

## AMERIKAANSE BLOOTSTELLING VAN AEX-FONDSEN

Fonds	OMZETVERDELING			totaal
	Verenigde Staten	Europa	Buiten VS en Europa	
Ahold	58,0%	42,0%	0,0%	100%
Fugro	57,0%	43,0%	0,0%	100%
Elsevier	49,0%	37,0%	14,0%	100%
SBM Offshore	48,0%	10,0%	42,0%	100%
Wolters Kluwer	48,0%	48,0%	4,0%	100%
Philips	33,6%	35,9%	30,5%	100%
Unilever	32,6%	31,7%	35,7%	100%
TomTom	25,6%	71,0%	3,3%	100%
AkzoNobel	22,5%	53,2%	24,3%	100%
Shell	22,0%	43,0%	35,0%	100%
Arcelor Mittal	19,8%	53,9%	26,3%	100%
Air France-KLM	15,0%	42,0%	43,0%	100%
DSM	13,0%	73,0%	14,0%	100%
Heineken	10,5%	75,7%	13,8%	100%
Randstad	10,8%	84,4%	4,8%	100%
Boskalis	8,4%	32,2%	59,5%	100%
TNT	0,5%	84,0%	15,6%	100%
KPN	0,0%	100,0%	0,0%	100%
BAM	0,0%	94,0%	6,0%	100%
	26,34%	53,33%	20,32%	

\* Op basis van de gerealiseerde omzet in 2008

\*\* De AEX-index met uitzondering van de financials Aegon en ING, de vastgoedfondsen Unibail Rodamco, Wereldhave en Corio, en ASML dat geen geografische omzetmix weergeeft.

aandelen reageren op veranderingen in de dollarkoers in de laatste twintig jaar. Uit de resultaten blijkt dat de dollargevoeligheid – statistici noemen dit de ‘beta’ – een stuk minder groot is dan uit oudere onderzoeken naar voren kwam. Genoeg reden om dezelfde analyse nogmaals uit te voeren, maar ditmaal met koersdata uit twee verschillende perioden: de tien jaar vóór de invoering van de euro (1989-1999) en de tien jaar ná de introductie van de euro (1999-2009), waarbij in de periode 1989-1999 is teruggekeerd op basis van de verhoudingen die gelden bij de invoering van de euro.

De dollargevoeligheid van de AEX blijkt sterk te zijn afgenomen na de introductie van de euro. Zo daalde de dollargevoeligheid van 0,48 in de periode voor de invoering van de euro tot 0,18 na de invoering van de euro. Dit wil zeggen dat een depreciatie van de dollar van 10 procent in de eerste periode een gemiddelde daling van de index van bijna 5 procent teweegbracht,

terwijl dit in de tweede periode slechts 1,8 procent is.

De dollargevoeligheid is ook sterk afgenomen bij vrijwel alle aandelen. Uitzondering op de regel zijn Reed Elsevier en Philips die in de periode 1999-2009 grote overnames in de Verenigde Staten deden. Bij de oliege-relateerde fondsen Boskalis, Fugro en SBM Offshore slaat de dollargevoeligheid om van positief naar negatief. Dit heeft te maken met een derde verband: als de dollar in waarde daalt, stijgt de olieprijs.

## ECONOMISCHE EXPOSURE

Om na te gaan waarom de waarde van de dollar steeds minder invloed heeft op de

Nederlandse hoofdindex en de samenstellende aandelen, moeten we eerst vaststellen op welke manier wisselkoersfluctuaties invloed hebben op de waarde van een onderneming. Deze invloed is tweeledig: het translatie-effect en het transactie-effect.

De translatieblootstelling meet de gevoeligheid van de waarde van activa en passiva voor veranderingen in wisselkoersen. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de winkelcentra, distributiecentra, vrachtwagens en kantoormeubelen die Ahold via haar dochters Stop & Shop en Giant-Landover bezit in de Verenigde Staten. Door de sterke dollardaling moest Ahold hier eind 2007 ruim 300 miljoen euro op afschrijven. Eind 2008 kon het concern, geholpen door een iets aangesterkte dollar, weer 145 miljoen euro afschrijven.

Bij de transactieblootstelling wordt het effect van een verandering in wisselkoers op de toekomstige (operationele) kasstromen van de onderneming bekeken. Zo boekte hetzelfde Ahold door ongunstige veranderingen in wisselkoersen in 2008 6,9 procent minder omzet dan in 2007. Hoewel de gevolgen van de tweede blootstelling vaak groter zijn dan van de eerste, is het transactierisico een stuk moeilijker in te schatten.