



Dollar en aandelenkoersen

Auteur(s):

Kool, C.J.M.
Schw eitzer, M.
LIFE, Universiteit Maastricht.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4104, pagina 348, 30 april 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Hoe gevoelig zijn Nederlandse bedrijven voor veranderingen in de dollarkoers? Onderzoek naar een aantal Nederlandse multinationals, waaronder KLM, Philips en Unilever, laat zien dat er op korte termijn een duidelijk effect op de aandelenkoersen valt waar te nemen, maar op de lange termijn niet.

Het Nederlandse bedrijfsleven is gevoelig voor de effecten van een harde gulden, zo wordt beweerd. Vaak worden tegenvallende bedrijfsresultaten in jaarverslagen of aandeelhoudersvergaderingen verklaard door de daling van de waarde van de Amerikaanse dollar. Overigens komt het veel minder vaak voor dat de president-directeur van een bedrijf aan de aandeelhouders uitlegt dat er ondanks slechte bedrijfsvoering, strategische fouten en daling van de omzet winst is gemaakt omdat de wisselkoers mee heeft gezeten. Deze asymmetrie wekt op zijn minst de schijn van opportunisme. Wellicht valt het in de praktijk wel mee met de negatieve gevolgen van wisselkoersfluctuaties en fungeert de valutamarkt alleen als een gemakkelijke zondebok.

In dit artikel onderzoeken we empirisch de gevoeligheid van zes Nederlandse multinationals voor veranderingen in de koers tussen dollar en gulden. We richten ons daarbij op het korte en lange termijn verband tussen aandelenkoersen en de wisselkoers.

Wisselkoersrisico

Theoretisch kan men drie soorten wisselkoersrisico onderscheiden, met elk een ander effect op de resultaten van een bedrijf. Ten eerste is er het zogenaamde transactierisico, waarmee het risico wordt bedoeld dat de wisselkoers verandert in de periode tussen de afsluiting van een contract en de feitelijke betaling. Ten tweede bestaat het zogenaamde 'accounting'-risico. Hiermee wordt het risico bedoeld dat activa op de balans in waarde veranderen als de wisselkoers verandert.

In onze optiek zijn bovenstaande twee typen wisselkoersrisico minder belangrijk. Voor een goede beoordeling van het wisselkoersrisico is vooral de gevoeligheid van toekomstige cash-flows voor valutaschommelingen van belang. Dit noemen we het economische wisselkoersrisico. Een voorbeeld kan het verschil tussen transactierisico en economisch risico verduidelijken. Voor een Nederlandse exporteur van bloembollen naar de Verenigde Staten is een stijging van de waarde van de gulden ten opzichte van de dollar natuurlijk enigszins van belang omdat hij wellicht nog betalingen in dollars moet ontvangen voor reeds geleverde bloembollen. Immers, als de transactie in dollars is afgesloten leidt hij een koersverlies. Dit is het transactierisico.

Veel belangrijker is echter de vraag in hoeverre de dollardepreciatie zijn concurrentiepositie aantast, dat wil zeggen in welke mate zijn verwachte toekomstige export hierdoor zal afnemen. Vanzelfsprekend hangt dit van meerdere factoren af, zoals hoe blijvend de wisselkoersverandering is, of de mate van de gevoeligheid van de Amerikaanse vraag naar bloembollen voor prijsveranderingen en de mate van concurrentie op de markt voor bloembollen. Dit type risico noemen we 'economisch' wisselkoersrisico¹. Het is een directe maatstaf voor de verandering van de concurrentiekracht van een bedrijf.

Economisch wisselkoersrisico wordt niet veroorzaakt door veranderingen in de nominale wisselkoers, maar in de reële wisselkoers. Immers, een nominale wisselkoersverandering die in haar geheel teniet wordt gedaan door een verandering van het relatieve prijsniveau heeft geen invloed op de concurrentiekracht van het bedrijf. Producten uit andere landen worden dan relatief niet goedkoper; de reële wisselkoers blijft immers gelijk. Voor een beoordeling van het 'economisch' risico moet daarom gebruik worden gemaakt van de reële wisselkoers.

Een tweede kanttekening betreft de mogelijkheden die bedrijven hebben om het eigen economisch valutarisico structureel te verminderen. Hierbij kan men denken aan strategische beslissingen over onder andere het producten-pakket en de allocatie van productiefaciliteiten. Maar ook aan het innemen van open posities op de valutamarkt, tegengesteld aan de geschatte wisselkoersgevoeligheid van het bedrijf. Doordat de lange-termijn effecten van veranderingen in de wisselkoers op toekomstige cash-flows echter moeilijk nauwkeurig te kwantificeren zijn, biedt deze laatste methode slechts een gedeeltelijke bescherming.

Uiteindelijk zal de resultante van het wisselkoersrisico zelf en van de eventuele pogingen om via strategisch beleid het risico te verminderen tot uitdrukking komen in de prijs van het aandeel, die immers de geschatte contante waarde van de toekomstige cash-flows van een bedrijf reflecteert. De prijs op de financiële markt geeft naar onze mening de beste afspiegeling van de verwachte toekomst van het bedrijf en dus ook in hoeverre deze beïnvloed zal worden door reële wisselkoersveranderingen². Het zal duidelijk zijn dat ook de

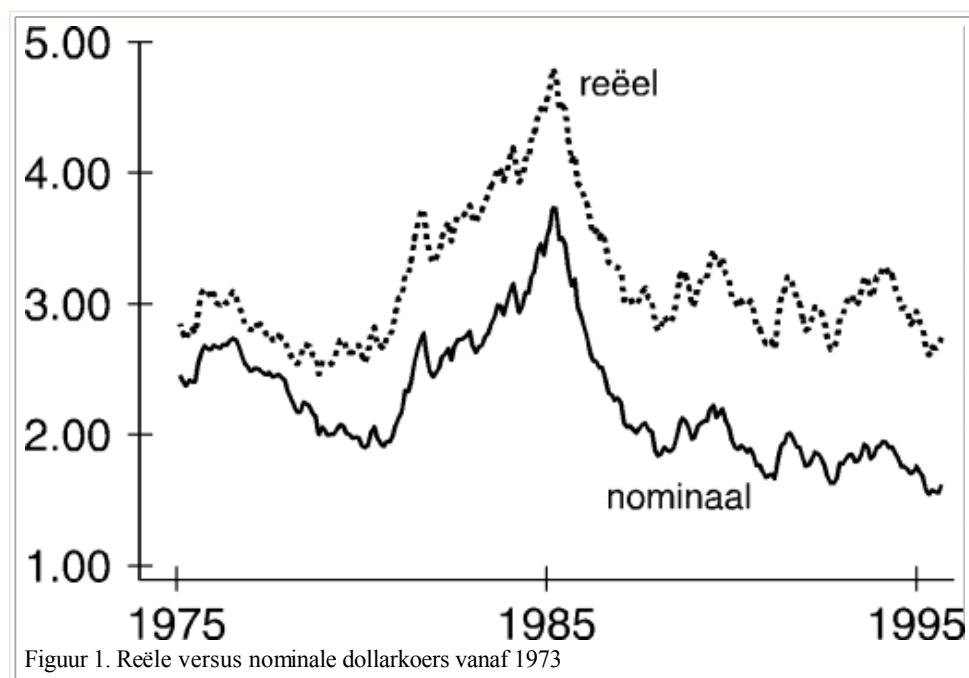
aandelenkoers gecorrigeerd moet worden voor de Nederlandse inflatie en in reële termen moet worden uitgedrukt.

Analyse

Om een indruk te krijgen van de wisselkoersgevoeligheid richten we ons op het wisselkoersrisico van zes Nederlandse multinationals, waarvan door de aard van hun activiteiten verwacht kan worden dat ze meer dan gemiddeld gevoelig zullen zijn voor wisselkoersveranderingen. De (arbitrair) geselecteerde bedrijven zijn Fokker, Hunter Douglas, Hoogovens, KLM, Philips en Unilever. Voor elk bedrijf zijn aandelenkoersen inclusief de herbelegging van dividenden op maandbasis verzameld, over de periode van januari 1975 tot en met oktober 1995. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van een Nederlandse aandelenmarktindex³. Over dezelfde periode wordt ook de gulden/dollar wisselkoers gebruikt.

Om de effecten van veranderingen in de concurrentiekracht van een bedrijf op de aandelenkoers te kunnen meten, is het zoals gezegd nodig zowel de wisselkoers als de aandelenkoers in reële termen te definiëren. Hiervoor maken we gebruik van de producenten-prijsindices van resp. de Verenigde Staten en Nederland. De reële aandelenkoers wordt berekend als de nominale koers gedeeld door de Nederlandse producenten-prijsindex. De reële wisselkoers is de gulden-dollar koers vermenigvuldigd met het Amerikaanse prijspeil en gedeeld door het Nederlandse prijspeil.

figuur 1 bevat het verloop over de tijd van zowel de nominale als de reële wisselkoers⁴. Uit de figuur blijkt wel dat de korte termijn bewegingen van nominale en reële wisselkoers weliswaar sterk met elkaar corresponderen, maar dat er op langere termijn blijvende divergenties kunnen ontstaan. Zo is de reële wisselkoers in 1995 vrijwel gelijk die in 1975, terwijl de nominale koers in die periode aanzienlijk is gedaald. De dollar is dus in nominale termen in waarde gedaald door het verschil in inflatie tussen Nederland en de Verenigde Staten, maar in reële termen ongeveer gelijk gebleven. Op lange termijn hebben verschillen in inflatie tussen Nederland en de Verenigde Staten dus niet geleid tot veranderingen in concurrentiekracht



Figuur 1. Reële versus nominale dollarkoers vanaf 1973

De korte termijn

In eerste instantie analyseren we de gevoeligheid van de aandelenmarkt voor wisselkoersfluctuaties op korte termijn. Als indicatie hiervoor nemen we de maandelijkse (reële) aandelenrendementen voor elk van de zes multinationals en relateren die aan de procentuele verandering van de reële wisselkoers, volgens de volgende vergelijking:

$$R_{it} = a + b_1 R_{mt} + b_2 R_{qt} + e_t \quad (1)$$

Hierin is R_{it} het maandelijkse rendement van bedrijf i , R_{mt} het Nederlandse marktrendement, en R_{qt} de procentuele verandering van de (reële) dollarkoers. Schattingen van parameters b_1 en b_2 worden in tabel 1 weergegeven. Zoals blijkt uit de tabel is vergelijking (1) ook geschat zonder het marktrendement als verklarende variabele. Bovendien is de gevoeligheid van het marktrendement voor veranderingen in de dollarkoers geschat. Uit stabiliteitsanalyses blijkt dat de relatie tussen aandelenrendementen en de wisselkoers begin 1986 structureel veranderd is. Daarom is de analyse niet alleen voor de hele periode 1975-1995 uitgevoerd, maar ook voor de kortere periode 1986-1995. In deze tweede variant blijft de periode 1980-1985 waarin de dollar langdurig apprecieerde om daarna dramatisch te deprecieren - zie figuur 1 - buiten beschouwing. Bij de bespreking van de resultaten concentreren we ons op de periode 1986-1995 waarin de resultaten het sterkste zijn.

Tabel 1. Regressieresultaten van vergelijking 1; b_1 geeft de gevoeligheid voor de markt weer. b_2 voor veranderingen in de reële wisselkoers van de dollar t -waarden tussen haakjes

Fondsen	1975-1995			1986-1995		
	b_1	b_2	R^2_{adj}	b_1	b_2	R^2_{adj}

FOKKER	0,77 (3,94)	0,06	-	1,45 (5,42)	0,2
	1,26 (9,30)	0,19 (1,06)	0,3	1,62 (9,13)	0,36 (1,52)
HOOGOVSNS	1,04 (4,49)	0,07		1,52 (4,28)	0,13
	1,52 (9,63)	0,33 (1,59)	0,33	1,83 (7,07)	0,29 (0,84)
HUNTER DOUGLAS	1,12 (4,62)	0,08		1,62 (4,34)	0,13
	1,58 (9,52)	0,39 (1,76)	0,32	2,13 (8,31)	0,18 (0,53)
KLM	0,70 (3,32)	0,04		1,14 (4,04)	0,12
	1,41 (9,77)	0,05 (0,27)	0,31	1,81 (10,11)	-0,08 (-0,32)
PHILIPS	0,84 (5,08)	0,09		1,14 (4,27)	0,13
	1,32 (12,79)	0,23 (1,69)	0,45	1,60 (8,49)	0,06 (0,27)
UNILEVER	0,30 (2,79)	0,03		0,47 (3,31)	0,08
	0,69 (9,29)	-0,02 (-0,19)	0,28	0,99 (12,39)	-0,2 (-1,9)
MARKT	0,46 (5,81)	0,12		0,68 (6,26)	0,25

Zowel het rendement van de markt als geheel, als dat van elk van de onderzochte fondsen, blijken significant positief samen te hangen met veranderingen in de koers van de dollar ten opzichte van de gulden. In de periode 1986-1995 lopen de gemeten gevoeligheden uiteen van 0,47 voor Unilever tot 1,62 voor Hunter Douglas. Een reële depreciatie van de gulden van 1 procent, leidt tot een koerswinst van 0,68 procent op de marktportefeuille. Fondsen als Fokker, Hoogovens en Hunter Douglas profiteren aanzienlijk meer, terwijl het effect op Unilever minder is. De resultaten impliceren overigens niet noodzakelijk voorspelbaarheid van rendementen. Over de gebruikte horizon van één maand is de beweging van de dollar en de aandelenmarkt gelijktijdig. Zoals bekend, zijn wisselkoersveranderingen moeilijk te voorspellen, zodat de bruikbaarheid van de relatie ex ante beperkt is. Bovendien is de verklaringskracht van de wisselkoers gering. Deze varieert van 8 tot 25 procent. Natuurlijk volgt uit ons resultaat wel dat een verwachting op de dollar gevolgen heeft voor de visie van een belegger op de aandelenmarkt.

Indien naast de wisselkoers ook de marktindex als verklarende variabele meegenomen wordt in de analyse, behoeven bovenstaande conclusies enige nuancering. Nu blijkt, opnieuw voor de tweede periode, dat het rendement op elk van de individuele fondsen positief samenhangt met de Nederlandse marktindex, maar dat het wisselkoerseffect daar niets aan toevoegt. De gemeten coëfficiënten b_2 zijn klein en insignificant, met uitzondering van Unilever waar een negatieve en marginaal significante coëfficiënt gevonden wordt. Blijkbaar is de gevoeligheid van Unilever voor veranderingen in de dollar belangrijk kleiner dan voor de markt als geheel. Wel verschillen de fondsen in de grootte van de coëfficiënt b_1 , die de gevoeligheid voor het marktrendement aangeeft⁵. In andere woorden, de risicopremie voor de dollar zit al besloten in het marktrendement. Voor zover individuele fondsen een hogere dan wel lagere dollargevoeligheid hebben, komt dit alleen tot uitdrukking in een andere beta-coëfficiënt b_1 . Alleen Unilever vormt op deze conclusie een uitzondering.

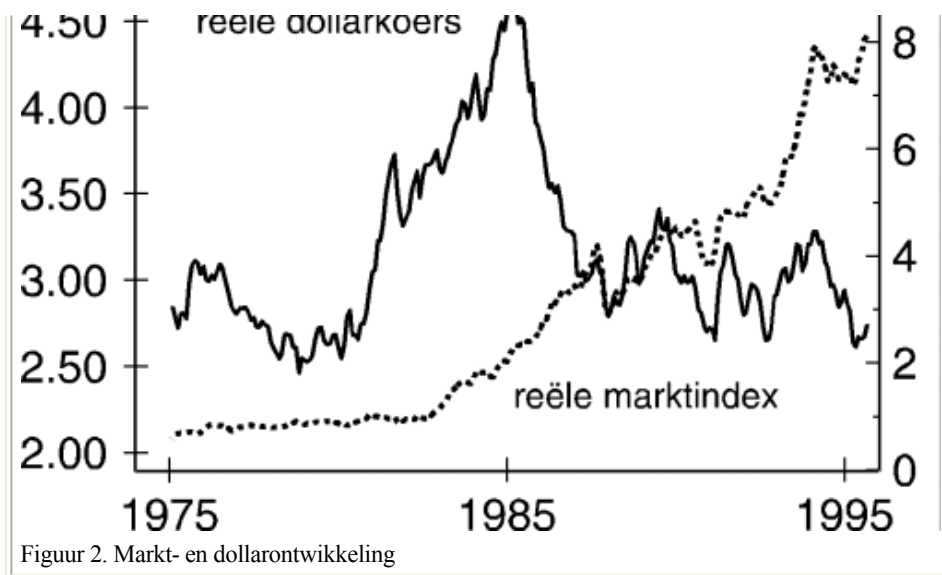
De lange termijn

Uit het voorgaande zou men gemakkelijk de conclusie kunnen trekken dat de levensvatbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven in belangrijke mate afhangt van door individuele bedrijven niet te beïnvloeden ontwikkelingen op valutamarkten. Zo'n conclusie geeft op indirecte wijze steun aan de in de inleiding genoemde klachten van bedrijven over de harde Nederlandse gulden. Zonder gebruik te maken van het door die bedrijven meest frequent genoemde argument - het rechtstreekse (accounting) effect op de bedrijfsresultaten - wordt uiteindelijk dezelfde gevolgtrekking gemaakt.

Een lange-termijn analyse van het effect van een langdurig sterke gulden op het koersniveau van Nederlandse aandelen, leidt echter tot aanmerkelijk minder sterke resultaten. De hypothese dat een sterke dollar, gereflecteerd in een hoog niveau van de reële gulden/dollar-koers, gemiddeld genomen gepaard gaat met hoge Nederlandse aandelenkoersen wordt empirisch verworpen. Terwijl de relatie tussen rendementen statistisch gezien betrouwbaar is, levert een soortgelijke regressie voor de niveau-variabelen niets op⁶. Vanwege het lange termijn karakter van deze test, doen we de corresponderende regressies alleen voor de hele periode 1975-1995.

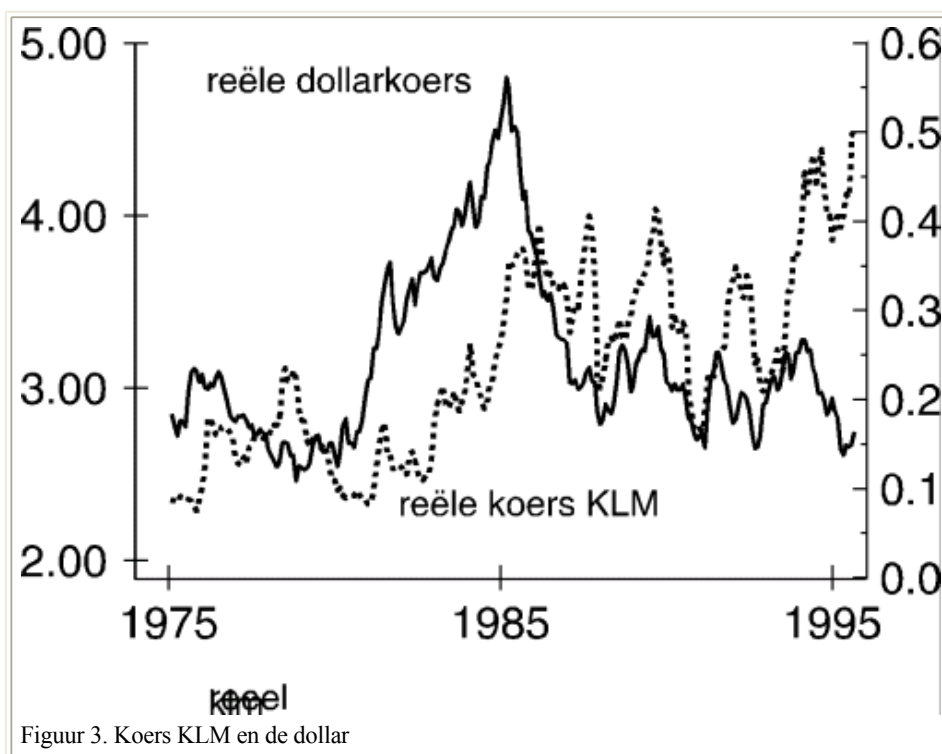
Uit de niet-gerapporteerde resultaten blijkt dat er geen significant statistisch verband bestaat tussen het niveau van de gulden/dollar koers en het koerspeil van de Nederlandse aandelenmarkt index [figuur 2](#) geeft een grafische bevestiging van deze conclusie. [figuur 2](#) laat zien dat met name voor 1986 de wisselkoers aanzienlijk grotere fluctuaties heeft dan de aandelenmarktindex. De laatste is vrij stabiel tussen 1975 en 1982, waarna een opwaartse trend inzet. Daarentegen deprecieert de dollar sterk in de jaren zeventig, apprecieert tussen 1980 en 1985 en deprecieert dan binnen een jaar tijd terug tot het niveau van 1975. Ook de korte-termijn wisselkoersfluctuaties rond de trend zijn aanzienlijk groter dan die op de aandelenmarkt. Na 1986 lijken korte-termijn koersfluctuaties tamelijk parallel te lopen, maar divergeert de trend opnieuw aanzienlijk. De reële wisselkoers fluctueert rond een vast gemiddelde, terwijl de marktindex een stijgende trend heeft. Kortom, het fundamentele koersniveau van de Nederlandse aandelenmarkt lijkt los te staan van de ontwikkeling van de koers van de gulden ten opzichte van de dollar. Andere factoren zoals de groei van de Nederlandse economie- of die van de wereldhandel als geheel - lijken aanzienlijk belangrijker.





Figuur 2. Markt- en dollarontwikkeling

Het verband tussen het koersniveau van een individueel fonds, het koersniveau van de markt en het niveau van de dollar ligt vanzelfsprekend iets gecompliceerder. In alle gevallen geldt dat er een lange termijn relatie is tussen elk bedrijf en de markt. Alleen voor KLM en Hoogovens vinden we een zwak verband tussen aandelenkoers en het niveau van de dollar. Ter illustratie is in [figuur 3](#) de koers van KLM opgenomen samen met de gulden/dollar wisselkoers.



Figuur 3. Koers KLM en de dollar

[figuur 3](#) laat zien dat de correspondentie tussen de KLM-aandelenkoers en wisselkoers sterker is dan voor de markt als geheel. Niettemin zijn ook hier episoden aan te wijzen waarin juist het tegengestelde van de theoretische relatie opgaat. In 1986 bijvoorbeeld is de dollar zwak, maar staat KLM sterk, hetzelfde is het geval in 1991-1992 en - uitermate dominant - in 1994-1995.

Conclusies

Claims van bedrijven dat het bedrijfsresultaat slecht is vanwege ongunstige valutamarktontwikkelingen zijn moeilijk verifieerbaar. De resultaten van het hier uitgevoerde empirisch onderzoek laten echter wel zien dat gemiddeld genomen een reële appreciatie van de gulden gepaard gaat met koersverliezen op de Nederlandse aandelenmarkt. Ook blijkt dat de gevoeligheid van bedrijven voor zulke koerseffecten verschilt. Van de onderzochte bedrijven is met name Unilever tamelijk ongevoelig voor veranderingen in de waarde van de dollar. De totale marktindex - die natuurlijk voor een belangrijk deel uit multinationals bestaat - is niet ongevoelig voor dollarfluctuaties. Een belegger die in de (gediversificeerde) marktportefeuille belegt, moet zich hiervan bewust zijn. Om het dollar-risico volledig af te dekken zou zo'n belegger 68% van de portefeuille met geleende dollars moeten financieren. Dit percentage is gebaseerd op de geschatte gevoeligheid van de marktportefeuille voor wisselkoersveranderingen (zie [tabel 1](#)). Overigens geldt dat de beta van de meeste onderzochte bedrijven de variatie in wisselkoersgevoeligheid vrijwel volledig reflecteert.

De dollarkoers is geen aparte risicofactor als rekening gehouden wordt met de markt als geheel. Unilever vormt in dit opzicht een uitzondering. De resultaten suggereren dat bedrijven op dit moment nog weinig succesvol zijn in het structureel afdekken van 'economisch' wisselkoers-risico. Een reële appreciatie van de gulden wordt door de markt onmiddellijk vertaald in een lagere aandelenkoers. Op lange termijn kan geen significant verband worden gevonden tussen het niveau van de dollarkoers en de

aandelenmarkt. Voor beleggers met een lange termijn horizon is het in ieder geval een geruststellende gedachte dat valutamarktontwikkelingen slechts een marginale invloed op het uiteindelijke rendement hebben

1 Vanuit deze optiek kan zelfs een Amsterdams hotel gevoelig zijn voor 'economisch' wisselkoersrisico, ondanks het feit dat alle balans-items en alle cash-flows in guldens zijn. Immers, een depreciatie van de dollar kan leiden tot aanzienlijk minder Amerikaanse toeristen, een lagere bezettingsgraad, en lagere winsten.

2 Reële wisselkoersveranderingen kunnen vanzelfsprekend ook tot uitdrukking komen in veranderingen in omzet en relatieve prijzen. Zulke gegevens zijn echter beperkt beschikbaar en moeilijk vergelijkbaar. Ook spelen dan vertragingen in economische transmissieprocessen een belangrijke rol. Aandelenkoersen geven onmiddellijk aan hoe de markt, d.w.z. de gezamenlijke beleggers, het effect van een wisselkoersverandering op de winstgevendheid van een bedrijf inschat.

3 De marktindex bestaat uit de koersontwikkeling van de 130 grootste fondsen genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs gebaseerd op marktkapitalisaties. Ook hier wordt de index met herbelegging van dividenden berekend. Alle data komen uit Datastream.

4 Er is verondersteld dat de twee wisselkoersen begin 1973 aan elkaar gelijk zijn.

5 De gevoeligheid voor het marktrendement staat ook bekend als de 'beta' van het Capital Asset Pricing Model. Vergelijking (1) kan derhalve ook gezien worden als een standaard CAPM uitgebreid met een extra risicofactor, de dollarkoers.

6 Dit staat in de literatuur bekend als een co-integratietoets.