

Winst en winstverwachtingen als motor voor investeringen

Bedrijfsinvesteringen zijn momenteel een belangrijke drijvende kracht van de economische groei in Nederland en in het eurogebied. Dit is niet verrassend als men rekening houdt met de winstgevendheid en vooral de winstverwachtingen.

Bedrijven in de belangrijkste industrielanden waren in de afgelopen jaren netto-spaarders in plaats van investeerders. De geringe investeringen van bedrijven verklaren deels de lage internationale kapitaalmarktrentes, zoals Meesters terecht argumenteert in een recent ESB-artikel (Meesters, 2006). Het is daarom interessant om het investeringsgedrag van bedrijven nader te analyseren. Dit artikel gaat nader in op één, tot voor kort enigszins onderbelicht, aspect van het investeringsgedrag, te weten de relatie tussen bedrijfsinvesteringen en winst(verwachtingen). Bedrijfsinvesteringen kunnen hoofdzakelijk via drie kanalen reageren op de winstontwikkeling. Allereerst is de waarde van een investeringsproject gelijk aan de verdisconteerde waarde van de verwachte winst komend van het project. Jammer genoeg is de verwachte winst niet waarneembaar. Men kan echter enig verband verwachten tussen de huidige en toekomstige winst of de winstverwachtingen proberen te benaderen. Een tweede kanaal waarlangs de winstgevendheid belangrijk is, is dat de winst een interne financieringsbron is voor investeringen. Dit financieringskanaal speelt vooral een rol als externe financiering niet of tegen (te) hoge kosten verkrijgbaar is. Een derde mogelijkheid is dat investeringen en winst beïnvloed worden door een gemeenschappelijke derde factor, bijvoorbeeld de olieprijs. Een dergelijk indirect kanaal is moeilijker empirisch te onderzoeken. De centrale vraag is in hoeverre bedrijfsinvesteringen, al dan niet met een vertraging, reageren op winstontwikkelingen. De focus is hierbij niet alleen op Nederland, maar ook op het eurogebied en de Verenigde Staten, gegeven de mogelijke implicaties van verder aantrekkende bedrijfsinvesteringen voor de kapitaalmarktrentes in beide regio's.

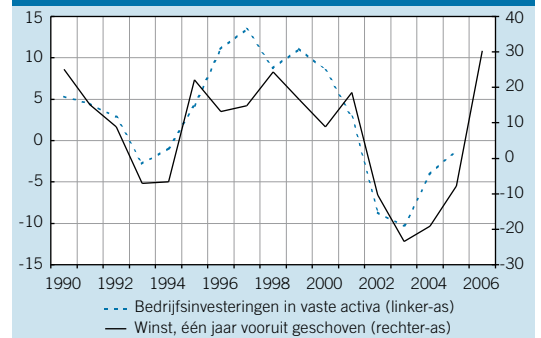
Gerealiseerde winst is belangrijk

Uit micro-economische gegevens blijkt een sterke samenhang tussen investeringen in vaste activa van niet-financiële bedrijven en hun winstgevendheid. De figuren 1 en 2 laten zien dat de winstgroei ongeveer een jaar vooruit loopt op de investeringsgroei in Nederland en in het eurogebied. Er is dus een vrij sterke positieve samenhang tussen winstgevendheid en investeringen in Nederland, waarbij de investeringen de winsten

doorgaans met een vertraging van ongeveer een jaar volgen (DNB, 2006). Bedrijfsinvesteringen reageren dus met een vertraging op de gerealiseerde winst. Een ruim aanbod aan interne financieringsbronnen leidt uiteindelijk tot hogere investeringen. Op macroniveau is op het eerste gezicht geen consistente 'lead-lag' relatie tussen investeringen en winstgevendheid. Figuur 3 laat echter voor Nederland zien dat bedrijfsinvesteringen vaak een opvallend vergelijkbaar groeipatroon hebben als die van de winstgevendheid van bedrijven, benaderd door de rentabiliteit op het eigen vermogen. Voor het eurogebied en de Verenigde Staten bevestigt recent onderzoek een relatie tussen bedrijfsinvesteringen en gerealiseerde winsten. De Bondt en Diron (2006) vinden een significant verband tussen bedrijfsinvesteringen en de 'financing gap', de externe financieringsbehoefte van het bedrijfsleven. De 'financing gap' is positief als de bedrijfswinsten niet volledig ingezet worden voor het doen van investeringen. Dit was in recente jaren het geval. De geschatte samenhang suggereert dat het tweeënhalf jaar kan duren

figuur 1

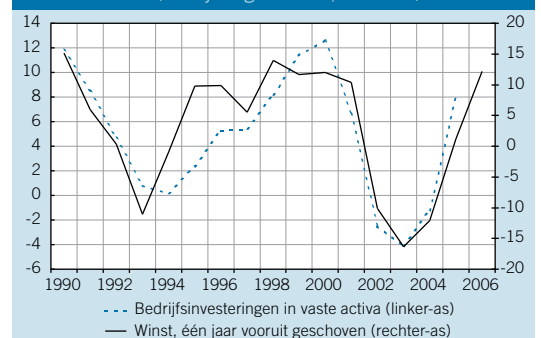
Investerings en winst in Nederland
(Jaarlijkse groei in %, mediaan)



Bron: Thomson Financial Datastream.

figuur 2

Investerings en winst in het eurogebied
(Jaarlijkse groei in %, mediaan)



Bron: Thomson Financial Datastream.

**GABE J. DE BONDT
EN MICHEL VAN
LEUVENSTEIJN***
De auteurs zijn werkzaam bij de Europese Centrale Bank, Divisie Kapitaalmarkten en Financiële Structuur.

voordat de bedrijfsinvesteringen volledig reageren op de externe financieringsbehoefte en dus op de winstontwikkelingen. Dit resultaat is in overeenstemming met de eerder gepresenteerde gemiddelde aanpassing van de investeringen aan de gerealiseerde winst van ongeveer een jaar. Een vertraagde aanpassing is niet verrassend gegeven over het algemeen aanzienlijke vertraging tussen het moment waarop de investeringsbeslissing wordt genomen en de uiteindelijke realisatie van het investeringsproject.

Maar winstverwachtingen zijn minstens zo belangrijk

Voor investeringen is vanuit theoretisch oogpunt echter vooral de winstverwachting van belang en niet zo zeer de gerealiseerde winst. Recent micro-economisch (Cummins, Hassett and Oliner, 2006) en macro-economisch (de Bondt en Diron, 2006) onderzoek laat inderdaad zien dat de verwachte winst, benaderd door de verwachtingen van professionele aandelenanalisten over de groei in de winst per aandeel, een cruciale determinant is van de investeringen. De gevonden significante verklarende macrofactor voor de bedrijfsinvesteringen in het eurogebied en de Verenigde Staten is de jaarlijkse verandering in de verwachte groei van de winst per aandeel voor de komende drie tot vijf jaren (zie figuur 4). Ten tijde van de investeringshausse rondom de eeuwwisseling waren de winstverwachtingen vanuit

historisch perspectief zeer hoog, om vervolgens sterk te dalen in de eerste jaren van deze eeuw. Vervolgens zijn de winstverwachtingen voor een langere tijd negatief bijgesteld. Recent is de verwachte winstgroei echter positief bijgesteld op jaarbasis, niet alleen in het eurogebied, maar ook in de Verenigde Staten.

Winstgevendheid en investeringsmogelijkheden in onbalans

Een nadere analyse van gerealiseerde winst en investeringsmogelijkheden laat zien dat juist de sectoren met de hoogste gerealiseerde winsten niet de sectoren zijn waarvan de grootste binnenlandse investeringsmogelijkheden kunnen worden verwacht. De consumptiegerelateerde sectoren in het eurogebied en de Verenigde Staten hebben de afgelopen jaren een lager dan gemiddelde winstontwikkeling laten zien, terwijl de winsten in de meer internationaal geïntendeerde financiële sector en vooral de olie- en gassector zich bovengemiddeld hebben ontwikkeld. De olie- en gassector heeft hierbij duidelijk geprofiteerd van de gestegen olieprijs. De financiële sector kent hoge winsten, onder andere door een robuuste kredietgroei en uitbundige liquiditeit in de wereldeconomie.

Beleidsimplicaties en vooruitblik

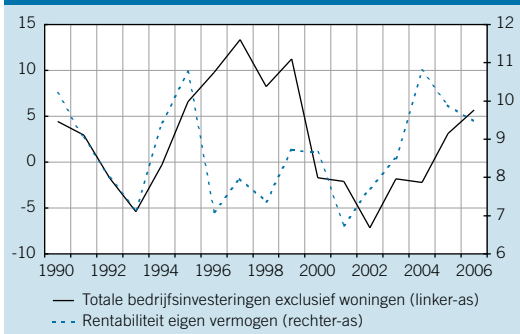
Wat zijn de beleidsimplicaties van onze bevindingen? De eerste conclusie is dat bedrijfsinvesteringen met enige vertraging reageren op de gerealiseerde winst. Dit komt doordat de winst als interne financieringsbron een belangrijke rol speelt voor de investeringsbeslissingen. Waarschijnlijk komt dit niet alleen omdat interne financiering normaal gesproken de goedkoopste financieringsvorm is, maar ook omdat sommige bedrijven nog steeds enige financiële belemmeringen ondervinden voor de realisatie van hun investeringsprojecten. Dit impliceert dat beleidsmaatregelen ter bevordering van de financiering van innovatieve investeringsprojecten welkom zijn. Zulke investeringsprojecten helpen de productiviteit en dus de economische groei te versterken. Een andere beleidsimplicatie van de positieve relatie tussen investeringen en de beschikbare winst is dat van de recent aangekondigde verlaging van de winstbelasting een positief effect op de investeringen kan worden verwacht.

De tweede conclusie is dat de winstverwachtingen van het investeringsproject een belangrijke rol spelen bij de investeringsbeslissingen. Voor de beleidsmakers is dit een belangrijk resultaat. Het onderstreept het belang van het creëren van een positief ondernemerssentiment. Alleen indien de winstperspectieven van een investeringsproject goed zijn, zal geïnvesteerd worden. Deze beleidsimplicatie is in overeenstemming met een recent verschenen CBS publicatie, opgezet op verzoek van het Ministerie van Economische Zaken, over het Nederlandse ondernemingsklimaat (CBS, 2006). Deze publicatie concludeert dat een goed ondernemingsklimaat een positieve invloed heeft op economische groei omdat het een aantrekkelijke werking heeft op investeringen.

Vooruitkijkend kan verwacht worden dat het tot sinds kort grote aanbod van interne financieringsbronnen en solide verwachtingen over de winstgroei, *ceteris paribus*, zullen leiden tot een robuuste investeringsgroei. Bedrijven zullen dan weldra niet langer netto spaarders zijn. Hiervan zal een opwaartse druk uitgaan op de internationale kapitaalmarktrentes. Belangrijk hierbij is dat de Europese en Amerikaanse sectoren met een bovengemiddeld sterke winstgroei, in het bijzonder de olie- en gassector en in mindere mate de financiële sector, hun ruime beschikbaarheid aan interne financieringsbronnen zullen aanwenden om te investeren in vaste activa.

figuur 3

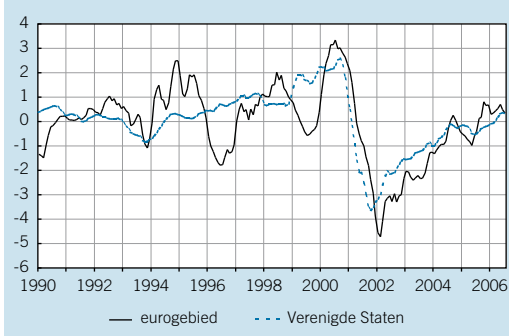
Investeringen en winstgevendheid in Nederland (Jaarlijkse groei in %)



Bron: CPB MEV 2006.

figuur 4

Verwachte winst per aandeel in het eurogebied en de VS (Jaarlijkse verandering in de groei in %; 3- maand voortschrijdend gemiddelde)



Bron: Thomson Financial Datastream.

LITERATUUR

- Bondt, G. de en M. Diron (2006) Investment, financing constraints, and profit expectations: new macro evidence, *Applied Economics Letters*, te verschijnen.
- CBS (2006) *Het Nederlandse Ondernemingsklimaat in Cijfers*, 26 April.
- Cummins, J.G., K.A. Hassett en S.D. Oliner (2006) Investment behaviour, observable expectations, and internal funds, *American Economic Review*, (96)3, 796-810.
- DNB (2006) Winstgevendheid Nederlandse bedrijven: goede conditie na financieel moeilijke periode, *Kwartaalbericht*, September, 55-63.
- Meesters, J. (2006) Bedrijfsleven belangrijke veroorzaker van de lage kapitaalmarktrente, *ESB*, 4491, 370-372.