

# Vooruitzichten voor het Nederlandse bedrijfsleven

**De solide financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven komt in de jaren 1990 en 1991 geleidelijk onder druk te staan. De netto-winst van de meeste Nederlandse bedrijven zal in 1990 nog licht stijgen, maar een klein aantal relatief grote bedrijven wordt geconfronteerd met hoge herstructureringskosten. In 1991 is er naar verwachting weinig ruimte voor winstgroei. Bovendien dreigen enkele reële gevaren. Bij een dollarkoers van f 1,50 en een gemiddelde olieprijs van \$ 35 per vat zouden de netto-bedrijfsresultaten met ongeveer 15% kunnen dalen.**

**DRS. C.J.J. HUYS – DRS. M.F. VAN DER KROFT – DRS. E. DE VRIES\***

In dit artikel wordt ingegaan op de gerealiseerde en de verwachte resultaten van het Nederlandse bedrijfsleven. Als voornaamste bron is gebruik gemaakt van de Statistiek Financiën van Ondernemingen (SFO) 1989 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. Wanneer er sprake is van een holding worden voor de SFO uitsluitend geconsolideerde cijfers verstrekt van het Nederlandse deel van de groep. De cijfers van buitenlandse groepsmaatschappijen worden in zo'n geval dus buiten de consolidatie gelaten. Onze prognoses zijn met name gebaseerd op deze statistiek. Opgemerkt dient te worden dat de SFO-cijfers over 1989 een bijzondere complicatie kennen welke vergelijking met de cijfers over 1988 bemoeilijkt. Door de privatisering van de PTT per 1 januari 1989, werd dit bedrijf opgenomen in de SFO-populatie. Deze toetreding vertekent de jaar op jaar mutatie. De netto-winst van de PTT in 1988 bedroeg f 2,3 miljard, ofte wel tien procent van de totale SFO-netto-winst. De in dit artikel genoemde mutaties voor SFO-cijfers van 1988 op 1989 zijn hiervoor door ons zo goed mogelijk gecorrigeerd.

Bij de interpretatie van de onderhavige analyse moeten drie kanttekeningen worden geplaatst. Allereerst draagt deze analyse een globaal karakter en richt zij zich niet op specifieke ondernemingen of bedrijfstakken. Het moge derhalve duidelijk zijn dat de resultaten van individuele bedrijven sterk van het geschetste beeld kunnen afwijken. Voorts impliceert de gehanteerde methodiek, volgens welke een macro-economische projectie is doorgerekend naar bedrijfsresultaten, dat de prognoses van de laatste met onzekerheid zijn omgeven. Desalniettemin geven de uitkomsten ons inziens een waardevolle indicatie van de toekomstige ontwikkeling van de resultaten van het Nederlandse bedrijfsleven. Ten slotte moet worden benadrukt dat onze analyse zich richt op het in Nederland opererende bedrijfsleven, aansluitend bij de SFO-statistiek. Hierdoor kunnen belangrijke verschillen ontstaan met prognoses

voor de groep van Nederlandse beurs-n.v.'s, waarbij de resultaten van buitenlandse activiteiten een grote rol spelen. Multinationale ondernemingen hebben bovendien te maken met valutaresultaten bij het omrekenen in gulden van deze in het buitenland behaalde winsten. Met deze factoren hoeft in deze analyse, gericht op binnenlands opererende bedrijven, geen rekening te worden gehouden. Daarnaast krijgen de grote internationale bedrijven in onze analyse een relatief minder zwaar gewicht, omdat wij alleen hun Nederlandse activiteiten in onze beschouwing betrekken. Om een indicatie te geven van de discrepantie tussen onze analyse en de winstverwachtingen voor de groep van beurs-n.v.'s, worden onze bevindingen geconfronteerd met het ongewogen gemiddelde van de verwachte winststijgingen van de zeventig meest vooraanstaande beursfondsen. Hierbij is gebruik gemaakt van de taxaties van de afdeling Beleggingsresearch van de Amro Bank.

## Verbetering van de soliditeit in 1989

De bedrijfsresultaten vertoonden in 1989 een bijzonder positieve ontwikkeling. De opgaande lijn die zich vanaf 1983 inzette, werd daarmee gecontinueerd. Ook de vermogensverhoudingen lieten een verdere verbetering zien. Uit de SFO volgt het volgende beeld van de bedrijfsresultaten in 1989 (zie tabel 1).

De omzet van bedrijven nam in 1989 sterker toe dan de omzetkosten (kosten van grondstoffen, halffabrikaten en andere onderlinge leveringen), ondanks een forse stijging van de inkooprijzen. De toegevoegde waarde (omzet minus omzetkosten) steeg daardoor met 10%. Gelet op deze stijging, was de toeneming van de loonkosten met 5% vrij bescheiden. Dit werd veroorzaakt door een relatief geringe loonstijging in combinatie met een toegenomen arbeids-

\* De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau Binnenland van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Tabel 1. Resultatenrekening volgens SFO in 1989 (in miljarden guldens)

Omzet	604,7
Kosten van de omzet(-)	454,4
Toegevoegde waarde	150,3
Afschrijvingen (-)	22,9
Loonkosten (-)	89,3
Bruto bedrijfsresultaat	38,1
Resultaat deelnemingen en overige resultaten	13,7
Saldo rentelasten en rentebaten (-)	5,9
Belastingen (-)	9,4
Aandeel derden (-)	0,6
Netto-winst	35,9

produktiviteit. Door de sterke groei van de toegevoegde waarde en de gematigde loonontwikkeling nam het bruto-bedrijfsresultaat toe met 27%.

Het resultaat uit deelnemingen en overige resultaten steeg met 27%. De rentebaten namen relatief bijna tweemaal zo snel toe als de rentelasten. Doordat de rentelasten veel hoger zijn dan de rentebaten steeg het saldo van deze twee met 6%. Door de sterke groei van de bruto-winst stegen ook de belastingafdrachten, ondanks een lagere belastingdruk. Per saldo was de netto-winst in 1989 32% hoger dan in 1988. Het netto-rendement op het eigen vermogen nam hierdoor in 1989 aanmerkelijk toe en bereikte het historisch gezien hoge niveau van ruim 18%. Het verschil tussen het rendement op het eigen vermogen in het bedrijfsleven en het (risico-arme) rendement op staatsobligaties, door ons aangeduid als risico-opslag, bedroeg in 1989 ruim elf procentpunten.

Naast de gunstige conjunctuur was de gematigde loonontwikkeling in de afgelopen jaren een belangrijke oorzaak van de sterke rendementsverbetering. Figuur 1 toont het teruglopende beslag van de loonkosten op de toegevoegde waarde vanaf 1980.

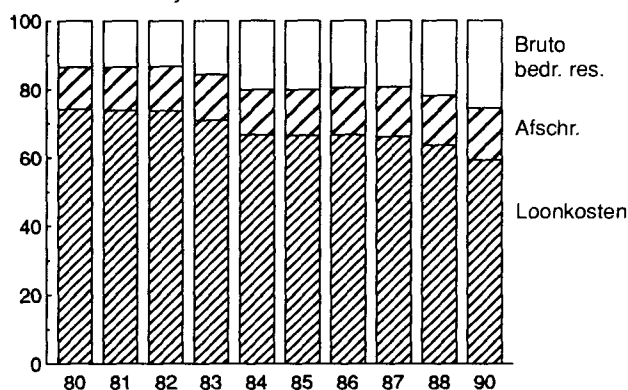
Een aanzienlijk deel van de winst werd toegevoegd aan de reserves. De solvabiliteit liep hierdoor verder op tot bijna 38%. Geconstateerd kan worden dat de al jaren optredende structurele verbetering van de vermogensverhoudingen in het Nederlandse bedrijfsleven ook in 1989 onverminderd voortgang heeft kunnen vinden.

## Bescheiden groei in 1990

Na een aantal jaren van krachtige reële economische groei, is er in 1990 sprake van enige afzwakking. Door een hoger inflatietempo valt de nominale economische groei evenwel hoger uit dan in 1989. Hiervan wordt een méér dan evenredig deel door de marktsector gerealiseerd, evenals in voorgaande jaren. Ondanks hoge olieprijsen in de tweede helft van dit jaar, waardoor de (inkoop)kosten sterk stijgen, kan de groei van de toegevoegde waarde in bedrijven naar verwachting toch circa 7,5% bedragen.

De loonkostenstijging neemt in 1990 fors toe, vooral door de stijging van de bruto-lonen. Hierdoor komt een einde aan de dalende trend in de loonquote. De afschrijvingen zullen het hoge stijgingstempo van de laatste jaren voortzetten, in lijn met de forse investeringsinspanningen. Slechts dank zij de redelijke toename van de toegevoegde waarde kunnen de bruto-bedrijfsresultaten onder deze omstandigheden toch nog verbeteren. Voor 1990 voorzien wij een groei van circa 4%.

Figuur 1. Beslag op de toegevoegde waarde van de Nederlandse bedrijven



In tegenstelling tot het bruto-bedrijfsresultaat zal de netto-winst in 1990 afnemen. Dit wordt vooral veroorzaakt doordat enkele grote bedrijven in 1990 worden geconfronteerd met extreem hoge herstructureringskosten, incidentele tegenvallers en het wegvallen van incidentele baten in het voorgaande jaar. De netto-winst van het in Nederland opererende deel van het bedrijfsleven, zoals door de SFO gemeten, zal hierdoor naar verwachting afnemen, maar deze daling zal beperkt blijven tot ongeveer 3%. De herstructureringskosten van bij voorbeeld een bedrijf als Philips worden maar voor een relatief gering deel in deze cijfers meegenomen, omdat deze winstprognose slechts betrekking heeft op de activiteiten in eigen land. Indien de incidentele posten en herstructureringskosten geheel buiten beschouwing worden gelaten, resulteert voor de totale netto-winst van het Nederlandse bedrijfsleven een zeer bescheiden groei van 1%.

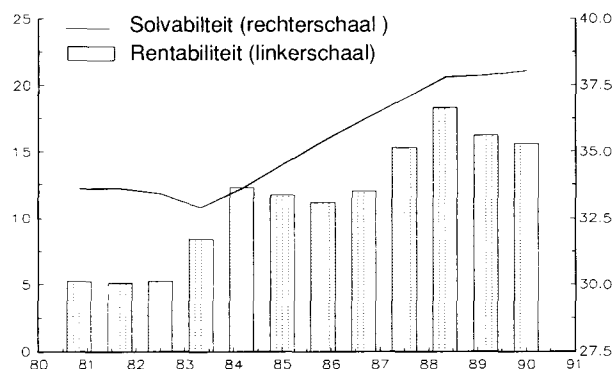
Wanneer niet alleen naar het in Nederland opererende deel van het bedrijfsleven wordt gekeken, zoals in onze analyse gebeurt, maar naar de groep van Nederlandse beurs-n.v.'s, dan vertoont de gezamenlijke winst naar verwachting een scherpe daling. De éénmalige herstructureringskosten, grotendeels geconcentreerd bij internationals, tellen hier volledig mee. Bovendien worden in het buitenland behaalde winsten omgerekend in sterk geapprecieerde guldens. Hierdoor staan met name de buitenlandse winstbijdragen in dollars, omgerekend in guldens, sterk onder druk. De totale netto-winst van de beurs-n.v.'s daalt in 1990 naar verwachting met zo'n 25%. Daar deze winstdaling is geconcentreerd bij een select gezelschap van grote ondernemingen, is het beeld voor het merendeel van de Nederlandse beursfondsen minder negatief dan uit dit cijfer naar voren lijkt te komen. Het ongewogen gemiddelde van de winststijging in 1990 van de zeventig meest vooraanstaande beursgenoteerde ondernemingen wordt door Amro Beleggingsresearch geraamd op circa 5%.

## Basisscenario 1991

### Rentabiliteit onder druk

Voor 1991 voorzien wij een verdere vertraging van de reële economische groei tot iets meer dan 2%. Een belangrijke oorzaak hiervan is de verslappende internationale conjunctuur, hoewel een voortgaande groei in de EG, en in het bijzonder in Duitsland, de terugval van de groei van onze exportmarkten beperkt houdt. De export wordt daarnaast gehinderd door de lage wisselkoers van de dollar en de yen, waardoor ook in 1991 het Nederlandse aandeel op de wereldmarkt nog licht onder druk staat. De binnenlandse bestedingen zullen een aanzienlijk ge-

Figuur 2. Prognose van de financiële positie van het bedrijfsleven (in procenten)



matigder groeitempo aannemen dan in voorgaande jaren, waarin nog substantiële belastingverlagingen werden doorgevoerd.

Ondanks een hogere inflatie (ruim 3%) zal de nominale economische groei in 1991 vertragen ten opzichte van 1990. De toename van de toegevoegde waarde blijft derhalve beperkt tot zo'n 6%. De loonkostenstijging zal naar verwachting verder versnellen, waardoor de loonquote wederom licht oploopt. Het hoge stijgingstempo van de afschrijvingen zal enigszins afzwakken, gezien de verminderende expansie van de investeringen. Als gevolg van voornoemde ontwikkelingen ligt een gematigde toename van de bruto bedrijfsresultaten in 1991 met zo'n 2% in de lijn der verwachting.

Indien incidentele tegenvallers buiten beschouwing worden gelaten, is er in 1991 geen ruimte voor groei van de netto-winst van het in Nederland opererende deel van het bedrijfsleven. Rekening houdend met het wegvallen van de incidentele factoren in 1990, kan de netto-winst na 1991 met zo'n 3% toenemen. De solvabiliteit kan zich op het huidige hoge niveau handhaven, omdat de winstreserves door het relatief hoge winstniveau een forse aanvulling kunnen krijgen. Door de toename van het eigen vermogen staat de rentabiliteit echter onder druk. Figuur 2 toont, naast de historische ontwikkeling, onze prognoses van de rentabiliteit en solvabiliteit van het Nederlandse bedrijfsleven.

Bij de groep van Nederlandse beurs-n.v.'s is het herstel van de netto-winst in 1991 geprononceerder dan bij de door ons geanalyseerde groep van binnenlands opererende bedrijven. De totale netto-winst van Nederlandse beurs-n.v.'s zal, na de forse dip in het lopende jaar, in 1991 terugveren en het niveau van 1989 bereiken, ervan uitgaande dat de incidentele tegenvallers en hoge herstructureringskosten in 1990 ook werkelijk een grotendeels éénmalig karakter blijken te dragen. Bovendien zal de stagnatie in de winstgroei het komende jaar vooral zichtbaar worden bij het binnenlands georiënteerde bedrijfsleven, dat enerzijds door de geringere binnenlandse bestedingen te kampen krijgt met een sterke vertraging in de afzetgroei en anderzijds met weer licht oplopende invoerprijzen wordt geconfronteerd. Bij het exportgeoriënteerde bedrijfsleven, dat in het thans lopende jaar negatieve invloed ondervindt van de koersdalingen van de dollar en de yen, kan de erosie van de bruto-winstmarges in de loop van 1991 tot stilstand worden gebracht. Ook afgezien van de genoemde incidentele factoren kan de winststijging bij beurs-n.v.'s hierdoor iets geprononceerder uitvallen dan bij de meer binnenlands georiënteerde bedrijven. Het ongewogen gemiddelde van de winststijging in 1991 van de zeventig meest vooraanstaande beursgenoteerde ondernemingen wordt door Amro Beleggingsresearch geraamd op circa 10%.

## Variantenanalyse

### Risicoscenario

Bedreigende factoren betreffen de olieprijsen, de rente, de dollarkoers en de loonstijgingen in eigen land. Met name bij een militaire escalatie van de Golfcrisis bestaat er een gereede kans dat de olieprijs gedurende geruime tijd veel hoger uitkomt dan thans voorzien (gemiddeld 25 dollar per vat in 1991). De directe gevolgen van hogere olieprijsen voor de totale Nederlandse economie zijn beperkt. De energiebalans is door de export van aardgas globaal in evenwicht, waardoor hogere olieprijsen met enige vertraging goeddeels worden gecompenseerd door hogere aardgasexportbaten. De olieprijsstijging leidt derhalve niet tot een blijvend ruilvoetverlies voor de Nederlandse economie. Wel leidt zij tot een binnenlandse herverdeling van middelen. De aardgasbaten van het Rijk nemen toe, terwijl de bedrijven en gezinnen voor hogere kosten komen te staan. Een belastingverlaging is in dergelijke omstandigheden weliswaar wenselijk, maar gezien de precaire toestand van 's Rijks financiën mag hier niet op worden gerekend. Blijvend hoge olieprijsen zullen door hun ingrijpende internationale gevolgen, met repercussies voor wereldhandel en rente, ook Nederland treffen.

De winstperspectieven van Nederlandse bedrijven zullen bij duurzaam hoge olieprijsen verder verslechteren. Een verdere koersdaling van de dollar, als gevolg van een recessie in de Verenigde Staten, zal dit versterken. Ongeveer 40% van de Nederlandse export ondervindt aanzienlijke concurrentie van in dollars geprijsde producten, een concurrentie die overigens ook op binnenlandse markten voelbaar is. In de Macro Economische Verkenning 1991 presenteerde het Centraal Planbureau twee risico-scenario's, waarin de gevolgen voor Nederland werden aangegeven van respectievelijk een \$ 10 hogere olieprijs en een 10% lagere dollarkoers in 1991. De macro-economische gevolgen zijn vervolgens doorgerekend naar de bedrijfsresultaten. Benadrukt moet worden dat deze uitkomsten, meer nog dan de uitkomsten van het basisscenario, een zeer globaal karakter dragen. Niet alleen de macro-economische gevolgen van deze risico's, maar ook de doorwerking naar de bedrijfsresultaten wordt beïnvloed door tal van factoren, waarover slechts bij benadering een uitspraak kan worden gedaan. Desalniettemin zijn de uitkomsten ons inziens een bruikbare indicatie voor de uitwerking van deze risico's op het Nederlandse bedrijfsleven.

Uit deze risico-analyse blijkt dat de bedrijfswinsten in 1991 bij een olieprijs van meer dan 35 dollar per vat, gecombineerd met een gemiddelde dollarkoers van f 1,50, een gevoelige aderlating ondergaan die op kan lopen tot meer dan 15%. In tabel 2 worden de belangrijkste uitkom-

Tabel 2. Winstgroei, rendement en solvabiliteit in vier scenario's voor 1991 (in procenten)

	Basis-scenario	Hogere olieprijs (\$ 35)	Lagere dollarkoers (f 1,50)	Ec. groei (+1%); loonstijging (-1%)
Netto-winstgroei t.o.v. basisscenario	2,9	-7,9	-1,5	8,0
	-	-10,8	-4,4	5,1
Rendement eigen vermogen t.o.v. basisscenario	15,6	14,0	15,0	16,3
	-	-1,5	-0,6	0,7
Solvabiliteit t.o.v. basisscenario	38,0	37,5	37,8	38,2
	-	-0,5	-0,2	0,2

sten van de risicovarianten vermeld. De gevolgen voor de winst van individuele Nederlandse beurs-n.v.'s kunnen hier overigens sterk van afwijken, gezien de grote gevoeligheid van de internationals voor de genoemde risicofactoren.

De gevolgen van de gesignaleerde risicofactoren voor de verschillende bedrijfstakken zijn divers. De met de olieprijsstijging gepaard gaande toename van energiekosten heeft met name implicaties voor de bedrijfstakken die relatief energie-intensief produceren, zoals de chemie-, de glastuinbouw- en de transportsector.

De dollardaling weegt vooral zwaar voor bedrijven die voornamelijk in EMS-valuta's inkopen en in dollars verkopen. Daarnaast worden die bedrijven getroffen, waarvan concurrenten hun producten in dollarprijzen aanbieden. Gevoelig zijn onder meer de sectoren vliegtuigbouw, machinebouw en elektrotechnische industrie, de bierindustrie en de leder- en schoenenindustrie.

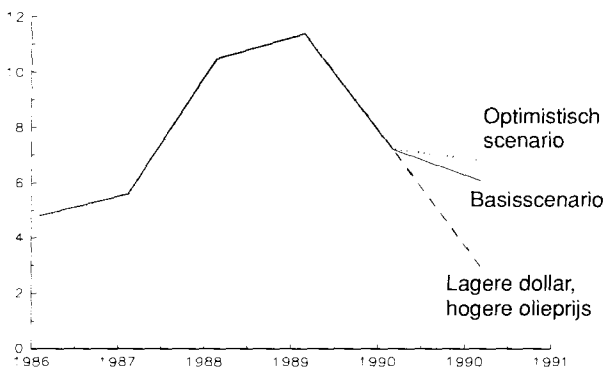
### Optimistisch scenario

Hoewel de risico's voor het Nederlandse bedrijfsleven zich momenteel lijken op te stapelen, kan niet worden uitgesloten dat het toekomstperspectief toch positiever zal uitpakken dan in het basisscenario is verondersteld. Wel moet worden opgemerkt dat wij de kans hierop op dit moment geringer inschatten dan de kans op het pessimistische scenario.

Een ten opzichte van het basisscenario optimistischer beeld zou kunnen verrijzen indien in de komende jaren sprake is van meevallende economische ontwikkelingen. De Europese integratie, de ontwikkelingen in Oost-Europa en vooral de Duitse hereniging kunnen in de komende jaren voor sterkere groei-impulsen zorgen dan verondersteld, waardoor de economische groei één procentpunt mee kan vallen. Indien voorts de cao-loonstijgingen in 1991 niet de verwachte versnelling vertonen én de incidentele loonstijgingen gematigd blijven, dan zou de stijging van de loonkosten in 1991 met één procentpunt kunnen meevallen. De bedrijfsresultaten zouden tegen deze achtergrond zo'n 5% hoger kunnen uitvallen dan in het basisscenario. De rentabiliteit zou zich in dit scenario volgend jaar, na de terugval in 1990 tot circa 16%, op dit lagere niveau kunnen handhaven. De belangrijkste uitkomsten van het optimistische scenario zijn eveneens in tabel 2 opgenomen.

Figuur 3 toont het verschil tussen de kapitaalmarktrente en de rentabiliteit van Nederlandse bedrijven in het basisscenario, het optimistische scenario en het risicoscenario. Dit verschil, aangeduid als de risico-opslag, loopt met name in het laatste scenario in een bijzonder snel tempo terug, mede omdat in dit scenario de rente één procentpunt hoger wordt verondersteld dan in beide andere scenario's.

Figuur 3. Risico-opslag (verschil tussen kapitaalmarktrente en rentabiliteit)



## Conclusie

Het in dit artikel geschetste beeld geeft aan dat de solide financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven in de jaren 1990 en 1991 geleidelijk onder druk komt te staan, met name ten aanzien van de rentabiliteit. De netto-winst van het merendeel van het in Nederland opererende bedrijfsleven zal in 1990 nog licht stijgen. Een klein aantal relatief grote bedrijven wordt echter geconfronteerd met hoge herstructureringskosten en incidentele tegenvallers, waardoor de totale netto-winst in 1990 zal afnemen. Afgezien van het wegvallen van de incidentele factoren en herstructureringskosten na 1990, is er in 1991 naar verwachting geen ruimte voor winstgroei. Ervan uitgaande dat de incidentele tegenvallers in 1990 inderdaad grotendeels éénmalig zijn, zal de totale netto-winst van Nederlandse bedrijven volgend jaar naar verwachting weer het hoge niveau van 1989 bereiken.

De toch al stagnerende winstgevendheid staat volgend jaar bovendien bloot aan enkele reële gevaren, zoals blijvend hoge olieprijsen en een verder dalende dollarkoers. De hieraan verbonden risico's zijn in enkele alternatieve scenario's in kaart gebracht. Met name blijvend hoge olieprijsen blijken zware repercussies te hebben voor de winstontwikkeling van Nederlandse bedrijven, maar ook een verder dalende dollarkoers heeft duidelijk negatieve implicaties. Bij de groep van grotere, beursgenoteerde ondernemingen hebben de risico's naar verwachting een sterkere uitwerking op de resultaten dan bij de middelgrote in Nederland opererende bedrijven.

Mocht het economische tij inderdaad tegenzitten, dan kan de rentabiliteit bijzonder snel teruglopen. Bij een dollarkoers van  $f$  1,50 (in plaats van  $f$  1,65, zoals verondersteld in het basisscenario) en een gemiddelde olieprijs van \$ 35 per vat (in plaats van \$ 25) zouden de netto-bedrijfsresultaten een gevoelige aderslating ondergaan die kan oplopen tot meer dan 15%.

**Chris Huys**  
**Mark van der Kroft**  
**Evert de Vries**