

# Wisselkoersen en ondernemingen

Om de economische crisis van het begin van de jaren tachtig te lijf te gaan is in de meeste Europese landen een aanzienlijke loonmatiging betracht. Het effect van deze loonmatiging op de internationale concurrentiepositie is echter meer dan teniet gedaan door de sterke koersval van de dollar. Voor Europa betekent dit een neerwaartse druk op de economische groei en de werkgelegenheid. Vooral West-Duitsland en Nederland ondervinden hinder van de appreciatie van hun munten. Daarnaast hebben de turbulente wisselkoersfluctuaties ook gevolgen voor de investeringsbeslissingen van internationaal operende ondernemingen. Ze dreigen het internationale ondernemerschap tot een soort roulette te degraderen. Er zijn dus grote belangen gediend met het bereiken van stabielere wisselkoersen. Het is primair een taak van politici zich daarvoor in te zetten.

**DRS. L. KNEGT\***

## Inleiding

De discussie over internationale concurrentieverhoudingen is in de economische lectuur een regelmatig terugkerend thema. Vooral als de wisselkoersen weer eens volop in beweging zijn, klimmen wetenschappers, ambtenaren en journalisten in de pen. Vertegenwoordigers van ondernemingen doen dat wat minder frequent. Ten onrechte overigens, want het zijn juist de bedrijven die als eerste de gevolgen van wijzigingen in de concurrentieverhoudingen ondergaan. Dat vergt (re)acties, maar dat is vaak minder eenvoudig dan het lijkt, vooral als er factoren in het geding zijn die door ondernemers niet of maar heel beperkt kunnen worden beïnvloed. Wisselkoersen vormen daar een voorbeeld van; de éénwording van Europa een ander.

In dit artikel gaat het over wisselkoersen en ondernemingen. Eerst zal op de consequenties van recente wisselkoersbewegingen worden ingegaan in termen van loonkosten. Vervolgens komen enkele specifiek Nederlandse aspecten aan de orde. Daarna worden aspecten van het ondernemingsbeleid aan de orde gesteld voor zover deze samenhangen met onzekere valutabewegingen. Ten slotte worden enkele conclusies geformuleerd.

## Loonkosten en wisselkoersen

Matiging van kosten, vooral van arbeidskosten, en het bevorderen van flexibiliteit waren en zijn de trefwoorden in het beleid van ondernemingen om – samen met de werknemers en de overheid – de crisis van het begin van de jaren tachtig te lijf te gaan. Sindsdien is in veel Europese landen en ook daarbuiten een proces van loonkostenmatiging op gang gekomen, onder invloed van de situatie op de arbeidsmarkt en de uitgeholde rendementen. Tabel 1 laat zien dat in de periode 1975/1980 de gemiddelde stijging van de loonkosten per eenheid produkt (gemeten in natio-

Tabel 1. Loonkostenstijging in procenten per eenheid produkt in de verwerkende industrie in lokale valuta's, gemiddelden per jaar

	1975/1980	1980/1985
West-Duitsland	3,3	1,0
Verenigd Koninkrijk	14,5	5,1
Frankrijk	8,6	7,6
Italië	12,9	14,2
Nederland	2,5	0,3
Verenigde Staten	6,6	2,5
Japan	0	0,9
OECD-landen	5,8	3,8

Bron: Centraal Economisch Plan 1987.

nale valuta's) in de meeste industrielanden belangrijk hoger was dan in de vijfjaarsperiode daarna.

Hoewel er signalen zijn, dat het proces van loonkostenmatiging kan afzwakken – de uitkomst van de loononderhandelingen in de Westduitse metaalindustrie zijn zo'n aanwijzing – is in de OECD-landen in de periode 1985/1987 nog altijd sprake van een beperkte loonkostenstijging per eenheid produkt (zie kolom 1 van tabel 2). Het Verenigd Koninkrijk is met ca. 10% stijging koploper. In de 'newly industrialized countries' is het accres zeer divers. In deze landen ligt het niveau van de loonkosten overigens nog altijd belangrijk lager dan in de meeste OECD-landen; verschillen van meer dan 50% zijn voor de loonkosten per uur geen uitzondering. De invloed van de mutaties in kolom 1 op de concurrentieverhoudingen zal al met al niet spectaculair zijn.

Anders wordt het, wanneer de loonkostenstijging per eenheid produkt in de zelfde valuta wordt uitgedrukt, de dollar bij voorbeeld.

\* De auteur is verbonden aan de afdeling Corporate Finance (Economic Research) van Philips International BV in Eindhoven.

Tabel 2. Loonkosten per eenheid produkt en wisselkoersen in 1987 (1985 = 100)

	Loonkosten in lokale valuta's a)	Wisselkoersen in US \$ b)	Loonkosten in US \$
Verenigde Staten	101,5	100	101
Japan	105,5	170	179
Nederland	101,5	166	168
West-Duitsland	104,5	166	173
Verenigd Koninkrijk	110	132	145
Singapore	88	104	92
Hong Kong	107	100	107
Zuid-Korea	106	105	111
Taiwan	97	130	126

a) Bron: *Centraal Economisch Plan 1987*; voor de NIC's: benaderd op basis van gegevens van Data Resources Inc. (DRI).  
b) Index spotkoersen op 20 mei 1987; gemiddelde 1985 = 100.

Uitgaande van de wisselkoersen per 20 mei van dit jaar (kolom 2 van tabel 2), is in de laatste kolom de index van de loonkosten per eenheid produkt vermeld op basis van dollars. De conclusie is dat de recente wisselkoersbewegingen de loonkostenontwikkeling ver overtreffen. Europa ziet zijn positie ten opzichte van de VS en de nieuwe industrielanden aanzienlijk verslechteren. De Amerikanen kunnen daardoor wellicht op termijn hun ernstig verslechterde lopende rekening enigszins verbeteren, terwijl de positie van de NIC's, die een sterk aan de dollar gerelateerde munt hebben, nog sterker wordt ten opzichte van Europa en Japan. In Europa wordt de vaak met pijn en moeite gerealiseerde loonkostenmatiging meer dan volledig tenietgedaan door een voor ondernemingen niet te beïnvloeden factor. Het daarmee samenhangende nadeel geldt voor exporteurs, maar ook voor op de binnenlandse markt georiënteerde bedrijven, die met sterkere invoerpenetratie worden geconfronteerd. De afgelopen twee jaar zijn de prijseffecten ten gevolge van de val van de dollar afgezwakt, omdat Europese en Japanse exporteurs hun winstmarges verkraptten en bedrijven met een dollarbasis deze juist verruimden. Een dergelijke situatie kan echter niet voortduren; op den duur zijn sterkere prijs- en dus volume-effecten onvermijdelijk 1). Voor Europa impliceert dit een neerwaartse druk op de economische groei en op de werkgelegenheid. Deze ontwikkeling komt vooral op West-Duitsland en Nederland af, de landen met de sterkste munten in het EMS.

Een bijzonder aspect hierbij vormt het gedrag van de Japanners. Japan wekt sterk de indruk vanuit een duidelijke strategie te streven naar economische suprematie op vele gebieden. In dat streven past het zoeken naar compensatie voor het terrein dat in de VS – wellicht mede door handelsoorlogen – verloren dreigt te gaan. Het ligt daarom voor de hand dat Europa in toenemende mate een 'wingewest' voor Japan wordt: door export, maar zeker ook door directe investeringen 2). Interessant is in dit verband ook dat de uitstroom van kapitaal uit Japan van de VS naar Europa wordt verlegd. Dat draagt er toe bij dat de yen niet of nauwelijks apprecieert ten opzichte van de EMS-munten. De gevolgen hiervan voor Europa zijn nog nauwelijks te overzien. Wel kan worden geconstateerd, dat de Japanse strategie door een economisch en monetair verdeeld Europa niet adequaat tegemoet kan worden getreden. Japanners denken tien zelden vooruit, waar een verdeeld Europa verbaasd de gevolgen van de vorige (niet-strategische) eigen zet overziet.

Nu de concurrentiepositie van Europa drastisch is verslechterd neemt de roep om loonmatiging toe 3). Begrijpelijk, maar in de huidige omstandigheden mogen de moeilijkheden die daarbij rijzen niet uit het oog worden verloren. Langman heeft daar onlangs nog eens op gewezen 4). Aan de door hem aangevoerde punten kan nog worden toegevoegd, dat ondernemingen die die segmenten van de arbeidsmarkt bestrijken waar schaarste heerst, het risico lopen zichzelf op lange termijn met loonmatiging te du-

peren. In zijn algemeenheid blijft niettemin gelden dat wisselkoersmutaties zeer belangrijk zijn voor de loonruimte, zeker als we met open economieën te maken hebben.

## De Nederlandse positie

Spitsen we het voorgaande toe op Nederland, dan moet eerst worden afgerekend met het fabeltje dat een appreciatie of depreciatie van de gulden slechts een beperkte reële betekenis zou hebben, omdat de valutabewegingen worden gecompenseerd door een tegengestelde inflatoire ontwikkeling 5). Zeker, een appreciërende gulden leidt via lagere invoerprijzen op den duur tot een lagere inflatie, maar er zijn twee redenen om wel degelijk nadelige reële effecten te kunnen constateren:

1. in een periode, waarin geen sprake is van inflatie of zelfs van deflatie, is een neerwaartse starheid van de nominale lonen er de oorzaak van dat deze compenserende effecten niet of in veel geringere mate optreden. In die situatie zitten we thans. Daarbij moet worden aangetekend dat deze inflexibiliteit niet alleen institutioneel bepaald is, maar ook samenhangt met schaarste op onderdelen van de arbeidsmarkt;
2. de compenserende effecten treden met vertraging op. Daar kan men in de praktijk minder luchtig overheen stappen dan binnen de muren van de studeerkamer. In sectoren, waarin de concurrentie hevig is, kunnen in de periode tussen actie en reactie de winstmarges flink onder druk komen om de marktaandeelen te handhaven. Dat kan de resultaten significant beïnvloeden. Dat het later wellicht (zie punt 1) weer goed komt is op dat moment voor de onderneming (en de beleggers) minder interessant.

Tegemoet komen aan deze bezwaren van een (voortdurende) appreciatie kan Nederland niet met een solo-actie. Wat dit betreft is het wachten op een Europese monetaire unie, die een helder geluid kan laten horen in Washington en Tokio. Vooral van West-Duitsland vergt dat een veranderende, meer Europese houding.

Niettemin rijst de vraag of de Nederlandse gulden niet wat al te hard is, gegeven de ruimte die het EMS biedt. Een vraag die opkomt, omdat de Nederlandse korte rente ca. 1¼% hoger ligt dan die in West-Duitsland. Szász heeft enige tijd geleden als standpunt van De Nederlandsche Bank verwoord, dat het optimaal benutten van de EMS-band niet betekent dat men de koers steeds zover mogelijk moet laten zakken 6). Dat zou, aldus Szász, een eenzijdig koersrisico betekenen alsmede tot onzekerheid leiden over de houding van de monetaire autoriteiten bij toekomstige spilkoersaanpassingen. „En dat zou eerst recht een opwaartse druk uitoefenen op de rente”. Gezien het belang van vertrouwenselementen op de wisselmarkten is voor dat standpunt in zijn algemeenheid iets te zeggen. Maar nuancering is denkbaar. De mogelijk toenemende onzekerheid op wisselmarkten over de gulden/mark-ratio bij een meer volledige benutting van de EMS-bandbreedte is het gevolg van het strakke beleid van De Nederlandsche Bank waar het de mark/gulden verhouding betreft. Het terugwinnen van bewust prijsgegeven beleidsruimte gaat uiteraard met kosten gepaard. Bovendien moet worden

1) Zie b.v. *Economic report of the president 1987*, hoofdstuk III. Het pleidooi van de OECD in *Structural adjustment and economic performance*, Parijs, 1987. Voor sterkere reacties van ondernemingen op gewijzigde prijsverhoudingen doet in dit verband nogal triviaal aan.

2) Zie ook G. Gerritse en J.P. Vosse, Japanse ondernemingen overzee, *ESB*, 28 maart 1984.

3) Verwezen zij naar de uitkomst van het overleg in de Stichting van de Arbeid op 2 juli jl. Zie ook *Centraal Economisch Plan 1987*, hfdst. I.

4) M.A. Langman, Lage lonen, *ESB*, 1 april 1987.

5) A. Knoester, Wisselkoersen en economische politiek, Pre-advies voor Vereniging voor Staathuishoudkunde, 1987. Gelukkig nuanceert Knoester zijn opinie in *ESB* van 13 mei 1987 in het artikel „Het bankverslag 1986: gedegen of te gedegen?”.

6) A. Szász, De ruimte voor rentedaling, *ESB*, 28 januari 1987.

bedacht, dat koppeling van de gulden aan de Duitse mark in een periode zonder inflatie niet de voordelen heeft vergeleken met jaren waarin de prijzen wel stijgen. Schouten heeft daar op indringende wijze op gewezen 7).

Een en ander rechtvaardigt de vraag of in de huidige omstandigheden een verdere beperkte verlaging van de geldmarktrente mogelijk is. Als De Nederlandsche Bank ooit weer een beetje beleidsvrijheid wil terugwinnen dan lijkt het moment daarvoor nu aangebroken. Géén inflatie, een niet onbelangrijk verschil in korte rente met West-Duitsland, een vlakke yield curve, een guldenkoers die op de middenkoers met de Duitse mark ligt en een aarzelande conjunctuur vormen even zovele redenen om de geldmarktrente te verlagen en te accepteren dat de gulden in het EMS misschien iets minder sterk wordt. Het bedrijfsleven zou in ieder geval baat hebben bij een verdere rentedaling. Vrees voor een vergroting van de kapitaalexport is nauwelijks op zijn plaats. De kapitaalstroom van Nederland naar o.a. de VS heeft heel weinig met de geldmarktrente te maken, maar des te meer met de aantrekkelijkheid van effectentransacties en directe investeringen 8). Daarin zal door een iets ruimere benutting van de EMS-bandbreedte naar alle waarschijnlijkheid weinig verandering komen.

Ter vermijding van misverstanden: deze opmerkingen houden geen pleidooi in om nu of in de toekomst de spijkers met de mark te herzien. De voordelen voor een stabiele middenkoers zijn voor het bedrijfsleven evident; niet alleen in de reële sfeer, maar ook gelet op zuiver financiële transacties.

Deze overwegingen nemen overigens niet weg dat een strak voortgezet saneringsbeleid ter zake van de overheidsfinanciën noodzakelijk blijft om het vertrouwen van de internationale financiële wereld te behouden. Reductie van het financieringstekort en een drastische verlaging van marginale belastingtarieven zijn noodzakelijk.

## Omgaan met wisselkoersonzekerheden

Voor het bedrijfsleven zijn de gevolgen van de turbulente koersbewegingen groot. Hiervoor is gesproken over de relatie met de loonkostenontwikkeling en de concurrentieverhoudingen. Maar ook de invloed op de interne beslissingsprocedures en op bedrijfsstrategieën is aanzienlijk. Twee aspecten worden hieronder kort aangestipt: de beoordeling van winstgevendheid van investeringsprojecten en de strategieën om met de onzekerheden om te gaan.

Bij het nemen van allocatiebeslissingen is de winstgevendheid een doorslaggevend criterium. Via een rationele analyse (de 'discounted cash flow'-methode bij voorbeeld) moet hierover een oordeel worden uitgesproken met inachtneming van tal van onzekerheden. Maar als het beoordelen van opbrengsten en kosten door onvoorspelbare wisselkoersverhoudingen op Russische roulette begint te lijken, dreigt er van een rationele analyse weinig over te blijven. In de praktijk is het de kunst om primaire bedrijfsstrategische overwegingen niet te laten ondersneeuwen door het feit, dat de dollar toevallig op f. 3,50 dan wel f. 2,00 staat. Tegelijkertijd moet echter bij iedere investeringsbeslissing wel degelijk met onzekere koersen rekening worden gehouden. Voor een mondiaal opererende onderneming zal dan ook steeds een consistente verzameling voorspellingen van alle relevante valuta's beschikbaar moeten zijn. Tevens – en dat is minstens zo belangrijk – zal voor ieder project moeten worden aangegeven bij welke koers(en) kritische grenzen ter zake van terugverdientijd en rendementnormen overschreden worden. Ook de kans dat die kritische waarden worden bereikt, is van het grootste belang bij het vormen van een oordeel. Een dergelijke analyse gaat gepaard met praktische problemen. Een groot aantal variabelen moet onderling consistent worden geraamd, terwijl niet ieder project zich in het keurslijf van een analyse als deze zal laten dwingen.

Iedere internationaal opererende onderneming zal strategieën moeten ontwerpen om zowel op korte als lange

termijn met wisselkoersonzekerheden om te gaan. Op de korte termijn is een reële mogelijkheid alle posities in vreemde valuta's of te dekken, nadat alle mogelijkheden om binnen het concern de posities te salderen zijn benut. Dat kan op de termijnmarkt, maar ook met behulp van valuta-opties in die situaties waarin nog niet zeker is of offertes worden geaccepteerd. Daarbij doen zich praktische moeilijkheden voor. Zo zal op ieder moment een grote hoeveelheid informatie voor het valutamanagement in een bruikbare vorm beschikbaar moeten zijn. Bovendien kan de discussie ontstaan of het lokale management niet al te zeer in zijn vrijheid van handelen wordt beknot. Een derde moeilijkheid is de keuze tussen het afdekken van alle posities dan wel selectieve covering.

Op lange termijn is het streven naar industriële en commerciële flexibiliteit de meest voor de hand liggende, maar tegelijkertijd de moeilijkst te implementeren beleidslijn. Dit moet het mogelijk maken snel te reageren op gewijzigde omstandigheden, uiteraard met inachtneming van de kosten die aanpassingen met zich brengen. Ook valt te overwegen op concernniveau te streven naar een min of meer gelijke verdeling van omzet en kosten naar valutagebieden. Of hierdoor het economisch valutarisico wordt verminderd zal in iedere concrete valutaconfiguratie afhangen van de verdeling van omzet en kosten bij de concurrenten. Wél wordt hierdoor bereikt dat er compenserende effecten zijn in de resultatenrekening. Maar ook dan blijft het 'vertaalprobleem' bestaan: een constante of toemende winst op de dollaractiviteiten kan tot een lagere concernwinst leiden, indien de munt waarin wordt gerapporteerd ten opzichte van de dollar apprecieert.

Ten slotte zal de financiële afdeling van de onderneming op ieder moment compenserende valutatransacties moeten kunnen uitvoeren. Indien gedurende de looptijd van een project een cruciale valuta onder een kritische grens komt, kan een eventueel in die zelfde valuta afgesloten compenserende lening enig tijdelijk soelaas bieden. Swaptransacties zorgen er voor dat ook kan worden geprofiteerd van het weer naar een normaal koersniveau terugkeren van de betrokken valuta.

Alle technieken en strategieën om met zwevende koersen om te gaan kunnen echter niet verhelen dat er maar één echte oplossing is: stabielere munten. Degenen die targetzones verwerpen omdat ze te kostbaar kunnen zijn in termen van andere doelstellingen van economische politiek, vergeten dat in de huidige situatie het internationale ondernemerschap tot roulette wordt gedegradeerd. Het gevaar van kapitaalverspilling en de rem die wordt gelegd op de uitbouw van internationale ondernemingen zullen op den duur kostbaarder blijken. In navolging van De Vries kan worden gesteld, dat hier een taak voor politici ligt 9). Ondernemers mogen hen daarop aanspreken. Reden voor optimisme is er in dit opzicht overigens niet, gezien de twee door De Vries genoemde noodzakelijke voorwaarden waaraan een systeem van vaste wisselkoersen moet voldoen:

1. de erkenning van de deelnemende landen van een zekere hiërarchie, in politiek en economisch opzicht (het land met de sleutelvaluta);
2. de bereidheid van de nummer één in die hiërarchie een stabiel, doelgericht financieel-economisch beleid te voeren, waarbij internationale desiderata zullen moeten prevaleren boven interne politieke belangen.

Aan de eerste voorwaarde is tot op zekere hoogte voldaan. Niemand in de westerse wereld zal de positie van de Verenigde Staten in politiek en economisch opzicht snel onderschatten. Veel moeilijker is het voldoen aan de twee-

7) D.B.J. Schouten, De nieuwe zakelijkheid in het economisch beleid, *ESB*, 4 februari 1987.

8) Zie o.a. de uittalingen van mr. R.J. Nelissen, voorzitter van de Raad van Bestuur van de Amro-bank, in *NRC Handelsblad* van 13 maart 1987 en M. van Nieuwkerk, Kapitaalexport, *ESB*, 15/22 april 1987.

9) T. de Vries, Naar een ordelijker wisselkoersstelsel, Pre-advies voor de Vereniging voor Staathuishoudkunde, 1987.

de voorwaarde. De internationale beleidscoördinatie gaat nog te vaak niet verder dan het bewijzen van lippen-diensten. De tekst van de slotverklaring van de G6-meeting in Parijs op 22 februari jl. is daarvan een voorbeeld. Toch is coördinatie een noodzakelijke voorwaarde om te voorkomen dat enorme kapitaalstromen als een leeglopende luchtballon over de wereldbol schieten, op die manier hectische wisselkoersmutaties veroorzaken en ondernemen tot een gokspel degraderen.

---

## Conclusie

---

Het voorgaande kan in enkele conclusies worden samengevat.

1. Door de recente wisselkoersontwikkelingen zijn in Europa de voordelen van loonkostenmatiging tenietgedaan. Tegelijkertijd is de concurrentiepositie van vooral de dollargerelateerde gebieden in Zuid-Oost-Azië (de newly industrialized countries) danig versterkt. Voor Europa heeft deze ontwikkeling negatieve effecten op groei en werkgelegenheid, te meer daar Japan in Europa compensatie zoekt voor terreinverlies in de Verenigde Staten.

2. De stelling dat een sterke gulden zal worden gecompenseerd door een lagere inflatie en daardoor geen reële effecten sorteert, is onhoudbaar als gevolg van vertragingen en neerwaartse starheid in de nominale lonen. Ondernemingen die produceren in landen met een sterke munt komen daardoor in een kwetsbaarder concurrentiepositie. Mogelijke gunstige effecten op lange termijn wegen daar maar zeer ten dele tegen op.
3. In de huidige omstandigheden (geen inflatie, vlakke yield-curve) is het te overwegen de marges van de gulden in het EMS sterker te benutten door de korte rente te verlagen.
4. De onzekerheden als gevolg van de huidige turbulente wisselkoersontwikkelingen brengen voor het bedrijfsleven hoge kosten met zich in de vorm van ingewikkelder interne beslissingsprocedures inzake allocatiebeslissingen en het ontwerpen van strategieën om met die onzekerheden om te gaan.
5. Het bereiken van meer stabiele wisselkoersverhoudingen is primair een taak van politici. Veel reden tot hoop is er in dit opzicht niet omdat nationale politieke overwegingen veelal prevaleren boven internationale economische desiderata.

**L. Knecht**

---