Drs. W. M. van den Bergh en Dr. P. M. Verboom

Zijn financieel beleid en valutabeleid van elkaar te scheiden?¹

1. Inleiding

Het beheersen van valutarisico door internationaal opererende ondernemingen heeft de laatste jaren ruime aandacht gekregen. De hoofdrede hiervoor wordt gevormd door de aanzienlijke fluctuaties in een groot aantal wisselkoersen. Deze kunnen gepaard gaan met winsten of verliezen die van dezelfde orde van grootte zijn als de normale bedrijfsresultaten of deze zelfs overtreffen. Een aspect dat zich onmiddellijk opdringt, zodra er sprake is van (toekomstige) activa en passiva in vreemde valuta, is de relatie tussen financiering en de beheersing van valutarisico in de onderneming. Zo mag bijvoorbeeld een lening in Zwitserse francs, die wordt aangetrokken omdat men wil profiteren van de voor deze valuta geldende lage rente, niet los worden gezien van het ermee samenhangende valutarisico, dat over hoofdsom en rente wordt gelopen. Maar ook voor een vermogenscomponent als crediteuren in vreemde valuta kunnen de kosten hoger of lager uitvallen door koersschommelingen. Het gevolg hiervan is dat men zich bij het aangaan van iedere financiële verplichting zou moeten afvragen wat het effect is van de onzekere valutakoers. Een dergelijke werkwijze zal in vele gevallen een zware druk leggen op diegenen, die zich bezighouden met bedrijfsactiviteiten als inkoop, productie en verkoop en het zorgen voor de daartoe vereiste liquiditeit. Een mogelijke scheiding tussen beslissingen die te maken hebben met de beheersing van valutarisico en met de financiering van de ondernemingsactiviteiten is derhalve een aantrekkelijk idee.

In dit artikel wordt besproken onder welke voorwaarden een dergelijke scheiding mag worden aangebracht zonder dat daardoor geweld wordt aangedaan aan een optimale besluitvorming. De volgende werkwijze zal hiertoe worden gevolgd. Eerst wordt het begrip valutarisico nader gedefinieerd waarbij met name het onderscheid tussen accounting exposure en economische exposure aan de orde komt. Het gaat hierbij om de bepaling van het juiste bedrag waarover koersresultaten behaald kunnen worden. Vervolgens komt een aantal instrumenten aan de orde waarmee valutapositionen kunnen worden gestuurd, de zg. dekkingsmethodieken. Er wordt stilgestaan bij de deels onzekere kostenaspecten van deze instrumenten en aan neveneffecten in de financiële sfeer alsmede restricties van allerlei aard. Daarna volgt de eigenlijke problematiek van een scheiding in de besluitvorming. Allereerst komt een eenvoudig model aan de orde van Folks (1978) waarbij het erom gaat optimaal te voorzien in een bepaalde vermogensbehoefte door middel van leningen (in

beginsel) in meerdere valuta waarbij de optie aanwezig is om het aldus ontstane valutarisico geheel of gedeeltelijk met een termijncontract in te dekken. Het betreft hier dus een abstract probleem waarbij geen rekening wordt gehouden met de beschikbaarheid van een groot aantal financieringsvariabelen en dekkingsmethodieken met alle daarmee verbonden neveneffecten en restricties. De daarna te bespreken modelstructuur van Verboom (1981), die gebruikt zal worden om een strategie voor de scheiding tussen financiering en het valutarisicobeleid af te leiden, is algemener van aard en houdt wél rekening met bovenbedoelde neveneffecten en restricties. Tenslotte volgen nog enige afsluitende opmerkingen over de praktische implicaties en het realiteitsgehalte van de gemaakte veronderstellingen.

2. Wat is valutarisico en hoe wordt het gemeten?

In het navolgende wordt ervan uitgegaan dat het valutarisico dat een onderneming loopt, kan worden afgeleid uit de grootte en de samenstelling van de *exposure*. De *exposure* is het bedrag, waarover een eventuele valutawinst kan worden behaald of waarover een eventueel valutaverlies kan worden geleden. Er staan in beginsel twee wegen open om de *exposure* te bepalen:

1. de *accounting exposure* wordt berekend aan de hand van balansgegevens van de onderneming en geeft aanleiding tot zg. vertaalresultaten;
2. de *economische exposure* is gebaseerd op alle toekomstige kasontvangsten en -uitgaven in vreemde en eigen valuta. Aangezien het juiste moment van de kasmutaties en de valuta waarop ze betrekking hebben van essentieel belang zijn, dient een specificatie plaats te vinden naar periode en naar valuta.

Een bezwaar van de *accounting exposure* is dat er volledig aan het liquiditeitsaspect voorbij wordt gegaan. In beginsel worden gerealiseerde en niet gerealiseerde valutaresultaten hierbij als gelijksoortig beschouwd. In het eerste geval heeft er echter een daadwerkelijke conversie plaatsgevonden en is er ook tegen een koers gewisseld die mogelijk anders gunstiger of ongunstiger uitviel dan de koers op het moment dat de (toekomstige) kasmutatie gepland/bekend werd zodat derhalve de kaspositie is beïnvloed. In het tweede geval gaat het om papieren verliezen of winsten die bij een latere realisatie geheel anders kunnen uitpakken. Bij sommige van deze zuiver boekhoudkundige resultaten, bijvoorbeeld over een minimum kasniveau in vreemde valuta dat men uit voorzorg wenst aan te houden of over de afschrijving op een zich in het buitenland bevindend productiemiddel dat ter plaatse zal worden vervangen, is het de vraag of er ooit sprake zal zijn van realisatie. Op grond van deze overwegingen wordt in dit artikel de *economische exposure* als basis genomen voor het valutabeleid. Dit houdt overigens niet in, dat er dan ook geen rekening kan worden gehouden met de *accounting exposure*. Een goede mogelijkheid om dit laatste te doen is d.m.v. het stellen van randvoorwaarden aan het (economisch) valutabeleid. Te denken valt bijvoorbeeld aan het stellen van de eis, dat het totale negatieve vertaalresultaat een bepaald bedrag niet mag overschrijden.

Verderop in dit artikel wordt uitgebreider stilgestaan bij de randvoorwaarden die de speelruimte van het valutabeleid beperken.

Het is dikwijls zinvol om een bepaalde termijn, waarbinnen het nog goed mogelijk is de werkelijke waarde van het te converteren bedrag en het juiste moment van de toekomstige kasmutatie te bepalen, te onderscheiden van de periode daarna waarbij meer naar het niveau van de kasstromen en het ermee verbonden reële, d.w.z. voor koopkrachtverschillen gecorrigeerde, valutarisico wordt gekeken.² Hiermee corresponderend wordt de economische exposure onderverdeeld in conversie- of direct valutarisico en indirect valutarisico, daarmee de terminologie volgend van Verboom (1981). Het betoog over de scheiding tussen financieel beleid en valutabeleid is gericht op eerstgenoemde vorm van risico.

Op welke wijze precies een maatstaf voor valutarisico kan worden afgeleid uit de exposure is van ondergeschikt belang voor de hiernavolgende analyse. Een eenvoudige oplossing kan bijvoorbeeld bestaan uit de op een bepaalde manier gewogen som van de netto open posities in de verschillende valuta's die tegen de verwachte koers ten opzichte van een referentievaluta op een noemer worden gebracht. Een ander alternatief, dat mogelijkserwijs een beter theoretisch fundament heeft maar in de praktijk veel problemen kan opleveren door de grote hoeveelheid ervoor vereiste en moeilijk te verkrijgen gegevens, is om de spreiding rond het verwachte valutaresultaat als risicomaat te gebruiken. Men kan hiertoe het geheel van open posities als een exposurereportefeuille beschouwen en het risico daarvan bijvoorbeeld afleiden uit de varianties en covarianties die met de onzekere koersontwikkeling van de betreffende valuta's zijn verbonden. Een dergelijke aanpak, die in de beleggingsleer meestal wordt aangeduid met portefeuillebenadering, is bijvoorbeeld gevolgd door Lietaer (1971).

3. Beheersing van het valutarisico

Er staat de onderneming een scala van mogelijkheden ter beschikking waarmee een valutapositie kan worden gestuurd. Men kan hierbij onder andere denken aan:

1. contant en op termijn kopen en verkopen van vreemde valuta's;
2. afsluiten van leningen en beleggen van vreemd vermogen;
3. versnellen en vertragen (leading en lagging) van allerlei betalingen en ontvangsten;
4. facturering.

Deze opsomming is zeker niet uitputtend, maar dat is hier ook niet noodzakelijk. Wel van belang is het verschil tussen de eerstgenoemde en de drie volgende methodieken. Het kopen of verkopen van valuta gaat *niet* gepaard met een kasstroom op enig moment (er is slechts sprake van conversie), terwijl dat bij de andere methodieken *wel* het geval is. Behalve een middel om de valutapositie te sturen hebben deze laatste methodieken dus het karakter van financieringsinstrument.

Aan het inzetten van dekkingsmethodieken zijn (meestal onzekere) kosten of opbrengsten verbonden. Deze kunnen in drie categorieën worden ingedeeld:

- K_1 – directe kosten/opbrengsten (1-ste categorie) die uit het gebruik van de dekkingsmethodiek voortvloeien. Voorbeelden zijn de rentever-

goeding over een lening of deposito of de korting die een leverancier geeft bij versnelde betaling;

- K₂ – omwisselingskosten (2-de categorie). Het betreft hier de provisie die de bank in rekening brengt bij conversie van de ene naar de andere valuta;
- K₃ – waardeveranderingskosten/opbrengsten (3-de categorie). Hiertoe behoren de veranderingen in de waarde van (toekomstige) bezittingen en schulden ten gevolge van wijzigingen in de wisselkoersen. Het is van belang zich te realiseren dat er slechts sprake kan zijn van een kosten- of opbrengstensaldo in deze categorie wanneer er een exposure aanwezig is. Een voorbeeld van deze kostencategorie is het onzekere valutaresultaat dat kan worden behaald over een netto positie in een bepaalde valuta die men open heeft gelaten uit speculatieve overwegingen.

Aan het gebruik van dekkingsmethodieken kunnen tevens allerlei restricties zijn verbonden. Dit is bijvoorbeeld het geval bij het vertragen van betalingen aan crediteuren. In een aantal landen gelden hiervoor zelfs wettelijk vastgestelde maximale limieten (zie Eiteman en Stonehill [(1979), p. 125]). Ook de omvang van een lening is in het algemeen beperkt. Reeds eerder is gewezen op een ander belangrijk aspect van alle dekkingsmethodieken (met uitzondering van valuta (termijn) affaires), namelijk het feit, dat ze neveneffecten veroorzaken in de financiële sfeer: de bestaande liquiditeitspositie, de vertaalresultaten en bepaalde financiële ratio's kunnen er bijvoorbeeld door worden gewijzigd. Om genoemde neveneffecten binnen aanvaardbare proporties te houden kunnen er door het management naast directe tevens indirecte randvoorwaarden worden opgesteld. De neveneffecten en de restricties zijn er nu juist de oorzaak van dat een beheersing van het valutarisico dwarsverbanden heeft met het financieel beleid.

Eén van de mogelijkheden die het management ter beschikking staan is het valutarisico volledig in te dekken, maar er kunnen zich gevallen voordoen dat deze strategie onaanvaardbaar hoge kosten met zich mee brengt. Het is ook mogelijk om de exposure slechts gedeeltelijk te reduceren, óver te compenseren of juist te vergroten. De beslissing hieromtrent wordt bepaald door gelijktijdig rekening te houden met de verwachte kosten/opbrengsten van een strategie en de risicohouding waar de besluitvormer vanuit gaat.

Bij een modelmatige benadering van het valutaprobleem is het altijd mogelijk de hierboven genoemde neveneffecten in de financiële sfeer alsmede knelende directe en indirecte randvoorwaarden in 'kosten' te vertalen³. Dit worden de *extra kosten* genoemd, die dienen te worden toegevoegd aan de verwachte kosten/opbrengsten van de 1-ste, de 2-de en de 3-de categorie om de totale verwachte kosten/opbrengsten te verkrijgen, die gebruikt dienen te worden bij de afweging. De besluitvorming omtrent de valutapositie, die dient te worden ingenomen, is nu niet meer alleen een probleem van het valutabeleid. Door de aanwezigheid van de extra kosten is dit eveneens een financieringsprobleem.

Op grond van bovenstaande overwegingen dringt de conclusie zich op, dat bij

het oplossen van de vragen *hoe* en in *hoeveer* de exposure dient te worden beschermd, het financieel beleid en het valutabeleid onlosmakelijk aan elkaar zijn gekoppeld.

4. Scheiding in de besluitvorming

4.1 Inleiding

In het voorgaande werd de nauwe relatie tussen financieel beleid en valuta-beleid aangegeven. Hierdoor staan er twee wegen open om een eventuele scheiding in de besluitvorming door te voeren:

1. de aandacht wordt gericht op de formulering van een financieel beleid, waarbij met de resulterende exposure rekening wordt gehouden;
2. stel een beheersingsstrategie op voor het valutarisico en verwerk daarbij de implicaties voor het financieel beleid.

De eerste weg wordt behandeld door Folks (1978), wiens model hierna wordt besproken teneinde een eerste aanzet te geven voor het uiteindelijke algemene scheidingsprincipe. Dit principe is gebaseerd op het door Verboom (1981) als onderdeel van zijn proefschrift ontwikkelde integrale model ter beheersing van het valutarisico.

4.2 De benadering van Folks

Een onderneming heeft een bepaalde vermogensbehoefte C , gemeten in eigen valuta. Het probleem is hierin zo te voorzien, zodat de verwachte kosten van de strategie worden geminimaliseerd wanneer lokaal en in vreemde valuta kan worden geleend en er zonder beperkingen van de valutatermijnmarkt gebruik kan worden gemaakt.

De fractie waarmee in de vermogensbehoefte wordt voldaan door een lening in valuta j wordt aangeduid met λ_j . Het aandeel in de vermogensvoorziening is derhalve gelijk aan $\lambda_j \times C$. Indien dit bedrag in eigen valuta wordt aange-trokken kost dit bij een rentevergoeding van i_0 : $\lambda_0 \times C \times i_0$. Wanneer r_0^j de contante valutakoers voorstelt (dimensie: eigen valuta/valuta j), dan wordt een bedrag in valuta j verkregen ter grootte van $\lambda_j \times C \times \frac{1}{r_0^j}$. Dit bedrag

wordt geleend tegen i_j en bovendien wordt verondersteld dat een valutater-mijnkoopcontract (met een termijn gelijk aan de leentermijn) wordt aangegaan, ter grootte van de rente en de hoofdsom, dat kan worden afgesloten tegen r_f^j (dimensie: eigen valuta/vreemde valuta j). Wanneer n het aantal valuta voorstelt luiden de in eigen valuta's gemeten kosten ($\tilde{K}_1 + \tilde{K}_3$):

$$\lambda_0 \times C \times i_0 + \sum_{j=1}^n \lambda_j \times C \times \left\{ \frac{r_f^j - r_0^j + i_j \times r_f^j}{r_0^j} \right\}$$

Met eventuele provisiekosten ($\tilde{K}_2$) wordt geen rekening gehouden.

Bovenstaande berekening heeft betrekking op de financieringsbeslissing bij veronderstelde volledige dekking van eventueel valutarisico. De kosten zijn derhalve met volledige zekerheid bekend en wanneer deze geminimaliseerd worden zal er, aangezien er geen restricties zijn, slechts in één valuta geleend

worden. Om ervoor te zorgen dat exact de hoeveelheid C wordt geleend wordt de volgende restrictie opgenomen:

$$(4.2.1.R) \quad \sum_{j=0}^n \lambda_j = 1$$

De hierboven berekende kosten ($\tilde{K}_1 + \tilde{K}_3$) zijn slechts gelijk aan de werkelijke kosten indien de lening en de rente ook daadwerkelijk worden ingedekt met een valutatermijncontract ter grootte van

$$\frac{\lambda_j \times C}{r_0^j} \times (1 + i_j).$$

Veronderstel nu, dat daarnaast een zuivere speculatieve valutapositie Y_j^1 door vergroting of verkleining van het oorspronkelijke valutatermijncontract wordt ingenomen. In dit geval dienen de te verwachten kosten te worden aangevuld met het koersverlies of de koerswinst op de aldus ontstane exposure Y_j^1 . Wanneer de (onzekere) contante koers op het moment dat de lening wordt afgelost $\tilde{r}_1^j$ is, bedraagt het onzekere koersresultaat $\sum_{j=1}^n Y_j^1 \times (r_f^j - \tilde{r}_1^j)$.

Het valutatermijncontract dat per saldo in valuta j wordt afgesloten is groot

$$Y_j = Y_j^1 + \frac{\lambda_j \times C}{r_0^j} \times (1 + i_j).$$

De totale kostenfunctie luidt nu: (4.2.1)

$$\underbrace{\lambda_0 \times C \times i_0 + \sum_{j=1}^n \lambda_j \times C \times \left\{ \frac{r_f^j - r_0^j + i_j \times r_f^j}{r_0^j} \right\}}_I - \underbrace{\sum_{j=1}^n Y_j^1 \times (\tilde{r}_1^j - r_f^j)}_{II}$$

De minimalisatie van (4.2.1.) vindt plaats onder de restrictie (4.2.1.R).

Het gedeelte I van de formule (4.2.1) zijn de *zekere* kosten van het lenen, wanneer de geleende bedragen in vreemde valuta j en de daarbij behorende rentevergoedingen op de valutatermijnmarkt volledig worden ingedekt. Het gedeelte II betreft de *onzekere* kosten/opbrengsten inherent aan de ingenomen speculatieve valutapositie.

Folks toont aan dat nu het financieringsprobleem (deel I) gesepareerd van het valutaprobleem (deel II) kan worden opgelost en dat dit tevens een optimale politiek tot gevolg heeft. De conclusie van Folks luidt dat het totale bedrag, waaraan behoefte is, slechts in één valuta zal worden aangetrokken. In hoe-verre speculatieve valutaposities zullen worden ingenomen kan worden bepaald met behulp van de portefeuilletheorie (E, σ), hetgeen tot gevolg heeft dat er in meer dan één valuta valutatermijnkoop- en verkoopcontracten zullen worden afgesloten, tenzij de risicohouding van de besluitvormer een exposure uitsluit of de samenhang tussen de veranderingen in de valutakoersen alle perfect positief zijn.

Opgemerkt dient te worden, dat de acties op de valutatermijnmarkt pas definitief kunnen worden uitgevoerd wanneer ook bekend is in welke valuta (met volledige dekking van het eventuele valutarisico) wordt geleend. Het is immers mogelijk dat de oorspronkelijke dekking (op basis waarvan de kosten onder zekerheid werden gecalculeerd) door de beslissing omtrent de exposure (Y^i) volledig ongedaan wordt gemaakt.

In het model van Folks wordt geen rekening gehouden met de in paragraaf 3 genoemde directe en indirecte restricties. Bovendien wordt geabstraheerd van de mogelijkheid dat een lening in vreemde valuta naast de voorziening in de vermogensbehoefte tevens kan worden gebruikt bij de beheersing van de exposure. Tenslotte dient te worden vermeld dat er voor het financieringsprobleem (deel I) slechts een éénduidige oplossing wordt verkregen, wanneer de interest pariteiten theorie *niet* geldig is. Alleen bij het bestaan van imperfecties op de geld- en valutamarkt zal slechts één leningsvorm de voorkeur verdienen. Het is overigens zeer de vraag of er een éénduidige oplossing blijft bestaan wanneer er met transactiekosten rekening wordt gehouden. De verschillen tussen de alternatieve leenmogelijkheden blijven in elk geval marginaal. Wanneer er geen imperfecties zijn op de geld- en valutamarkt is de besluitvormer indifferent t.a.v. de valuta, waarin wordt geleend (althans wanneer het eventuele valutarisico wordt ingedekt op de termijnmarkt, hetgeen bij Folks het geval is).

Het hierna te bespreken model van Verboom is ruimer van opzet, waardoor de hierboven naar voren gebrachte bezwaren worden ondervangen. Er zal worden nagegaan in hoeverre de conclusie van Folks dient te worden aangepast en welke gevolgen dit heeft voor een scheidingsmethodiek.

4.3 Benadering van Verboom

Door Verboom is een lineair programmeringsmodel (LP) ontworpen waarmee een optimale beheersingsstrategie van de exposure kan worden bepaald. Een groot aantal dekkingsmethodieken, waaronder de in paragraaf 3 genoemde, staat het management hiertoe ter beschikking. In de doelstellingsfunctie van het LP model worden de verwachte kosten en de exposure behorend bij een strategie geminimaliseerd:

$$(4.3.1.) \quad \alpha \times E [f^1(\tilde{K}_1, \tilde{K}_2, \tilde{K}_3)] + \beta \times f^2(\text{Exp})$$

waarbij⁴

- $f^1(\tilde{K}_1, \tilde{K}_2, \tilde{K}_3)$ de onzekere kosten van de 1-ste, 2-de en 3-de categorie voorstellen. Met de functie $f^1(\)$ worden de kosten, die in verschillende perioden en valuta worden gemaakt, op één noemer gebracht. Met $E[\]$ wordt aangegeven, dat het de verwachtingswaarde van de kostenfunctie betreft;
- $f^2(\text{Exp})$ de maatstaf is voor het risico inherent aan de exposure (Exp). Met de functie $f^2(\)$ worden long en short valutapositions in verschillende perioden en valuta getransformeerd in een risicomaatstaf;
- α en β de gewichten zijn, waarmee respectievelijk de verwachte kosten/opbrengsten en de maatstaf voor het valutarisico worden gewogen.

De optimalisatie vindt plaats onder een aantal randvoorwaarden. Hierin vindt de verwerking plaats van de directe, indirecte restricties en de neveneffecten in de financiële sfeer die gekoppeld zijn aan het inzetten van de dekkingsmethodieken. Met nadruk wordt er nog eens op gewezen, dat het kostengedeelte van de doelstellingsfunctie tevens de valutaresultaten (winsten zijn negatieve kosten) omvat die men verwacht te realiseren op open valutapositities. De verwerking geschiedt namelijk via de onzekere waardeveranderingskosten ($\tilde{K}_3$) over de exposure.

Voor het afleiden van de scheidingsmethodiek worden de volgende veronderstellingen gemaakt:

1. de termijnkoersen fungeren bij de financiële planning als de voorspellers van de toekomstige contante valutakoersen;
 2. de provisiekosten van een termijnaffaire zijn identiek aan die van een contante affaire;
 3. er rusten geen restricties op het afsluiten van termijnaffaires;
 4. de hoogte van de termijnkoers is niet beïnvloedbaar door de onderneming.
- De eerste veronderstelling impliceert dat de verwachte waardeveranderingskosten ($\tilde{K}_3$) van een termijnaffaire nul zijn.

Stel, dat er een oplossing met het model wordt gegenereerd wanneer β is nihil en $\alpha > 0$. De verwachte kosten worden nu geminimaliseerd terwijl de grootte en de samenstelling van de exposure irrelevant zijn. De oplossing vertegenwoordigt een optimaal financieel plan, waar open valutapositities die worden aangegeven door contante affaires deel van uit kunnen maken. Bovendien kunnen er uit zuivere speculatieve overwegingen valutapositities worden gecreëerd. Dit laatste gebeurt wanneer er op basis van de veronderstelde veranderingen in de contante koersen een voordeel wordt verwacht. Het feit dat om hiervan te profiteren open valutapositities noodgedwongen gecreëerd moeten worden is, gelet op de prioriteiten aangegeven met de waarde van α t.o.v. β , niet van belang.

Welke veranderingen t.o.v. deze oplossing treden er op wanneer vervolgens α gelijk wordt gesteld aan nihil en $\beta > 0$? In eerste instantie worden de zuivere speculatieve valutapositities afgeslankt. Het optimale financiële plan blijft in zoverre ongewijzigd, dat de (eventuele) contante affaires worden vervangen door termijnaffaires. Geen andere dekkingsmethodiek, tenzij deze de eigenschappen heeft van het valutatermijncontract, zal gegeven de veronderstellingen voor het terugdringen van het valutarisico worden ingezet. Immers, wanneer hiermee een verlaging van de verwachte kosten zou kunnen worden bereikt, zou de dekkingsmethodiek al in de vorige oplossing zijn voorgekomen.

De analyse van de hier genoemde twee uiterste oplossingen geeft aanleiding tot het formuleren van een scheidingsmethodiek:

1. genereer een optimaal financieel plan m.b.v. het model waarbij β is nihil en $\alpha > 0$;
2. dek de eventuele valutapositities al dan niet gedeeltelijk in met een dekkingsmethodiek die:
 - 2.1 geen verwachte kosten boven de kosten van contante affaires met zich mee brengt;

- 2.2 geen neveneffecten heeft in de financiële sfeer;
3. creëer eventueel open valutapositionen uit zuiver speculatieve overwegingen.

Het financieel beleid (stap 1) is nu gesepareerd van de valutaspeculatie (stapen 2 en 3).

In het financiële plan, dat met stap 1 wordt gegenereerd, komen in beginsel een groot aantal financierings- en dekkingsinstrumenten voor. Bovendien zal het financiële plan acties bevatten waarmee (zonder valutarisico te lopen) kan worden geprofiteerd van imperfecties op de geld- en valutamarkt (in dit geval gaat de interest pariteiten theorie dus niet op). Valutatermijncontracten worden gebruikt om open valutapositionen geheel of gedeeltelijk in te dekken (stap 2).

De eventuele creatie van nieuwe open valutapositionen kan in beginsel met een groot aantal dekkings- en financieringsinstrumenten worden bereikt (stap 3). De door Folks aangegeven scheidingsmethodiek is onder een aantal voorwaarden te zien als een bijzonder geval van die van Verboom. De modelspecificatie van de laatste zou hiertoe als volgt moeten worden ingeperkt:

- de transactiekosten worden nihil;
- er worden slechts twee dekkings- en financieringsinstrumenten in het model opgenomen te weten het aantrekken van leningen in verschillende valuta en het afsluiten van valutatermijncontracten;
- er geldt alleen een restrictie op de voorziening in de vermogensbehoefte. Deze heeft dezelfde gedaante als de restrictie (4.2.1.R);
- speculatieve valutapositionen mogen alleen gecreëerd worden met valutatermijncontracten.

Als voorspeller van de toekomstige contante valutakoers wordt in eerste instantie de termijnkoers gehanteerd.

Aldus is de calculatie op basis waarvan het financieel plan wordt gemaakt bij het model van Verboom via stap 1 dezelfde als bij Folks via deel I van de formule (4.2.1.) plus restrictie (4.2.1.R). Bij Folks wordt weliswaar verondersteld dat valutatermijncontracten het valutarisico van leningen en de rente moeten beschermen, maar deze kunnen later (via Y_t^1) worden teruggedraaid. Derhalve is deze procedure identiek aan een werkwijze waarbij eerst m.b.v. de termijnkoers als voorspeller een financieel plan wordt gegenereerd en waarbij in tweede instantie wordt besloten de met het financiële plan verbonden open valutapositionen al dan niet met het valutatermijncontract in te dekken.

De zuivere speculatieve valutapositionen kunnen onder de bovengenoemde omstandigheden alleen via valutatermijncontracten worden aangegaan. Dit zal slechts gebeuren wanneer bij de besluitvorming hieromtrent een andere voorspeller voor de contante valutakoers dan de termijnkoers wordt gebruikt. Hier zijn we precies aangeland bij deel II van de formule (4.2.1.) van Folks.

5. Enkele afsluitende opmerkingen

De valutaspeculatie heeft in dit artikel betrekking op het conversievalutarisico.

Er is aangegeven dat bij het oplossen van de vragen hoe en in hoeverre de exposure dient te worden beschermd, er duidelijke dwarsverbanden van het

financieel beleid met de valutaspeculatie zijn te onderkennen.

Door Folks is een vergelijking opgesteld, waarmee enerzijds kan worden bepaald met welke lening in de vermogensbehoefte dient te worden voorzien zonder hierbij valutarisico te lopen. Er wordt hier echter alleen een éénduidige oplossing verkregen wanneer er imperfecties zijn op de geld- en valutamarkt. Anderzijds kan m.b.v. een ander deel van de vergelijking de speculatieve valutapositie, gecreëerd met verschillende valutatermijncontracten, worden bepaald. Op deze wijze is er een separatie in de besluitvorming aangebracht.

Het model van Verboom, met behulp waarvan een scheidingsmethodiek is geformuleerd, is uitgebreider dan dat van Folks. Met het model wordt onder een aantal realistische veronderstellingen een financieel plan gegenereerd, waarbij in eerste instantie het risico van open valutaposities niet van belang is. Vervolgens kunnen de open valutaposities al dan niet geheel of gedeeltelijk worden ingedekt met een dekkingsmethodiek, die voldoet aan een aantal voorwaarden. Deze voorwaarden waarborgen, dat de bescherming van het valutarisico kan geschieden zonder het optimum van het financiële plan aan te tasten. Tenslotte kunnen speculatieve valutaposities op diverse wijzen worden gecreëerd wederom zonder het optimale financiële plan te wijzigen.

Thans nog een kanttekening m.b.t. de eerste twee gemaakte veronderstellingen. De eerste veronderstelling - de termijakoersen fungeren als voorspellers - kan gezien het statistisch onderzoek van Levich (1979) en Van den Bergh, Goslings en Verboom (1980) zeker worden gemaakt. Wordt er een andere voorspeller gehanteerd, dan betekent dit dat 'de financiële besluitvormer het beter denkt te weten dan de markt'. Als dit zo is kan deze veel verdienen door alleen de kennis over de ontwikkeling van de contante valutakoersen in acties om te zetten. Het sterke punt van de termijakoers als voorspeller is, dat het financiële plan wordt ingevuld met een in de markt bepaalde valutakoers, waartegen geprognosticeerde kasontvangsten en kasuitgaven ook daadwerkelijk kunnen worden geconverteerd. De tweede veronderstelling - provisiekosten van een termijaffaire zijn identiek aan die van een contante affaire - gaat wellicht niet altijd op. In Nederland moet bijv. 0.2 promille per maand over de termijaffaire worden betaald. Deze extra provisiekosten induceren slechts marginale verschuivingen in het optimale financiële plan. De voordelen van een separatie in de besluitvorming zullen hier echter zeker tegen opwegen.

Literatuur

Bergh, W. M. van den, J. H. W. Goslings en P. M. Verboom, 1980, Het gebruik van termijakoersen voor de bedrijfsvoering, in: Dam, C. van, en P. M. Verboom (red.), Internationaal Ondernemen, S.M.D., Leiden.

Eiteman, D. K., en A. I. Stonehill, 1979, Multinational Business Finance, Addison-Wesley Company, Reading, Massachusetts.

Levich, R. M., 1979, The International Money Market: An Assessment of Forecasting Techniques and Market Efficiency, JAI Press, Greenwich, Conn.

Folks, W. R., 1978, Optimal foreign borrowing strategies with operations in foreign exchange markets, Journal of Financial and Quantitative Analysis, juni.

Lietear, B. A., 1971, Financial Management of Foreign Exchange, M.I.T. Press, Cambridge.

Verboom, P. M., 1981, Het Valutabeleid in de Internationale Onderneming, S.M.D., Leiden.

Noten

1 In het proefschrift van Verboom, waarvan een korte beschrijving van de inhoud bij dit artikel is opgenomen, wordt de uitwerking gegeven van een geconstrueerde praktijksituatie. Daarin werd aangegeven (zie pag. 320), dat er onder een aantal veronderstellingen een scheiding tussen het financieel- en het valutabeleid kan worden aangebracht. Thans wordt in dit artikel ingegaan op een nadere analyse van deze gedachte.

2 Het is van belang zich te realiseren, dat bij een volledig opgaan van de koopkrachtpariteitentheorie, waarbij wisselkoersveranderingen samenhangen met wijzigingen in de koopkrachtpariteit, dit risico niet aanwezig zou zijn. Een aantal omstandigheden, die maken dat dit voor een onderneming niet opgaat vindt men bij Verboom [(1981), p. 289 e.u.]. Het gaat hier vooral om de niet-vergelijkbaarheid van koopkrachtindices en om specifieke prijsveranderingen die afwijken van de algemene prijsontwikkeling.

3 Wanneer er bij gebruik wordt gemaakt van een lineair programmerings (L.P.) model kunnen deze 'kosten' worden berekend via de schaduw prijzen, die bij de zg. duale formulering behoren.

4 Voor een mogelijke specificatie van de functies $f^1(\cdot)$, $f^2(\cdot)$ en de waarde α en β wordt verwezen naar Verboom (1981).