



Ruimte voor investeringsherstel

DRS. P.M. FEENSTRA*

Inleiding

Het lijkt erop dat de Nederlandse economie aan een verrassende „come back” bezig is. De productie groeit opmerkelijk krachtig. Vooral de uitvoer weet goed te profiteren van de opleving van de wereldhandel. De pakketsamenstelling draagt nu in positieve zin bij aan de relatief krachtige uitvoergroei en in samenhang met de forse verbetering van de concurrentiepositie kon zelfs een groter aandeel op buitenlandse markten worden bereikt. Toch is er nog geen reden voor een al te uitbundig optimisme. Het gevaar blijft bestaan dat de prille opleving afzwakt als de impuls van de voorraadcyclus uitgewerkt is. Voor het bereiken van een volwassener fase van economische groei is het nodig dat de bedrijven weer gaan investeren. Alleen dan kan de basis worden gelegd voor een duurzaam herstel.

Het beschikbare cijfermateriaal wijst nog niet op een dergelijk herstel. Wel kwam vorig jaar een einde aan de daling van de bedrijfsinvesteringen. Exclusief woningen stegen de bedrijfsinvesteringen in vaste activa met ca. 2,5%. Een toename die echter geheel werd veroorzaakt door een sterke stijging van de investeringen in schepen en vliegtuigen. Bovendien werd het beeld voornamelijk bepaald door enkele grote projecten in kapitaalintensieve sectoren als de chemie, de aardolie-industrie en de delfstoffenwinning. Het zijn vooral deze sectoren die konden profiteren van de opleving van de buitenlandse vraag. In sectoren die voor hun afzet afhankelijk zijn van de binnenlandse markt, met name de dienstensector en de detail- en groothandel, was het herstel beduidend minder. Van een investeringsherstel op een breed front was dan ook nog geen sprake. Voor 1984 zijn de verwachtingen evenwel hoog gespannen. Zo verwacht de industrie dit jaar zelfs ca. 29% meer te investeren dan in 1983, althans volgens de uitkomsten van de voorjaarsenquête van het CBS. Hoewel de industriële investeringen slechts een kwart vormen van de totale bedrijfsinvesteringen (exclusief woningen), is dit een bemoedigend vooruitzicht.

Indien het gewenste investeringsherstel inderdaad plaatsvindt, zal dit gepaard gaan met een vergrote financieringsbe-

hoefte bij het bedrijfsleven. Als financieringsbronnen komen in aanmerking de binnen de bedrijven zelf gegenereerde middelen, de „cash flow”, nieuw aan te trekken eigen vermogen en vreemd vermogen zoals bankkrediet.

De vermogenspositie van het bedrijfsleven is, hoewel enige verbetering valt te constateren, nog zwak. Men kan zich afvragen of, voor zover de eigen financiële middelen tekort schieten, voldoende kapitaalmarkt-middelen beschikbaar zullen zijn om in de stijgende vermogensbehoefte te voorzien. Voor de beantwoording van deze vraag is het mede van belang hoe het kapitaalmarktberoep van de overheid zich de komende jaren zal ontwikkelen. Een blijvend omvangrijk financieringstekort bij de overheid kan daarbij leiden tot knelpunten in de financierbaarheid van het investeringsherstel.

De financiële positie van industriële bedrijven

Voor veel bedrijven leidde de structureel onevenwichtige ontwikkeling in de jaren zeventig tot een sterk gedaald weerstandsvermogen. Naast een afnemende groei van de afzet, waardoor bezettingsgraden gemiddeld daalden, werd dit vooral veroorzaakt door het verslechterde financiële klimaat, dat wil zeggen toenemende overheidstekorten en verslechterende winst- en vermogensposities van de bedrijven. De oorzaken zijn genoegzaam bekend: het was vooral de sterke stijging van de collectieve-lastendruk die in het verleden voor een groot deel afgewenteld werd op de loonsom van de bedrijven, waardoor de reële loonkostenstijging bij voortdurende uitgang boven de stijging van de arbeidsproductiviteit. Tegelijkertijd werd vooral

het exporterende bedrijfsleven geconfronteerd met een gestage reële appreciatie van de gulden, met name als gevolg van een riante energiepositie. Factoren die leidden tot een ernstige verslechtering van het concurrentievermogen. In combinatie met een afnemende wereldhandelsgroei leidde dit tot afzetverlies en dalende winstgevendheid. De vermogensstructuur verslechterde en – bij een stijgende rente – nam het financiële weerstandsvermogen sterk af.

Voor veel bedrijven vormden deze verslechterde solvabiliteitsverhoudingen en het gebrek aan winstgevendheid een belemmering voor het starten van nieuwe activiteiten. Voor een opleving van de investeringen is verbetering van rentabiliteit en solvabiliteit dan ook een eerste vereiste. Voor de daadwerkelijke investeringsbeslissing is dit echter niet voldoende. Daarvoor zijn afzetperspectieven en rendementsverwachtingen evenzeer van belang. Een mogelijk investeringsherstel begint echter met een voldoende beschikbaarheid van financiële middelen. De bron om investeringen uit eigen middelen te financieren is de „cash flow”¹⁾. Hoewel gegevens over de „cash flow” slechts met grote vertraging beschikbaar komen, wijzen CBS-cijfers op een relatief groot aantal industriële bedrijven – in deze statistiek is de aardolie-industrie buiten beschouwing gelaten – met een negatieve „cash flow”. Belangrijker dan de aantallen bedrijven is het aandeel in de totale industriële produktiewaarde van bedrijven met een negatieve „cash flow” (zie tabel 1).

Blijkens tabel 1 had in 1982 nog ca. 25% van de bedrijven een negatieve „cash flow”, overeenkomend met ca. 21% van de totale produktiewaarde. Bij de bedrijven met een positieve „cash flow” bedroeg de „cash flow”-quote („cash flow” in procenten van de bruto toegevoegde waarde) in 1982 gemiddeld slechts 22. Als men globaal stelt dat bij industriële bedrijven het aandeel van de afschrijvingen in de bruto toegevoegde waarde ca. 20% bedraagt, dan impliceert dit dat zelfs bij de groep bedrijven met een positieve „cash flow”, de winstgevendheid gemiddeld bijzonder gering was. Deze lage winstgevendheid van bedrijven is niet zonder betekenis geweest voor de vermogensstructuur van bedrijven. Beperken wij ons – ter wille

* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Hier opgevat als winst voor afschrijving en reservering vennootschapsbelasting.

Tabel 1. Het percentage bedrijven met een negatieve „cash flow” a)

	1979	1979	1980	1981	1982
In procenten van het totaal aantal bedrijven	19,5	21,5	22,5	26,5	25
In procenten van de totale produktiewaarde	14	14	18	16,5	21

Bron: CBS, *Statistisch Bulletin*, 30 mei 1984.

a) In deze statistiek zijn industriële bedrijven met 10 of meer werknemers opgenomen. De aardolie-industrie is buiten beschouwing gelaten.

Tabel 2. Verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen van ter beurze genoteerde NV's in de industrie (in procenten van het totaal vermogen)

Jaar	Eigen vermogen	Vreemd vermogen	Waarvan:	
			kort vreemd vermogen	lang vreemd vermogen
1965	46	54	37	17
1970	36	64	45	19
1975	27	73	52	21
1980	24	76	56	20
1981	23	77	57	20
1982	27	73	51	22

Gegevens: CBS

van het cijfermateriaal – tot de op de beurs genoteerde bedrijven dan blijkt uit tabel 2 dat de solvabiliteit in de periode 1970–1981 onophoudelijk is gedaald. In procenten van het totale vermogen bedroeg het eigen vermogen in 1965 nog 46, in 1981 was dit gehalveerd tot 23.

In 1982 is de solvabiliteit onder invloed van het rendementsherstel duidelijk verbeterd. Een herstel dat zich naar alle waarschijnlijkheid daarna verder heeft voortgezet. De rendementsverbetering blijkt ook uit het verloop van de arbeidsinkomensquote (aiq). Blijkens gegevens van het CPB is de aiq voor industriële bedrijven – nu echter met inbegrip van de aardolie-industrie – zelfs gedaald van 96,5 in 1981 tot 83,5 in 1984. De sterkste dalingen vonden plaats bij de chemie, de basismetaleen en de aardolie-industrie. Houdt men daarnaast nog rekening met de lagere belastingdruk en de gedaalde rente, dan resulteert een nog sterkere toename van het winstinkomen. Met deze forse stijging van het winstinkomen zijn de mogelijkheden om de investeringen uit eigen middelen te financieren de laatste jaren weer toegenomen. Recente cijfers van het CBS (Persbericht Nationale Rekeningen, 16 juli 1984) tonen aan dat ook voor de totale sector bedrijven (exclusief bank- en verzekeringswezen en woningbezit) de eigen middelen (ingehouden winst en afschrijvingen) toegenomen zijn van f. 30 mrd. in 1981 tot f. 36 mrd. in 1983. Daarmee waren de eigen middelen voor het eerst sinds jaren toereikend voor de financiering van de bedrijfsinvesteringen. Bedacht moet echter worden dat de omvang van zowel de investeringen als van de eigen middelen nog op een relatief laag peil liggen.

De investeringsdaling is vanaf 1981 gepaard gegaan met een verbetering van de financiële positie van het bedrijfsleven. De afbouw van onrendabele en een betere onderlinge afstemming van bestaande productiecapaciteit heeft ondanks – een daling van het produktievolume – bijgedragen aan de rentabiliteitsverbetering van de laatste jaren. Met dit herstel van de winstgevendheid is vervolgens beter voldaan aan de voorwaarden voor een toekomstige opleving van de investeringsactiviteit. Het is echter nog te vroeg om met zekerheid te kunnen stellen dat het bedrijfsleven in zijn totaliteit deze verbeterde winstgevendheid ook daadwerkelijk zal aanwenden om investeringen te financieren. Het rendementsherstel is immers nog onevenwichtig gespreid en komt vooral voor rekening van

die sectoren die kunnen profiteren van een sterke buitenlandse vraag. In sectoren die voor een belangrijk gedeelte afhankelijk zijn van de binnenlandse markt is deze verbetering in het algemeen minder sterk. In deze sectoren zal het herstel primair worden aangewend voor het verder rechtekken van de balansstructuur.

Investerings en kredietverlening

Voor een groot deel van de bedrijven zijn de verslechterde vermogensverhoudingen in toenemende mate een knelpunt gebleken voor investeringsactiviteit. Aan de ene kant leidde de lage winstgevendheid tot onvoldoende bedrijfsbesparingen, waardoor de eigen vermogenspositie werd bedreigd. Maar ook de mogelijkheid om extern risicodragend vermogen aan te trekken werd hierdoor beperkt, met als gevolg dat bedrijven in steeds grotere mate waren aangewezen op financiering met vreemd vermogen. Aan de andere kant werd echter door een dalende solvabiliteit de kredietwaardigheid en daarmee het vermogen additioneel vreemd kapitaal aan te trekken, bedreigd. Hoewel de solvabiliteit sinds 1982 gemiddeld is verbeterd, is het beroep op bankkrediet tot nu toe beperkt gebleven. Nu is het gebruikelijk dat de kredietverlening van het bankwezen met een zekere vertraging reageert op de conjunctuurbeweging. Zo bleef tijdens de recessie van de afgelopen jaren de kredietverlening aanvankelijk op een relatief hoog peil, ondanks een dalende afzet en dalende investeringen.

Thans zien we dat het omgekeerde zich voordoet en de kredietverlening achterblijft, ondanks de conjuncturele opleving. Enerzijds zullen ondernemers hun toegenomen „cash flow” zo veel mogelijk aanwenden voor het corrigeren van de scheefgegroeide balansverhoudingen, anderzijds zullen de banken terughoudend zijn in hun bereidheid krediet te verlenen. Mede door de debiteurenverliezen van de afgelopen jaren streven de banken nu in de eerste plaats naar een kwalitatieve verbetering van hun kredietportefeuille. Pas in een latere fase, als de risico's in de binnenlandse kredietverlening zijn afgenomen, dat wil zeggen als de financiële positie van het bedrijfsleven over een breder front is verbeterd, zal een nieuwe fase van expansie van bankkrediet mogelijk zijn. Dit verklaart ook waarom in het eerste kwartaal van dit jaar de kredietverlening nog nauwelijks

toenam. De totale kredietverlening aan de particuliere sector steeg weliswaar met ca. 6% op jaarbasis, maar deze toename kwam geheel voor rekening van een toename bij het kortlopend krediet, die vermoedelijk het gevolg was van de sterke voorraadopbouw in het begin van dit jaar. De verlening van langlopende kredieten aan de particuliere sector vertoonde nog geen groei van betekenis.

Nieuw aan te trekken risicokapitaal

Anticiperend op het winstherstel zijn het afgelopen jaar veel beurskoersen van genoteerde bedrijven gestegen. Dit gunstige beursklimaat heeft een aantal ondernemingen in staat gesteld nieuwe aandelen uit te geven. In 1983 is dan ook historisch gezien een fors volume aan aandelen geëmitteerd. Bovendien is ook het volume van emissies met warrants sterk toegenomen. Relatief gezien echter zijn de bedragen die met de aandelenemissies zijn gemoeid beperkt van omvang. In 1983 werd effectief voor ca. f. 700 mln. geëmitteerd. In de eerste vijf maanden van dit jaar lagen de emissies vrijwel op hetzelfde niveau als in dezelfde periode van 1983. Daarnaast leidde ook de aanwending van een aantal specifieke instrumenten, als de Garantieroging PPM, de MIP enz. tot versterking van de vermogenspositie van ondernemingen. Hoewel op zich een lofwaardig streven gaat het hier naar omvang om relatief bescheiden bedragen. Beter zou het zijn om d.m.v. een direct beleid de bedrijfsrendementen te vergroten, zodat daardoor een positief effect uitgaat op de beschikbaarheid van risicokapitaal uit particuliere bron. Daarbij zou het aandelenbezit verder moeten worden gestimuleerd, bij voorbeeld met behulp van fiscale instrumenten. Zo zou door het fiscaal aftrekbaar maken van de aankoop van nieuw uit te geven aandelen de eigen vermogenspositie van bedrijven verder kunnen worden versterkt. Ook afschaffing van de dubbele winstbelasting voor ingezetenen verdient overweging. De ervaring in West-Duitsland bij voorbeeld leert dat dergelijke maatregelen een duidelijk positieve invloed hebben op het emissievolume. Het is daarom spijtig dat na de recent gevoerde politieke discussie dergelijke maatregelen in ons land niet meer serieus overwogen lijken te worden.

In plaats van naar de vrije besparingen van particulieren te lonken, zou men ook een groter beroep kunnen doen op de zogenaamde „contractuele besparingen”. Deze contractuele besparingen worden beheerd door de pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, de zogenaamde institutionele beleggers. Sinds 1960 is het belang van de pensioenvoorziening sterk toegenomen. Dit komt onder meer tot uiting in de gewijzigde verhouding tussen besparingen en inkomen. Blijkens tabel 3 zijn vooral deze contractuele besparingen sterk gestegen, van 3,7% van het netto nationaal inkomen in 1960, tot bijna 9% in 1983. De institutionele beleggers brengen daarmee ruim tweederde van de nationale besparingen voort. Potentieel vormen deze contrac-

Tabel 3. Verdeling nationale besparingen (in procenten van het netto nationaal inkomen)

	1960	1970	1980	1981	1982	1983
Overheid	5,8	4,7	0,9	-0,4	-2,7	-2,0
Bedrijven	6,5	5,0	2,3	2,4	2,7	3,4
Gezinnen (contractueel)	3,7	5,5	7,7	7,7	8,4	8,9
Gezinnen (vrij)	6,8	4,7	0,6	1,8	3,1	1,2
Totaal	22,8	19,9	11,5	11,5	11,5	11,5

Bron: CBS, Nationale rekeningen.

tuele besparingen een reservoir van middelen voor het verschaffen van risicodragend vermogen.

In de praktijk vinden deze contractuele besparingen echter slechts voor een zeer klein gedeelte hun weg naar het bedrijfsleven. In tegenstelling tot het buitenland wordt in Nederland slechts een klein percentage (in 1983 ca. 4,5%) van de beschikbare middelen in aandelen belegd. De situatie dat slechts een fractie terugvloeit in de vorm van risicokapitaal voor de bedrijven is op zich zelf paradoxaal. Per slot van rekening hebben de stijgende pensioenlasten bijgedragen aan de loonkostenstijging in het verleden en via een lagere winstgevendheid is dit vooral ten koste gegaan van de besparingen van bedrijven. Hoewel de bedrijfsbesparingen in 1983 weer zijn toegenomen, ligt het niveau nog beduidend onder dat van 1960.

De pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen beleggen een groot gedeelte van de opgebouwde pensioenrechten risicomijdend, dat wil zeggen vooral in overheidspapier. Vanuit de optiek van de individuele fondsen bezien is dat een solide zaak. Macro-economisch gezien ligt dat echter anders. Ten einde een duurzame groei van onze economie mogelijk te maken is het noodzakelijk dat de nationale besparingen productief worden aangewend. Voor zover de overheid beslag legt op de nationale besparingen en deze doorsluist naar het bedrijfsleven, wordt – weliswaar via een omweg – aan deze voorwaarde voldaan. Aan fiscale faciliteiten, subsidies, kredieten, deelnemingen en garanties wordt jaarlijks zo'n f. 13 mrd. uitgegeven. Dit jaar wordt naar schatting alleen al f. 7,2 mrd. uitgekeerd in de vorm van directe investeringsbijdragen, waarvan de WIR met f. 5,3 mrd. de belangrijkste uitgave vormt. Deze investeringsbijdragen van de overheid maken ruim 15% uit van de bruto bedrijfsinvesteringen in vaste activa, exclusief woningen. Als daarnaast wordt verondersteld dat de vervangingsinvesteringen globaal uit de afschrijvingen kunnen worden gefinancierd dan blijkt dat deze investeringsbijdragen aan bedrijven een substantieel deel van de totale netto investeringen uitmaken. De uitgaven met betrekking tot de WIR-premieregeling dragen daarmee een duidelijk productief karakter. De premieregeling verhoogt de rentabiliteit van de investeringen, werkt lastenverlichtend en heeft ongetwijfeld een positieve invloed op de investeringsbeslissingen. Dit alles neemt echter niet weg dat het overgrote deel van de door de overheid op de kapitaalmarkt opgenomen middelen hun weg vinden in de consumptieve sfeer, waardoor de door-

stroming van besparingen naar investeringen wordt belemmerd. Alleen verkleining van het financieringstekort kan aan deze situatie een einde maken, pas dan kan het kapitaalmarktberoep van de overheid worden beperkt tot een omvang die ruimte biedt aan een zich herstellend bedrijfsleven.

De jarenlange geringe vraag naar financieringsmiddelen van het bedrijfsleven was voor een groot deel conjunctureel bepaald, d.w.z. tijdelijk van aard. In een dergelijke situatie kan men verdedigen dat de overheid in haar conjunctuurbeleid deze tijdelijke overtollige kapitaalmarkt middelen gebruikt voor uitgavenvergroting. In de huidige situatie lijkt de financieringsbehoefte van de overheid echter grotendeels een structureel, consumptief, karakter te hebben aangenomen. Nu het er naar uitziet dat de bedrijfsinvesteringen weer aantrekken, dient de overheid haar uitgaven te beperken, zodat het financieringstekort wordt gereduceerd. Een kleiner overheidsstekort kan de institutionele beleggers bovendien langs marktconforme weg ertoe brengen de aan hen toevertrouwde middelen in grotere mate aan te wenden ten gunste van het bedrijfsleven. Dit vereist

overigens wel een gunstiger verhouding tussen rendementen en kapitaalmarktrente.

Conclusies

Met de verbetering van het financiële klimaat in de laatste jaren zijn ook de voorwaarden voor investeringsherstel sterk verbeterd. Dat dit op zich zelf nog niet voldoende is, blijkt uit het feit dat de bedrijven tot nu toe terughoudend zijn geweest met het verrichten van investeringen. Vooruitblikkend lijkt de komende periode beslissend te worden voor de weg die de Nederlandse economie zal volgen. De laatste jaren heeft Nederland zijn internationale concurrentiepositie duidelijk kunnen verbeteren. Het feitelijk optimisme echter over de conjuncturele ontwikkeling, alsmede het verbeterde financiële klimaat – met name de ontwikkeling van rendementen, vermogensposities en rente – mogen niet leiden tot een euforie waarbij de noodzaak tot een voortgaande lastenverlichting voor bedrijven ondergraven wordt. Rentabiliteit en solvabiliteit liggen immers nog altijd op een bedenkelijk laag niveau. Het is nu van groot belang dat het gesignaleerde herstel zich verbreedt en aan kracht wint. Continuering van het tot nu toe gevoerde overheidsbeleid, d.w.z. verdere terugdringing van het financieringstekort, is daarvoor een noodzakelijke voorwaarde. Het monetaire beleid zal dit moeten ondersteunen, onder meer via het zo laag mogelijk houden van de rente.

P.M. Feenstra