

Winstgevendheid Nederlandse bedrijven: goede conditie na financieel moeilijke periode

Dit artikel gaat in op de winstontwikkeling van het Nederlandse bedrijfsleven. Historisch gezien liggen de winsten in Nederland, maar ook in andere westerse economieën, nu op een hoog niveau. De winsten van Nederlandse bedrijven zijn in de afgelopen economische neergang vrij stabiel gebleven in vergelijking met eerdere recessies. Bedrijven hebben door herstructurering de werkgelegenheid naar verhouding snel aan de productie aangepast. Hierdoor heeft de arbeidsproductiviteit zich gunstig ontwikkeld. Ook hebben bedrijven hun balansen ingrijpend geherstructureerd door bijvoorbeeld het omzetten van kortlopende in langlopende schulden. Door deze herstructureringen werd de winstdaling uiteindelijk beperkt. Bedrijven zijn financieel gezien nu weer in topconditie. Wel investeren zij minder in kapitaalgoederen dan in eerdere perioden van economisch herstel. Dit wordt deels veroorzaakt door onzekerheid, bijvoorbeeld over verder oplopende olieprijzen, en een voorkeur voor overnames. Maar ook structurele factoren spelen een rol. Zo zijn de prijzen van kapitaalgoederen wereldwijd flink gedaald, waardoor bij gelijk blijvende kapitaalinzet minder geïnvesteerd hoeft te worden. Ook verandert de Nederlandse economie steeds verder in de richting van een diensteneconomie, waarin naar verhouding meer wordt geïnvesteerd in mensen.

Funcie van winsten

Er bestaat een wisselwerking tussen winsten en conjunctuur. Enerzijds beïnvloedt de conjunctuur de winsten, bijvoorbeeld omdat de vraag naar producten afneemt door een economische schok of door veranderingen in de lonen. Als de economie goed draait wordt arbeid schaarser. Werknemers kunnen hogere lonen eisen waardoor er druk ontstaat op de winstmarges van bedrijven. Anderzijds beïnvloeden winsten ook de conjunctuur, voornamelijk omdat ze gebruikt worden voor investeringen. In Nederland is er over het algemeen een vrij sterke positieve samenhang tussen winstgevendheid en investeringen, waarbij de investeringen de winsten doorgaans met een vertraging van ongeveer een jaar volgen. Voor investeringen is een bedrijf afhankelijk van de winst. Zelfs als investeringen extern worden gefinancierd, bijvoorbeeld door bankleningen, speelt winst hierbij een belangrijke rol (zie Box 1 De financiële accelerator).

Winsten kunnen bij tijdelijke economische schokken als een buffer fungeren. Hierdoor kunnen zij een stabiliserende invloed uitoefenen, bijvoorbeeld op de prijsontwikkeling. Zo werden door de appreciatie van de euro en de gestegen loonkosten in de periode 2002-2004 Nederlandse exporteurs flink duurder ten opzichte van hun concurrenten. In plaats van dit volledig door te berekenen aan de klanten, lieten de exporteurs hun winstmarges afnemen. Zo verhoogden Europese bierbrouwerijen hun bierprijzen in de vs in die periode nauwelijks, terwijl de dollar grofweg een derde van haar

waarde verloor ten opzichte van de euro.¹ Het buffermechanisme van winsten speelt vooral in sectoren waar veel concurrentie is, waardoor bedrijven weinig *pricing power* hebben. Exporteurs van Champagne of Cognac, typisch producten met weinig concurrentie, hebben hun prijzen in de vs wel aanzienlijk verhoogd in die periode.

De bufferfunctie van winsten is in de afgelopen jaren mogelijk belangrijker geworden. Dit hangt samen met de wereldwijd lage en stabiele inflatie. Hierdoor is er meer prijstransparantie en kunnen bedrijven kostenstijgingen, zoals wisselkoersveranderingen, minder gemakkelijk doorberekenen in de afzetprijzen.² Door mondialisering is de concurrentie op internationale markten toegenomen. Ook hierdoor ontstaat minder ruimte voor het doorberekenen van tijdelijke kostenstijgingen en neemt het belang van de bufferfunctie toe. Permanente kostenstijgingen ten opzichte van concurrenten kunnen overigens niet structureel ten laste komen van winstbuffers. Om te overleven zullen bedrijven in dat geval moeten innoveren, bijvoorbeeld het ontwikkelen van nieuwe producten of het vergroten van de bedrijfsefficiëntie. Door het toegenomen belang van de bufferfunctie van winsten is het mogelijk dat de invloed van economische schokken op de inflatie wereldwijd is afgenomen.

Behalve bedrijven hebben ook werknemers belang bij de winstgevendheid van het bedrijfsleven. Vanuit micro-economisch perspectief zou er om twee redenen een positieve relatie kunnen zijn tussen lonen en winsten. Ten eerste kunnen bedrijven door een hoog

Box 1 De financiële accelerator

Bij de relatie tussen winsten en investeringen speelt het zogeheten financiële accelerator mechanisme een belangrijke rol (Bernanke et al, 1996; Vermeulen, 2002). Dit gaat uit van de gedachte dat ondernemers meer inzicht hebben in de risico's van hun investeringsprojecten dan de verschaffers van extern kapitaal. Door deze asymmetrische informatie willen externe financiers een extra vergoeding voor het risico dat zij lopen. Bovendien maken externe kredietverschaffers extra kosten vanwege de noodzaak om bedrijven door te lichten en te controleren. Externe financiering is om deze redenen duurder dan interne financiering. Vooral kleine bedrijven hebben last van deze informatieproblemen. De kosten van het verzamelen van betrouwbare informatie door externe financiers zijn relatief groot in ver-

houding tot de opbrengsten van de lening. Voor investeringen zijn bedrijven sterk afhankelijk van hun eigen financiële positie (de Haan & Hinlopen, 2003).

De risicopremies die externe financiers vragen zijn kleiner naarmate de netto vermogenspositie van een bedrijf toeneemt. Hierdoor verbetert namelijk de onderpandswaarde van een bedrijf, waardoor eventuele verliezen voor de externe financiers worden beperkt. Omdat de netto vermogenspositie *grosso modo* mee beweegt met de winsten (conjunctuur), heeft het financiële accelerator mechanisme een procyclische invloed op de economie. Zo kan de winstontwikkeling de groei van de economie verder opjagen bij hoogconjunctuur, maar afremmen bij een neergaande economie.

loon te betalen werknemers motiveren om extra hun best te doen, waardoor meer winst ontstaat (efficiënte loonmodel). Volgens deze hypothese bepalen lonen dan de winsten. Ten tweede kunnen werknemers proberen een deel van de winst op te eisen in de vorm van meer loon (winstdeling). In dit geval volgen de lonen de winsten. Uit onderzoek blijkt dat in de praktijk winstdeling het meest voorkomt.³ Werknemers profiteren dus van winstgroei. Werknemers in kapitaalintensieve sectoren profiteren naar verhouding zelfs meer.⁴ De gedachte hierachter is dat in deze sectoren de loonkosten maar een klein deel uitmaken van de totale kosten. Het negatieve effect van winstdeling op de winst is daardoor beperkt.

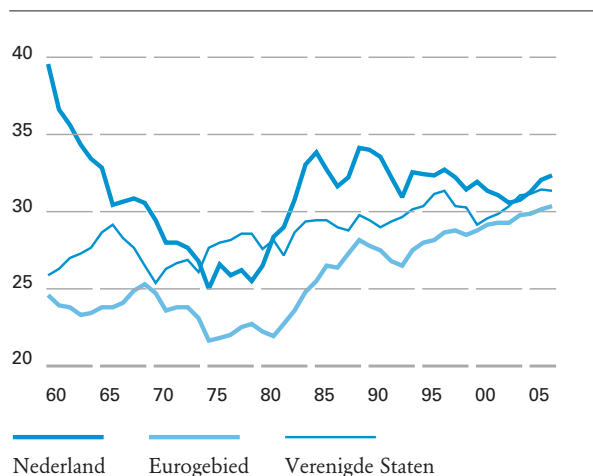
Winstdeling wordt steeds internationaler.⁵ In een aantal Europese landen leidt grotere buitenlandse winstgevendheid tot hogere binnenlandse lonen en meer werkgelegenheid. De verklaring hiervoor is dat landen meer en meer met elkaar verbonden raken door internationaal opererende concerns en buitenlandse directe investeringen. In Nederland en België reageert vooral de werkgelegenheid op buitenlandse veranderingen in winstgevendheid. In Duitsland, Frankrijk en het VK reageren vooral de lonen hierop. Dit verschil tussen grote en kleine landen heeft mogelijk te maken met verschillen in de preferenties van vakbonden. In een kleine open economie als de Nederlandse zijn vakbonden zich mogelijk meer bewust van de wisselwerking tussen loongroei en de internationale concurrentiepositie van bedrijven. Nederlandse vakbonden zijn eerder geneigd te kiezen voor een verbetering van de concurrentiepositie met meer Nederlandse werkgelegenheid, terwijl Duitse of Franse bonden kiezen voor meer loon.

Hoge winstniveaus wereldwijd

De winstaandeelindicator (het deel van de bruto toegevoegde waarde in een economie dat kan worden gezien als de beloning voor de productiefactor kapitaal) geeft het volgende internationale beeld (grafiek 1).⁶ In de periode 1960-1980 namen de winsten in Nederland af om vervolgens te herstellen in de jaren tachtig en negentig. Een soortgelijk patroon geldt voor het eurogebied. De winstontwikkeling in de VS laat een iets stabielere patroon zien dan Europa. De daling van de winsten in de jaren zestig en zeventig in Europa hing vooral samen met een dalende productiviteitsgroei, de oliecrisis in 1973 en de sterke loonstijgingen in de jaren zeventig. Het uitzonderlijk hoge niveau van het winstaandeel in Nederland begin jaren zestig hangt samen met de zoge-

Grafiek 1 Winsttaandeelindicator¹

Procenten bbp



1 Het aandeel van de vergoeding voor kapitaal in de bruto toegevoegde waarde, gecorrigeerd voor toegerekend inkomen van zelfstandigen. Bron: Ameco.

heten geleide loonpolitiek. Ten behoeve van de wederopbouw werden in de jaren na de Tweede Wereldoorlog de lonen sterk gematigd. Toen in de jaren zestig deze loonpolitiek – waarschijnlijk te laat – werd losgelaten, trad een inhaalbeweging bij de lonen op en daalden de winsten. Het winstherstel in de jaren tachtig was het gevolg van substitutie van arbeid door kapitaal. Daarnaast speelde loonmatiging een rol. Opvallend is dat internationaal gezien winstaandelen zijn geconvergeerd in de afgelopen decennia en thans op een hoog niveau liggen. Het winstaandeel in Nederland is de laatste twee decennia niet structureel toegenomen, in tegenstelling tot het eurogebied en de VS. Dit verschil heeft mogelijk te maken met het hoge niveau dat Nederland al bereikt had aan het begin van de jaren tachtig.

Een andere winstindicator laat zien dat Nederlandse bedrijven in de afgelopen decennia wel winstgevender zijn geworden. Dit blijkt uit de ontwikkeling van het rendement op kapitaal, een maatstaf die de winst in verhouding zet tot de kapitaalgoederenvoorraad (grafiek 2). Ook in het Eurogebied en de VS zijn bedrijven volgens deze indicator winstgevender geworden. Winstindicatoren voor de wereldeconomie als geheel laten zien dat winsten in de afgelopen 10 jaar recordniveaus hebben bereikt in vrijwel alle sectoren (tabel 1). Dit suggereert dat in veel landen dezelfde economische factoren een rol hebben gespeeld. Zo is de rente in de afgelopen jaren gedaald naar historisch lage niveaus waardoor bedrijven naar verhouding goedkoop hebben

Box 2 Het meten van winsten

Globaal gezien zijn er twee manieren om winsten te meten: op macroniveau met behulp van de Nationale Rekeningen en op microniveau op basis van de jaarrekeningen van bedrijven. Het voordeel van de eerste manier is dat de gegevens redelijk consistent zijn over de tijd en tussen verschillende landen. Hierdoor kan de winstontwikkeling in historisch en internationaal perspectief worden geplaatst. De gegevens uit de Nationale Rekeningen beslaan het gehele bedrijfsleven. Winstindicatoren gebaseerd op jaarrekeningen hebben als voordeel dat zij meer inzicht kunnen geven in ver-

schillen tussen bedrijven, bijvoorbeeld ten aanzien van de grootte van het bedrijf of het financieringsprofiel. Het nadeel van deze indicatoren is dat zij vaak met aanzienlijke vertraging beschikbaar zijn, in het bijzonder voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen. Bovendien kunnen definities verschillen van land tot land. Door de recente invoering van nieuwe boekhoudregels (IFRS) worden definities overigens wel meer gestandaardiseerd (zie ook het artikel 'IFRS: Stand van zaken één jaar na de introductie' in dit Kwartaalbericht).

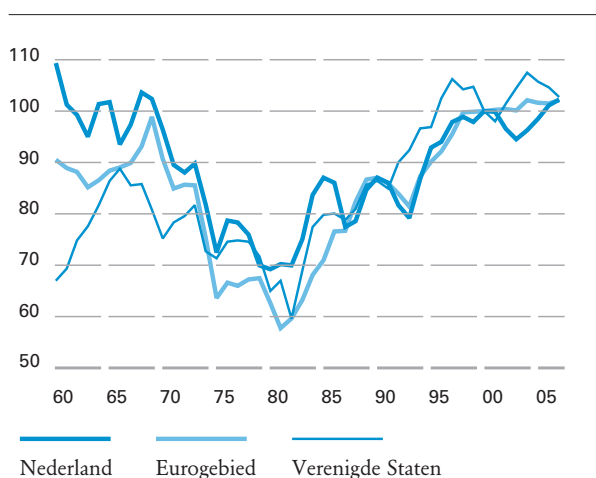
kunnen lenen. Via het financiële accelerator mechanisme wordt dit proces bovendien verder versterkt. De belangrijkste reden voor de mondiaal hoge winstniveaus is waarschijnlijk de beperkte groei van de reële lonen in verhouding tot de arbeidsproductiviteitsgroei. Eenvoudig gezegd: werknemers krijgen een kleiner deel van de winst, die door technologische vooruitgang blijft toenemen. Er vindt dus minder winstdeling plaats.

Mondialisering en inflatie spelen hierbij een rol.⁷ Zo kunnen werknemers bescheiden looneisen hebben omdat de inflatieverwachtingen stabiel zijn. De inflatie bevindt zich wereldwijd immers op een historisch zeer laag en stabiel niveau. Maar belangrijker is waarschijnlijk de mondialisering van economische processen. Doordat opkomende economieën zoals India, China en Brazilië zich hebben aangesloten bij de wereld-

economie is het aanbod van arbeid wereldwijd grofweg verdubbeld. Hierdoor kunnen bedrijven hun productie of onderdelen van hun productie verplaatsen naar lage lonenlanden. Slechts de dreiging dit te doen kan werknemers doen besluiten genoeg te nemen met een lagere loongroei. Uit onderzoek voor een aantal EU-landen blijkt bijvoorbeeld dat door mondialisering de macht van vakbonden afneemt en dat dit een negatief effect heeft op de loongroei.⁸ Verder zorgt de toenemende mobiliteit van arbeid voor extra instroom op lokale arbeidsmarkten. Zo is in West-Europa de jaarlijkse instroom van migranten in verhouding tot de bevolking in de afgelopen 15 jaar verdubbeld. Dit heeft de loongroei in westerse economieën afgeremd, in het bijzonder die van laaggeschoolde werknemers. De uitbreiding van de EU naar 25 lidstaten in 2004 heeft dit proces verder versterkt. Ten slotte is door mondialisering de concurrentie op productmarkten toegenomen. Dit drukt de winsten omdat prijzen minder gemakkelijk verhoogd kunnen worden, waardoor bedrijven een sterke impuls krijgen om hun kosten te verminderen. De strategie die veel bedrijven vervolgens kiezen is het omlaag brengen van de loonsom. Vooral in sectoren met een hoge mate van importpenetratie – waarbij binnenlandse producenten afzetterrein verliezen aan buitenlandse concurrenten – staat de loonsom onder druk.

Grafiek 2 Netto winst per eenheid kapitaal

Index 1995 = 100 voor vs



Bron: Ameco.

Stabiele winsten in Nederland tijdens laatste neergang

Tijdens de laatste economische neergang zijn de winsten van de (financiële en niet-financiële) bedrijven in Nederland stabiel gebleven in vergelijking tot eerdere recessies (grafiek 3). De winsten kwamen onder druk te staan toen de neergang begon in 2001 maar beduidend

Tabel 1 Winstindicatoren mondiale economie¹

Percentage van de omzet

	Operating surplus ²			Winst na belasting		
	Mutatie ³			Mutatie ³		
	2004-05	2001-02	1995-99	2004-05	2001-02	1995-99
Luchtvaart	3	3	-3	2	3	-1
Automobiel	4	0	0	2	1	0
Chemie	9	3	1	6	3	1
Computers hardware	5	2	0	4	4	0
Machines	8	2	2	5	3	2
Mijnbouw	22	4	9	17	6	9
Olie en gas	14	3	5	9	3	4
Detailhandel	5	1	1	3	1	1
Software	26	2	0	18	5	3
Telecommunicatie	16	3	-2	9	13	-1
Nutsbedrijven	14	3	1	7	3	1

¹ Omzet gewogen gemiddelde van bedrijven in World Equity Market index.² Omzet minus totale operationele kosten.³ Gemiddelde 2004-05 minus gemiddelde 2001-02 respectievelijk 1995-99.

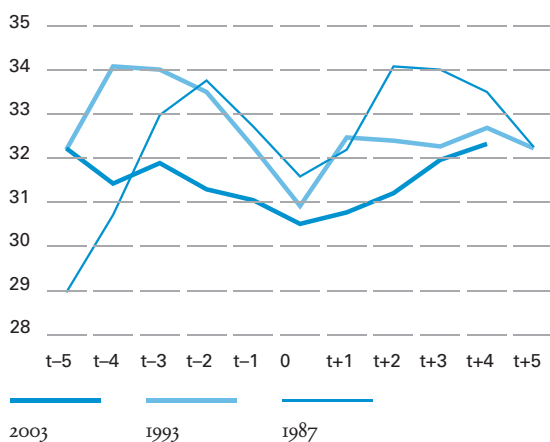
Bron: BIS.

minder sterk dan in eerdere recessies. In 2004 herstelden de winsten zich weer. Een winstindicator op basis van de jaarrekeningen van niet-financiële bedrijven geeft een iets somberder beeld (grafiek 4). Binnen een doorsnee bedrijf kwam de winst al in een vrij vroeg

stadium onder druk, met als dieptepunt 2001. De winstmarge van een doorsnee bedrijf in het MKB (minder dan 100 werknemers) is structureel lager dan die van een doorsnee grootbedrijf. Wel was de winstdaling voor het MKB iets kleiner dan voor het grootbedrijf.

Grafiek 3 Winstaandeelindicator Nederland in recente conjunctuurcycli¹

Procenten bbp



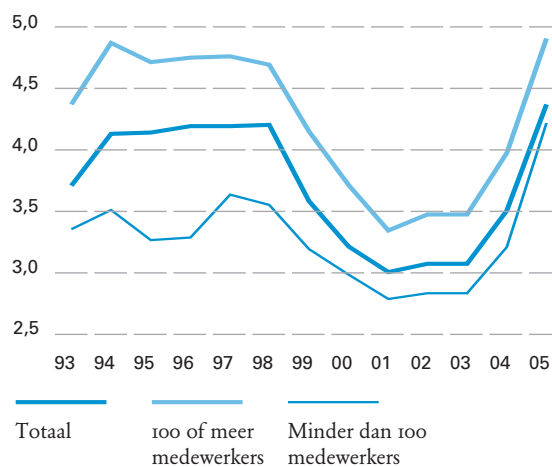
Toelichting: De horizontale as geeft het aantal jaren t.o.v. het dieptepunt van de recessie weer.

¹ Gecorrigeerd voor toegerekend inkomen van zelfstandigen.

Bron: Ameco.

Grafiek 4 Bruto winstmarge, niet-financiële bedrijven

Als percentage van netto omzet, mediaan



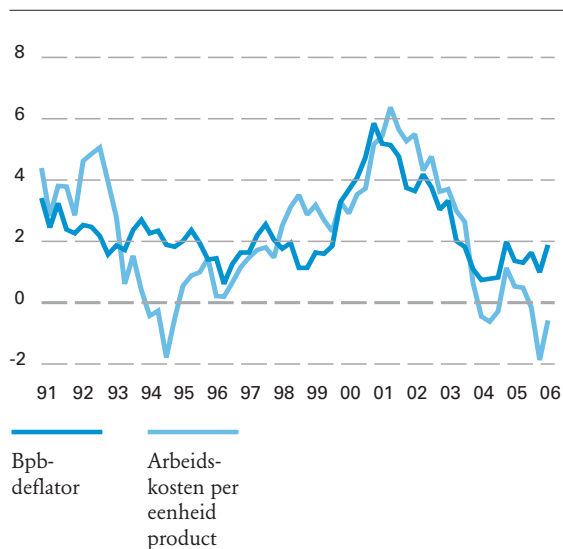
Bron: Reach.

Ondanks de stabiele winstontwikkeling op macroniveau waren er verschillen per bedrijfstak.⁹ Zo kwamen in de delfstoffenwinning, de industrie, en de financiële en zakelijke dienstverlening de winsten het sterkst onder druk te staan, met uitzondering van de banken die hogere winsten behaalden. De winstdaling was bijzonder scherp voor de computerdienstverlening en voor producenten van computers, kantoorbenodigdheden, machines, elektronica en communicatiemiddelen. Ook in de handel, horeca en reparatie daalden de winsten, voornamelijk tijdens het dieptepunt van de recessie in 2003. De energie- en waterleidingbedrijven, en de bedrijfstak vervoer, opslag en communicatie kenden daarentegen een gunstig beloop van de winsten. De bouwnijverheid, ten slotte, laat een vrij stabiele winstontwikkeling zien.

Wat is ondanks de verschillen per bedrijfstak nu de oorzaak van de stabiele winstontwikkeling op macroniveau? Het beloop van de bbp-deflator – een maatstaf voor prijsontwikkeling – en de groeivoet van de arbeidskosten per eenheid product geeft meer inzicht (grafiek 5). Na een stijging aan het begin van deze eeuw zijn de arbeidskosten per eenheid product sinds 2002 flink gedaald. De prijsontwikkeling was in deze periode matig. Hieruit ontstaat het beeld dat de stabiele winstontwikkeling niet het gevolg is van het verhogen van de prijzen, maar van het gunstige beloop van de arbeids-

Grafiek 5 Bbp-deflator en arbeidskosten per eenheid product

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode

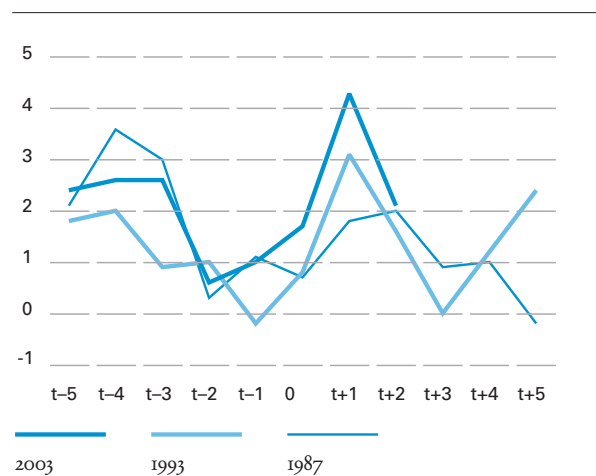


Bron: OECD.

kosten per eenheid product. Bij dit laatste spelen twee factoren een rol: de loonontwikkeling (inclusief sociale lasten) en de productiviteitsontwikkeling. Vooral de arbeidsproductiviteit is sinds eind 2001 flink toegenomen, zeker in vergelijking met voorgaande recessies (grafiek 6). Koplopers waren sectoren als bouwnijverheid, delfstoffenwinning, en vervoer, opslag en communicatie, met stijgingen van gemiddeld 5% of meer per jaar in de periode 2001-2004. De arbeidsproductiviteitsgroei wordt weerspiegeld door de relatief grote daling van de groei van de werkgelegenheid (grafiek 7). Daar was ook ruimte voor omdat werkgevers aan het begin van deze eeuw door de krappe arbeidsmarkt en de hoop dat de economie toen weer snel zou aantrekken hun personeel extra lang hebben vastgehouden (*labour hoarding*). Per saldo hebben bedrijven het productiviteitsverlies door labour hoarding aan het begin van deze eeuw meer dan gecompenseerd door herstructurering van de werkgelegenheid daarna. Ook de matige loongroei heeft bijgedragen aan de gunstige ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product, maar pas later en in mindere mate. Verder hebben bedrijven hun balansen ingrijpend geherstructureerd, wat ook gunstig was voor de winstontwikkeling (zie volgende paragraaf). Al met al hebben Nederlandse bedrijven tijdens de laatste neergang door middel van reorganisaties en herstructureringen de werkgelegenheid aan de productie aangepast. Het beperken van winstverlies was dus niet het gevolg van afzet- of prijsverhoging, maar van kostenbesparingen op vooral de productiefactor arbeid.

Grafiek 6 Arbeidsproductiviteit marktsector Nederland tijdens conjunctuurcycli¹

Procentuele mutaties

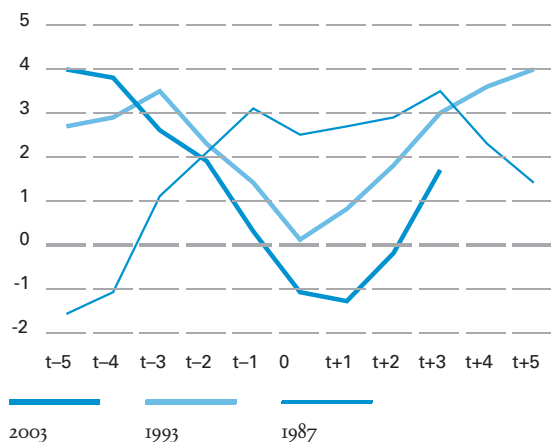


¹ De horizontale as geeft het aantal jaren t.o.v. het dieptepunt van de recessie weer.

Bron: CPB, CEP 2006.

Grafiek 7 Werkgelegenheid in Nederland tijdens conjunctuurcycli

Procentuele mutaties



Toelichting: betreft marktsector; de horizontale as geeft het aantal jaren t.o.v. het dieptepunt van de recessie weer.
Bron: CBS.

Nederlandse bedrijven weer in goede conditie, maar investeringsgroei gematigd

Financiële positie sterk verbeterd

Tijdens de laatste neergang waren Nederlandse bedrijven in financieel opzicht kwetsbaar.¹⁰ Zo is de schuld-ratio midden jaren negentig flink opgelopen, met een piek in 2000, mede door de vele met schuld gefinancierde buitenlandse overnames. Nederlandse bedrijven investeerden veel in buitenlandse ondernemingen, onder meer in de ICT-sector. Eind 2001 hadden Nederlandse bedrijven met bijna 84% van het bruto binnenlands product naar verhouding twee maal zo veel in het buitenland geïnvesteerd als Europese bedrijven. Na 2000 liepen de opbrengsten van deze buitenlandse investeringen fors terug, mede als gevolg van de teruglopende wereldeconomie, het knappen van de ICT-zeepbel en reorganisaties bij de buitenlandse dochters. Zo stegen de afschrijvingskosten van beursgenoteerde ondernemingen in 2001 tot recordhoogte, voornamelijk als gevolg van afschrijvingen op betaalde goodwill van buitenlandse deelnemingen. De afschrijvingskosten waren zelfs bijna even hoog als het bedrijfsresultaat. De verliezen van deze grote ondernemingen worden overigens voor een groot deel gedragen door buitenlandse beleggers: tweederde van de Nederlandse effecten is namelijk in buitenlandse handen. Na 2003 namen de winsten weer toe. Bedrijven hebben hun balansen geherstructureerd door versnelde afschrijvingen, afsto-

ting van activa en omzetting van korte in langlopende schulden. Dit proces was zelfs ingrijpender dan in de recessie van begin jaren negentig.

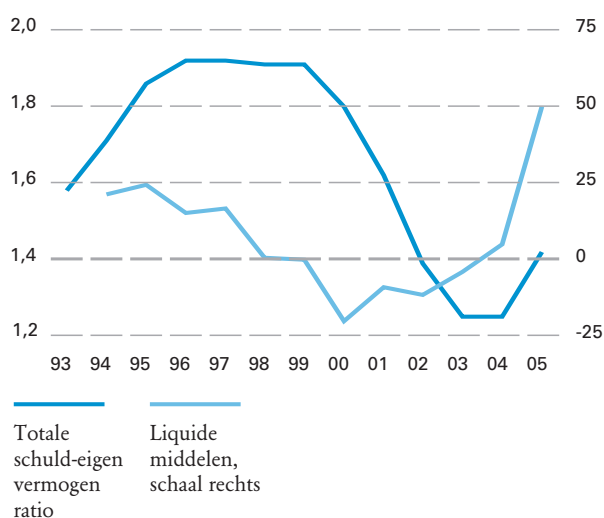
Bedrijven staan er in financieel opzicht weer goed voor. In 2005 namen de winsten van de grote beursgenoteerde bedrijven met bijna 30% toe. De schulden in verhouding tot het eigen vermogen zijn afgenomen en de kassen weer goed gevuld (grafiek 8). Liquiditeits-ratio's voor de niet-financiële bedrijven bereikten vorig jaar het hoogste niveau in de afgelopen 10 jaar.¹¹ De bancaire financiering neemt weer toe. Door vreemd vermogen aan te trekken kan de rentabiliteit op het eigen vermogen via de hefboomwerking worden vergroot. De prikkel om de hefboom te gebruiken bereikte een piek in 1999 (grafiek 9). Na een daling begin deze eeuw is de hefboom prikkel inmiddels weer net zo groot als eind jaren negentig.

Investeringsgroei gematigd

Na een aantal jaren van afnemende investeringsgroei zitten de bedrijfsinvesteringen weer in de lift. Het vertrouwen van producenten is in het afgelopen jaar fors toegenomen en bereikte deze zomer het hoogste niveau sinds 1985. Maar de groei van de bedrijfsinvesteringen bedraagt met 3% in de huidige herstelfase ongeveer de helft van die in eerdere herstelperioden. Dit is verrassend, omdat de winsten van bedrijven flink zijn aange-trokken, kassen goed gevuld zijn en geld lenen nog altijd goedkoop is. Niet alleen in Nederland is de in-

Grafiek 8 Schuldratio en groei van liquide middelen

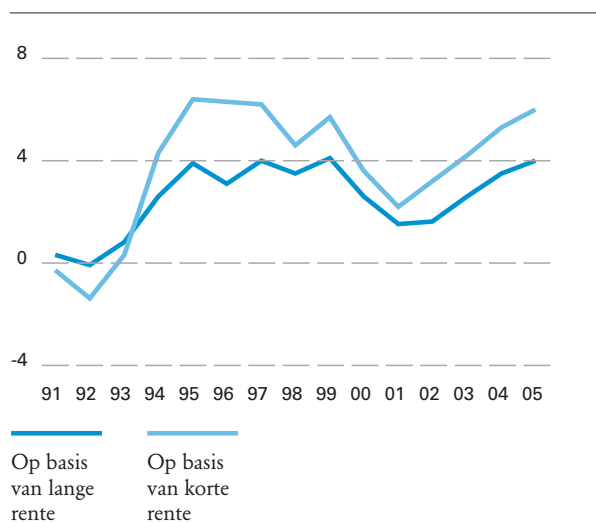
Ratio en procentuele mutaties, mediaan



Bron: Reach.

Grafiek 9 De hefboomprinkel voor Nederlandse bedrijven

In procenten



Bron: Reach.

vesteringsgroei gematigd, maar ook in veel andere westerse landen.

Verskillende factoren spelen hierbij een rol. Zo zijn bedrijven meer en meer bezig met fusies en overnames in plaats van investeringen. In 2005 bereikte het volume van fusies en overnames met een groei van bijna 30% wereldwijd een nieuw hoogtepunt. Uit een enquête van KPMG blijkt dat 80% van de middelgrote Nederlandse bedrijven nog meer overnames verwacht in de komende maanden. Dit verklaart deels waarom bedrijven goed gevulde kassen aanhouden. Overigens worden bedrijven daarmee zelf een aantrekkelijke overnameprooi. Behalve bedrijven zijn private equity-huizen zeer actief op overnamegebied. Door middel van leveraged buy-outs (lbo's) nemen private investeerders bedrijven over. Wat opvalt is dat de overnames grotendeels worden gefinancierd met geleend geld. Bekende voorbeelden zijn VNU en Vendex. Uit de enquête blijkt dat 70% van de Europese private equity-huizen vindt dat de overnames over het algemeen zijn gefinancierd met teveel schuld. De omvang van de private equity-investeringen in Nederland groeide in 2005 met maar liefst 30% en bedraagt inmiddels EUR 4 miljard per jaar.¹² Deze investeringen worden overigens niet tot de bedrijfsinvesteringen gerekend.

Onzekerheid over de toekomst kan ook een rol spelen bij de relatief lage investeringsgroei, bijvoorbeeld over verder oplopende olieprijsen, een daling van de dollar of een omslag in het financieringsklimaat. De

onrust op de financiële markten dit voorjaar heeft bedrijven eraan herinnerd dat het klimaat op deze markten zo maar kan omslaan (zie ook het hoofdstuk Financiële stabiliteit in dit Kwartaalbericht). In dit kader kunnen bedrijven ook onzeker zijn geworden over hun omzetgroei. Uit onderzoek voor de belangrijkste geïndustrialiseerde landen blijkt dat bedrijven met een sterk wisselende omzetgroei meer geld als buffer in kas houden.¹³ Met andere woorden, onzekerheid kan bedrijven ertoe aanzetten de winsten (tijdelijk) op zak te houden.

Naast onzekerheid en potentiële overnames spelen ook structurele factoren mogelijk een rol bij de lage investeringsgroei. De Nederlandse economie verandert geleidelijk in de richting van een diensteneconomie. Daarin domineren investeringen in ICT en menselijk kapitaal. Investeringen in menselijk kapitaal, zoals uitgaven aan training en onderwijs, worden officieel niet tot de bedrijfsinvesteringen gerekend. Verder investeren Nederlandse bedrijven door mondialisering meer in het buitenland (buitenlandse directe investeringen). Dit valt officieel niet onder de Nederlandse investeringen. Ook zijn door technologische vooruitgang kapitaalgoederen wereldwijd in prijs gedaald, waardoor investeren goedkoper is geworden. Als bedrijven hun kapitaal inzet gelijk houden, daalt de investeringsgroei. Ten slotte wordt door bedrijven steeds meer aandacht besteed aan het versterken van hun identiteit (het opbouwen van een mondiaal merk, het laten zien van een sociaal gezicht, etc). Deze uitgaven hebben het karakter van een investering maar vallen officieel niet onder de bedrijfsinvesteringen. Kortom, structurele veranderingen in onze economie beïnvloeden het investeringsgedrag van bedrijven.

Tot besluit

In dit artikel is ingegaan op de winstgevendheid van het Nederlandse bedrijfsleven. Na een periode van financiële kwetsbaarheid aan het begin van deze eeuw zijn bedrijven weer in goede conditie. Zij hebben adequaat gereageerd op veranderende economische omstandigheden. Dit vormt een goede uitgangspositie bij het verdere economische herstel dat naar verwachting zal plaatsvinden. Toch zijn er ook risico's. Voor het behouden van stabiele hoge winstniveaus zullen bedrijven zich voortdurend moeten blijven aanpassen aan (mondiale) economische veranderingen. Het ontwikkelen van nieuwe producten, het verbeteren van bedrijfsprocessen en flexibiliteit zijn daarbij essentieel. Verder kan

er een omslag plaatsvinden in het financieringsklimaat, waardoor financieringskosten oplopen.¹⁴ Dit heeft een negatief effect op de winsten van Nederlandse bedrijven. Ondanks de schuldhierstructurering van de afgelopen jaren bestaat voor een doorsnee bedrijf een groot deel van de schuld uit kortlopend vreemd vermogen. Bedrijven die gefinancierd zijn met private equity zijn in het bijzonder kwetsbaar vanwege het doorgaans grote aandeel vreemd vermogen. Ook zou de koers van de euro kunnen stijgen, bijvoorbeeld doordat de Amerikaanse economie afkoelt. Dit heeft negatieve gevolgen voor de winsten van exporteurs of multinationals met dochters buiten het eurogebied. Een ander risico is dat bedrijven opnieuw hun vingers branden aan buitenlandse overnames, zoals in de ICT-sector aan het einde van de jaren negentig. Hoewel de betaalde overnamepremie's in het afgelopen jaar wereldwijd op een laag niveau lagen, zijn deze in de laatste maanden aanzienlijk toegenomen. Ten slotte investeren bedrijven gematigd ondanks hun uitstekende financiële positie. Enerzijds lijkt dit prudent gezien een aantal onzekerheden over de toekomst. Anderzijds zou dit het economische herstel kunnen afremmen.

Geraadpleegde literatuur

Arai, M. (2003), Wages, profits, and capital intensity: evidence from matched worker-firm data, *Journal of Labor Economics*, 21, 593-618.

Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist, S. (1996), The financial accelerator and the flight to quality, *The Review of Economics and Statistics*, 78, 1-14.

BIS (2006). Annual Report, Chapter II, 2006.

Dumont, M., Rayp, G., Willemé, P. (2006), Does internationalization affect union bargaining power? An empirical study for five EU countries, *Oxford Economic Papers*, 58, 77-102.

Estevao, M., Tevlin, S. (2003), Do firms share their success with workers? The response of wages to product market conditions, *Economica*, 70, 597-617.

Haan de, L., Hinloopen, J. (2003), Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms, *Journal of Empirical Finance*, 10, 661-81.

Hildreth, A.K.G., Oswald, A.J. (1997), Rent-sharing and wages: evidence from company and establishment panels, *Journal of Labor Economics*, 15, 318-337.

IMF (2006), Awash with cash: why are corporate savings so high?, *World Economic Outlook*, Chapter IV, April 2006.

Jansen, W.J., Stokman, A.C.J. (2006), International rent sharing and domestic labour markets: a macroeconomic analysis, *Review of World Economics* (forthcoming).

KPMG (2006), European Mid-Market M&A outlook, *Expectations, drivers, constraints*, June 2006 edition.

Sekine, T. (2006), Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries, *BIS Working Papers*, No 202.

Vermeulen, P. (2002), 'Business fixed investment; evidence of a financial accelerator in Europe', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64, 217-35

1 Zie bijvoorbeeld: Financial Times, 3 mei 2005.

2 Sekine, 2006.

3 Hildreth & Oswald, 1997; Estevao & Tevlin, 2003.

4 Arai, 2003.

5 Jansen & Stokman, 2006.

6 Dit omvat zowel financiële als niet-financiële bedrijven.

7 BIS, 2006.

8 Dumont et al, 2006.

9 Gebaseerd op cijfers uit de Nationale Rekeningen.

10 Zie Kwartaalbericht DNB, juni 2003.

11 Bron: Reach.

12 Zie ook het Overzicht Financiële Stabiliteit, DNB, September 2006.

13 IMF, 2006.

14 Zie ook het Overzicht Financiële Stabiliteit, DNB, September 2006.