

Identificatie van het wisselkoersrisico in internationaal opererende bedrijven

Citation for published version (APA):

Soenen, L. A. (1980). Identificatie van het wisselkoersrisico in internationaal opererende bedrijven. *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 34(6), 745-754.

Document status and date:

Gepubliceerd: 01/01/1980

Document Version:

Uitgevers PDF, ook bekend als Version of Record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.tue.nl/taverne

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

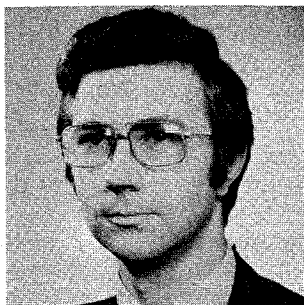
openaccess@tue.nl

providing details and we will investigate your claim.

Identificatie van het wisselkoersrisico in internationaal opererende bedrijven

door L.A. SOENEN

De heer Luc A. Soenen (° 1947) studeerde Handelsingenieur aan de KU-Leuven (1970) en daarna Master of Business Administration aan de Cornell University (New York) (1972). Hij promoveerde tot Doctor of Business Administration aan de Harvard Business School (1977). Sinds 1978 is hij docent aan de Afdeling der Bedrijfskunde van de Technische Hogeschool Eindhoven.



I. INLEIDING

Internationaal opererende bedrijven kunnen worden ingedeeld naar internationaal vertakte bedrijven, die ten minste één dochteronderneming hebben in het buitenland, en bedrijven die via import- en/of exportactiviteiten aan het buitenlands handels- en betalingsverkeer deelnemen. Kortom, alle bedrijven met buitenlandse bedrijfsuitoefening hebben met specifieke risico's af te rekenen, namelijk een politiek risico en een wisselkoersrisico. In het bijzonder internationaal vertakte ondernemingen lopen met betrekking tot hun investeringen in het buitenland een politiek risico.

Het politiek risico dat inherent is aan een buitenlandse investering of belegging bestaat uit de mogelijkheid van een verlies resulterend uit allerlei vormen van overheidsinmenging. Bedrijven met buitenlandse bedrijfsuitoefening vrezen voor overheidscontroles die de repatriëring van het geïnvesteerd vermogen en vrijgekomen winsten beperken. Het betrokken land kan ofwel dergelijke transfers duurder maken ofwel het toelaatbare bedrag ervan beperken. Veel landen heffen een belasting op gelden (bijv. dividenden) die naar het land van de investeerder/belegger terugvloeien. Het land van vestiging kan ook een maximum stellen op de transfers naar het land van de investeerder om het bedrijf ertoe te verplichten een bepaald gedeelte van de gerealiseerde winst plaatselijk te herinvesteren.

Het politiek risico omvat ook de mogelijkheid van overname van het eigendomsrecht op buitenlandse investeringen. Er zijn legio voorbeelden van expropriatie, namelijk de nationalisatie van de filialen van Renault en van Pèchiny in Algerije, van Alcan in Guyana, de expropriatie van de Amerikaanse oliemaatschappijen in het Midden-Oosten, van de Amerikaanse kopermijnen (Anaconda) in Chili, van Nederlandse bedrijven in Indonesië, enz. Een minder strenge vorm van overheidscontrole dan de onteigening door middel van nationalisatie is de verplichte deelname van de lokale bevolking of overheid in de eigendom van de buitenlandse vestiging. Dit is verschillend van nationalisatie, omdat niet alleen de staat of een overheidsinstantie, maar het grote publiek of zelfs de arbeiders van het bedrijf een gedeelte van het aandelenvermogen verwerven.

In sommige landen is een lokale participatie in het aandelenkapitaal niet wettelijk verplicht, maar wordt ze als een verzwegen voorwaarde aanvaard om een eventuele nationalisatie in de toekomst te voorkomen.

Zo heeft Volkswagen een groot gedeelte van de aandelen van haar Braziliaanse dochter onder het Braziliaans publiek verspreid, omdat dit haar relaties met de lokale administratie ten goede komt. In andere gevallen is de lokale deelname aan het aandelenvermogen een onvermijdbare voorwaarde om in het land te mogen investeren. Dit is o.m. het geval in India en Japan. International Business Machines (IBM) is zowat het enige bedrijf dat erin geslaagd is zich aan de verplichting van lokale participatie in het aandelenkapitaal te onttrekken.

Er zijn nog vele andere vormen van overheidsinterventie, die gewoonlijk met de term «wisselcontroles» worden aangeduid. Wisselkoersen worden, zoals aandelenkoersen, beïnvloed door een groot aantal factoren, zowel van economische, politieke en administratieve als van psychologische aard. In tegenstelling met aandelenprijzen kunnen zij rechtstreeks of niet rechtstreeks door interventie van de nationale autoriteiten worden gecontroleerd. Dergelijke overheidsingrijpen doet zich voor wanneer door bepaalde omstandigheden een ongewenst onevenwicht tussen vraag en aanbod van de nationale munt optreedt. Wisselcontroles worden gewoonlijk geassocieerd met landen met zwakke munt. Landen met een langdurig tekort op de betalingsbalans zien meer deviezen het land verlaten dan binnenkomen. Ten einde de afvloeiing van deviezen af te remmen, zal men beperkingen opleggen aan de invoer van bepaalde goederen en diensten, alsmede aan de daarmee verbonden deviezenhandel. Ook landen met sterke munt hebben wisselcontroles toegepast om de toevoer van buitenlands kapitaal af te remmen. Sommige maatregelen kunnen banken ertoe verplichten geen of zelfs een negatieve interestvergoeding op deposito's van buitenlanders toe te passen. Zowel Duitsland als Zwitserland hebben soortgelijke wisselcontroles aangewend om excessieve buitenlandse aankopen van DM en Zw. fr. tegen te gaan. Wisselcontroles kunnen van een zeer uiteenlopende aard zijn, zoals: reglementering van deposito's aangehouden door buitenlanders, aanleg van verplichte reserves op deposito's van buitenlanders door de banken, beperking van leningen in het buitenland door ingezetenen, beperking van «hedging»-transacties, bijv. naar aard en looptijd van de handelstransacties, controle op de betalingstermijnen met het buitenland («leading and lagging»), e.d.

Het andere specifieke risico, het wisselkoers- of valutarisico, vloeit rechtstreeks voort uit het feit dat, per definitie, internationaal opererende bedrijven bezittingen en/of schulden in vreemde valuta hebben en/of een inkomstenstroom in vreemde valuta realiseren. Elke wijziging in de wisselkoers van deze buitenlandse valuta kan de winst en derhalve de nominale waarde van het bedrijf beïnvloeden.

Het wisselkoersrisico bestaat uit de mogelijkheid van een verlies te wijten aan de invloed van wisselkoersfluctuaties op de waarde van de activa, passiva en inkomstenstroom in vreemde valuta. Bijgevolg is het valuta- of wisselkoersrisico van toepassing op het internationaal vertakt bedrijf, evenals op alle bedrijven die met het buitenland zaken doen. Het valutarisicobeheer bestaat er dan in de valutapositities (1) van het bedrijf zodanig te beheren dat het risico van een nadelige invloed

(1) De term «valutapositie» wordt hier gebruikt als een synoniem voor «blootstelling aan wisselkoersrisico» en is derhalve een vrije vertaling van de veel gebruikte Engelse term «foreign exchange exposure». Een positieve valutapositie («long position») doet zich voor wanneer het bedrijf meer bezittingen dan schulden in een bepaalde valuta heeft, en een negatieve valutapositie («short position») wijst op het tegenovergestelde geval.

van wisselkoersfluctuaties op de winstgevendheid van het bedrijf wordt geminimaliseerd. Om het valutarisico te kunnen beheersen, is het in eerste instantie noodzakelijk dat het bedrijf in staat is zijn positie in vreemde valuta te bepalen.

Politiek risico, of het gevaar van allerhande vormen van overheidsinmenging, is in de meeste landen een gegeven en aldus een niet te beïnvloeden randvoorwaarde waarbinnen het internationaal bedrijf moet functioneren. Om die reden zullen we ons verder beperken tot het zogenoemd wisselkoersrisico. De identificatie van het wisselkoersrisico, alsmede de berekening ervan worden in dit artikel behandeld. Een voorbeeld van berekening van het globale wisselkoersrisico is eveneens opgenomen.

II. HET WISSELKOERSRISICO

Een actief- of passiefpost of een inkomensstroom is aan wisselkoersrisico blootgesteld wanneer een fluctuatie in de wisselkoers hun waarde, uitgedrukt in de valuta van de moedermaatschappij, wijzigt. Deze wijziging kan zowel een positief als een negatief karakter hebben.

Stel: een Italiaanse dochteronderneming van een Belgisch bedrijf heeft vaste activa in lires verworven en deze gefinancierd met langlopende schulden in lire. Wanneer de lire ten opzichte van de Belgische frank devalueert, zal deze waarde-daling een negatieve invloed uitoefenen op de BF-waarde van de activa, maar een positief effect tot gevolg hebben op de lening. Het eindresultaat is bepaald door de netto-positie in lires (bezittingen - schulden) vermenigvuldigd met de koerswijziging in de lire ten opzichte van de Belgische frank. Blootstelling aan valutarisico betekent aldus dat het bedrijf bezittingen, schulden of een inkomensstroom in vreemde valuta heeft.

Het wisselkoersrisico van het internationaal opererend bedrijf kan in principe naar twee soorten worden ingedeeld: het omrekeningsrisico⁽²⁾ en het economisch risico⁽²⁾.

Het omrekeningsrisico of wisselkoersrisico in de balans ontstaat bij consolidatie ten behoeve van financiële verslaglegging. Hieruit volgt dat alle balansposten luidend in vreemde valuta omgerekend moeten worden in de rapporteringsvaluta.

Het omrekeningsrisico is aldus het gevolg van een mogelijk verschil tussen de omrekeningskoers en de valutakoers die bij de vorige consolidatie werd toegepast. Indien bijv. een bedrijf voor 1.000.000 BF vorderingen in een vreemde valuta heeft, dan zal bij een devaluatie van die valuta met 10 % de waarde van de handelsdebiteuren op de balans dalen tot 900.000 BF. Het resulterende 100.000 BF omrekeningsverlies zal dan ten laste van de verlies- en winstrekening worden gelegd. Dit verlies van 100.000 BF is in feite een zuiver boekhoudkundig verlies, te wijten aan het omrekenen van die balanspost tegen een andere wisselkoers dan die waartegen hij werd geboekt. Het omrekeningsrisico is een gevolg van de noodzaak om in vreemde valuta aangehouden activa en passiva naar een gemeenschappelijke muntsoort om te rekenen, ten einde de geconsolideerde balans te kunnen opstellen. Het omrekeningsrisico is het antwoord op de vraag hoe schommelingen in de wisselkoersen de boekwaarde van het bedrijf beïnvloeden.

(2) Voor beide termen wordt in de literatuur gebruik gemaakt van het Engelse vakjargon en spreekt men respectievelijk van «accounting exposure», «balance sheet exposure» of «translation exposure» en van «economic exposure», «earnings exposure» of «transaction exposure».

Hierbij wordt geen rekening gehouden met de invloed van wisselkoerswijzigingen op de reële marktwaarde van de balansposten en aldus niet met het effect van koersfluctuaties op de economische waarde van het bedrijf. Het omrekeningsrisico heeft derhalve een statisch en historisch karakter, evenals de balans een momentopname is van het bedrijf en het verschil tussen twee balansen een volkomen historisch karakter draagt. Bovendien is het omrekeningsrisico een tamelijk willekeurige weergave van het reële wisselkoersrisico, omdat bedrijven verschillende omrekeningsmethodes aanwenden. Naar gelang van de omrekeningsmethode zal het resulterende wisselkoersrisico sterk verschillen. Voorbeeld: indien het bedrijf een productie-eenheid in het buitenland heeft, dan zal men bij consolidatie de voorraden tegen de huidige contantkoers of tegen de historische koers (d.i. de contantkoers geldig op de dag van initiale investering) omrekenen. Dit betekent dat, in het geval van een devaluatie van de buitenlandse valuta, de boekwaarde van de voorraden respectievelijk zal afnemen of gelijk zal blijven.

De betekenis van de boekhoudkundige benadering van het valutarisico ligt niet zozeer in de economische sfeer als wel in de praktische implicaties van deze waarderingmethodes voor het bedrijfsbeleid. Rapporten zijn gebaseerd op boekhoudkundige conventies. Het valutabeheer is gesteund op informatie verstrekt in de vorm van interne en externe rapporten. Managers worden ook op grond van interne rapporten beoordeeld. Zij vergewissen zich dan ook van de weerslag die geleden koersverliezen hebben op de condities waartegen middelen in de vermogensmarkt aangetrokken kunnen worden. Daarom hebben zij er alle belang bij aandacht te besteden aan hoe een devaluatie of revaluatie er op papier uit zal zien.

Het omrekeningsrisico geeft geen afdoend antwoord op de vraag «wat is het werkelijk of effectieve wisselkoersrisico van het bedrijf»?

Het omrekeningsrisico heeft betrekking op de uitwerking die wisselkoersschommelingen hebben op de huidige boekwaarde van bezittingen en schulden en niet op de economische waarde van het bedrijf. Men begaat een grove fout als men zich beperkt tot een analyse van de gevolgen van wisselkoersfluctuaties voor de verschillende posten in de balans en daarbij de invloed op toekomstige transacties van het bedrijf, zoals verkopen, aankopen, productie, investeringen, e.d. buiten beschouwing laat.

Het onderkennen van het economisch risico vergt een analyse die verder strekt dan de balans. De invloed van wisselkoersschommelingen op de operationele bedrijfsactiviteiten en op de daarmee samengangende financiële geldstromen moeten in de analyse worden betrokken. Het economisch wisselkoersrisico is een maatstaf van het effect dat wisselkoersfluctuaties hebben op de economische waarde van het bedrijf.

Voorbeeld: een Belgisch bedrijf heeft een dochteronderneming in Nederland die bepaalde goederen produceert voor de Nederlandse markt. Het kapitaal werd hoofdzakelijk verworven door middel van langlopende leningen in gulden. Stel dat de Nederlandse dochter een negatieve netto-valutapositie in gulden heeft. Indien de gulden ten opzichte van de Belgische frank in waarde afneemt, zal het geconsolideerde bedrijf (het bedrijf als geheel) een boekhoudkundige winst maken bij omrekening in Belgische frank. Het is louter een «winst op papier». Indien echter het Nederlandse filiaal heel wat grondstoffen uit een ander land,

bijv. Duitsland, betreft, dan zal het op zijn beurt een wisselkoerswinst of -verlies maken naarmate de DM ten opzichte van de gulden duurder of goedkoper wordt. Indien de gulden deprecieert ten opzichte van de DM vooraleer de Duitse leverancier is betaald, zal het filiaal meer guldens nodig hebben om zijn schulden te voldoen. Dit betekent een reëel wisselkoersverlies voor de Nederlandse dochter, aangezien de devaluatie van de gulden ten opzichte van de DM de geldstromen en de winstgevendheid beïnvloedt.

Het economisch risico kan in sterke mate van het omrekeningsrisico verschillen. Het omrekeningsrisico wordt op grond van boekhoudkundige afspraken (omrekeningsmethodes) bepaald, terwijl het economisch risico veelal niet uit de balans af te lezen is. Het is het resultaat van de invloed die wisselkoersschommelingen hebben op de toekomstige geldstromen van het bedrijf. De belangrijkste bron van economisch wisselkoersrisico is de invloed van wisselkoersfluctuaties op de in vreemde valuta luidende toekomstige transacties van het bedrijf, namelijk alle in- en uitgaande geldstromen gedurende een bepaalde planperiode.

In dit verband spreekt men veelal van het transactierisico («transaction exposure»), d.i. het wisselkoersrisico op het verschil tussen verwachte inkomsten en uitgaven in vreemde valuta gedurende een bepaalde tijdspanne. Zoals uit de volgende voorbeelden zal blijken, is het economisch risico niet uitsluitend beperkt tot het risico op uitstaande transacties, maar kunnen wisselkoersfluctuaties veel verder doorwerken op de uiteindelijke economische waarde van het bedrijf.

Een eenvoudig voorbeeld van transactierisico is het bedrijf dat in een buitenlandse valuta goederen uitvoert of inkoopt. Indien die vreemde munt ten opzichte van de eigen valuta in waarde toeneemt, zal het bedrijf respectievelijk een koerswinst of een koersverlies maken. In het geval van een waardedaling doet zich het tegenovergestelde voor. Dit soort risico komt echter niet noodzakelijk tot uiting in de balans op het moment waarop het zich voordoet. De balans geeft weer waarin het vermogen op dat ogenblik is aangewend en niet waarin het in de toekomst zal worden aangewend.

De vaststelling van het economisch risico is complexer wanneer het gaat om een bedrijf met een of meer filialen in het buitenland. In dat geval betekent een wijziging in de wisselkoers van de buitenlandse valuta niet alleen een verandering in de koers waartegen de inkomstenstroom uit het filiaal in eigen valuta wordt omgerekend, maar eveneens een eventuele wijziging van de grootte van deze netto-geldstroom.

Het economisch wisselkoersrisico is in feite bepaald door het produkt van twee onzekere grootheden, de valutapositie gedurende een bepaalde planperiode en de wisselkoers die voor de omrekening in eigen valuta van toepassing is. Wat de identificatie van het economisch risico zo moeilijk maakt, is het feit dat de valutapositie van het bedrijf op haar beurt een impliciete functie is van de gedragingen van de wisselkoersen. Met andere woorden: schommelingen in de wisselkoersen beïnvloeden niet alleen de waarde van de vreemde geldstromen omgerekend in eigen munt, maar zij beïnvloeden evenzeer de omvang van diezelfde geldstromen.

De analyse van het economisch risico richt zich dan ook op de invloed die wisselkoersfluctuaties uitoefenen op de toekomstige ontvangstenstroom (verkoop) en uitgavenstroom (inkopen, kosten produktiefactoren, financieringskosten) uitgedrukt in vreemde valuta.

Stel dat een buitenlands filiaal van een multinationale onderneming niet alleen voor de (buitenlandse) thuismarkt produceert, maar een groot gedeelte van haar produkten naar andere landen uitvoert. Een devaluatie van haar valuta zou volgens de klassieke boekhoudkundige begrippen normaliter een wisselkoersverlies tot gevolg hebben. Hierbij houdt men echter geen rekening met de invloed die de devaluatie kan hebben op de in- en uitgaande geldstromen van het buitenlands filiaal. Volgens de leer van de internationale handel wordt algemeen aangenomen dat een devaluatie de uitvoer bevordert en tevens de nationale produkten competitiever maakt ten opzichte van geïmporteerde buitenlandse produkten ⁽³⁾. Een devaluatie zal derhalve de verkoop stimuleren, aangezien de geëxporteerde goederen in termen van de buitenlandse valuta met het percentage van de devaluatie goedkoper worden. Zo worden de voor de binnenlandse markt geproduceerde goederen ook met het devaluatiepercentage goedkoper dan de uit het buitenland geïmporteerde produkten. De voordelen verbonden aan een devaluatie kunnen echter geheel of gedeeltelijk teniet worden gedaan als het bedrijf vele produktiemiddelen (zoals grond- en hulpstoffen, halffabrikaten, e.d.) tegen vreemde valuta moet invoeren. Ook de financieringskosten kunnen als gevolg van de devaluatie sterk oplopen, omdat de effectieve rentevoet waartegen het filiaal in het buitenland leent, met het percentage van de devaluatie toeneemt. Bovendien kan naar aanleiding van een devaluatie een grotere concurrentie op de exportmarkten ontstaan, waardoor de aanvankelijk verworven omzetgroei kan worden aangetast. Bij de vaststelling van het economisch risico moet de valutamanager niet alleen rekening houden met de invloed van koersfluctuaties op de waarde van de geprojecteerde geldstromen omgerekend in eigen munt, maar tevens met de invloed die van deze koerswijzigingen uitgaat op de grootte van de verwachte geldstromen zelf.

Economisch wisselrisico kan ook op een indirecte manier tot stand komen en vereist daardoor een analyse die verder strekt dan de vaststelling van het transactierisico. Voorbeeld: een Belgische multinational verstrekt een krediet in Belgische franken aan zijn Franse dochteronderneming. Deze lening zal niet in het omrekeningsrisico, noch in het transactierisico opgenomen worden, omdat a) dergelijke «inter-company»-rekeningen elkaar bij consolidatie opheffen, en b) de lening afgesloten werd in dezelfde munt waarin de balans wordt geconsolideerd (BF). Nochtans houdt deze lening een economisch risico in voor de Franse dochteronderneming. Een depreciatie van de Franse frank kan verrekende gevolgen hebben voor de operationele geldstromen, zoals de geldstromen verbonden aan de inkopen en verkopen. In het extreme geval kan het wisselrisicoverlies de liquiditeitspositie en de leencapaciteit van de Franse dochter gedurende een bepaalde tijd aantasten.

Een tweede voorbeeld van de indirecte invloed die wisselkoersfluctuaties op de economische waarde van het bedrijf kunnen uitoefenen, is het geval waarin het Franse filiaal zelf een valutapositie in een derde valuta heeft, bijvoorbeeld in Italiaanse lire. Veronderstel dat de Franse dochteronderneming 40.000 FF wisselverlies lijdt wegens een devaluatie van de lire. De Belgische moedermaatschappij mag daarom na belasting ongeveer 20.000 FF minder aan dividenden van haar Franse dochter verwachten. Dit impliceert dat de «verwachte FF-divi-

(3) Dit is tevens de reden waarom landen met een groot en langdurig tekort op de betalingsbalans een devaluatie van de nationale munt aanwenden (of daartoe verplicht worden), ten einde het deficit op de lopende rekening te beperken.

denduitkeringen » zich voor een gedeelte als een actiefpost in lire gedragen. Deze feitelijke samenstelling van de dividenduitkering van het buitenlands filiaal kan niet in de boeken van de moedermaatschappij worden teruggevonden.

Het internationaal opererend bedrijf zou in het ideale geval in staat moeten zijn de « valuta-inhoud » van zijn toekomstige transacties te onderkennen en te bepalen hoe wisselkoerswijzigingen de verwachte inkomstenstroom beïnvloeden. Een economische analyse van de toekomstige geldstromen is een moeilijke en complexe opdracht, die een prognose vereist van de invloed van wisselkoersfluctuaties op de toekomstige activiteiten en inkomstenstroom van het bedrijf. Ofschoon we vooral bezorgd zijn over het veilig stellen van de economische waarde van het bedrijf, dan wel de boekwaarde, is het erg moeilijk op een bevredigende wijze alle aspecten van het economisch wisselrisico te kwantificeren.

Een evaluatie van het effect van wisselkoersfluctuaties op de verwachte in- en uitgaande geldstromen, of m.a.w. het transactierisico, blijkt echter een adequate benadering voor het economisch risico te bieden. Bovendien is het transactierisico voor de meeste bedrijven veel belangrijker dan het omrekeningsrisico, in het bijzonder gezien vanuit het oogpunt van de continuïteitsgedachte van de onderneming. Nochtans moet men er naar streven in de voorspelling van ontvangsten- en uitgavenstroom de invloed van wisselkoersfluctuaties op deze geldstroom op te nemen.

III. BEREKENING VAN WISSELKOERSRISICO: VOORBEELD

De geconsolideerde financiële positie van een Nederlandse multinational met filialen in België, Duitsland en Engeland, alsmede een prognose van zijn activiteiten en de daarmee verbonden operationele geldstromen zijn hieronder weergegeven. Bij de financiële positie worden, ter vereenvoudiging, alleen die balansposten opgenomen welke aan wisselkoersrisico blootgesteld zijn. Alle bedragen zijn uitgedrukt in guldens.

Financiële positie

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Kas, bank, giro	5.000	1.000	500	1.000	7.500
Debiteuren	15.000	5.000	4.500	6.000	30.500
Schulden	3.000	10.000	8.000	11.000	32.000
Valutapositie	17.000	(4.000)	(3.000)	(4.000)	6.000

Prognose geldstromen

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Ontvangsten uit verkopen	10.000	90.000	50.000	150.000	300.000
Uitgaven	27.000	100.000	10.000	120.000	257.000
Netto-geldstroom	(17.000)	(10.000)	40.000	30.000	43.000

Gezamenlijke valutapositie

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Valutapositie in de balans	17.000	(4.000)	(3.000)	(4.000)	6.000
Toekomstige operationele geldstroom	(17.000)	(10.000)	40.000	30.000	43.000
Globale valutapositie	0	(14.000)	37.000	26.000	49.000

Stel dat bij de samenstelling van bovenstaande tabellen de volgende wisselkoersen golden :

100 BF = 7 fl.
 100 DM = 105 fl.
 1 £ = 4,5 fl.

De voorspelde wisselkoersen ten opzichte van de gulden zijn bijv.:

100 BF = 6,5 fl.
 100 DM = 110 fl.
 1 £ = 4 fl.

Dit impliceert een waardedaling van de BF en het Britse pond ten opzichte van de gulden met respectievelijk 7,1 % en 12,5 % en een waardestijging van de DM met 4,8 %.

Het effect van deze voorspelde wisselkoerswijzigingen op de valutapositie in de balans en op de toekomstige geldstromen kan dan als volgt worden berekend :

Voorspelling

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Valutapositie in de balans	17.000	(3.714)	(3.143)	(3.556)	6.587
Toekomstige operationele geldstroom	(17.000)	(9.286)	41.905	26.667	42.286
Globale valutapositie	0	(13.000)	38.762	23.111	48.873

De voorspelde wijzigingen in de wisselkoersen impliceren een boekhoudkundige of omrekeningswinst van 587 fl. (6.587 fl. – 6.000 fl.) en een transactieverlies ten bedrage van 714 fl. (42.286 fl. – 43.000 fl.). Dit betekent een gecombineerd wisselkoersverlies van 127 fl., namelijk 587 fl. – 714 fl. ofwel 48.873 fl. – 49.000 fl.

De combinatie van omrekenings- en transactierisico kan als een eerste benadering van het globale wisselrisico van het bedrijf worden beschouwd. De analyse

van het economisch koersrisico gaat verder, door de invloed van de wijziging in de koersen van de BF, de DM en het £ op de grootte van de geldstromen in de analyse te betrekken.

Veronderstel dat elk van de drie buitenlandse filialen een verschillend pakket van produkten vervaardigt voor afzet in binnen- en buitenland. Elk filiaal betreft bepaalde grondstoffen en/of halffabrikaten vanuit het buitenland, voornamelijk Nederland. Onder deze voorwaarden kan worden verwacht dat een devaluatie exportbevorderend werkt en de in het binnenland geproduceerde goederen goedkoper maakt in vergelijking met geïmporteerde substituuat-produkten. Een revaluatie zal normaliter een omgekeerd resultaat in de hand werken. Nochtans zal in het geval van een devaluatie niet alleen de ontvangstenstroom maar ook de uitgavenstroom worden beïnvloed, voornamelijk wanneer die in vreemde valuta is uitgedrukt. Bij een devaluatie zullen de uitgaven in vreemde valuta toenemen met hetzelfde percentage als de waardedaling van de desbetreffende munt ten opzichte van die vreemde valuta. In het geval van een revaluatie doet zich uiteraard het tegenovergestelde voor.

Stel dat in het voorbeeld de devaluatie van de Belgische frank en het Britse pond een stijging in de verkoopontvangsten met respectievelijk 5 % en 10 % teweegbrengt, maar tevens de totale operationale uitgaven met respectievelijk 2 % en 5 % doet toenemen. Voor het Duitse filiaal wordt verondersteld dat de appreciatie van de DM de verkoop met slechts 1 % benadeelt en de uitgaven met 2 % drukt.

Aan de hand van deze verwachtingen kan men een nieuwe prognose van de geldstromen maken, die nu de voorspelde economische invloed van verwachte koersfluctuaties weerspiegelt.

Prognose geldstromen

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Ontvangsten uit verkopen	10.000	94.500	49.500	165.000	319.000
Uitgaven	27.000	102.000	9.800	126.000	264.800
Netto-geldstroom	(17.000)	(7.500)	39.700	39.000	54.200

Het economisch effect van de voorspelde wisselkoerswijzigingen op de globale valutapositie van de Nederlandse multinational is dan:

Gezamenlijke valutapositie

	fl.	BF	DM	£	Totaal
Valutapositie in de balans	17.000	(3.714)	(3.143)	(3.556)	6.587
Toekomstige operationele geldstromen	(17.000)	(6.964)	41.590	34.667	52.293
Globale valutapositie	0	(10.678)	38.447	31.111	58.880

Het vorige transactieverlies van 714 fl. is nu vervangen door een economische winst ten bedrage van 9.293 fl., namelijk 52.293 fl. – 43.000 fl.

Het geconsolideerde wisselkoersverlies van 127 fl. heeft nu plaats gemaakt voor een globale wisselkoerswinst van 9.880 fl., namelijk 587 fl. + 9.293 fl. of 58.880 fl. – 49.000 fl. Dit is te wijten aan de hogere verkoopresultaten in BF en £, die slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door de geringe stijging van de uitgaven en de ongunstige invloed van de revaluatie van de DM op de netto-geldstroom van het Duitse filiaal.

IV. BESLUIT

Het voorbeeld illustreert dat men zich, wil men een volledig inzicht krijgen in het effect van wisselkoersfluctuaties op de economische waarde van het bedrijf, niet mag beperken tot een analyse van het omrekeningsrisico op de balansposten en het transactierisico op toekomstige geldstromen. Men moet ook de invloed van wisselkoersschommelingen op de omvang van die geldstromen in de analyse opnemen. Een aanpassing van de verwachte operationele geldstromen voor het effect van wisselkoersschommelingen kan als een goede benadering van het economisch wisselkoersrisico worden aanbevolen.

EBES



**tot uw
dienst**



antwerpen : mechelsesteenweg 271

tel. : (031) 30 78 00