

Het gevolg van valutafluctuaties op kasstromen is namelijk niet alleen afhankelijk van de geografische omzetsmix, maar ook van de valuta waarin inputfactoren, zoals grondstoffen en werknemers, worden afge-rekend.

Bovendien speelt ook mee hoe groot de marktkracht is, en hoe (in)elastisch het product – hoe elastischer, hoe meer de vraag daalt bij een prijsstijging. Als een bedrijf een sterke marktkracht heeft en een inelastisch product, kunnen eventuele ongunstige wisselkoersveranderingen makkelijker worden doorberekend aan buitenlandse klanten. Dit lijkt Heineken in het buitenland – en overigens ook in de eurolanden – aardig te lukken. De klanten pikken vooralsnog dat de brouwer van kwartaal op kwartaal hogere prijzen laat afrekenen voor een biertje.

OPKOMST EURO EN HEDGEN

Hoe komt het dat beleggers zich niet meer zo bekommeren om de stand van de dollar? Ten eerste helpt het dat de euro een steeds dominantere rol in de wereldeconomie speelt. Bedrijven kunnen daardoor steeds makkelijker hun grondstoffen kopen en hun producten verkopen in de Europese munteenheid. Inmiddels zijn er meer euronunten en -biljetten in omloop dan dollars. Olieproducerende landen als Irak en Venezuela rekenen bijvoorbeeld steeds meer af in euro's. Ook de Chinezen ontkoppelden de renminbi enkele jaren geleden van de dollar en relateerden deze aan een mandje met verschillende valuta's.

Een belangrijke tweede oorzaak is de sterke groei in het gebruik van financiële derivaten om wisselkoersfluctuaties af te dekken, ofwel hedgen. Zo zijn tegenwoordig met behulp van de 'currency swap' translatierisico's relatief eenvoudig en grotendeels af te dekken. Verder kan met futures, forwards en opties geprobeerd worden om transactieri-

HEDGEDERIVATEN

Future: een 'valuta future contract' is een overeenkomst om in de toekomst buitenlandse valuta te kopen of verkopen tegen een prijs die vandaag is afgesproken. De contracten zijn gestandaardiseerd en op beurzen verhandelbaar. Op de Chicago Mercantile Exchange (CME) worden verreweg de meeste valutacontracten verhandeld.

Forward: een 'valuta forward contract' is een op maat gemaakt futurecontract. Een dergelijk niet-gestandaardiseerd contract wordt tussen twee partijen – waarvan één vaak een bank – afgesproken en is dus niet verhandelbaar.

Optie: een valutoptie geeft de houder het recht, maar niet de plicht, om een valuta in de toekomst te kopen of verkopen tegen een vandaag afgesproken prijs. In tegenstelling tot forwards en futures betaal je voor een optie een premie omdat de houder kan profiteren van gunstige wisselkoersbewegingen.

Swap: in een currency swap leggen twee partijen contractueel vast om betalingen in een of meerdere andere valuta van elkaar over te nemen voor een vastgestelde periode in de toekomst. Een currency swap is een relatief nieuw instrument.

sico's in te dammen. In het jaarverslag van vrijwel alle AEX-ondernemingen staat dat zij gebruikmaken van deze financiële instrumenten om valutarisico's af te dekken.

Ook proberen bedrijven, al dan niet met behulp van swaps, buitenlandse activa te financieren met vreemd vermogen in dezelfde valuta. Als bijvoorbeeld de waarde van een kantoorpand in het buitenland door wisselkoersveranderingen daalt, gebeurt dat ook met de waarde van de daartegenoverstaande schuld. Zo financieren bijvoorbeeld Heineken, Shell, Philips, Unilever en Reed Elsevier een deel van hun activa met dollars en andere valuta. Veel bedrijven trekken dit verder door en proberen zo veel mogelijk inputkosten af te rekenen in de valuta waarin ook de omzet gerealiseerd wordt. Op de loonlijst van de meeste AEX-fondsen staan bijvoorbeeld veel 'buitenlanders' die in de valuta worden betaald waarin ook de omzet gerealiseerd wordt.

PERFECTE HEDGE: UTOPIE

Het lijkt echter overdreven en bovendien onverstandig om de fluctuaties in de dollar niet langer in de gaten te houden. Voor elke procent stijging van de dollar vermeerderd gemiddeld genomen de waarde van de AEX, Philips, Elsevier en Ahold met respectievelijk 0,18, 0,65, 0,39 en 0,35 procent. Naast het grote aantal factoren die aandelenrendementen kunnen beïnvloeden, zoals rentestanden, economische groei, consumentenvertrouwen en winstupdates, is ook het dollareffect nog steeds een factor van belang.

Sommige ondernemingen geven zelf in hun jaarverslag weer hoe gevoelig de winst is voor veranderingen in wisselkoersen. Fugro becijferde bijvoorbeeld dat "met de huidige structuur en grootte, een dollarstijging van 1 cent, de winst met 1 miljoen euro doet toenemen en de omzet met 8 miljoen euro". TomTom laat weten dat een daling van de dollar van 2,5 procent een 1,8 miljoen euro lagere winst tot gevolg heeft, en Randstad berekende dat de winst in 2008 tot 2 miljoen hoger had kunnen zijn als de euro 10 procent minder waard was geweest.

Niet alle valutafluctuaties kunnen dus worden 'weggehedge'. Het blijft voor de meeste multinationals een vraag hoe groot kasstromen zullen zijn en wanneer deze plaatsvinden, zodat volledig hedgen geen haalbare kaart is. Bovendien kiezen veel bedrijven ervoor om (een gedeelte van) valutarisico's niet af te dekken omdat hedgen op den duur geld kost door provisies van banken. ■

MOET EEN BEDRIJF HEDGEN?

De grondlegger van zakenblad **Forbes** zei ooit over het bestaansrecht van valutastrategen: "you can make more money selling financial advice than following it". Ofwel, valutastrategen voorspellen door de bank genomen niet beter dan de 'forward rate'. Als deze strategen het al niet kunnen, waarom bedrijven dan wel? Het is dus niet vreemd dat bedrijven zich willen indekken tegen volatiele wisselkoersen zodat zij zich op hun kernactiviteiten kunnen storten.

Toch kan je je afvragen of bedrijven wel moeten hedgen. Ten eerste kan een belegger vandaag de dag prima zelf financiële instrumenten gebruiken om te hedgen tegen valutafluctuaties. Ten tweede, en misschien belangrijker, is het onmogelijk om met hedgen het bedrijfsspecifieke risico van een bedrijf te reduceren. Beleggers met een gediversifieerde portefeuille zijn vanuit theoretisch oogpunt dus niet geholpen met duur betaalde treasury-managers in dienst van hegdende bedrijven.