

CPB Memorandum



Sector : Conjunctuur en collectieve sector
Samensteller(s) : Martin Mellens
Nummer : 251
Datum : 21 september 2010

Toelichting ontwikkeling winstgevendheid MEV 2011

In paragraaf 3.2.2 van de MEV 2011 wordt de ontwikkeling van de winstgevendheid besproken. De winstquote van de productie in Nederland is een indicator voor de rentabiliteit van de investeringen en de ruimte die bedrijven hebben om investeringen te financieren uit ingehouden winsten. De berekening van de winstquote kent een aantal technische aspecten, die de economische interpretatie moeilijker maken. Deze hebben vooral te maken met de toegerekende vergoeding voor geleverde bankdiensten. In de MEV 2011 ontbreekt de ruimte om diep in te gaan op deze berekeningen. Dit memo geeft aanvullende details over de berekening en de interpretatie van de winstquote.

1 Aspecten winstgevendheid

Hogere kapitaalkosten drukken winstquote

Na een sterke terugval vorig jaar veren de winsten van bedrijven dit jaar naar verwachting weer terug. De kapitaalinkomensquote van de marktsector, het complement van de arbeidsinkomensquote, stijgt met bijna 4%-punt. We moeten teruggaan tot 1984 voor een dergelijke toename. Alle factoren werken dit jaar mee aan een stijging van de winsten. Door een sterke toename van de arbeidsproductiviteit en een gematigde stijging van de loonvoet dalen de arbeidskosten per eenheid product. Bovendien trekken door het weer op gang komen van de economie de binnenlandse afzetprijzen aan. In de projectie is de kapitaalinkomensquote volgend jaar een ½%-punt hoger dan dit jaar. De ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit is dan weliswaar gematigder, maar het opwaartse effect van de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product wordt volledig gecompenseerd door hogere afzetprijzen en een gunstiger ruilvoet.

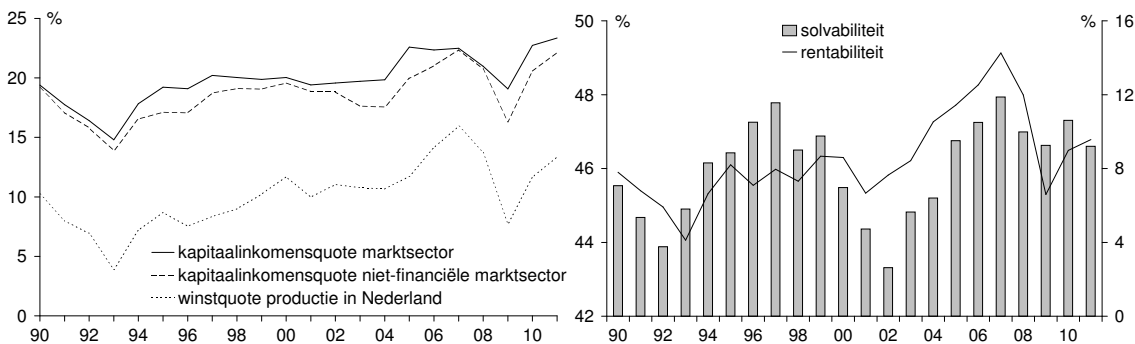
Tabel 1.1 **Indicatoren winstgevendheid**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	%					
Kapitaalinkomensquote marktsector	22,4	22,5	21,0	19,1	22¾	23¼
Kapitaalinkomensquote niet-financiële marktsector	21,0	22,4	20,8	16,3	20½	22¼
Netto rentelastenquote	2,7	2,0	2,3	6,0	6¼	5¾
Belastingquote	4,3	4,5	4,8	2,6	2¾	3
Winstquote (productie in Nederland)	14,1	15,9	13,8	7,7	11¾	13½
Rentabiliteit	12,5	14,3	12,0	6,6	9	9½
Solvabiliteit	47,2	47,9	47,0	46,6	47¼	46½

De kapitaalinkomensquote van de marktsector wordt in 2010 en 2011 net als in de afgelopen drie jaar sterk beïnvloed door de ontwikkeling van de operationele winsten van banken en verzekeraars. Door de renteontwikkelingen fluctueert de toegerekende vergoeding voor bankdiensten (fisim) en daarmee het overig inkomen van banken sterk. In de jaren 2006-2008 verdampten de operationele winsten van financiële bedrijven doordat hun rente-inkomsten achterbleven bij hun rente-uitgaven. In deze cijfers zijn de afschrijvingen van banken op betaalde *goodwill* en zogenoemde slechte leningen in 2008 niet verrekend. Anders dan in een bedrijfseconomische boekhouding, worden deze vermogensverliezen en afschrijvingen niet meegenomen in de productierekeningen van de Nationale rekeningen en komen dus niet tot uiting in de ontwikkeling van het overige inkomen.

Vorig jaar was er sprake van een kentering. Door beleidsinterventies van de centrale banken daalde de korte rente, en daarmee de rente op interbancaire leningen, fors. Omdat met name de rentes op uitgezette leningen wel op hetzelfde niveau bleven, is de toegerekende vergoeding voor geleverde bankdiensten vorig jaar sterk gestegen. In het kielzog hiervan zijn ook de winsten (ook exclusief afschrijvingen) van banken volgens de definitie van de Nationale rekeningen sterk toegenomen. Na de topwaarde in 2009 is de verwachting dat de toegerekende vergoeding vooral volgend jaar zal dalen, al ligt het niveau dan nog altijd boven dat van 2008. In de projectie ligt de kapitaalinkomensquote van de niet-financiële marktsector daarom naar verwachting dit en komend jaar nog onder die van de gehele marktsector. Het verschil tussen de twee quotes is wel kleiner dan in 2009 (zie figuur 1.1, links).

Figuur 1.1 Kapitaalinkomens- en winstquote (links) en solvabiliteit en rentabiliteit (rechts)



De winstquote van productie in Nederland van niet-financiële bedrijven ligt naar verwachting op 11¾% in 2010 en 13½% volgend jaar. Dit is een krachtig herstel vergeleken met de 7,7% van vorig jaar, toen de laagste winstquote sinds 1996 werd genoteerd. Historisch gezien ligt de winstquote in de ramingsjaren op een vrij hoog peil, boven het gemiddelde van de jaren tachtig en negentig.

Daar waar de kapitaalinkomensquote van de niet-financiële marktsector in 2011 zelfs hoger ligt dan het niveau van voor de kredietcrisis, is dit bij de winstquote van de productie in Nederland niet het geval. Dit komt doordat de netto rentelastquote sinds 2009 op een veel hoger niveau ligt dan in de jaren ervoor. De netto rentelastquote geeft het verschil weer tussen de rentebaten en rentelasten van bedrijven, waarbij beide stromen zijn gecorrigeerd voor de toegerekende vergoeding van geleverde bankdiensten (fisim). De netto rentelastquote is een indicator voor de kosten van vreemd vermogen. Bedrijven moesten veel meer voor hun leningen betalen nadat de kredietcrisis was uitgebroken. De rente op bedrijfsleningen is in de loop van 2009 weliswaar weer gaan dalen, maar aangezien renteontwikkelingen vertraagd doorwerken in de netto rentelastquote, omdat leningen ook voor een langere termijn worden afgesloten, is de rentestijging in 2008 en het begin van 2009 nog altijd zichtbaar in de rentelastquote.

Rentabiliteit relatief laag

De solvabiliteit ligt dit en volgend jaar naar verwachting op respectievelijk 47¼% en 46½%. Dit is weliswaar lager dan het topniveau in 2007, maar betrekkelijk hoog in een breder historisch perspectief (zie figuur 3.7, rechts). Negatieve herwaarderingseffecten door dalende beurskoersen en het afschrijven op betaalde *goodwill* worden opgevangen door positieve herwaarderingsen als gevolg van de waardestijging van de Amerikaanse dollar, waardoor bezittingen van Nederlandse bedrijven in de dollarlanden meer waard zijn geworden. Het groeitempo van de schulden van bedrijven is naar verwachting gematigd.

De rentabiliteit op het eigen vermogen van niet-financiële bedrijven neemt dit en volgend jaar naar verwachting toe, maar het herstel is minder groot dan dat van de winstquote. De geraamde rentabiliteit van respectievelijk 9% en 9½% is bescheiden vergeleken met die in de periode 2004-2007 (zie figuur 1.1, rechts). Door de lagere rentabiliteit is het voor bedrijven minder aantrekkelijk om investeren.

Investeringsen kunnen door de lagere winsten minder gemakkelijk worden gefinancierd uit ingehouden winsten. Gezien het gure beursklimaat is het ook weinig aantrekkelijk investeringen te financieren met aandelenemissies. Het is daarom waarschijnlijk dat bedrijven een groter deel van hun investeringen zouden willen financieren met vreemd vermogen. Banken zijn echter in de eerste helft van dit jaar nog niet geneigd hun acceptatiecriteria voor het verstrekken van leningen te versoepelen. De verschillende financieringsbronnen stromen nog altijd niet overvloedig, wat een drukkend effect op de investeringen van bedrijven kan hebben.