3,5	3,75

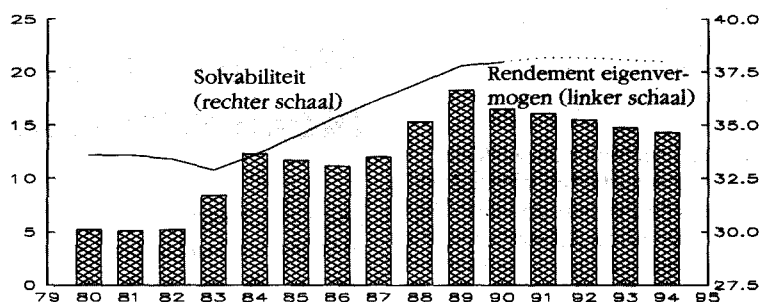
economische scenario af van het CPB-scenario. Ten slotte zorgt een aantal andere factoren, waaronder een wat minder snel dalende gezinsspaarquote, voor enige afwijkingen tussen ons macro-economisch scenario en het CPB-scenario. Tabel 1 geeft een overzicht van de voornaamste macro-economische grootheden in het door ons gehanteerde scenario.

### Bedrijfsresultaten 1991-1994

Het hierboven geschetste macro-economische scenario is doorerekend naar de consequenties voor de resultaten van het in Nederland producerende bedrijfsleven. Als uitgangspunt voor deze analyse is gebruik gemaakt van de Statistiek Financiën van Ondernemingen (SFO) van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). De SFO betreft een jaarlijks onderzoek naar de bedrijfsresultaten en balansverhoudingen van ongeveer drieduizend, niet-financiële, ondernemingen met een balanstotaal van minimaal f 10 miljoen. De cijfers van buitenlandse groepsmaatschappijen worden in deze statistiek zoveel mogelijk buiten beschouwing gelaten. Benadrukt moet worden dat de analyse een globaal karakter draagt en dat de resultaten van individuele bedrijven sterk van het geschetste beeld kunnen afwijken. De onzekerheid, waarmee macro-economische prognoses voor de middellange-termijn zijn omgeven, geldt a fortiori voor de daarop gebaseerde vooruitzichten voor de bedrijfsresultaten.

Een tweetal factoren heeft naar verwachting een gunstige invloed op de winstontwikkeling in 1991 ten opzich-

**Figuur 1. Historische ontwikkeling en prognose van de financiële positie van het bedrijfsleven.**



te van 1990. De hogere dollarkoers leidt tot een verbetering van de winstmarges, vooral bij exporterende bedrijven. Daarnaast leidt de lagere olieprijs tot lagere (inkoop)kosten. Daar staat echter tegenover dat de loonkosten per eenheid produkt sneller oplopen dan in de afgelopen jaren. Als gevolg van voornoemde ontwikkelingen kunnen de bruto-bedrijfsresultaten in 1991 met zo'n 3% toenemen. In 1992 kan de stijging van de bruto-bedrijfsresultaten oplopen tot ruim 6%, vooral dank zij de hogere dollarkoers. De totale nettowinst van in Nederland producerende bedrijven daalde vorig jaar met naar schatting circa 1%, voornamelijk als gevolg van extreem hoge herstructureringskosten en incidentele tegenvallers bij een klein aantal bedrijven. Het grotendeels wegvallen hiervan doet de groei van de nettowinst in 1991 weer oplopen tot bijna 5%, een cijfer dat anders op circa 1% zou zijn blijven steken. In 1992 kan de nettowinst met circa 3% toenemen en neemt

daarmee minder snel toe dan de bruto-bedrijfsresultaten. Dit is voornamelijk toe te schrijven aan verder stijgende rentelasten, door voortgaande herfinanciering van oude, laagrentende schulden tegen een hogere rentevoet.

In de periode 1993-1994 zal de dollarkoers naar verwachting minder sterk oplopen dan in de voorgaande jaren. De winstmarges zullen uit dien hoofde derhalve niet zo veel meer verbeteren. De loonkostenstijging kan nog iets verder versnellen, waardoor de loonquote licht oploopt. De bruto-bedrijfsresultaten kunnen onder deze omstandigheden, bij een licht aantrekkende economische groei, met zo'n 5% per jaar toenemen. De groei van de nettowinst met naar verwachting circa 3% blijft hierbij achter, deels als gevolg van toenemende milieueffingen en andere lastenverzwaringen.

De solvabiliteit kan zich de komende jaren op het huidige hoge niveau handhaven, omdat de winstinhoudingen, als gevolg van het hoge winstniveau, het eigen vermogen een forse aanvulling geven. Het eigen vermogen neemt zelfs sterker toe dan de nettowinst, hetgeen betekent dat de rentabiliteit toch onder druk komt te staan. Figuur 1 toont, naast de historische ontwikkeling, onze prognose van de rentabiliteit en solvabiliteit van het Nederlandse bedrijfsleven in de periode 1980-1994.

### Beurs-nv's

Bij de groep van Nederlandse beurs-nv's is de groei van de nettowinst in 1991 en 1992 naar verwachting duidelijk geprononceerder dan bij de door ons geanalyseerde groep van in Nederland producerende bedrijven. Met name een aantal internationals uit deze groep werd ook bij buitenlandse activiteiten geconfronteerd met forse éénmalige herstructureringskosten in 1990. Het grotendeels wegvallen van

**Tabel 2. Winstontwikkeling van het Nederlandse bedrijfsleven (in % per jaar)**

	'89	'90	'91	'92	'93-'94
<b>Totale nettowinst in Nederland producerende bedrijven</b>	32	-1	5	3	3
Idem excl. incidentele factoren		3	1	3	3
<b>Nettowinst Ned. beurs-nv's<sup>a</sup></b>	16	1	12	16	
waarvan:					
- financiële instellingen	18	-8	14	13	
- basisindustrie	15	-18	-6	20	
- energie	11	-21	16	11	
- kapitaalgoederen	23	2	13	17	
- cons. goederen (niet duurzaam)	11	13	12	10	
- cons. goederen (duurzaam)	10	-11	18	17	
- dienstverlening	14	8	16	17	

a. 1991 - 1992 prognose ABN AMRO Beleggingsresearch van 75 beursgenoteerde ondernemingen. Ongewogen gemiddelde totaal en per sector, sectorindeling volgens Morgan Stanley Capital International (MSCI). Groeipercentages ten hoogste + 50% of - 50% per onderneming.

**Tabel 3. Analyse van de verschillen met de CPB-ramingen**

Nettowinst, groei in % (excl. incidentele factoren)	1991	1992	1993/1994
ABN-AMRO Bank	1	3	3
Op basis CPB-ramingen	-4	-4	6
Verschil	5	7	-3
- t.g.v. olieprijs	0	2	0
- t.g.v. dollarkoers	3	9	-2
- t.g.v. overige factoren	2	-4	-1

deze kosten in 1991 heeft voor de groep van Nederlandse beurs-nv's derhalve een relatief zwaar gewicht. Daarnaast worden in het buitenland behaalde winsten omgerekend in gedevalueerde guldens. Vooral in 1992 lopen de buitenlandse winstbijdragen in dollars, omgerekend in guldens, hierdoor sterk op. Ten slotte kan de winst van exportgeoriënteerde bedrijven sneller toenemen dan de winst van binnenlands georiënteerde bedrijven, omdat deze enerzijds door de geringere binnenlandse bestedingen te kampen krijgen met een relatief sterke vertraging in de afzetgroei en anderzijds met fors oplopende invoerprijzen worden geconfronteerd. Tabel 2 geeft, naast de door ons verwachte winstgroei van in Nederland producerende bedrijven, een (ongewogen) gemiddelde van de winstprognoses voor circa 75 vooraanstaande beursgenoteerde ondernemingen.

### Analyse van verschillen

De door ons geschetste vooruitzichten voor het Nederlandse bedrijfsleven wijken duidelijk af van die van het Centraal Planbureau. CPB-directeur Zalm gaf bij de toelichting op de CPB-ramingen aan dat de winst van het Nederlandse bedrijfsleven in 1991 en 1992 zou dalen, gevolgd door een gedeeltelijk herstel in 1993 en 1994. Doorrekenen van het macro-economische CPB-scenario naar de bedrijfsresultaten levert inderdaad een dergelijk beeld op. De CPB-ramingen gingen vergezeld van enkele alternatieve scenario's, waarin onder andere de gevolgen voor Nederland werden aangegeven van een 10 à 15% hogere dollarkoers dan door het CPB in het basisscenario werd verondersteld. Ook de gevolgen van een lagere olieprijs werden geanalyseerd. Deze macro-economische varianten zijn door ons doorgerekend naar hun marginale effecten op de bedrijfsresultaten. Benadrukt moet worden dat deze uitkomsten, meer nog dan de uitkomsten van het basisscenario, een zeer globaal karakter dragen.

### De hogere dollarkoers

Ongeveer 40% van de Nederlandse export ondervindt aanzienlijke concurrentie van in dollars geprijsde producten, een concurrentie die overigens ook op binnenlandse markten voelbaar is. Een hogere dollarkoers verbetert de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven aanzienlijk, terwijl de invoerpenetratie juist afneemt. De hogere invoerprijzen leiden echter met enige vertraging tot extra loonstijgingen, waardoor de positieve gevolgen van een hogere dollarkoers voor de concurrentiepositie weer voor een deel te niet worden gedaan. Een 10 à 15% hogere dollarkoers leidt derhalve in de eerste twee jaren tot een extra groei van de nettowinst van Nederlandse bedrijven met 2,5%-punt per jaar, maar daarna komt de winstgroei juist 1%-punt lager uit. De gevolgen voor de winst van individuele Nederlandse beurs-nv's zouden overigens beduidend groter kunnen zijn, gezien de grote gevoeligheid van met name de internationals voor de genoemde factoren. Een dollarstijging is met name gunstig voor bedrijven die voornamelijk in EMS-valuta's inkopen en in dollars verkopen. Daarnaast profiteren die bedrijven waarvan concurrenten hun produkten in dollarprijzen aanbieden. Dit betreft onder meer de sectoren vliegtuigbouw, machinebouw en elektrotechnische industrie, de bierindustrie en de leder-en schoenenindustrie.

### De lagere olieprijs

De gevolgen van een lagere olieprijs (een ander scenario) zijn minder ingrijpend dan die van een hogere olieprijs. Tegenover de sterk negatieve psychologische gevolgen van een olieprijsstijging staat bij een lagere olieprijs waarschijnlijk een positief, maar relatief kleiner effect op het vertrouwen van consumenten en investeerders. Vergeleken met de forse verslechtering van de winstperspectieven van Nederlandse bedrijven bij een hogere olieprijs, is de verbetering die langdurig lage olieprijsen te

weeg zouden brengen, dan ook duidelijk geringer. Een gemiddeld \$ 5 lagere olieprijs per vat leidt na vier jaar tot een 6% hogere nettowinst van Nederlandse bedrijven, hetgeen een extra winstgroei van 1% per jaar betekent. De met een lage olieprijs gepaard gaande lage energiekosten hebben met name implicaties voor de bedrijfstakken die relatief energieintensief produceren, zoals de chemie-, de glastuinbouw- en de transportsector.

### Kwantificering van verschillen

Op basis van de hierboven beschreven varianten is het mogelijk de afzonderlijke effecten van de macro-economische factoren, verantwoordelijk voor de verschillen tussen onze winst-ramingen en die van het CPB, te kwantificeren (tabel 3). De olieprijs blijkt bij de verschillen tussen onze ramingen en die van het CPB nauwelijks een rol te spelen. Daarvoor liggen de inschattingen van de olieprijs in de komende jaren te dicht bij elkaar. Onze meer optimistische ramingen voor 1991 en 1992 worden vrijwel volledig veroorzaakt door een hogere inschatting van de dollarkoers. De ramingen voor de winstgroei in 1993 en 1994 van het CPB zijn juist weer optimistischer dan onze ramingen. Voor een deel komt dit doordat de hogere dollarkoers in onze ramingen na enige tijd tot reacties leidt die de positieve gevolgen weer deels teniet doen. Bij de overige factoren speelt onder andere mee dat het CPB het herstel van de internationale conjunctuur in 1993 en 1994 hoger inschat. Bovendien gaat het CPB ervan uit dat bedrijven fors hogere loonstijgingen in 1993 en 1994 zonder problemen zullen kunnen verwerken. Wij zijn wat dit betreft iets minder optimistisch. Hoewel het CPB in 1993 en 1994 hierdoor hogere winststijgingen voorziet dan wij, komt de absolute winst in miljarden guldens in onze ramingen, als gevolg van de sterkere winststijging in 1991 en 1992, ook in de daarop volgende jaren hoger uit dan volgens het CPB het geval zou zijn.

**Chris Huys**  
**Nico Klene**

De auteurs zijn werkzaam bij de Economische Afdeling Binnenland van de ABN AMRO Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.