

TERMIJNHANDEL EN FINANCIERING

door Prof. dr J. F. Haccoü

Er bestaat de laatste jaren een controverse tussen de auteurs over het probleem of tengevolge van het gebruik van de termijnhandel in goederen de financiering der bedrijfshuishoudingen in gevaar wordt gebracht. Voor zover mij bekend, is het laatste betoog op dit gebied door H. M. Wopkes in het Mei 1952-nummer van dit tijdschrift. Nu de termijnhandel geleidelijk aan weer tot leven komt, kan het zijn nut hebben het vraagstuk van het gebruik van de termijnmarkt voor de hedge-affaires eens in het breder verband van de financiering te beschouwen.

Dan dient te worden vooropgesteld, dat in dit kader geen aandacht zal worden besteed aan de financiering in tijden van een geprononceerde inflatoire monetaire ontwikkeling; in dergelijke tijden zal de ondernemer, die een voorzichtige bedrijfspolitiek voert, een andere houding ten aanzien van het marktgebeuren innemen dan in normale tijden; hij zal in het algemeen minder willig, ja zelfs onwillig zijn om vooruit te verkopen, doch daartegenover geneigd zijn om ruimer voorraden aan te houden en aangezien hij deze juist met het oog op de waardedaling van het geld aankoopt, zal hij van de hedge slechts een beperkt of geen gebruik maken.

Het vraagstuk, dat wij hier wenselijk te bespreken wordt dus behandeld in wat aangeduid kan worden als „normale” tijden, tijden dus waarin van de geldzijde geen *uitgesproken* zelfstandige werking op het prijsniveau uitgaat.

Winst uit gelijktijdelijk prijsverschil

In dergelijke tijden nu poogt het bedrijf, aldus leert de theorie, het inkomen te verkrijgen uit het gelijktijdelijk prijsverschil, dat bestaat tussen de prijzen op de in- en verkoopmarkt, een prijsverschil dat zijn oorsprong vindt in de waardetoevoeging, welke het goed ondergaat bij de voortstuwing en dat boven de daartoe gemaakte kosten een beloning inhoudt voor het getoonde initiatief van de voortstuwing. Zouden niet minstens de kosten op den duur in de waardetoevoeging worden vergoed, dan zou dit in principe betekenen, dat oneconomisch zou worden voorgestuwd. Het offer dat in het goed wordt gebracht, aldus wordt verder geleerd, bestaat voor de grondstoffen in de waarde op het ogenblik van de ruil; immers, op dit ogenblik wordt over schaarse goederen gedisponeerd en de kosten, welke dan worden gemaakt, bestaan uit het offer, dat dient te worden gebracht om de opgeofferde voorraad te vervangen.

Nu bestaat bij tal van grondstoffen de kans, dat dit gelijktijdelijk prijsverschil in gevaar wordt gebracht door de prijsbeweging, door de volgtijdelijke prijsverschillen. Zodra deze frequent en belangrijk zijn, bestaat zelfs de kans, dat de in het gelijktijdelijk prijsverschil bestaande winstmarge teniet wordt gedaan door het verlies, dat wordt geleden op de prijs van de grondstoffen. Deze kans bestaat hoe men ook calculeert: doet men zulks op vervangingswaarde, dan bestaat de mogelijkheid, dat deze vervangingswaarde op het ogenblik van de ruil ongunstig afwijkt van het offer, dat dient te worden gebracht om de beschikking over de goederen te verkrijgen; calculeert men op basis van de historische uitgaafprijs, dan bestaat precies dezelfde ongunstige kans. Er bestaat nog steeds geen mogelijkheid om met zekerheid vooruit te zien en bovendien hebben

tal van producenten andere zorgen welke hun beletten hun volle aandacht te wijden aan de factoren, welke de toekomstige prijsbeweging der goederen beheersen. Er is een afzonderlijke categorie bedrijven, welke zich overwegend of in belangrijke mate hiermee bezighoudt. Er zullen dan ook weinig producenten zijn, die zichzelf het aureool zullen geven van te weten in welke richting, en dan bovendien nog in welke mate, de prijsbeweging precies zal gaan. Integendeel, zij weten maar al te goed, dat het prijsverloop, in welke richting het ook gaat, niet rechtlijnig is, doch dat juist het karakteristieke is, dat het door een voortdurende golfbeweging van korte golfjes wordt gevormd, welke in het kader van het conjunctuurverloop tezamen een bepaalde richting, een bepaalde trend, hebben. Deze korte golfjes nu kunnen, ondanks het verkleinwoord, in staat zijn om de winst te absorberen; omvang en tijdstip hiervan zijn eveneens met geen mogelijkheid te voorspellen.

Opheffing onzekerheden

De producent streeft er in zijn productieproces naar om de ongunstige factoren en de onzekerheden - welke als zodanig ook een ongunstige factor zijn - zoveel mogelijk uit te schakelen. Voor bepaalde risico's roept hij het assurantiewezen te hulp, voor andere onzekerheden zoekt hij andere mogelijkheden. Een dier mogelijkheden - en vaak een belangrijke - is de tijdaffaire, dus de voorkoop of voorverkoop, welke in tal van bedrijfstakken vaak de enige is. Voorkoop tegenover voorverkopen en voorverkopen tegen voor kopen scheppen de mogelijkheid om met een grotere mate van zekerheid de productie continu te voeren. Ook de speculatief aangelegde en handelende producent zal van de tijdaffaire gebruik maken, zij het dat zijn instelling tegenover bepaalde onzekerheden een graadueel andere is.

Tijdaffaires als transacties om (positieve of negatieve) economische voorraadvorming te voorkomen hebben echter in de regel grote bezwaren: op het ogenblik, waarop de voorverkopen worden gedaan, moet men de juiste hoeveelheden in de juiste kwaliteiten per de juiste termijnen van de aangewezen producenten inkopen en dit kunnen evenzoveel weerstanden zijn; vaak echter bestaat geen andere keuze, terwijl in bepaalde gevallen de weerstanden bij deze aangewezen producenten geheel of in belangrijke mate kunnen worden opgeheven, hetzij doordat zij over de voorraden beschikken dan wel een techniek ter beschikking hebben, welke hen in staat stelt de tijdaffaires zonder bepaalde, belangrijke risico's hunnerzijds aan te gaan.

Termijnhandel

Daar waar de tijdaffaires belangrijke weerstanden teweegbrengen of wel een betere oplossing in het kader der marktverhoudingen in deze vorm kon worden geschapen, werd het instituut van de termijnhandel gecreëerd. Voor zover het de reële termijnaffaires betreft, dient dit uitsluitend te worden gezien als een hulpmiddel, dat ten doel heeft het gelijktijdig prijsverschil tegen de onzekerheden van het prijsverloop op bepaalde grondstoffenmarkten zo goed mogelijk veilig te stellen. Dit brengt echter een tweeledig gevolg mede: de producent voorkomt - en dit is de bedoeling - dat de marge tussen de prijzen op in- en verkoopmarkt wordt aangetast, maar hij geeft tevens prijs de mogelijkheid om extra winsten tengevolge van de prijsbeweging op de grondstoffenmark-

ten te maken. Deze extra winsten kunnen ontstaan door een prijsstijging in geval van een positieve economische voorraad en door een prijsdaling bij een negatieve economische voorraad.

Gevolg voor financiering

Hier nu ontstaat het vraagstuk, want, zo wordt gesteld, in het geval van de positieve economische voorraad is deze winst nu net nodig om de middelen te verkrijgen om de voorraad grondstoffen, welke ter vervanging moet worden aangekocht, te financieren. Het moge dan wel een schijnwinst zijn bij de inkomenscalculatie, maar het vraagstuk heeft nog een tweede facet, nl. dat van de financiering en door de gestegen prijzen wordt dit facet nu juist uiterst reëel, omdat deze schijnwinst nodig is om de aankoopprijs der goederen op tafel te brengen. Daarmede wordt dan gesteld, dat hier een gebrek aan geslotenheid in de theorie zou zijn, omdat wat voor veiligstelling van het inkomen nodig is, nu juist niet past in het financieringsschema.

Dit vraagstuk van de financiering geldt uitsluitend bij een stijgende prijsbeweging; of men dan een positieve of een negatieve economische voorraad heeft, doet weinig terzake; in beide gevallen dient de grondstof aangeschaft te worden tegen een hogere prijs, dienen dus meer geldmiddelen op tafel te komen teneinde de continuïteit van het productieproces te verzekeren; alleen, bij de negatieve economische voorraad gaat, zonder termijnhandel, deze eis bovendien nog gepaard met een verlies, omdat men, ten opzichte van de aankoopprijs der grondstoffen, inder tijd tegen een te lage prijs heeft voorverkocht.

Bij een dalende prijsbeweging doet zich dit verschijnsel niet voor: zowel bij een positieve als bij een negatieve economische voorraad vergt de aankoop der grondstoffen minder middelen, dus geeft geen moeilijkheden voor de financiering.

Is hier nu inderdaad sprake van een innerlijke tegenstelling?

Teneinde deze vraag te beantwoorden, moet men zich wel goed voor ogen houden, dat de bedrijfsvoering moet worden gezien als een continu proces, dat tot in lengte van dagen zal worden gevoerd en dat ten doel heeft de bij het bedrijf betrokkenen een inkomen te verschaffen. De financiering - met eigen en vreemd vermogen - dient dus zodanig te zijn, dat deze continuïteit zo goed mogelijk gewaarborgd is.

Ter vergemakkelijking van de beantwoording van de hierboven gestelde vraag zijn de volgende vereenvoudigingen aangenomen: 1° door het aangaan van de termijnaffaires wordt de economische voorraad tot 0 gereduceerd of anders gezegd de hedge dient om de economische voorraad op te heffen; dit is regel, doch het wezenlijke van de termijnhandel is de uitschakeling van het vermogensrisico, hetgeen niet altijd hoeft te gebeuren door het opheffen van de economische voorraad; 2° een parallel prijsverloop op natura- en termijnmarkt, waarbij dus de factor opslagkosten, alsmede het verschil in marktsituatie buiten beschouwing blijft; 3° de economische voorraad wordt gedekt door een termijnaffaire zonder dat wordt gepoogd om via de termijnhandel extra voordelen te toucheren.

Financiering zonder gebruik van termijnhandel

Hoe is nu de toestand, indien geen gebruik wordt gemaakt van de termijnhandel?

Calculeert men op basis van de vervangingswaarde, dan zal men - afwijkingen om in de markt te blijven daargelaten ¹⁾ - steeds de waarde op het ogenblik van de ruil tot grondslag van zijn berekening nemen en mits men uitsluitend positieve voorraden heeft, dus met de stijgende prijsbeweging - eventuele tussentijdse dalingen buiten beschouwing gelaten - meelopen en de geldmiddelen ter vervanging van de voorraad hebben. Zodra men echter tot negatieve voorraadvorming komt en men dus later tegen een hogere prijs de goederen moet aanschaffen, ontbreekt het nodige plus aan middelen; dan wordt dit niet-aanwezige plus tegelijkertijd een verlies, dat uit het inkomen van de ondernemer moet worden bestreden.

Is de berekening van de kostprijs gebaseerd op de historische uitgaafprijs, dan zal men bij een stijgende prijsbeweging eveneens met de markt meelopen, zij het dat men als producent - het plus aan prijs als winst beschouwende - iets gemakkelijker in de markt zal zijn zolang er van een positieve voorraad sprake is en dus als regel niet de hele schijnwinst incasseert; negatieve economische voorraadvorming geeft ook dan een verlies.

Het verschil in calculatiemethode geeft bovendien een verschil in gedraging; bij calculatie volgens de vervangingswaarde wordt de vermogensaanwas uit hoofde van de prijsstijging als schijnwinst beschouwd en dus, afgescheiden van fiscale consequenties, in kas gehouden; bij calculatie op grond van historische prijzen wordt hij inkomen en er is dan alle kans, dat onttrekking ter vertering plaats vindt, ook al zijn de middelen voor de financiering nodig; het verleden heeft ons hiervan voorbeelden te over gegeven.

Zet daarna de dalende prijsbeweging in, dan komt men - afgescheiden weer van tussentijdse prijsstijgingen - in beide gevallen voor verliezen bij positieve economische voorraden te staan, welke verliezen de beschikbare middelen doen verdwijnen. Hier brengen de negatieve voorraden echter weer winsten.

Nu is dit laatste vraagstuk het belangrijkste; prijsdaling tast de liquiditeit aan en de mate van de aantasting hangt af van de mate der prijsdaling. Teneinde deze op te vangen, dus de verliezen te financieren, dient - ook al heeft men de hele opgang meegemaakt en de schijnwinsten niet uitgekeerd - over een reservevermogen te worden beschikt, omtrent welks grootte men in onzekerheid verkeert omdat men niet weet welke omvang de prijsdaling zal nemen. Alleen het bedrijf, dat opgezet wordt in het uiterste dieptepunt van *alle* laagconjuncturen en geen enkele schijnwinst behoeft af te staan - ook niet aan de fiscus - kan zelf het grondstoffenverloop financieren. Echter, ook dit weet niemand van tevoren en een verstandige financieringspolitiek eist dus een reservevermogen, dat eventueel in de baisse geheel of gedeeltelijk wordt verspeeld en daarna in de daarop volgende hoogconjunctuur weer uit de winsten moet worden aangevuld. De oprichting van bedrijven geschiedt bovendien niet in het dieptepunt van de baisse; alle rekenmeesters ten spijt blijft ook de oprichting van bedrijven nog steeds een menselijke gedraging en men zal daartoe als regel komen tijdens de hoogconjunctuur. Dan echter is de aanwezigheid van een reservevermogen dubbel noodzakelijk.

¹⁾ Hierbij wordt bedoeld op het feit, dat in een stijgende markt de op uitgaafprijs calculerende concurrentie óf de omzetten van het met vervangingswaarde rekenende bedrijf vertraagt óf wel dit dwingt om ten aanzien van de calculatie water in de wijn te doen.

Financiering bij gebruik termijnhandel

Bij het gebruikmaken van de termijnhandel voor hedge-doeleinden geeft men terwille van het ontgaan van verliezen tevens de kans op voordelen prijs. Hier zal men niet in de baisse, maar juist in de hausse moeten beschikken over het vermogen om de investering in voorraden te financieren. Immers, het fixeren van een gelijktijdelijk prijsverschil betekent, dat men afstand doet van de mogelijkheid om van een prijsstijging te profiteren. En toch geeft men het ook weer niet volkomen prijs. Immers, prijsgegeven wordt alleen een eventuele vermogensaanwas op een positieve economische voorraad; bij een negatieve voorraadvorming daarentegen levert juist de termijnaffaire de middelen - via de winst op de termijnaffaire - om de duurder voorraad later te financieren.

Dan zien wij nu echter drieërlei: 1° het reservevermogen voor het financieren van de - in de regel belangrijke - verliezen op de grondstoffen in de baisse wordt gereduceerd tot een reservevermogen voor het financieren van andere verliezen in deze periode en kan daardoor belangrijk kleiner zijn; 2° met inschakeling van het instituut van de termijnaffaires staat het bedrijf in zijn verkooppolitiek veel soepeler tegenover zijn in- en verkoopmarkten, hetgeen de bedrijvigheid alleen maar ten goede kan komen; 3° het bedrijf dient over de middelen te beschikken om de prijsstijging der voorraden te financieren. De omvang van deze middelen is mede afhankelijk van het tijdstip van oprichting, want is het in een periode van opgaande conjunctuur gesticht, dan zal de oorspronkelijke financiering ruimer zijn geweest. Echter, bovendien ontstaat deze middelenbehoefte mede ter financiering van depôts en bijstortingen - waardoor ook het aanwezige reservevermogen zonder bezwaar kan worden gebruikt, waardoor zijn functie wordt verbeterd - in een tijd van opgaande conjunctuur zodat bankfinanciering, welke hier in verband met de kostenverhouding over de hele cyclus zelfs rationeel kan zijn, hier alleszins en zelfs, krachtens de ervaring, tot een hoog percentage van de waarde van het onderpand en tegen een lage rente mogelijk is, terwijl het bedrijf, dat geen termijnhandel bezigt, indien het reservevermogen uitgeput is ook in een degelijke financiering dreigt te vervallen welke dan kostbaar is omdat het bankkrediet dan feitelijk wordt gebezigd om de verliezen te financieren.

In dit algemene antwoord ligt reeds opgesloten, dat er geen sprake is van een innerlijke strijdigheid in de theorie. Doch bovendien kunnen wij bij dit algemene antwoord niet blijven staan. Immers, het vraagstuk heeft nog een drietal facetten, waaraan aandacht dient te worden besteed.

Andere facetten

In de eerste plaats moet worden bedacht, dat een producent, die van de hedge gebruik maakt, geen mechanische pop is. Hij doet dit alleen dan, indien hij een risico aanwezig acht. Hoe voorzichtig zijn beleid ook is, naarmate de marktprijs lager is zal hij er eerder toe geneigd zijn de gunstige kansen hoger aan te slaan, in welk geval de hedge geheel of gedeeltelijk achterwege blijft, ook al omdat naarmate de prijs lager is de verliezen uit hoofde van een verdere prijsdaling kleiner zullen zijn en dus de kosten relatief een belangrijker factor worden. In tijden van laagconjunctuur zien wij dan ook een geringere bedrijvigheid op de termijnmarkt.

In de tweede plaats echter moet worden bedacht, dat het risico niet alleen schuilt in de long-trend-prijsbeweging, maar ook in de daaromheen spelende secundaire prijsbeweging. Het zijn de voor- en nadelige verschil-

len uit dezen hoofde - welke van tevoren, zoals reeds gezegd, niet kunnen worden voorzien - welke voor de producent mede de ongunstige kansen inhouden, welke hij niet wenst. Op den duur zullen deze, evenals de long-trend-prijsbeweging, elkaar moeten opheffen; alleen, niemand weet hoe lang die duur zal zijn. Vandaar dat op grote schaal van de hedge wordt gebruik gemaakt teneinde tegen een klein bedrag aan kosten zich een zo groot mogelijke - doch zeker geen absolute - zekerheid te verschaffen.

In de derde plaats echter is het bovenstaande algemene betoog te globaal. De bezwaren van financieringsstandpunt zouden bij vergelijking met en zonder termijnhandel alleen kunnen gelden voor zover er een continue bedrijvigheid is, resp. de long-trend-prijsbeweging alleen speelt in de periode van de bedrijvigheid. Immers, alleen indien positieve voorraden en prijsbeweging gekoppeld zijn, kan er sprake van de gedachte „zelffinanciering” zijn. Nu is de werkelijkheid in veel gevallen wel anders. Bij tal van goederen kan worden waargenomen, dat er sprake is van een seizoenproductie of seizoenconsumptie en dan bestaat er voor een gedeelte van de bedrijven geen jaarcyclus in de eigenlijke zin, hetgeen betekent, dat zij ook niet een gelijkblijvende voorraad - welke voor de perfecte „zelffinanciering” nodig zou zijn - aanhouden. Zodra een seizoenbedrijvigheid intreedt, komen er in de voorraad in de loop van het jaar mutaties en over het algemeen treden de prijsstijgingen juist in bij toenemende vraag, d.w.z. als de voorraad min of meer op een laag punt staat. Met of zonder termijnhandel komt dan het vraagstuk van de financiering aan de orde; met termijnhandel echter eerst later, omdat men nog over de middelen beschikt. Een enkel uitgesproken voorbeeld moge de bedoeling verduidelijken: de graansilo's in productiegebieden en de verzamelende groothandel in andere seizoenproducten tonen het beeld dat bij het afkomen van de oogst grote voorraden ontstaan, welke moeten worden gefinancierd en zulks ook worden, gedeeltelijk met behulp van - rationeel aangetrokken - bankkrediet. Deze voorraad wordt geleidelijk geruimd en in de regel ontstaat een, voor de financiering onprettige, prijsbeweging eerst nadat een belangrijk gedeelte van de voorraad is geruimd, zodat, ook zonder termijnhandel, de latere aankoop van de goederen niet kan geschieden met behulp van een uit de vroegere verkoop verkregen plus aan middelen. Later zullen opnieuw voorraden moeten worden aangetrokken, waartoe dan, bij een stijgende prijsbeweging, naast de indertijd vrijgekomen middelen nieuwe zullen moeten worden aangetrokken. Hetzelfde geldt in het geval van de seizoenconsumptie. De automobielpeductie is daarvan een goed voorbeeld: aan het begin van het seizoen wordt de omvang van de productie en de prijs vastgesteld. De bedrijfstak gaat er in normale tijden slechts in uitzonderingsgevallen toe over om in de loop van het seizoen de prijzen te wijzigen. Teneinde nu het prijsrisico te ontgaan, koopt hij de nodige grondstoffen op de termijnmarkt in; hij weet zich dan voor de prijsbeweging op de grondstoffenmarkten zo goed mogelijk gedekt en weet ook een eventuele prijsstijging uit de winst op de termijntransacties te kunnen financieren. Doch aan het begin van het volgende seizoen staat hij practisch voor wat de financiering betreft voor een nieuwe toestand.

Wij hebben hier een tweetal uitgesproken voorbeelden gegeven, doch het zal duidelijk zijn, dat in alle gevallen, waarin niet van een constante bedrijfsdrukte gedurende het hele jaar sprake is, in kleinere of grotere mate de toestand ontstaat, dat de „zelffinanciering” van de voorraden

maar in zeer beperkte mate mogelijk is. En wisselingen in de bedrijfsdrukte zijn een vrijwel algemeen voorkomend verschijnsel.

Conclusie

Het opgeworpen vraagstuk, dat door het gebruik maken van de termijnhandel in de vorm van de hedge de mogelijkheid tot automatisch financieren van prijsstijgingen voor de voorraden wordt weggenomen, speelt alleen bij het regelmatig aanhouden van positieve economische voorraden; voor negatieve daarentegen schept juist de termijnhandel de mogelijkheid van deze zelffinanciering. Deze mogelijkheid is echter, nog afgescheiden van de fiscale consequenties van deze schijnwinsten, slechts van beperkte betekenis zolang niet de loop van de prijsbeweging gekoppeld kan blijven aan het houden van de \bar{v} in de loop van het jaar economisch-noodzakelijke \bar{v} maximum voorraad en als regel zal daarvan geen sprake zijn; zodra echter deze koppeling niet bestaat, wordt deze „zelffinanciering” niet of slechts in beperkte mate bereikt, waartegenover dan, bij het ontbreken van de termijnhandel, bovendien staat, dat in geval van prijsdaling vermogen wordt verloren en dus verliezen worden geboekt, welke de aanwezigheid van een reservevermogen noodzakelijk maken. Immers, zelfs al zou de voorraad constant blijven, dan loopt men in een dergelijke tijd met zijn kopen en verkopen, zonder termijnhandel, steeds achter de markt aan met als gevolg dat ook vermogensverliezen op de voorraden optreden. Alleen, indien men steeds eerst zou kunnen verkopen en daarna weer kopen, zou dit kunnen worden voorkomen. Doch deze aanname zou volkomen in strijd met de werkelijkheid zijn.

Gegeven het feit, dat de producent van zichzelf weet niet helderziend te zijn en gegeven voorts, dat er toch nog voldoende onzekerheden blijven, welke zijn volle aandacht vragen en welke voor het bedrijfsresultaat essentieel zijn, zal hij de voorkeur geven aan het gebruik van de termijnhandel. Hij weet dan bovendien, dat hij de extra-vermogensbehoefte in geval van prijsstijging \bar{v} over het algemeen in de hele cyclus een korte periode \bar{v} kan financieren en zelfs kan financieren tegen condities, welke gunstiger zijn dan de rentevoet van het eigen vermogen. In de jaren dertig kon kamband in de Verenigde Staten, mits op de termijnmarkt gedekt, tegen een rente van 2 % worden beleend, terwijl voor ongedekte kamband een rente van 5 % door de banken werd gevraagd.

M.i. bestaat de bedoelde controverse in de theorie dus niet.