

7.

**Handel en
wisselkoersrisico;
de lage landen
doorgelicht**

Auteurs

Annelies Van Cauwenberge

Mark Vancauterem

73% van de Nederlandse import van beursgenoteerde bedrijven komt van buiten de Eurozone

55% van de Nederlandse export van beursgenoteerde bedrijven komt van buiten de Eurozone



Bedrijven die goederen verhandelen met landen buiten de Eurozone staan bloot aan wisselkoersschommelingen. Bedrijven kunnen zich hier slechts ten dele tegen wapenen. Vooral onverwachte wisselkoersfluctuaties of crises kunnen een (nog grotere) impact hebben op de aandelenkoers van de handelaar. In dit hoofdstuk worden de eerste resultaten van een onderzoek naar deze relatie gepresenteerd. Dit, voor Nederlandse en Belgische beursgenoteerde bedrijven.

7.1 Inleiding¹⁾

Nederland en België zijn beide open economieën en lijken in veel opzichten op elkaar. Nederland is de op vijf na grootste economie van de Europese Unie en speelt bovendien ook een belangrijke rol als Europees transportknooppunt.

De Nederlandse economie heeft al sinds begin jaren 80 van de vorige eeuw een structureel handelsoverschot, stabiele arbeidsverhoudingen en lage werkloosheid. De economie is sterk internationaal georiënteerd omdat een aantal van 's werelds meest toonaangevende multinationals hun hoofdkantoor in Nederland hebben (Centraal Bureau voor de Statistiek, 2015).

De Belgische economie heeft eveneens een sterke internationale focus en kan worden beschouwd als een knooppunt van internationale contacten. Niet alleen de EU-instellingen, maar ook meer dan duizend internationale publieke en private organisaties hebben hun hoofdkantoor of een permanent secretariaat in België. Maar deze rol als regionaal transportknooppunt maakt deze economie kwetsbaar voor verschuivingen in de buitenlandse vraag (StatBel 2015). Hetzelfde kan uiteraard gezegd worden voor de Nederlandse economie.

7.2 Onderzoek in een nieuw jasje

In de academische literatuur is reeds uitgebreid onderzoek gedaan naar het risico dat ondernemers lopen bij wisselkoersfluctuaties en het verband met de bedrijfswaarde of kortweg de aandelenkoers. Zo is te verwachten dat een stijging van de wisselkoers leidt tot steviger concurrentie voor exporterende bedrijven omdat zijn of haar producten in het buitenland duurder worden. Voor importeurs is

1) Dit hoofdstuk is een vertaalde bewerking van het paper Van Cauwenberge, A., Vancauteran, M., Braekers, R. & Vandemaële, S. (Forthcoming). *The Degree of International Trade and Exchange Rate Exposure - Firm-level Evidence from Two Small Open Economies*. Working Paper Series. National Bank of Belgium. Brussels.

een stijgende wisselkoers naar verwachting gunstig omdat hij of zij in eigen valuta minder kwijt is voor dezelfde hoeveelheid ingevoerde producten. Uiteraard zijn de meeste internationaal actieve bedrijven zich bewust van het feit dat de wisselkoers kan fluctueren, en dekken zich hier (vaak op korte termijn) tegen in door financiële constructies zoals bijvoorbeeld valutatermijntransacties, -opties of het aanhouden van vreemde valuta rekening. Toch zijn er soms onverwachte schommelingen, zijn wisselkoersontwikkelingen van langere duur of ontstaan er crises waar geen rekening mee is gehouden. Hoewel men dus zou verwachten dat er voor internationaal actieve bedrijven een duidelijk verband bestaat tussen wisselkoersen en het bedrijfsresultaat of aandelenkoers, heeft onderzoek tot nu toe weinig eenduidige resultaten opgeleverd.

Als onderdeel van haar promotie doen Van Cauwenberge et. al. (Forthcoming) nieuw onderzoek voor Nederland en België naar het verband tussen de aandelenkoers en de bedrijfsspecifieke wisselkoers, op basis van maandelijks gegevens over zowel de import als export van goederen. Aangezien er binnen de Eurozone geen sprake is van wisselkoersfluctuaties is alleen de internationale goederenhandel met landen buiten de Eurozone meegenomen. Het onderzoek gaat na of de periodes waarin bedrijven buiten de Eurozone handelen er een eenduidig verband bestaat tussen de bedrijfsspecifieke wisselkoers en de aandeelkoers van deze bedrijven.²⁾

Het onderzoek spitst zich niet alleen toe op Nederland maar ook op België. Beide lage landen zijn immers open economieën en bieden zodoende een interessant extra vergelijkend perspectief op wisselkoersrisico. Wanneer we beide landen gaan vergelijken op gebied van internationale handel, komen er subtiele verschillen naar voren. Tabel 7.2.1 laat voor de onderzochte bedrijvenpanels in de periode 2006–2015 een overzicht van de belangrijkste handelspartners buiten de Eurozone zien. Op basis hiervan zien we al direct dat België, ook voor handel in goederen buiten de Eurozone, internationale handel dicht bij huis preferert. Dit is eveneens bepalend voor het wisselkoersrisico dat de exporteurs lopen. Sommige landen kiezen ervoor om hun munt te peggen oftewel koppelen aan een andere munt. Bij hun valuta-keuze baseren ze zich dan vaak op bestaande handel en financiële relaties om op die manier hun wisselkoersrisico te beperken (Pollard, 2001).

2) Voor dit onderzoek werd gebruik gemaakt van de handelsdata en wisselkoersen met handelspartners buiten de Eurozone. Daarnaast zijn de aandelenkoersen van beursgenoteerde bedrijven in Nederland en België meegenomen, mits zij in de periode 2006–2015 tenminste 1 maand handel met landen buiten de Eurozone hadden. Aangezien de dataset ook de financiële crisis van 2008–2009 omvat, kan deze periode ook meegenomen en als zodanig worden gekenmerkt in de analyse.

7.2.1 Top 5 Handelspartners buiten de Eurozone, 2006-2015, in miljarden euro's

Export

België		Nederland	
1. Verenigd Koninkrijk	7,5	1. Verenigde Staten	29,7
2. Verenigde Staten	5,2	2. Taiwan	13,8
3. China	2,5	3. Zuid-Korea	13,6
4. Zwitserland	1,5	4. Verenigd Koninkrijk	13,2
5. Zuid-Korea	1,3	5. China	8,5

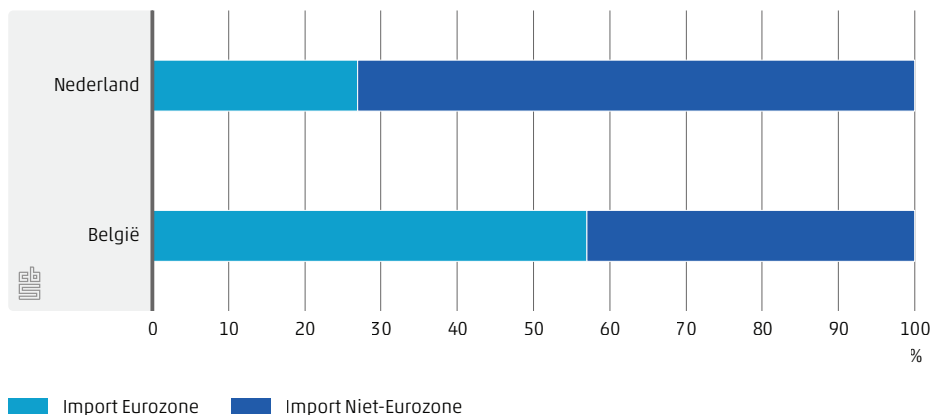
Import

België		Nederland	
1. Noorwegen	27,5	1. Rusland	27,3
2. Verenigd Koninkrijk	13,9	2. Verenigd Koninkrijk	21,1
3. Bulgarije	2,7	3. Saudi-Arabië	20,9
4. Tsjechië	2,5	4. Noorwegen	14,6
5. Verenigde Staten	2,4	5. Verenigde Staten	14,2

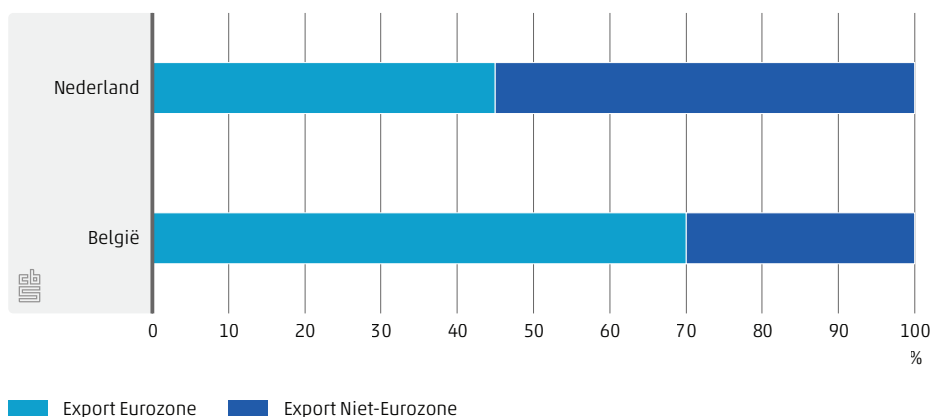
7.3 Handel van Nederland sterker gericht op niet-Eurozone dan Belgische

Wanneer een bedrijf ervoor kiest om te handelen met landen met dezelfde munteenheid of een gekoppelde munt, in dit geval de euro, dan kan er geen blootstelling zijn aan wisselkoersrisico en kan er geen wisselkoerseffect zijn op de waarde van het bedrijf op de beurs. Het is daarom van belang om na te gaan in welke mate bedrijven, en sectoren blootgesteld zijn aan handel in vreemde valuta. Figuren 7.3.1 en 7.3.2 gaan hier dieper op in en stellen voor beide landen handel binnen en buiten de Eurozone procentueel voor. Dat beide landen een verschillende voorkeur hebben wat betreft handel binnen of buiten de Eurozone komt in deze figuren duidelijk tot uiting. Hier wordt duidelijk dat Nederland voornamelijk qua import- en (minder uitgesproken) qua exportactiviteiten sterker georiënteerd is op landen buiten de Eurozone dan België.

7.3.1 Nederlandse en Belgische handel in goederen; import binnen en buiten de Eurozone in %



7.3.2 Nederlandse en Belgische handel in goederen; export binnen en buiten de Eurozone in %



In de geanalyseerde periode importeerde Nederlandse beursgenoteerde bedrijven voornamelijk (ongeveer 70 procent) van buiten de Eurozone. Ongeveer 30 procent van de import is afkomstig vanuit de Eurozone. Voor België zien we hier een heel ander, meer gebalanceerd beeld, waarbij gemiddeld gezien import vanuit de Eurozone de voorkeur heeft. Ook wat betreft export, prefereren Nederlandse beursgenoteerde bedrijven over het algemeen handel buiten de Eurozone terwijl Belgische bedrijven export binnen de Eurozone verkozen.

Uit het onderzoek blijkt dat zowel Belgische als Nederlandse bedrijven op dezelfde manier reageren wat betreft verwacht wisselkoersrisico, maar verschillen worden opgemerkt tijdens onverwachte, onrustige economische periodes. Zo is de relatie tussen aandelenkoersen en bedrijfsspecifieke import en export gewogen wisselkoersen meer uitgesproken voor Nederlandse bedrijven. De Nederlandse aandelenkoersen blijken sterker samen te hangen met de bedrijfsspecifieke wisselkoersen dan dat dit het geval is voor Belgische. Het lijkt er op dat in economisch onrustige periodes (zoals crisisperiodes) Nederlandse en Belgische bedrijven verschillend reageren, terwijl dit tijdens rustige periodes niet het geval is. Dit kan een gevolg zijn van het feit dat Nederlandse bedrijven meer actief zijn op de internationale markt, zoals gebleken uit de voorgaande grafieken, en hierdoor eveneens meer invloed ondervinden van economisch onrustige periodes die de wisselkoers beïnvloeden. Daarnaast blijken Nederlandse bedrijven eveneens meer loyaal te blijven aan hun handelspartners dan de Belgische. Dit betekent dat ze niet snel de strategie zullen hanteren om van handelspartner te wisselen om op die manier wisselkoersrisico te vermijden. Doordat Nederlandse bedrijven actiever zijn buiten de Eurozone en loyaler zijn aan hun handelspartners dan Belgische bedrijven, blijken ze eveneens gevoeliger te zijn voor onrustige periodes, zoals de periode tussen 2010–2012³⁾, en wisselkoersschommelingen met als gevolg dat de aandelenkoersen hier sterker op zullen reageren.

2010 tot 2012

waren economisch onrustige jaren waarin vooral Nederlandse bedrijven gevoelig waren voor wisselkoersrisico omwille van hun handel buiten de Eurozone

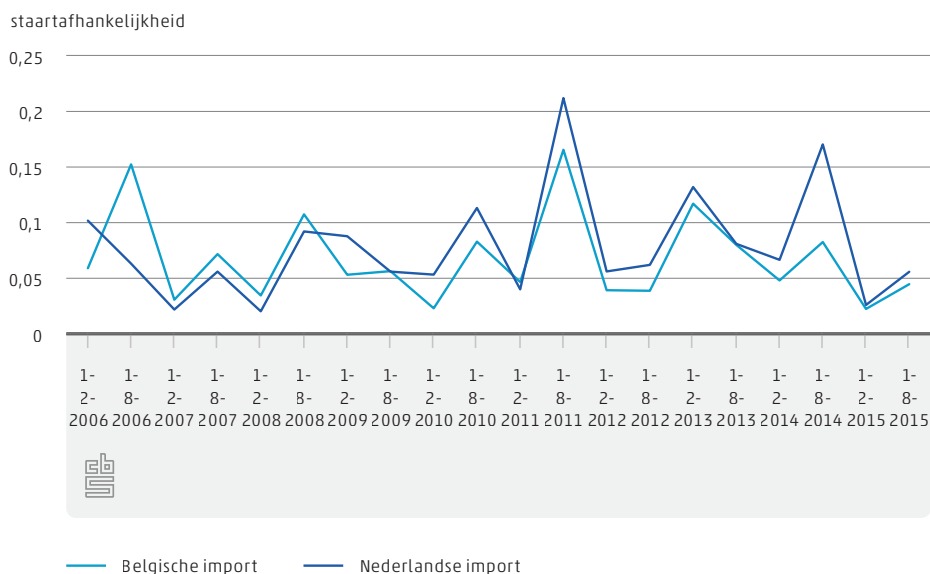


Dit blijkt eveneens uit figuren 7.3.3 en 7.3.4 waarop Belgische en Nederlandse importerende en exporterende bedrijven weergegeven staan. Op de verticale as van

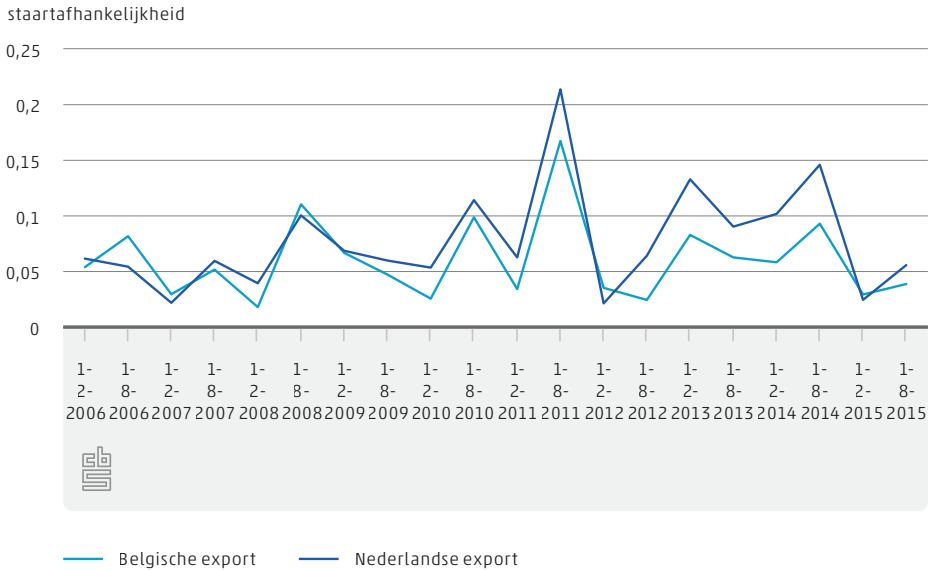
³⁾ Periode 2010–2012 is een periode gekenmerkt door lage economische groei en zelfs negatieve groei. De Nederlandse economie kent een kleine 'double-dip' recessie. Dit betekent dat de economie na een recessie niet aantrekt maar opnieuw in een dip terecht komt, meer bepaald van oktober 2011 tot maart 2012 en vervolgens van juli 2012 tot december 2012 vertoont het Nederlandse BBP opeenvolgende negatieve groei.

beide figuren staat de mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandelekoersen (oftewel staartafhankelijkheid) weergegeven en op de horizontale as de tijd. De staarten van de verdeling of distributie van de bedrijfsspecifieke wisselkoers of aandelekoers refereren naar de meest extreme observaties of gebeurtenissen. Deze extreme momenten zijn vaak zeldzaam, waardoor ze zich in de uiteinden of staarten van de verdeling bevinden. Figuren 7.3.3 en 7.3.4 tonen of de bedrijfsspecifieke wisselkoersindex en de aandelekoers, gezamenlijk op hetzelfde moment extreme observaties of gebeurtenissen vertonen en per definitie dus samen bewegen tijdens deze extremen momenten. Indien deze twee variabelen op zeldzame, extreme momenten gelijkaardig gedrag vertonen, dan is er sprake van staartafhankelijkheid. Hoewel beide landen een gelijkaardig verloop kennen, zijn de pieken voor Nederlandse bedrijven (weergegeven door de blauwe stippenlijn) steeds meer uitgesproken op beide figuren. Dit is rechtstreeks het gevolg van het feit dat Nederlandse bedrijven nauwer betrokken zijn met handel buiten de Eurozone in vergelijking met Belgische. Het is immers logisch dat landen die meer betrokken zijn met handel buiten de Eurozone, ook meer blootgesteld worden aan wisselkoersrisico.

7.3.3 Mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandelekoersen voor Belgische en Nederlandse importerende bedrijven



7.3.4 Mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandeelkoersen voor Belgische en Nederlandse exporterende bedrijven



7.4 Importeurs staan sterker bloot aan wisselkoersschommelingen

Er bestaat een minder sterke relatie tussen bedrijfsspecifieke wisselkoersen en de aandeelkoersen van bedrijven die aan export doen dan voor bedrijven die aan import doen. Voornamelijk tijdens economisch onrustige periodes met sterke wisselkoersschommelingen, blijken de aandeelkoersen van bedrijven met importactiviteiten hier sterker op te reageren dan de exporterende bedrijven. Met andere woorden, dit resultaat impliceert dat importeren uit de niet-Eurozone risicovoller is dan exporteren. Niet alleen is dit het gevolg van het feit dat uit de data gebleken is dat (voornamelijk Nederlandse) importeurs verkiezen om meer te handelen buiten de Eurozone. Maar dit is eveneens het gevolg van handelsbarrières die nog bestaan bij internationale handel (in dit geval handel buiten de Eurozone). Deze zijn immers voornamelijk ongunstig voor importeurs maar beschermen de binnenlandse handelaar en de exporteurs tegen concurrentie van buitenaf.

7.5 Implicaties voor het beleid?

Aangezien de Nederlandse economie meer handelt buiten de Eurozone dan de Belgische economie, ondervindt ze ook meer impact van tarieven en andere handelsbelemmeringen voor de internationale handel. Handel binnen de Eurozone is immers onderworpen aan dezelfde Europese wisselkoers en handelsbeleid. Vanwege de grotere betrokkenheid van de Nederlandse economie met internationale handel, is Nederland gevoeliger voor het Eurobeleid van de Europese Centrale Bank dan België. Echter, Europese handelsovereenkomsten met landen buiten de Europese Unie zijn gunstiger voor Nederland dan voor België. De mate waarin de buitenlandse handel van een land met andere niet-Eurolanden wordt gereguleerd, heeft dus een enorme impact op het wisselkoersrisico. Het vereenvoudigt internationale handel buiten de Eurozone, maar creëert extra concurrentie en zorgt dus voor een verslechtering van de concurrentiepositie van bedrijven die reeds voornamelijk binnen de Eurozone handelen.

7.6 Literatuur

CBS (2015). Internationaliseringsmonitor, Derde Kwartaal. Den Haag/Heerlen/Bonaire.

Pollard, P. (2001). The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets. *Review – Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 83, september-oktober(5), 17–36.

StatBel (2015). *Kerncijfers, Statistisch Overzicht van België*. FOD Economie, KMO Middenstand en Energie. Brussel, België.

Van Cauwenberge, A., Vancauteren, M., Braekers, R. & Vandemaele, S. (Forthcoming). *The Degree of International Trade and Exchange Rate Exposure- Firm-level Evidence from Two Small Open Economies*. Working Paper Series. National Bank of Belgium. Brussels.