

VALUTA-RISICO

door Dr. L. A. Soenen¹⁾**Inleiding**

Het internationale karakter van het Nederlandse bedrijfsleven is er de oorzaak van dat bijna in alle multinationale ondernemingen de uitgaven en ontvangsten evenals de geconsolideerde activa en passiva voor een groot deel in vreemde valuta zijn uitgedrukt. Deze uit de bedrijfspraktijk resulterende valuta-posities creëren een wisselkoersrisico voor de onderneming. Valuta risico is een toemaat van het commerciële risico dat inherent is aan elke bedrijfsactiviteit.

In tegenstelling met de V.S. (FASB No. 8)²⁾ zijn er in Europa geen algemene principes van kracht volgens welke ondernemingen hun vreemde bezittingen en schulden naar de nationale geldeenheid bij consolidatie moeten omrekenen. De praktijk bestaat erin de activa en passiva van buitenlandse concernondernemingen in gulden om te rekenen tegen de ultimo verslagjaar geldende koersen.

De koersverschillen, ontstaan bij de herleiding in gulden van nominale activa en passiva, worden dan als buitengewone baten/lasten in de resultaten rekening verwerkt. Wijzigingen in de waarde van de vreemde valuta's kunnen derhalve de gerapporteerde winst en de nominale waarde van de onderneming sterk beïnvloeden. Bijvoorbeeld, een belangrijk deel van het vermogen van de Akzo Groep is buiten Nederland geïnvesteerd. Door de waardedaling in 1977 van de meeste valuta's ten opzichte van de gulden is bij de omrekening in gulden van het eigen vermogen van de buitenlandse groepmaatschappijen een koersverschil van f 131 miljoen in mindering van het groepsvermogen gekomen (f 280 mln. in 1976³⁾). In het jaarverslag van de N.V. Philips' Gloeilampenfabrieken (1977, p. 48) wordt vermeld dat in de buitengewone lasten per saldo f 307,5 mln. is begrepen als gevolg van de veranderingen in de wisselkoersen (f 193,8 mln. in 1976). Imperial Chemical Industries (ICI) heeft in het derde kwartaal van 1978 een winst vóór belastingen van £ 105 mln. behaald. Hierbij moet echter bedacht worden dat het valuta-verlies £ 22 mln. bedroeg, te wijten voornamelijk aan de koersdaling van de U.S. dollar, zodat hiervoor gecorrigeerd de effectieve winst vóór belastingen £ 83 mln. bedroeg.⁴⁾

Dergelijke voorbeelden worden bijna dagelijks in de financiële pers aangehaald. Zij illustreren dat valuta risico gemakkelijk tot verliezen leidt.

Het wisselkoersprobleem is de laatste jaren sterk in belangstelling en gewicht toegenomen gezien de recente turbulenties op de internationale valutamarkten. Fortuinen werden gemaakt en veelal verloren door het grillige gedrag van de wisselpariteiten. Het valuta-*risico* is derhalve een der voornaamste onzekerheden waarmee de internationale onderneming heeft af te rekenen.

¹⁾ Wetenschappelijk medewerker van de vakgroep Bedrijfseconomie, Technische Hogeschool Eindhoven.

²⁾ Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting for the Translation of Foreign Currency Transactions and Foreign Currency Financial Statements, Oct. 1975, Stamford Conn., USA.

³⁾ Jaarverslag 1977, Akzo N.V. p.13.

⁴⁾ Het financieel dagblad, 17 november 1978, p. 5.

Waardering van wisselkoersrisico

In de financiële literatuur worden gewoonlijk twee vormen van valuta-*risico* onderscheiden: de technische (boekhoudkundige) valuta-positie of de valuta-positie in de balans, en de valuta-positie van de nog uit te voeren transacties (transactie valuta-positie). Beide samen maken de economische valuta-positie van de onderneming uit.

De valuta-positie in de balans vloeit voort uit het aanhouden van activa en passiva in vreemd geld. Deze in vreemde valuta uitgedrukte balanselementen moeten in de nationale geldeenheid (veronderstel de gulden) omgerekend worden voor externe en interne financiële rapportering. De technische valuta-positie is het antwoord op de vraag hoe schommelingen in de wisselkoersen de boekwaarde van de onderneming beïnvloeden. De betekenis van de boekhoudkundige benadering van het valuta-*risico* ligt niet zozeer in de economische sfeer maar in de praktische implicaties van deze waarderingsmethode voor het bedrijfsbeleid. Rapporten zijn gebaseerd op boekhoudkundige conventies. Wisselkoersgedrag is gedeeltelijk onderhevig aan de informatie verstrekt op grond van gepubliceerde rapporten. Managers worden beoordeeld op grond van interne rapporten. Managers vergewissen zich ook van de weerslag die geleden koersverliezen hebben op de voorwaarden waaronder middelen in de vermogensmarkt kunnen worden aangetrokken. Daarom hebben zij er alle belang bij aandacht te besteden aan hoe een specifiek incident (b.v. een devaluatie) er op papier uit zal zien.

Nochtans geeft de analyse van alle balanselementen geen afdoend antwoord op de vraag „wat is het werkelijke of effectieve valuta-*risico* voor de onderneming”? Technische valuta-positie heeft betrekking op de uitwerking die wisselkoersschommelingen hebben op de huidige boekwaarde van bezittingen en schulden en niet op hun invloed op de economische waarde van de onderneming. In dit verband is het belangrijk er op te wijzen dat boekhoudkundige principes onvermijdelijk zullen aantonen dat een devaluatie een verlies aan eigen vermogen tot gevolg heeft in de valuta van de moedermaatschappij wanneer de monetaire activa de monetaire passiva voor de koerswijziging overtreffen. Niettemin kan het economische gevolg van een devaluatie een verlaging van de lokale kosten betekenen en een ontvangstentoename (verkoopstijging) tot gevolg hebben.

Het zou derhalve duidelijk moeten zijn dat, economisch gezien, een toename in waarde het resultaat van een devaluatie kan zijn. In dit geval, zullen de accountants-rapporten de aandeelhouders van het concern en ook het management misleiden. In het bijzonder, wanneer de lokale manager wordt beoordeeld naar zijn bekwaamheid om gerapporteerde boekverliezen te vermijden, kan het hem ertoe aanzetten een grotere en duurdere dekking te kopen dan de situatie werkelijk vereist. Een discrepantie tussen boekhoudkundige en economische definitie van valuta-positie kan daarom tot een suboptimaal beheer leiden.

Het geheel van *risico's* die aanspraak maken op de reële economische waarde van de onderneming vormen de zogenaamde economische valuta-positie van de onderneming. In dit opzicht heeft de economische valuta-positie betrekking op het verwachte effect van koersschommelingen op de economische waarde van de onderneming, eerder dan op de nominale boekwaarde op korte termijn. Het onderkennen van de economische valuta-positie vergt een analyse die verder strekt dan de balans, m.a.w. toekomstige activiteiten of geldstromen moeten ook in beschouwing worden genomen.

Ofschoon we in de eerste plaats bezorgd zijn over het veilig stellen van de economische waarde van de onderneming, danwel de boekwaarde, is het vrij moeilijk om op een bevredigende wijze alle aspecten van de economische valuta-positie te kwantificeren.

Een evaluatie van de verwachte in- en uitgaande geldstromen blijkt echter een adequate benadering voor de transactie valuta-positie te bieden. Bovendien is deze laatste voor de meeste ondernemingen veel belangrijker dan de technische valuta-positie, in het bijzonder gedacht vanuit de continuïteit van de onderneming.

Conventioneel valuta-beheer

Het huidige of conventionele valuta-beheer vangt aan met de consolidatie van alle activa en passiva van de dochterondernemingen met de moedermaatschappij, teneinde de netto-positie in elke vreemde geldsoort te bepalen. Een positieve (negatieve) positie resulteert uit meer (minder) actief dan passief in een bepaalde muntsoort. Daarna wordt een (subjectieve) evaluatie gemaakt van de relatieve „sterkte” van de valuta's. Hierbij gaat de aandacht voornamelijk naar het voorspellen van potentiële wisselkoersschommelingen. Het belangrijkste knelpunt daarbij is het vinden van economische indicatoren. Sommige vaak gebruikte grootheden zijn de betalingsbalans (handelsbalans), nationale reserves aan goud, harde valuta's en speciale trekkingsrechten, relatieve inflatievoeten, monetaire-fiscale politiek, werkeloosheid, politiek klimaat, etc. Het gebruik van deze statistieken is gebaseerd op een niet-systematische toepassing van het koopkracht pariteitsprincipe. Volgens dit principe zal in een systeem van flexibele wisselkoersen, een relatief verschil in koopkracht tussen twee landen, gecalculeerd als de ratio tussen de index voor consumptiegoederen, tenderen naar een verschil in de evenwichtsprijs voor de valuta's van beide landen. Deze theorie gaat zeker op voor sterk inflatoire economieën, maar ze verliest veel van haar voorspelkracht bij toepassing op geïndustrialiseerde landen.

Voor koersvoorspellingen op korte termijn (< 1 jaar) verschaft het verschil tussen rentestand in het binnenland en die in het buitenland een duidelijke aanwijzing van de richting en in mindere mate van nauwkeurigheid van de grootte van verwachte koersschommelingen. Dit is een toepassing van het interestpariteitsprincipe volgens hetwelk het verschil tussen dag- en termijnkoers voor twee munten gelijk is aan het interestverschil op compleet identieke effecten, met uitzondering van de munteenheid. Het renteverskil tussen twee identieke beleggingsobjecten, met uitzondering van de valuta waarin ze zijn uitgedrukt, kan dus als een voorspellingsbasis van koerswijzigingen aangewend worden, tenminste voor druk verhandelde valuta's. Afwijkingen van deze evenwichtsrelatie zullen door middel van arbitrage weggewerkt worden.

Op grond van voorspellingen omtrent de verwachte dagkoersen van de voor de onderneming relevante valuta's, alsmede op basis van de grootte van de valuta-posities zal men tot de beslissing ten aanzien van het afdekken van het valutarisico overgaan. Hierbij staan centraal de keuze van de dekkingsmethode en de mate waarin een bepaalde positie zal worden gedekt. Verschillende vormen van dekkingstransacties zijn voor de onderneming bruikbaar.

Alleen de belangrijkste worden hieronder aangehaald:

- leads-and-lags betekent vervroegde aflossing van negatieve valutaposities (b.v. schulden) in revaluerende valuta's en/of het vervroegd innen van positieve valuta-posities (b.v. debiteuren) in depreciërende munt. Lagging is dan het opzettelijk uitstellen van afbetaling van schulden in depreciërende valuta. Daaraan zijn een soort van onmeetbare (intangibile) kosten verbonden, namelijk het verwekken van ontevredenheid bij afnemers en leveranciers of vermogensverschaffers.
- termijnaffaires: het op termijn aankopen of verkopen in de valutamarkt van respectievelijk negatieve en positieve valuta-posities is een van de meest voor de hand liggende methodes voor het beperken van valuta-risico op in- en uitgaande geldstromen van de onderneming. Onzekerheid omtrent de dagkoers van de vreemde valuta op de vervalddag van ontvangsten of uitgaven, kan volkomen weggenomen worden door de substitutie van de verwachte dagkoers door de contractuele termijnkoers. De effectieve kosten van een termijntransactie zijn gelijk aan het verschil tussen de termijnkoers en de verwachte eindecontractdagkoers.
- transacties in de lokale geldmarkten: teneinde een positieve valutapositie in een zwakke munt tegen devaluatie-risico te dekken, kan men tot de volgende reeks van transacties overgaan: leen in het land van vestiging een bedrag gelijk aan de valuta-positie, converteer deze lening in eigen munt (guldens) en beleg deze fondsen in Nederlandse effecten. Op de vervalddag van de lening, die samenvalt met die van de belegging wordt de vreemde valuta tegen de dan geldende en wellicht gedevalueerde dagkoers aangekocht waarmee de lening wordt afgelost.
Bij het dekken van een negatieve valuta-positie gaat men omgekeerd te werk: leen guldens, converteer deze in vreemde munt en beleg ze in vreemde effecten; met de opbrengst van deze belegging omgerekend in guldens tegen de dagkoers op de vervalddag van de lening (en belegging) lost men de aanvankelijk aangegane lening af.
- swaps: een valuta-swap bestaat uit een simultane aankoop of verkoop van valuta met levering op een bepaalde termijn tegen een compenserende verkoop of aankoop van een equivalent bedrag met een andere contractdatum.
Veronderstel, bijvoorbeeld, dat een Nederlandse onderneming haar Duitse dochtermaatschappij 1 mln. DM leent voor een periode van zes maanden. Om zich tegen koersrisico te dekken, zal de Nederlandse moeder 1 mln. DM tegen dagkoers aankopen en ze simultaan verkopen met levering op 6 maanden, overeenkomend met de vervalddag van de DM-lening.
- transfers tussen groepsmaatschappijen: de multinationale ondernemingen beschikken over een unieke techniek voor het dekken van koersrisico door het beïnvloeden van geldstromen tussen haar dochtermaatschappijen. Deze methode sluit nauw aan bij de leads-and-lags procedure. Filiaalbedrijven in landen met zwakke munt kunnen gevraagd worden hun betalingen aan de moedermaatschappij te bespoedigen. Dit kan onder velerlei vormen gebeuren: betalingen voor ontvangen goederen en/of diensten, dividenduitkeringen, royalties, inter-company leningen, etc. Het netto resultaat bestaat erin de dochteronderneming in het land met zwakke munt er toe te brengen haar leenvermogen plaatselijk te verhogen om de toename aan werkkapitaal te fi-

nancieren. Dergelijke transacties reduceren het valuta-risico van het concern als geheel, echter tegen kosten die overeenstemmen met de hogere interestvoet op de leningen in zwakke valuta. Of deze actie nuttig is, wordt beoordeeld door de plaatselijke rentekosten met het verwachte koersverschil te vergelijken.

Een gelijksoortige maar omgekeerde actie kan worden genomen door het opbouwen van een nominale positie in vreemde valuta, wanneer een revaluatie van die vreemde munt wordt verwacht.

- verschuiven van het valuta-risico: vele ondernemingen trachten hun valuta-risico te verschuiven door, waar mogelijk, hun uitvoer in guldens te factureren en hun invoer in vreemde valuta. Deze praktijk is alleen doeltreffend wanneer verwacht wordt dat de gulden in waarde zal toenemen met betrekking tot alle andere valuta's. Een ander gevaar van deze methode is dat de concurrentiepositie wordt verzwakt door verkoopcontracten uitsluitend in harde munt af te sluiten. Een zekere flexibiliteit in de keuze van de munt voor facturering zou de onderhandelingspositie van de onderneming moeten vergroten teneinde prijsconcessies te bekomen of de verkoop te stimuleren. De winsten uit extra verkopen kunnen groter zijn dan de opgelopen wisselkoersverliezen.

Portefeuille-benadering van het valuta-risico probleem

Het is van groot belang de lezer erop te wijzen dat men volgens het klassieke valuta-beheer steeds valuta-posities op individuele basis geëvalueerd en beheerd heeft.

Daarom is de schrijver de mening toegedaan dat het klassieke valuta-beleid tekort schiet omdat het geen rekening houdt met de inherente relaties tussen de verschillende valuta's en de daaruit resulterende mogelijkheid tot beperking van het wisselkoersrisico door het aanhouden van een gediversifieerde valutaportefeuille. In feite, bestaat de netto valuta-positie van een internationale onderneming uit een portefeuille van positieve en negatieve posities in verschillende munten.

Portefeuille theorie (Markowitz, Lintner, Sharpe) heeft ons geleerd dat het risiconiveau van een beleggingsportefeuille niet gelijk is aan de som van het risico geïncorporeerd per onderdeel.

Zoals onsystematisch risico kan worden gereduceerd via diversificatie door het aantal aandelen in een beleggingsportefeuille, zo kan ook het wisselkoersrisico beperkt worden door het aanhouden van een gediversificeerde portefeuille van vreemd geld. Het diversificatie effect is van kracht daar wisselkoersschommelingen niet volledig positief gecorreleerd zijn. Alhoewel het huidige valuta-beleid voor individuele munten afzonderlijk geschiedt, leert de moderne portefeuille theorie ons dat individuele risico's niet afzonderlijk mogen worden gemeten.

Het erkennen van bestaande statistische relaties (correlaties) tussen de valuta's creëert de mogelijkheid tot indekken van wisselkoersrisico door het tegenover elkaar afwegen („netting out”) van valutaposities op grond van onderlinge correlaties. Als men gelooft dat de koersschommelingen tussen twee munten sterk positief gecorreleerd zijn, dan zal een negatieve positie in de ene munt een positieve positie in de andere grotendeels opheffen. Wanneer twee valuta's negatief gecorreleerd zijn, dan zullen positieve (of negatieve) posities in beide munten neigen elkaar te compenseren.

Tenzij de koersschommelingen van twee valuta's perfect positief gecorreleerd zijn, zal elke variatie in de wisselpariteit van de ene die niet samengaat met een equivalente en simultane fluctuatie in de koers van de andere leiden tot een gereduceerde gecombineerde variatie tussen beide valuta's. Met andere woorden, de gecombineerde variatie van de twee valuta's tesamen zal kleiner zijn dan de som van de wijzigingen in beide wisselkoersen afzonderlijk. Het totale wisselkoersrisico van een bepaalde valuta-portefeuille is dus een functie van de correlatie tussen de verschillende valuta's, de grilligheid van elke munt afzonderlijk, en de proportie van elke valuta in de globale portefeuille.

Nadat de internationale onderneming haar valuta-posities over alle dochtermaatschappijen heeft geconsolideerd en alle activa en passiva per munt heeft gecompenseerd, bestaat haar netto valuta-positie uit positieve en/of negatieve posities in een reeks van vreemde munten. Deze valuta-posities maken de valuta-portefeuille van de onderneming uit. Het beheer van deze valuta-portefeuille heeft als doel het vrijwaren van de onderneming en haar dochters voor wisselkoersverliezen, en niet het maximaliseren van „windfall”-winst uit valuta speculatie of gelijksoortige dekkingstransacties die aan de aard van het bedrijf vreemd zijn. De rentabiliteit van de onderneming moet echter gebaseerd zijn op de opbrengst uit de productie en verkoop van haar goederen en/of diensten, niet op de opbrengst uit haar valuta-portefeuille.

De internationale onderneming kan haar wisselkoersrisico beperken door het uitvoeren van dekkingstransacties, b.v. termijnaffaires. Koersrisicodekking vermindert het valuta risico en derhalve ook de spreiding van de verwachte waarde (variantie) van de valuta-portefeuille, maar het leidt tevens tot een afname van de verwachte eindperiode waarde van de valuta-portefeuille met de opgelopen dekkingskosten. In mathematische bewoordingen, de onderneming moet de minimalisatie van de variantie van haar valuta-portefeuille nastreven voor een gegeven maximum bedrag aan dekkingskosten dat de onderneming wil maken. Men moet zich dus concentreren op de relatie tussen de verwachte waarde en de variantie van de valuta-portefeuille op het einde van de vooropgestelde tijds-horizon. Het wisselkoersrisicoprobleem kan bijgevolg geformuleerd en opgelost worden als een gewoon beslissingsprobleem: welk bedrag moet in elke valutaportefeuille gedekt worden teneinde de variantie van de verwachte eind-planperiode waarde van de valuta-portefeuille tot een minimum te herleiden voor een gespecificeerd maximum bedrag aan op te lopen dekkingskosten. Zo'n typisch resulterende relatie tussen wisselkoersrisico en dekkingskosten is weergegeven in Figuur 1.

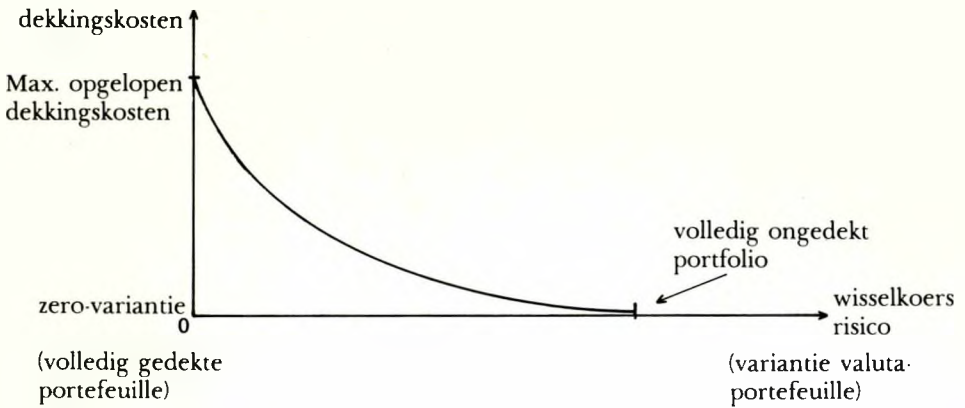


Fig. 1. Relatie tussen wisselkoersrisico en opgelopen dekkingskosten.

Een daarmee overeenstemmende „eind periode verwachte waarde · variantie”-relatie voor de valuta-portefeuille is samengevat in Figuur 2.

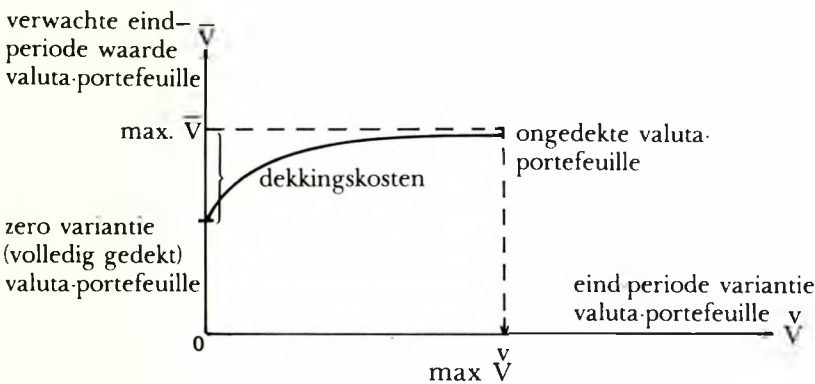


Fig. 2. Relatie tussen de verwachte waarde en de variantie van de valuta-portefeuille op het einde van de tijdshorizon.

Elk punt van de $(\bar{V} - \check{V})$ -lijn stelt een stel van geselecteerde dekkingstransacties voor, welke de corresponderende combinatie van verwachte waarde en variantie tot gevolg heeft. Het is aan de manager te beslissen welke combinatie het best overeenstemt met zijn risicohouding (theoretisch is dit het raakpunt van zijn nutsfunctie met de $\bar{V} - \check{V}$ grenslijn).

Besluit

Sinds het uiteenvallen van het Bretton Woods stelsel van vaste wisselkoersen zijn de meeste belangrijke valuta's ten opzichte van elkaar gaan zweven en is men gekomen tot het huidige stelsel van semi-flexibele wisselkoersen. Het daaruit voortvloeiende valuta risico is een toemaat van het commerciële risico dat inherent is aan elke bedrijfsactiviteit. Het grillige gedrag van de wisselpariteiten is een der

voornaamste onzekerheden waarmee de internationale onderneming heeft af te rekenen.

Het conventionele beleid ten aanzien van het wisselkoersrisico wordt gekenmerkt door een individuele aanpak van de valuta-posities van de onderneming. Het artikel heeft aangetoond dat deze benadering onvermijdelijk tot een incorrecte waardering van het werkelijke valutarisico leidt en veelal het dekken van valuta-posities tot gevolg heeft, die op grond van bestaande covarianties tussen de geldsoorten in de valuta-portefeuille reeds volledig of gedeeltelijk gedekt zijn (diversificatie-effect). Bij een efficiënt valutabeleid moeten de valuta-posities naar hun onderlinge samenhang geëvalueerd en beheerd worden. De behandelde portefeuille benadering van het wisselkoersrisicoprobleem voldoet aan deze voorwaarde.

Literatuur

1. Prindl, A., Foreign Exchange Risk, John Wiley en Sons, Inc., London, 1976.
2. Lietaer, E., Financial Management of Foreign Exchange, The M.I.T. Press, Cambridge, Mass. 1971.
3. Rodriguez, R. M. and E. Carter, International Financial Management, Prentice Hall, 1976.
4. Shapiro, A. C., Defining Exchange Risk, Journal of Business, 50, No. 1, Jan. 1977, 37-39.
5. Soenen, L. A., Portfolio-theorie en het beheer van wisselkoersrisico, Maandschrift Economie, 43, No. 1, 1979, 25-34.
6. Soenen, L. A., Foreign Exchange Management - a portfolio approach, Sijthoff en Noordhoff International Publishers, forthcoming 1979.
7. Weston, F. and B. Sorge, International Managerial Finance, R. D. Irwin, 1972.