



Wie is er bang voor de dollarkoers?

Auteur(s):

Jong, F.C.J.M. de
Dassen, P.H.N.

Verbonden aan resp. de Katholieke Universiteit Brabant (Tilburg) en effectenbank Amstgeld NV te Amsterdam.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4109, pagina 454, 4 juni 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Het resultaat van Nederlandse ondernemingen is op de korte termijn gevoelig voor de koers van de dollar. Vooral de bedrijven die omzet buiten Europa en, opvallend genoeg, buiten de VS realiseren, ondervinden de gevolgen van dollarkoersfluctuaties.

Veel Nederlandse multinationals maken een belangrijk deel van hun omzet in het buitenland. Naast export vanuit Nederland gaat het hier in toenemende mate om productie in het buitenland. De recente trend in overnames door Nederlandse bedrijven in het buitenland versterkt de internationale activiteiten. Het is daarom niet verwonderlijk dat de wisselkoers van de gulden ten opzichte van buitenlandse valuta een belangrijke invloed kan hebben op de waarde van Nederlandse ondernemingen. Met name de koers van de Amerikaanse dollar wordt door de financiële wereld nauwlettend in de gaten gehouden, want veel van de buitenlandse activiteiten zijn in Noord-Amerika geconcentreerd. Ook voor de activiteiten in andere delen van de wereld wordt de dollar meestal als ruilmiddel gebruikt. Aan de andere kant zijn veel van de kosten, met name energie, ook van de dollarkoers afhankelijk. Reden genoeg om de relatie tussen de dollarkoers en de waarde van Nederlandse ondernemingen nader te bestuderen.

De dollargevoeligheid

Als eerste hebben we berekend hoe gevoelig het rendement op een aandeel van een onderneming reageert op veranderingen in de dollarkoers op de zeer korte termijn. Voor ons onderzoek is een dertigtal beursgenoteerde ondernemingen geselecteerd: alle fondsen die in de AEX-index zijn opgenomen en een zestal fondsen vanwege de omvang van hun buitenlandse activiteiten¹. De onderzoeksperiode is 1 januari 1984 tot 1 januari 1996. Voor deze periode zijn, voor zover aanwezig, de wekelijkse aandeelkoersen van de ondernemingen en de koers van de Amerikaanse dollar in Nederlandse gulden uit Data-stream gehaald. Deze zijn omgerekend naar wekelijkse rendementen.

Uit de regressies komt de hoge dollargevoeligheid van de Nederlandse aandelen duidelijk naar voren. Alle geschatte regressiecoëfficiënten zijn positief met een gemiddelde waarde van 0,35. Een stijging van de dollarkoers met 10% zal dus gemiddeld een koersstijging van 3,5% teweeg brengen. De laagste geschatte gevoeligheid is 0,01 en de hoogste 0,67.

Deze resultaten zijn redelijk in overeenstemming met die van [Kool en Schweitzer](#), gepubliceerd in *ESB* van 30 april². Zij vonden weliswaar dat op de lange termijn de aandelenkoersen nauwelijks door de dollar beïnvloed worden, maar de dollargevoeligheid die zij op de korte termijn vonden was juist groter. Dat kan eraan liggen dat hun studie zich richtte op zes grote, internationaal opererende bedrijven, waarvan verwacht kan worden dat hun resultaten sterker dan die van andere bedrijven door de dollarkoers beïnvloed worden.

Onze onderzoeksopzet volgt Jorion, die onderzoekt of de waarde van Amerikaanse multinationals afhangt van de wisselkoers van de dollar ten opzichte van een mandje van buitenlandse valuta³. De gevoeligheid van de meeste Amerikaanse ondernemingen is niet groot. Een mogelijke oorzaak van dit resultaat is dat veel Amerikaanse multinationals het belangrijkste deel van hun omzet behalen in de grote thuismarkt. Voor de veertig ondernemingen met de meeste buitenlandse activiteiten blijkt de fractie van de omzet behaald in het buitenland een significante determinant van de wisselkoersgevoeligheid. Gemiddeld blijkt de gevoeligheid van Amerikaanse ondernemingen ongeveer nul te zijn, zodat we kunnen concluderen dat in een kleine, open economie als de Nederlandse de wisselkoers dus veel belangrijker is dan in een grote economie.

Bedrijfskenmerken

Uit het Amerikaanse onderzoek bleek al een verband tussen bedrijfskenmerken en dollargevoeligheid. Wij hebben voor Nederland een vijftal bedrijfskenmerken onderzocht: omzetverdeling, bedrijfsresultaat, balansverdeling, investeringen en de langlopende schuld. De gevoeligheid van de marktwaarde van de onderneming voor de wisselkoers kan door al deze factoren beïnvloed worden.

Het bedrijfsresultaat lijkt een aantrekkelijke kandidaat als benadering voor de waarde van de onderneming, maar deze maat heeft een aantal nadelen. Ten eerste geeft het bedrijfsresultaat slechts een momentopname, terwijl de waarde van een onderneming bepaald wordt door alle toekomstige kasstromen. Bovendien wordt deze maat gehinderd door de verscheidenheid aan verslaggevingsregels in de wereld, waardoor de onderlinge vergelijkbaarheid van de data beperkt is.

Balansonderzoek wordt door hetzelfde euvel gehinderd. Investeringen kunnen een aanwijzing zijn voor de verwachte toekomstige

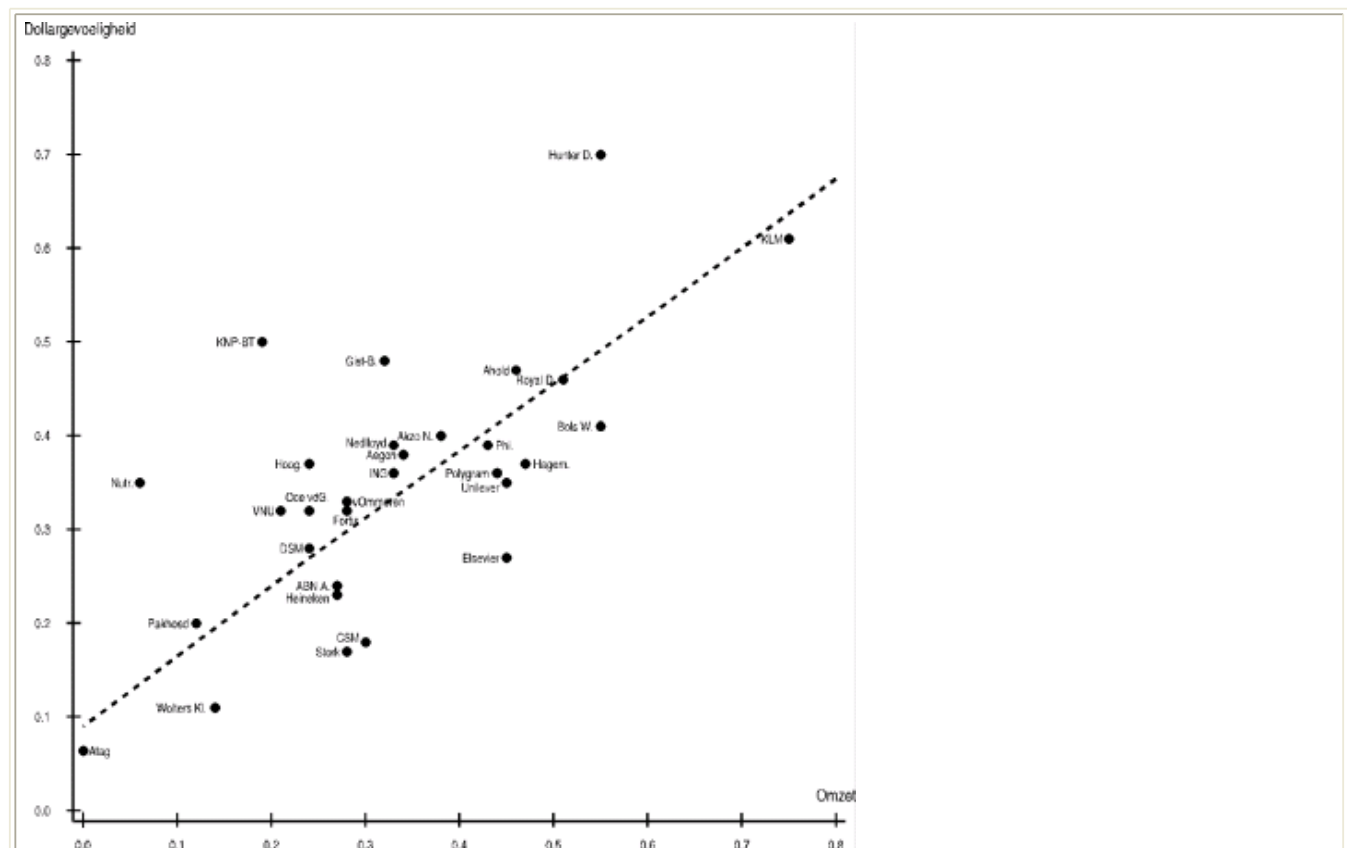
kasstromen. Langlopende schuld in buitenlandse valuta vormt een natuurlijke afdekking van een onderneming tegen valutarisico en zou daarom een determinant van de wisselkoersgevoeligheid kunnen zijn. De omzet in een bepaald gebied kan een goede aanwijzing zijn voor de toekomstige kasstromen die een onderneming in een bepaald gebied kan genereren en is bovendien goed meetbaar. Vrijwel alle onderzoeken richten zich daarom op de verdeling van de omzet.

Wij hebben deze gegevens voor de jaren 1988 tot en met 1995 in de jaarverslagen van de ondernemingen opgezocht. Hier stuiten we op het praktische probleem dat veel van deze gegevens slechts beperkt gerapporteerd worden. Alleen de omzetverdeling wordt vanwege de wettelijke verplichting door alle ondernemingen vermeld. De verdeling van het bedrijfsresultaat werd door de helft van de ondernemingen gegeven. De overige drie kenmerken werden slechts in zeer geringe mate gerapporteerd. Het bedrijfsresultaat bleek echter geen significante relatie met de wisselkoersgevoeligheid te vertonen. Het onderzoek is derhalve voortgezet met de omzetverdeling als enige verklarende variabele. [tabel 1](#) bevat een korte beschrijving van deze gegevens.

Tabel 1. Omzetgegevens Nederlandse bedrijven

	gem.	min.	max.
omzet in VS	0,21	0,00	0,49
omzet buiten VS en Europa	0,12	0,00	0,36
omzet buiten Europa	0,33	0,00	0,75

We hebben getoetst in hoeverre de dollargevoeligheid samengaat met de omzet in het buitenland. Daarbij zijn in eerste instantie twee omzetvariabelen gebruikt: de omzet in de VS (model 1) en de omzet buiten Europa (model 2) ([tabel 2](#)). De resultaten geven aan dat de omzet in de VS een significant positieve invloed heeft op de dollargevoeligheid. Het effect is echter niet één op één: een hogere omzet in de VS wordt slechts voor de helft vertaald in een grotere dollargevoeligheid (0,52 in model 1). De omzet buiten Europa geeft een veel betere verklaring van de dollargevoeligheid, de R² is hoger en de regressiecoëfficiënt is ook groter (zie ook [figuur 1](#)).



Figuur 1. Dollargevoeligheid en omzet buiten Europa

Uit de figuur blijkt dat de meeste ondernemingen een duidelijke dollargevoeligheid gekoppeld aan de omzet buiten Europa tonen. Zij cirkelen rond de regressielijn. Uitzonderingen linksboven zijn bijv. Nutricia, Hunter Douglas en KNP-BT. Deze bedrijven tonen een groter dan gemiddelde gevoeligheid ten opzichte van de omzet buiten Europa. Een verklaring kan liggen in de kostenstructuur. Zo heeft Hunter Douglas via haar aluminiumsmelterijen een dollar-exposure. Ondernemingen onder de lijn zijn minder gevoelig voor de dollar dan op basis van hun omzet buiten Europa kon worden verwacht. Een voorbeeld is Wolters Kluwer. Dit bedrijf heeft in de onderzoeksperiode een zeer goede performance laten zien, waardoor de dollargevoeligheid kan zijn ondergesneeuwd.

Tabel 2. Modellen voor de dollargevoeligheid van Nederlandse aandelen

	model 1	model 2	model 3
constante	0,22	0,09	0,09
omzet VS	0,52		0,59
omzet buiten Europa		0,73	
omzet buiten VS en Europa			0,95
R ²	0,33	0,48	0,51

De omzet in Noord-Amerika leidt waarschijnlijk tot een beperkte dollargevoeligheid. Immers, bedrijven die een groot deel van de omzet in Amerika halen hebben vaak ook een groot deel van hun kosten en een gedeelte van hun financiering in dollars. De omzet in de rest van de wereld wordt vaak volledig in dollars afgerekend terwijl de kosten grotendeels in guldens zijn. Hierdoor kan de gevoeligheid voor de wisselkoers erg groot zijn. Deze hypothese wordt bevestigd door de omzet in de VS en de omzet in de wereld buiten Europa en de VS tegelijkertijd te toetsen (model 3). De dollargevoeligheid voor deze laatste factor is dan vrijwel één (0,95).

Conclusies

In dit artikel hebben wij de wisselkoersgevoeligheid van Nederlandse ondernemingen onderzocht. Deze wordt gemeten als de gevoeligheid van de koers van het aandeel voor veranderingen in de wisselkoers van de Amerikaanse dollar. De gevoeligheid blijkt vrij groot te zijn, zeker in vergelijking met bedrijven in de Verenigde Staten. De omzet die een bedrijf in het buitenland behaalt blijkt een goede verklaring voor de wisselkoersgevoeligheid te geven. Hierbij is het effect van omzet in de wereld buiten Europa en de VS sterker dan het effect van de omzet in de VS zelf

1 Het AEX-fonds KPN is niet meegenomen in de analyse vanwege de te korte beursgeschiedenis van deze onderneming (eerste notering was op 13 juni 1994). De zes niet-AEX fondsen zijn Atag, Gist-Brocades, Hagemeyer, Hunter-Douglas, Pakhoed en Stork.

2 C.J.M. Kool en M. Schweitzer, [Dollar en aandelenkoersen](#), *ESB*, 30 april 1997, blz. 348-351.

3 P. Jorion, The exchange rate exposure of US multinationals, *Journal of Business*, 1990, blz. 331-345.