

# 1

## Fluktuationer på internationella finansiella marknader – hot eller möjlighet?

AV LARS OXELHEIM



Lars Oxelheim

Docent, Foreign Risk Advisory Services och IUI, Stockholm  
Internationellt verksam som forskare och föredragshållare. Författare till  
många böcker och artiklar om risk och avkastning vid internationella  
affärer och rådgivare till multinationella företag och organisationer.

## Inledning

**F**luktuationserna i finansiella marknadsvariabler har ökat markant under senare år. Vi har från 1970-talets början fått uppleva stora svängningar i räntor och valutakurser. Dessa svängningar har påverkat företagets finansiella sida, men kanske i grunden skapat den största osäkerheten på företagets kommersiella sida via relativprisfluktuationer och osäkerhet kring efterfrågan på företagets produkter. Ändringarna av "spelreglerna" på världens olika marknader har också varit talrika och har i många fall haft sin uppkomst just i otillbörligt stora fluktuationer i ett lands finansiella variabler.

Den ökade turbulensen på världens finansmarknader ställer stora krav på företagets planering på den kommersiella såväl som på den finansiella sidan. Alltför många företag visar brist på insikt i kopplingen mellan de finansiella marknadsfluktuationerna och företagets kommersiella sida och begränsar sig till att se dessa fluktuationer som en angelägenhet enbart för finansavdelningen. Vidare kan hävdas att i stort sett alla företag är – mer eller mindre – påverkade av de finansiella fluktuationerna. Många förbiser kanske att också det strikt inhemska företaget är utsatt för exempelvis valutarisik. Denna risk är påtaglig i den utsträckning som företagets främsta konkurrentprodukter på hemmamarknaden är utländska. En övervärdering av hemmavalutan kan leda till att företagets produkter blir utkonkurrerade av billigare importprodukter. Man kan till och med gå så långt i argu-

mentationen att man hävdar att det enskilda hushållet är exponerat för fluktuationer på världens finansmarknader.

Marknadsturbulensen har i företagen i överväldigande utsträckning upplevts som ett hot. Under senare år har man dock – både i Sverige och internationellt – börjat se vinstmöjligheter i de finansiella fluktuationerna. Annorlunda uttryckt innebär detta att graden av riskaversion har minskat och/eller att företagen anser sig ha bättre information för att "slå" marknaden. Den ändrade riskinställningen, som markerar viljan att utnyttja potentiella vinstmöjligheter och tilltron till exklusiv information, exempelvis i form av bra prognoser, är exempel på de två viktigaste förutsättningarna i ett program för att offensivt handskas med fluktuationerna på världens finansmarknader. Företagsinterna ställningstaganden avgör den kostnad i form av icke utnyttjade vinstmöjligheter som företaget är villigt att betala för att hålla en given risknivå.

Vad indikerar då marknadsbilden gällande förekomsten av vinstmöjligheter? Ineffektivitet i marknaden och inte fluktuationerna i sig avgör förekomsten av vinstmöjligheter. Dessa låter sig i stället bedömas utifrån hållbarheten i ett antal jämviktsrelationer för prisbildningen på marknaden. I en hypotetisk värld utan informations- och transaktionskostnader eller andra hinder för omedelbara prisjusteringar uppkommer inga avvikelser från jämviktsrelationerna i form av den internationella köpkraftspariteten, lagen om ett pris samt den öppna eller internationella Fishereffekten.<sup>1</sup> I en sådan värld kan man förlita sig på jämviktsrelationerna och hävda att företaget inte är exponerat för risk och inte heller har anledning att tro på "extra" vinst av t ex en placering i en viss

---

<sup>1</sup> För en beskrivning av dessa jämviktsrelationer se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*. Chichester: John Wiley & Sons 1985. Se även s 42–44 och figur 1:4, s 65.

valuta eller av att förlägga en investering till land A i stället för till land B. En krona kan med given risk förväntas ge samma avkastning oavsett i vilken valuta den placeras.

I den verkliga världen finns emellertid ett stort antal störningar som bidrar till avvikelser från nämnda jämviktsrelationer. Dessa avvikelser kan stundtals vara av väsentlig betydelse<sup>2</sup>, och det finns därför all anledning för företaget att beakta den risk resp möjlighet dessa avvikelser skapar och att utveckla ett system för att på ett ändamålsenligt sätt handskas med avvägningen mellan risk och avkastning.

## Företagets risker

Det råder en viss oklarhet – framför allt mellan praktiker och akademiker – kring begreppet risk. Låt oss här slå fast att risk är ett uttryck för *oväntad* variation i någon målvariabel. Aktiekursen, det ekonomiska värdet eller någon form av kassaflöde är vanligt förekommande målvariabler. Med kassaflödet som målvariabel är exempelvis valutarisk ett mått på fluktuationer i detta flöde till följd av oväntade fluktuationer i valutakursen. Som kvantitativt mått på risk används ofta standardavvikelsen.

Det internationellt verksamma företaget, men även det strikt inhemska om än i mindre omfattning, är exponerat för i huvudsak fyra typer av risk. Dessa är:

- *Länderrisk*. Ett uttryck för instabiliteten i spelreglerna på

---

<sup>2</sup> Storleken på avvikelserna med utgångspunkt i den svenska kronan och i svenska räntor illustreras för perioden 1970–85 i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

- olika marknader i ett land.<sup>3</sup> Inbegriper politisk risk.<sup>4</sup>
- *Finansiell risk*. Ett uttryck för variation i räntor och kapitalkostnader i en given valuta. Inbegriper risk för betalningsinställelse.
  - *Valutarisk*. Ett uttryck för variation i valutakurser. Inbegriper inflationsrisk.

Dessa tre riskkategorier kan betecknas makroekonomiska och skiljer sig från den fjärde kategorin som är företagsspecifik:

- *Kommersiell risk*. Ett uttryck för variation i relativpriser och försäljningsvolym.

Figur 1:1 ger oss en referensram för företagets risker, bortsett från risker som täcks av traditionell sakförsäkring och risker till följd av inneboende egenskaper hos produkten, exempelvis teknisk föråldring. Av figuren framgår att företaget är exponerat för sinsemellan kopplade risker. Den streckade linjen markerar gränsen mellan administrativt inflytande och marknadens inflytande.

Grovt sett kan hävdas att en och samma obalans eller chock på makroekonomisk nivå kan ta sig uttryck i fluktuationer som kan föras in under olika riskrubriker. Ett företag som fruktar en devalvering av den lokala valutan väljer kanske, för att undvika valutarisken, att låna lokalt till rörlig ränta. Om centralbanken i det aktuella landet samtidigt väljer att försvara sin valuta med en räntehöjning, kommer företaget att få känna av effekten av en finansiell risk i stället

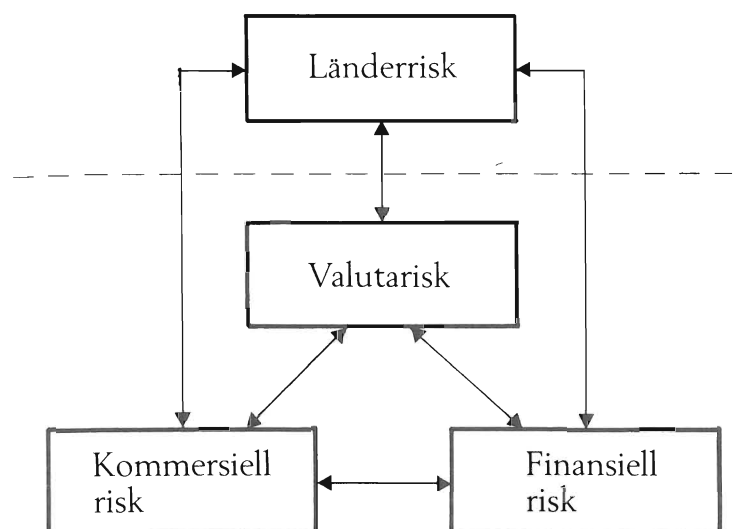
---

<sup>3</sup> Denna definition är något bredare än gängse definitioner.

<sup>4</sup> Politisk risk kan sägas föreligga

- när diskontinuitet inträffar i beslutsmiljön
- när diskontinuiteterna är svåra att förutse
- när diskontinuiteterna är resultat av politiska förändringar.

Figur 1.1. Företagets risker



för effekten av den valutarisk som man agerat för att undkomma.

En valutarisk kan också förvandlas till en politisk risk, om centralbanken i ett land stryker utförseln av kapital som ett led i försvaret av en viss paritet för landets valuta. För det utländska företag som väntar på en betalning från en kund i det aktuella landet leder detta till en betalningsförskjutning. Extremfallet är total betalningsinställelse, dvs myndigheterna konfiskerar tillgångarna så att ingen framtida överföring av kapital från ett visst projekt kommer att äga rum.

Den företagsledning som angriper valutarisken isolerat tror sig sålunda kunna separera de fluktuationer i målvariabeln som orsakats av oväntade valutakursfluktuationer från dem som genererats av andra störningskällor. I praktiken har detta ofta gått till så att man helt enkelt bortsett från sistnämnda källor. Genom att försumma kopplingen till dessa risker har man fått ett mått på exponeringen som i de flesta fall varit

utan mening. Har man sedan försökt eliminera valutarisken utifrån detta mått, har man sannolikt skapat ny risk lika ofta som man lyckats reducera den ursprungliga.

Det finns anledning att rikta uppmärksamheten inte bara mot kopplingen mellan risker utan också mot förekomsten av riskpremier, vilka är inbakade i marknadspriserna. Marknadens riskpremie är dess pris för att byta risk mot säkerhet. Riskpremien kan vara av fix karaktär. Den kan också variera över tiden och då i takt med någon beslutsvariabel. I internationellt arbitrage och vid jämförelser av räntor måste riskpremien beaktas. Den "extra" vinst arbitraget kan ge upphov till är det belopp som återstår sedan riskpremier och transaktionskostnader blivit täckta.

## Behovet av en policy för hantering av finansiella marknadsfluktuationer

Efter en lång period med tämligen stabila valutakurser och räntor kom turbulensen på världens finansmarknader som en överraskning för de flesta företag. Kunskapsmässigt var de inte rustade att ta sig an problemet. Lösningarna blev som inledningsvis nämnts ofta ad hoc-mässiga och mycket partiella till sin karaktär. Utvecklingsarbetet under denna fas, som för svenska företag inföll under 1970-talets andra hälft, koncentrerades till "cash management"-frågor. Skälet var att effekterna av en lösning på detta område är så mycket enklare att mäta och utvärdera än hantering av företagets riskexponering. Här finns nämligen ett klart referensfall att jämföra med, och utvärderingen kan ske i termer av minskade tran-



saktionskostnader och kortare perioder då kapitalet löper utan ränta.

Avsaknaden av en skriven policy med ett kvantitativt utvärderingsbart innehåll fördröjde sannolikt utvecklingen av system för hantering av företagets riskexponering. Det är först under 1980-talets början och i takt med att företagets finansavdelning i allt större utsträckning blivit ett eget profit center som utvärderingsfrågorna har kommit upp på dagordningen och aktualiserat behovet av en utvärderingsbar policy med fördelning av ansvar. Kravet har nu också kommit att gälla en policy för ett bredare område än vad 1970-talets valutapolicy täckte. Den gör i dag mer skäl för namnet finanspolicy genom att den även täcker ränterisker och i vissa fall politiska risker. Fortfarande är det dock få företag som uppmärksammar behovet av en policy för hantering av företagets totala kommersiella och finansiella exponering för fluktuationer i makroekonomiska variabler.<sup>5</sup>

Det är lätt att förstå att tyngdpunkten i det begränsade policyresonemang som fördes under 1970-talet kom att ligga på valutafrågor med tanke på valutafluktuationernas storlek i förhållande till exempelvis räntefluktuationerna. Att man under dessa år avgränsade exponeringen till att bestå av endast kontraherade poster är däremot svårare att se logiken i. Även om uppskattningen av storleken på icke-kontraherade poster är svår, betyder ett uteslutande av dessa poster i exponeringsberäkningen att måttet på exponeringen blir näst intill godtyckligt till sin karaktär.

Tre kategorier av argument kan identifieras som de mest betydelsefulla i företagets försvar för varför inte större

---

<sup>5</sup> Utvecklingen av ett system för hantering av denna "totala" form av exponering redovisas i Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*. Chichester: John Wiley & Sons 1987.

ansträngning ägnats åt utvecklingen av ett program för effektiv riskhantering.

Den *första* kategorin tar jämviktsrelationerna som utgångspunkt och hävdar, att eftersom dessa verkar hålla existerar inga risker eller vinstmöjligheter. Även om detta argument äger sin riktighet i ett tillräckligt långt tidsperspektiv så har, som inledningsvis påtalats, de temporära avvikelserna såväl från internationell köpkraftsparitet som från Fishers öppna relation varit avsevärda. Som motargument till denna kategori kan hävdas att även om köpkraftspariteten skulle kunna antas hålla på kort sikt kan man förmoda att det enskilda företaget är utsatt för risk till följd av att priserna på företagens specifika input och output förändras relativt varandra.

Den *andra* kategorin av argument kan, åtminstone ur svensk synvinkel, upplevas som mer teoretisk till sin karaktär. De företag som framför dessa argument stödjer sig på Modigliani-Millers teorem<sup>6</sup> och hävdar, att vad företaget kan göra kan också investeraren göra och då kanske billigare. Varje investerare på börsen ses som en potentiell risk manager. Skall exempelvis valutarisken säkras behöver sålunda inte företaget bekymra sig för det utan investeraren sköter det själv. Resonemanget bygger på den klassiska finasteorin som fokuserar välbefinnandstillväxten för aktieägaren i form av aktieutdelning och kursstegring. Mot argumenten i denna kategori talar förhållandet att den enskilde placeraren inte har någon möjlighet att utifrån företagens redovisningshandlingar bilda sig en uppfattning om riskytan. Här föreligger sålunda ett informationsproblem.

Ytterligare ett problem för den enskilde placeraren är de regler som utestänger honom från många marknader och

---

<sup>6</sup> Modigliani, F och Miller, M, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958:48 (april).

hindrar honom från att själv diversifiera och säkra riskytan. Detta problem i form av institutionella barriärer är i högsta grad karakteristiskt för svenska marknader och mycket talar för att den enskilde placeraren bör vara hjälpt av att företaget svarar för sin del av riskhanteringen.

Ett annat skäl till att företaget och inte enbart den enskilde investeraren skall intressera sig för företagets riskexponering är förekomsten av andra intressenter än bara aktieägaren. De anställda är exempelvis intresserade av att de finansiella fluktuationerna inte fortplantar sig till efterfrågan på företagets produkter med åtföljande fluktuationer i efterfrågan på arbetskraft. På motsvarande sätt är företagets långivare intresserade av att företaget bedriver en effektiv riskhantering, som förhindrar att de finansiella fluktuationerna leder till betalningsinställelser.

Den *tredje* kategorin av argument erkänner förekomsten av risker, åtminstone i det korta tidsperspektivet, och även att företaget bär ansvaret för att bevaka dessa. Samtidigt hävdar man dock att det inte är lönt att exempelvis säkra växelkursrisken med hänvisning till sin tro på valutamarknadernas effektivitet. Argumentet är här att priserna på terminsmarknader ger en genomsnittligt sett korrekt bild av den framtida avistakursen. Genom ett successivt säkringsförfarande kommer sålunda företaget att uppleva en förlust som motsvarar den samlade transaktionskostnaden. Detta argument kan sägas ha viss relevans för det företag som är helt riskneutralt, dvs endast intresserar sig för att maximera förväntad avkastning utan hänsyn till storleken på de fluktuationer i målvariabeln som uppkommer över tiden. De flesta intressenter i företaget, såsom aktieägarna, företagsledningen, kreditgivarna och de anställda har dock sannolikt någon form av riskaversion och därmed intresse av en reduktion av fluktuationerna i företagets målvariabel, exempelvis företagets ekonomiska värde eller avkastning.

I detta sammanhang kan det vara av intresse att peka på den konflikt som ofta föreligger mellan företagets intressenter om vilken inställning till risk som skall prägla företagets beslut. En vanligt förekommande konflikt är den mellan ägarintressen och företagsledning. Delägarskap är ett sätt att eliminera konflikter av detta slag, medan redovisningen med dess periodisering är en faktor som förstärker konflikter. Dessa konflikter eller problem kan, när de är signifikativa för "företagsklimatet" i ett land, spåras i utvecklingen på makroekonomisk nivå. Det finns sålunda anledning att tro att exempelvis i USA den starka ökningen av antalet gånger en aktie omsätts per år i kombination med företagets skyldighet att avge kvartalsvisa rapporter lett till att företagsledningen i amerikanska företag i allt högre grad fått koncentrera sig på projekt. Om företagsledningen, som så ofta i amerikanska företag, är delägare men blott stannar kort tid i företaget har den dock sannolikt samma intresse som övriga ägare i en maximering av vinsten på kort sikt. Som kontrast till detta exempel står den tyska industrin, som till hälften ägs av de tyska bankerna. Här är ägarnas intresse långsiktigt och sammanfaller med företagsledningens. Bankerna ser gärna att företagen lånar av dem till långsiktiga konkurrensbefrämjande investeringar.

Den nämnda konflikten utgör ett klart praktiskt problem vid utformningen av företagets policy för hantering av risk. Målformuleringen och riskattityden bör i form av någon sammanvägning spegla olika intressegruppers önskemål.

I fortsättningen av denna artikel kommer jag att behandla uppbyggnaden av ett program för att hantera företagets risker. De följande artiklarna behandlar viktiga utvecklingstendenser inom de olika programstegen i form av nya instrument, marknader, hotbilder, organisatoriska lösningar etc med betydelse för fördelningen mellan hot och möjlighet i företagets affärer.

## Nyckelpunkter i uppbyggna- den av ett program för hantering av företagets risker

Vi har nu konstaterat att det finns anledning för företaget att utveckla ett program för hantering av sin riskexponering. Vi har också sett att riskbilden för de flesta företag är ganska komplex. Inför detta faktum kan vi särskilja tre huvudalternativ för företag som önskar kontrollera sin exponering på ett eller annat sätt.

Det första alternativet är det mest ambitiösa och syftar till uppbyggnad av ett system för *hantering av företagets totala internationella makroekonomiska risk*. Detta alternativ får representera riktmärket dit exponeringshanteringen i sinom tid kan nå.<sup>7</sup> Det ställer stora krav på beslutsunderlag i form av kovarianser och efterfrågeelasticiteter – krav som skulle innebära ökade informationskostnader och förändrade rapporteringssystem för de flesta företag.

Detta alternativ beaktar hur de finansiella fluktuationerna påverkar företagets kommersiella flöden. I gengäld ställer det stora krav på noggrannhet i kassaflödesrapporterna från befattningshavare med marknadskontakt, vilket ger upphov till kostnader för utbildning av dessa rapportörer. Ett sådant system ger företagsledningen beslutsunderlag i form av viktiga nyckeltal, såsom de kommersiella kassaflödenas känslighet för ändring av det egna landets räntenivå eller av världsräntenivån, deras känslighet för ändringar av real effektiv växelkurs eller exempelvis av real US-dollarkurs etc.

---

<sup>7</sup> Modellen för detta alternativ finns, som tidigare nämnts, presenterad i Oxelheim, L, och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

Dessa känslighetskoefficienter ger företagsledningen möjlighet att utvärdera företagets sårbarhet och utveckling under olika scenarier bestående av sannolika kombinationer av förändringar i den uppsättning makroekonomiska variabler som det är aktuellt att beakta för det enskilda företaget. De olika scenarierna kan exempelvis vara baserade på farhågor för en monetär chock i form av en kraftig ökning av penningmängden i USA eller antaganden om en förestående real chock i form av dramatiska ökning av priset på råolja.

Känslighetstal av ovan nämnt slag är vad varje företagsledare önskar sig, inte minst vid möte med den externa analytikern. Alltför ofta lämnar företagsledaren – för att inte bli svaret skyldig – ett mått beräknat partiellt och statistiskt och därigenom med begränsat värde, kanske till och med vilseledande. Partiellt är det i så måtto att det beaktar en störningskälla utan att se till kopplingen till övriga. Statiskt är det genom att endast se till reskontran och inte beakta icke-kontrakterade poster och elasticiteten för dessa.

Det andra systemalternativet utgår från växelkursen och risker kopplade till förändringar av denna. Det kan kallas program för *hantering av växelkursrelaterad exponering*. Sambandet med övriga riskkomponenter hålls här under uppsikt genom känslighetsanalys på basis av scenarier av den typ som nämndes under alternativ ett. Det här alternativet sammanfaller med vad man kan ställa som minsta krav på en samordnad finanspolicy. I ett internationellt perspektiv tycks det i dag svara mot den högsta ambitionsnivån, medan alternativ ett får ses som en beskrivning av hur långt man kan nå.

Många företag finner i utvecklingsarbetet att gammal organisationsstruktur medverkat till vattentäta skott mellan de avdelningar/personer som hanterar de olika riskerna, om någon riskhantering över huvud taget förekommit. Med samordnad finanspolicy följer en omorganisation som inte längre gör det försvarbart att en avdelning arbetar med räntefrågor

medan en annan svarar för valutafrågor.

Viktigt i alternativ två är att inte den kommersiella sidan lämnas utanför. I alternativ ett ingick i modellen ett uttryck för hur kommersiella flöden påverkas av finansiella marknadsfluktuationer. I alternativ två gäller det att försöka nå därhän att den enskilde rapportören får en egen och tillförlitlig uppfattning om kassaflödets känslighet för ändringar av olika finansiella variabler. Ju högre grad av centralisering i exponeringshanteringen, desto mer angeläget att avsätta utbildningsresurser för att ge rapportören nödvändiga kunskaper.

I alternativ tre beaktas endast en enskild störningskälla. Vanligast är då att utveckla ett program för *hantering av valutaexponeringen*. Detta synsätt kan verka mycket ambitionslöst, men kan i vissa fall vara försvarbart. Här kommer åter alternativ ett in i bilden som referensalternativ. Alternativ tre kan visa sig vara en acceptabel approximation av ettan efter det att företaget utgått från den komplexa riskbild det alternativet ger och funnit att man på goda grunder kan bortse från alla störningskällor utom valutakursfluktuationer. Företaget har därvid inte gjort ett ad hoc-mässigt val utan tydligt avgränsat sin ambition. Skillnaden mellan de båda synsätten är att man i det sistnämnda fallet vet vilken potentiell osäkerhet som ligger i den tillämpade exponeringsmätningen. När man enbart ser till exponering – direkt som indirekt – för valutarisk utan föregående analys, antar man implicit att inverkan på företagets totala kassaflöden från räntefluktuationer är försumbar. I detta angreppssätt ligger också ett antagande om oförändrade spelregler på marknaderna eller, om ändringar förekommer, att de är av sådan karaktär att deras effekter på företagets målvariabel är försumbara.

Oavsett vilket av dessa tre systemalternativ som väljs måste företagsledningen ta ställning till ett antal punkter för

att få konsekvens i sättet att hantera företagets exponering.  
Dessa punkter är:

*INGÅNGSVÄRDEN OCH INSTITUTIONELLA  
RAMAR*

- A Kartläggning av företagets utrymme för och behov av ett program för riskhantering
- B Fastställande av företagets policy i riskfrågor med mål och riskattityd som ger möjlighet till utvärdering
- C Fastställande av grundvärden på endogena variabler, exempelvis företagets organisation för riskhantering och precisering av vilka delsystem som skall anslutas
- D Kartläggning av sårbarheten vid institutionella förändringar, såsom ändringar i exempelvis valutareglering

*OPERATIV INFORMATION*

- E System för generering av prognoser av makroekonomiska variabler
- F Identifiering och mätning av företagets exponering (inklusive kassaflödesprognoser)

*OPERATIV STYRNING*

- G Utveckling och val av strategier med fastställande av ansvarsområden på taktisk och operativ nivå

*FEEDBACK*

- H Återföring av information om effekter av fluktuationer i makroekonomiska variabler (intern och extern redovisning)
- I Utvärdering av hantering av företagets exponering



Ett acceptabelt program för hantering av företagets riskexponering uppnås sannolikt först efter det att dessa punkter genomlöpts ett antal gånger. Så kan man t ex nå fram till punkt H och finna att den organisatoriska lösning man bestämt sig för ger en icke representativ bild av företagets utvecklingspotential när den skall beskrivas med externredovisningens regelverk. I det läget måste man gå tillbaka till punkt C och eventuellt ända till punkt B för att göra vederbörlig ändring och därefter ånyo löpa igenom alla punkter för att testa att programmet håller.

Utvecklingen av ett program för hantering av företagets exponering blir till stora delar ett arbete med att utveckla en databank för stöd av beslut på olika nivåer. Det kan handla om snabba beslut för att utnyttja en möjlighet till säker vinst på täckt räntearbitrage. Men det kan också handla om underlag för ett investeringsbeslut och då med ett accepterande av väsentligt längre accesstid för rätt data till beslutsunderlaget. I det förstnämnda fallet finns det helt klart behov av information som kan kallas operativ, medan det i det sistnämnda fallet är tveksamt om denna information ständigt skall finnas till hands i databanken, eller om den skall anses vara av projektkaraktär och sålunda samlas in vid behov.

Programmet går ut på att kontrollera företagets exponering, dvs att reducera inverkan av icke förväntade fluktuationer på företagets målvariabel till en kostnad som företaget anser vara skälig. Med kostnaden för programmet bör avses den *totala* kostnad företaget är berett att betala för att kunna visa upp en stabil avkastning eller värdetillväxt från period till period och därigenom exempelvis öka sin förmåga att skaffa nödvändigt kapital till expansiva satsningar till skäliga kostnader. En ofta försummad kostnad i detta sammanhang är den för personal och lokaler som erfordras för hanteringen.

Ett annat skäl till att hålla fluktuationerna under kontroll är för främst det mindre företaget risken för "fientligt överta-

gande”, när aktiekursen tillfälligt doppar till följd av en överdriven och felaktig tolkning av effekten av en förändring i någon finansiell marknadsvariabel.

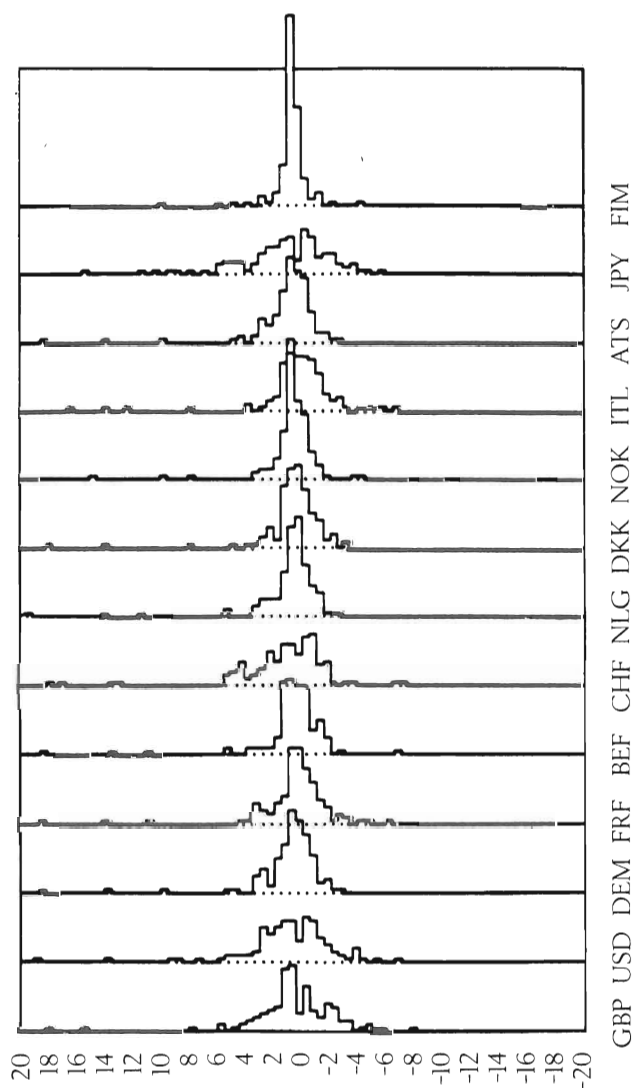
Figur 1:2 belyser skillnader i fluktuationsmönster och skillnader i risk för olika valutor. Dessa mönster säger inte hela sanningen om känsligheten hos det enskilda företaget men belyser i alla fall att skillnaderna är tillräckligt stora för att vara värda att beaktas. Ju toppigare och mer koncentrerad en fördelning är, desto mindre är i allmänhet risken med en sådan valuta. Av figuren framgår att fördelningen för den finska marken är starkt koncentrerad, liksom för den tyska marken, medan fördelningen för schweizerfrancen och US-dollar är mycket flack. De senare kan alltså i allmänhet betraktas som mer riskfyllda valutor.

I riskhanteringen måste man dock många gånger gå djupare och se på sannolikheten för exempelvis en valutakursändring av den storleken att företagets fortbestånd kan stå på spel. Det fordras sålunda i många fall att sannolikheten för olika alternativ kartläggs och att resonemanget inte enbart förs i termer av att en valuta allmänt sett är mer riskfylld än en annan. Man bör vidare hålla i minnet att risken genereras av de *icke* förväntade fluktuationerna. Att separera vad som kan anses vara förväntad resp icke förväntad fluktuation i figur 1:2 låter sig inte göras. I veckoperspektivet finns det dock anledning att misstänka att i stort sett all variation är av icke förutsägbart slag.<sup>8</sup>

Resten av denna artikel kommer att ägnas åt en genomgång av viktiga ställningstaganden inom ramen för vart och ett av de ovan formulerade stegen. Vi kan placera dem i fyra huvudgrupper: ingångsvärden och institutionella ramar, ope-

---

<sup>8</sup> Se Oxelheim, L, *Företagens utlandslån – valuta och redovisningsaspekter*. Stockholm: Liber 1981.



**Figur 1:2. Fördelning av veckovisa förändringar av priset (avista) i svenska kronor för de viktigaste valutorna i den svenska valutakorgen**

*Procent per vecka*

rationellt informationsbehov, operationell styrning samt återföring av information för uppföljning och kontroll. Den första gruppen fastställer ett mera långsiktigt handlingsutrymme för företaget, bl a i form av fastställande av informationssystemets karaktär och länkar, medan övriga grupper preciserar kvaliteten på informationen samt detaljreglerar avsändare, mottagare och användare. Det sammanhang i vilket denna artikel presenteras gör det lämpligt att i den fortsatta framställningen lägga tyngdpunkten på moment som är av betydelse för företagets syn på de finansiella fluktuationerna – som hot eller som möjlighet. Därvid kommer, som tidigare nämnts, innehållet i policyformuleringen och förmågan att prognostisera att ägnas speciell uppmärksamhet.

## Kartläggning av företagets utrymme för och behov av ett program för riskhantering

I detta inledande steg gäller det att kartlägga strukturen på företagets kassaflöden och tillgångar/skulder. Flödena kan delas upp på många sätt som alla tillhandahåller viktig information. De kan sålunda delas upp på kommersiella resp finansiella, kontrakterade resp icke-kontrakterade, interna resp externa, påverkbara resp icke påverkbara flöden gällande exempelvis valet av valuta, finansiella flöden med fast ränta resp rörlig ränta etc. Analysen kan med fördel genomföras i form av matriser med valutor som en huvudindelingsgrund och verksamhetsland som en annan. Analysen skall vara framförhållande och matrisen sålunda innehålla siffror baserade på prognoser eller budget. En analys av det

här slaget ger också många intressanta biprodukter genom att t ex föråldrade faktureringsbeteenden kommer i dagen.

Även om en företagsledning säger sig vara intresserad av enbart kassaflöden, finns det skäl att se till balansen mellan tillgångar och skulder. De kommer nämligen i framtiden i en eller annan form att omvandlas till kassaflöden. Är det exempelvis en maskin som är tillgången så kommer den fortlöpande att ge ett kassaflöde i takt med produktionen. När den sedan slutligen säljs kommer sista länken i flödet företaget till godo. Med antagandet att maskinen har ett värde i bokföringen som väl överensstämmer med företagets ekonomiska värde, dvs nuvärdet av framtida kassaflöden, ger alltså balansräkningsposterna en god bild av det långsiktiga kassaflödet. Regelverket i den externa redovisningen kan dock i många fall leda till att detta antagande känns verklighetsfrämmande.

Vidare bör i detta steg en analys genomföras av företagets fysiska flöden, dvs produktströmmarna. En sådan analys ger underlag bl a för val av organisationsform för handhavandet av de kassaflöden som dessa strömmar ger upphov till. Vi kan här särskilja några huvudtyper av företag. En kategori består av företag som har större delen av tillverkningen i hemlandet, exempelvis Sverige, och som nästan uteslutande säljer till utländska försäljningsbolag. I denna kategori finns ofta koncerner och företag inom basnäringarna stål och skog. En andra kategori består av företag med tillverkning såväl i hemlandet som på sina mest betydelsefulla utlandsmarknader. Försäljningen till tredje marknad blir därvid liten. En tredje kategori består av koncerner med den mest komplicerade strukturen och som är att betrakta som multinationella oavsett vilken definition som används. Här återfinns koncerner med försäljning mellan utländska tillverkande dotterbolag, som dessutom säljer till tredje marknad. Företagen i de två sistnämnda kategorierna är oftast verkstadsföretag med behov av att ha tillverkningen nära marknaden.

Uppdelningen på kategorier ger också en uppfattning om skillnaden mellan företagen när det gäller möjligheter att centralisera all risk till hemlandet, dvs att exempelvis svenska koncerner lägger all risk från finansiella marknadsfluktuationer på den svenska koncern delen.

En annan viktig skillnad mellan företag gäller längden på den operativa planeringshorisonten. Vi kan här skilja mellan å ena sidan företag inom konsumtionsvaruindustrin som har en förhållandevis kort riskperiod för sin försäljning och å andra sidan företag med projektförsäljning. Riskperioden för försäljningen i företag av det sistnämnda slaget kan sträcka sig över flera år. De har ofta en offertperiod av avsevärd längd under vilken de är utsatta för olika typer av risk.

Avslutningsvis kan för detta steg konstateras att resultatet av den genomförda analysen av den fysiska såväl som finansiella karaktären hos flöden och tillgångar/skulder i företag skall ha den utformningen att det tjänar som underlag för bestämning av ambitionsnivån i företagets policyformulering.

## Policy för hantering av företagets risker

I detta steg gäller det att klargöra vad företaget vill åstadkomma med hanteringen av sin riskexponering. Ett alternativ är naturligtvis att över huvud taget inte bry sig om riskexponeringen. En sådan inställning från företagets sida kan under vissa förutsättningar vara helt berättigad, som vi senare skall se.

Policyformuleringen skall till sin karaktär vara enkel och övergripande. Efterlevnaden och det resultat den genererar skall vara kvantitativt utvärderingsbara i någon form. Policyn

kan ses som en målformulering åtföljd av ett antal viktiga praktiska avgränsningar. I dessa avgränsningar kan också ligga inbyggda krav av kontrollkaraktär, vilka kan vara uttryck för exempelvis styrelsens önskan om insyn.

Ett vanligt förekommande beteende i företag – med eller utan förankring i någon policy – är ett urskillningslöst användande av terminssäkring av valutapositioner. En invändning mot detta är som redan nämnts bristfälligheten i själva positionsberäkningen. Dessutom kan man ställa sig frågan om dessa företag verkligen funderat på vad de vill åstadkomma med sin terminssäkring. En del hävdar kanske att de tjänar pengar på sina kontrakt, andra tror sig reducera fluktuationerna i företagets målvariabel. Båda dessa kategorier har dock ofta det gemensamt att de inte vet om de verkligen uppnår vad de avser att uppnå. En tredje kategori hävdar att de terminssäkrar för att få en bättre utbildning i den externa redovisningen och därigenom undgå att dra på sig kritik för att ha underlåtit att ta hand om företagets risker. Denna kategori vet i alla fall vad den åstadkommer för sin egen image, även om effekten på företaget är oklar.

Ett systematiskt terminssäkrande av företagets hela valutaposition – när den är korrekt beräknad – behöver inte nödvändigtvis vara fel. Det gäller bara för företagets beslutsfattare att inse och helt ställa sig bakom de förutsättningar under vilka ett sådant säkringsbeteende kan anses korrekt.

Låt oss förtydliga förutsättningarna under vilka olika typer av agerande kan anses vara korrekta. Den företagsledning som vill vara konsekvent i sin behandling av risk måste i sin policy uttryckligen ta ställning till och välja

- målvariabel
- planeringshorisont
- riskattityd
- syn på prisanpassning på olika marknader.

Riskhanteringen handlar, som tidigare nämnts, om att stabilisera utvecklingen av en för företaget central variabel, dess *målvariabel*. Detta betyder konkret att man skall försöka hindra icke förväntade fluktuationer att få genomslag i den valda målvariabeln.

Vad är då att anse som en skäligen målvariabel? I teorin syftar företagets riskhantering vanligtvis till att stabilisera företagets marknadsvärde<sup>9</sup>, dvs i det börsnoterade företaget dess börskurs. Enligt gängse teori är börskursen att se som det diskonterade värdet av företagets alla framtida kassaströmmar. I praktiken är det ett problem för företaget att skatta marknadens förväntan på hur de finansiella marknadsfluktuationerna skall slå på dessa strömmar. En förenkling från företagsledningens sida kan då vara att välja den egna uppfattningen om företagets ekonomiska värde som målvariabel.

Genom att det ekonomiska värdet innefattar allt framtida kassaflöde i företaget visar det sig som målvariabel vara behäftat med praktiska svårigheter. Behovet av en avgränsning av något slag är uppenbart. Företaget kan exempelvis välja en hög diskonteringsfaktor och endast göra en skattning av kassaflödena under en nära avgränsad period och sedan komplettera denna med en skattning av framtida kassaflöden på basis av balansräkningen vid årets slut. Som tidigare nämnts kan balansräkningen vara en grov approximation, men den ger i alla fall en möjlighet att på något realistiskt sätt fånga storleken på framtida nettoflöden. Att kringgå svårigheten och endast se till risken på kontrakterade kassaflöden är ambitionslöst och med sin partialitet kanske direkt skadligt för företaget.

---

<sup>9</sup> Detta är på intet sätt odiskutabelt men tas vanligtvis som en utgångspunkt i teorin. Se exempelvis Adler, M och Dumas, B, International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance*, vol 38, nr 3, juni 1983.



En annan viktig fråga gäller om målvariabeln skall formuleras i nominella eller reala termer. Arbetar man med nominella termer lämnas inflationsrisken utanför analysen. Majoriteten av företag arbetar dock i dagsläget med nominella termer i sin riskanalys. Förklaringen till detta ligger säkert i kopplingen till bokföringen och företagets externa redovisning, vilka endast är formulerade i nominella termer.

Ett viktigt argument för centraliserad riskhantering är de fördelar en global skatteplanering ger. Sålunda uppkommer också frågan om målvariabeln skall vara beräknad före eller efter skatt.

Nästa punkt i målformuleringen gäller val av den *planeringshorisont* man önskar arbeta med på olika nivåer. Med den approximation som nämndes ovan i form av hänsyn till både närliggande kassaflöde och tillgångar/skulder följer en naturlig uppdelning på en kortsiktig (operativ) och en långsiktig (strategisk) planeringshorisont. Vad som är den operativa planeringshorisonten skiljer sig från företag till företag och i synnerhet mellan konsumtionsvaruindustri och projektbaserad industri.

Inom det enskilda företaget kan det vara svårt att entydigt fastställa den operativa planeringshorisontens längd. Den kan ju växla på grund av att flödet från varje enskild affär är av sådan betydelse att det måste ses separat. Detta resonemang kan också vara tillämpligt på det lilla företaget med en liten kapitalbas. Ett sådant företag säljer kanske fortlöpande av sin exportintäkt för att exakt veta vad en affär inbringar och därigenom veta att marginalen är säkrad och framför allt veta vilket belopp som omedelbart kan öronmärkas för något annat ändamål i produktionen. Väntas betalningen för ett visst exportkontrakt komma tre månader efter kontraktstillfället säljer företaget exportvalutan mot inhemsk valuta på tre månader. Valutarisken har därmed reducerats till noll, men i gengäld har kanske en inflationsrisk skapats.

Att företaget lyckas reducera valutarisken i nämnvärd utsträckning med terminskontrakt är däremot inte lika säkert, om planeringshorisonten är av annan längd än löptiden på ingångna kontrakt. När inte dessa båda sammanfaller blir reduktionen i variansen omvänt proportionell mot ett uttryck med diskonteringsfaktorn i kvadrat. Anledningen är att variationen i terminskursen i stort sett är lika stor som variationen i avistakursen.<sup>10</sup>

Med beaktande av kommersiella kontraktsförhållanden och löpande finansiering finns det mycket som talar för att den operativa planeringshorisonten bör vara 12–18 månader för merparten icke extremt projektbaserade företag och att den strategiska planeringshorisonten bör täcka perioden därefter. Uppdelningen markerar skillnaden i säkerhet i uppskattningen av flödena över dessa perioder.

Punkt nummer tre i målformuleringen gäller val av *riskattityd*. Extremfallen består här av en riskneutral inställning resp en inställning med fullständig riskaversion, en s k riskparanoid inställning. I ett riskneutralt företag visar man ingen oro för fluktuationer i målvariabeln till följd av oväntade fluktuationer i de finansiella marknadspriserna. I ett sådant företag är man på sin höjd intresserad av att utnyttja sistnämnda fluktuationer för att öka den förväntade avkastningen. Det riskparanoida företaget däremot fokuserar helt sitt intresse på fluktuationerna i målvariabeln och bortser från kostnadseffekten på den förväntade avkastningen.

Många företag har, som inledningsvis nämndes, agerat som om de vore helt riskparanoida men har numera fått en mer balanserad inställning till risk. Allt fler företag försöker göra

---

<sup>10</sup> Analysen avser variansen i tremånaders terminspremie/diskonto samt variansen i tremånaders procentuella avistakursförändringar för valutorna i den svenska korgen mot SEK. Resultaten är redovisade i Oxelheim, L., *International Financial Market Fluctuations*.

klart hur mycket de är beredda att betala för sin risk. Det handlar här om en trade-off mellan risk och förväntad avkastning. Man är selektiv när man bestämmer vilka risker som skall säljas och vilka som skall tas. Svagheten i ett selektivt förfarande är att det baseras på prognoser av de finansiella variabelernas utveckling.

I samband med att vi nämner riskattityden som en del av målformuleringen kan vi också notera att den i viss mån kan förändras genom restriktioner. Kontrollaspekten – dikterad av styrelsen eller ägarna – kan vara en sådan restriktion som kan innebära att en viss procent alltid skall säkras medan resten av exponeringen skall vara föremål för selektiv säkring. Krav dikterade av kontrollaspekten bör formuleras på basis av analys av företagets känslighet för förändringar i externvärdet av hemmavalutan. Genom att ställa krav på att exempelvis 50 % av nettopositionen alltid skall vara säkrad tycker sig styrelsen ha uppnått viss garanti för att en tänkbar devalvering inte skall erodera företagets resultat så mycket att det allvarligt återspeglar sig i börskursen. I fallet med en riskparanoid inställning kan en reduktion av säkringen till blott 80 % också vara ett behov av balans till en förekommande inflationsrisk.

Vidare kan det vara så att ett företag med fullständig riskaversion inte bör säkra 100 % av exponeringen utan t ex bara 80 %. Det är då berättigat att ställa frågan på vilka grunder sistnämnda procenttal fastställs. De flesta företag tycks nämligen sakna en analytisk grund att stå på vid bestämningen av detta procenttal. När det riskparanoida företaget koncentrerar sig på valutarisken, är det osäkerhet i exponeringskalkylen, låt oss kalla det osäkerhet i hemtagning av kontrakt, samt osäkerhet i betalningsdisciplinen, dvs osäkerhet om kunden betalar inom rimlig tid, som skall utgöra underlaget vid bestämningen av den procentuella andel av beräknad exponering som schablonmässigt skall säkras.

Det bör noteras att dessa procenttal, som av alltför många företag ses som nyckeltal i dagens exponeringshantering, kan skilja sig kraftigt från ett företag till ett annat. Vidare kan man när det gäller kontrollaspekten tänka sig stor variationsrikedom i fråga om vad procenttalen skall täcka. De kan exempelvis avse hela nettokassaflödet omräknat i hemlandets valuta men också inskränka sig till en procentuell andel av endast de viktigaste valutorna. Problemet i det sistnämnda fallet är att avgöra vilka som är att anse som viktiga valutor, eftersom deras betydelse kan skifta från en period till en annan. Detta problem är speciellt aktuellt för projektbase-  
rade företag men även för företag inom övrig industri, där förvärv och försäljning av dotterbolag är vanligt förekommande.

Den fjärde punkten i målformuleringen skall återspegla företagsledningens syn på *prisanpassningen på finansiella marknader och varumarknader*. Denna syn kan ändras, exempelvis till följd av politiska ingrepp. Sannolikheten för sådana ingrepp är som tidigare nämnts en komponent i den politiska risken. Företagsledningen måste ha en åsikt om marknadsbil-  
den för att uppnå konsekvens i sitt agerande.

På *finansiella marknader* är det tron på hållbarheten i Fishers öppna relation som bör styra företagets agerande. Denna relation slår fast att en enhet av en valuta, placerad varhelst i världen med samma risk som på hemmaplan, kan förväntas ge lika stor avkastning oavsett valutavalet. Enligt relationen uttrycker skillnaden mellan räntorna i Sverige och i utlandet på placeringar med likvärdiga risker bara marknadens förväntan på en valutakursändring.<sup>11</sup> Tror företagsledningen på hållbarheten i denna relation på ex post-basis, dvs att förräntningen på projekt med likvärdiga risker blir densamma i

---

<sup>11</sup> Se en beskrivning i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*, s 135–151. Se också figur 1:4, s 65.

gemensam valuta oavsett det ursprungliga valet av valuta för placeringen, finns det inga skäl att avsätta tid och resurser för att försöka *tjäna pengar* på intelligenta valutaval. Samma agerande blir det för företag som inte tror på hållbarheten i Fishers relation ex post men som erkänner att marknadens förväntan, som den kommer till uttryck i relationen, är den bästa och inte går att "slå". Tror man på hållbarheten i Fishers öppna relation i någon form finns det alltså ingen anledning att spendera pengar på att skaffa information för beslut om val av valuta för att påverka avkastningen.

Om man däremot *inte* tror att relationen håller och anser sig ha bättre prognoser än marknadens samlade prognos som den kommer till uttryck i just Fishers öppna relation, måste kostnaden för framtagandet av prognoserna och för åtföljande transaktioner ställas i relation till potentiella vinster.

På *varumarknaderna* har Fishers öppna relation sin motsvarighet i den internationella köpkraftspariteten. Håller sistnämnda relation innebär detta, förenklat uttryckt, att valutakursen följer utvecklingen av relativ inflation. Om den svenska inflationen under en period efter ett tillstånd av jämvikt exempelvis är 10 % och den västtyska 5 %, kan den svenska kronan med bibehållen köpkraftsparitet förväntas depreciera med mellanskillnaden, dvs 5 %.<sup>12</sup>

Denna enkla relation, vars embryo man kan spåra ända tillbaka till 1500-talets Spanien, har under mycket skiftande förutsättningar visat god hållbarhet sett över längre tidsperioder.<sup>13</sup> Den har t o m visat sig giltig under sk hyperinflation,

---

<sup>12</sup> När man i dagligt tal hör talas om att en valuta är övervärderad eller undervärderad ligger oftast ett köpkraftsparitetsresonemang bakom påståendet.

<sup>13</sup> För en diskussion om tekniska problem, såsom val av index, startpunkt och vägningsförfaranden, se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

ett tillstånd som rådde exempelvis mellan Polen och Tyskland under andra världskriget. Avvikelseerna kan dock temporärt vara stora beroende på vilken typ av valutaarrangemang som berörda länder tillämpar. Avvikelseerna är också beroende av graden av öppenhet och av vilken elasticitet det finns i deras utrikeshandel.

För att få konsekvens i sitt handlande måste företagsledningen ha en uppfattning om hållbarheten i den internationella köpkraften. Vi kan särskilja tre alternativ: Företagsledningen tror på en exakt hållbarhet eller på att avvikelseerna är så kortvariga att de inte låter sig utnyttjas. Ett andra alternativ är att man tror på avvikelser i real växelkurs som låter sig utnyttjas. I detta fall tycker man det är meningsfullt att avsätta resurser för att utvärdera alternativa länder som plats för reala investeringar just på basis av att avvikelseerna från köpkraftsparitet kan ge lägre tillverkningskostnader. För långsiktiga investeringar måste man dock vara försiktig. Erfarenheten talar för att avvikelserna elimineras efter en viss tid.

Det tredje alternativet är att man tror på relativprisavvikelser som låter sig utnyttjas. Här ser man sålunda inte bara på avvikelser på aggregerad prisnivå utan också på prisbilden för företagets egna produkter. Avvikelser av detta slag kan skapa möjligheter i eller försämra den intersektoriella konkurrensen för företaget. Tror man att dessa avvikelser skall bli tillräckligt långvariga för att låta sig exploateras eller för att de skall bli ett problem, måste målformuleringen på något sätt ta ställning till om företaget skall bevaka dessa avvikelser och försöka vända dem till egen fördel.

I detta sammanhang kan det vara värt att notera att även om avvikelserna elimineras föreligger en tendens till att de, när de väl förekommer, alltid går åt samma håll. En sådan iakttagelse går exempelvis att göra för valutorna i de flesta utvecklingsländer och innebär, att de genomsnittliga avvikelserna från köpkraftsparitet inte är noll utan att det förelig-

ger en potential som låter sig utnyttjas. Självfallet kan detta förhållande komma att ändras, men för det fordras sannolikt radikala politiska förändringar. Den företagsledning som utnyttjar de beskrivna avvikelserna måste dock alltid räkna med att de kan komma att elimineras. Den måste sålunda försöka skatta sannolikheten för att erforderliga politiska förändringar kommer till stånd, dvs uppskatta storleken på den politiska risken.

Kopplar vi samman elementen i målformuleringen får vi en beslutsmatris av det utseende som presenteras i figur 1:3. Med hjälp av figuren kan några olika finansiella och kommersiella strategier identifieras. Tag som exempel ett företag som är riskneutralt och som tror på hållbarheten i Fishers öppna relation. Dess finansiella strategi blir av laissez faire-karaktär och gör det inte aktuellt med exempelvis någon terminssäkring för att reducera variansen i målvariabeln. Vidare tror man sig inte kunna förbättra avkastningen genom val av en viss valuta. Detta företag har det mycket enkelt och vidtar inga åtgärder på det finansiella planet, som inkluderar kontrakterade kommersiella poster.

Vad gäller för detta riskneutrala företag avseende de icke-kontrakterade kommersiella posterna? Tror man på en real avvikelse för valutakursen gäller det att exploatera internationella handelsmöjligheter; dvs om hemlandets valuta t ex är undervärderad finns det möjligheter till priskonkurrens. Dessa möjligheter varierar självfallet från företag till företag. Här spelar priselasticiteten en viktig roll och även frågan om företaget kan ligga under gängse prisnivå på den internationella marknaden.<sup>14</sup> Tror man på avvikelser i relativpriser som går att utnyttja så gäller det att ta vara på intersektoriella handelsmöjligheter.

---

<sup>14</sup> Här är det av betydelse om företaget är "price-taker" eller "price-setter".

**Figur 1:3. Beslutsmatris med uppdelning efter komponenterna riskattityd och marknadsantagande i målformuleringen**

(1) Risk- attityd = grad av riskaversion	(2) Marknadsantagande		(4)	(5)	(6) Operationella beslut		(7)
	Finansiell marknad	Varu- marknad	Grundläggande finansiell strategi	Kontrakterade poster Kommersiella = finansiella	Ej kontrakterade poster	Kommersiella	Finansiella
Risk- neutral		Köpkraftsparitet			Inga åtgärder		Inga åtgärder
	Fishers öppna relation håller	Real växelkurs- ändring	Laissez faire	Inga säkringar	Exploatera internationella handelsmöjligheter		
		Ändring i relativpris och real växelkurs			Exploatera internationella och intersektoriella handelsmöjligheter		
	Fishers öppna relation håller ej	Real växelkurs- ändring	Maximering av förväntad avkastning	Välj valuta med högst förväntad avkastning	Inga åtgärder	Exploatera internationella handelsmöjligheter	Välj valuta med högst förväntad avkastning
		Ändring i relativ- pris och real växelkurs			Exploatera internationella och intersektoriella handelsmöjligheter		



Risk- paranoid		Köpkraftsparitet		Välj valuta med minst varians i inflation	Inga åtgärder	Minimera inflations- och ränterisk
	Fishers öppna relation håller	Real växelkurs-ändring	Minimering av varians	Minimera variansen i totalt kassaflöde	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella handels- och finansiella möjligheter	Kombineras med kolumn 5
		Ändring i relativpris och real växelkurs		Minimera variansen i totalt kassaflöde = säkra allt	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella och intersektoriella handels- och finansiella möjligheter	Se kolumn 5
		Köpkraftsparitet			Inga åtgärder	Trade-off mellan förväntad avkastning/inflations- och ränterisk
	Fishers öppna relation håller ej	Real växelkurs-ändring	Portföljdiversifiering. Trade-off mellan avkastning och risk.	Välj valuta med beaktande av trade-off mellan avkastning och varians i portfölj. Selektiv säkring.	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella handels- och finansiella möjligheter.	
		Ändring i relativpris och real växelkurs			Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella och intersektoriella handels- och finansiella möjligheter.	

Källa: Oxelheim L och Wihlborg C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*. Chichester: John Wiley & Sons 1987.

Om det riskneutrala företaget vi här talar om i stället skulle betvivla hållbarheten i Fishers öppna relation betyder det att man tror att den förväntade avkastningen kan höjas genom ett ändamålsenligt val av valuta. Detta val fordrar emellertid prognoser. Här handlar det då om prognoser som är bättre än marknadens prognos, som just är lika med utfallet av Fishers öppna relation.

Föregående exempel är hämtat från den enklare delen av beslutsmatrisen. Låt oss nu se på ett mera komplext fall. Antag att ett företag har en riskparanoid inställning och tror att Fishers öppna relation håller. Vad gör ett sådant företag? Beslutsmatrisen blir genast betingad av flera faktorer såsom räntebundenhet, utdelningsbeteende etc.<sup>15</sup> Låt oss i alla fall se på beteendet för de kontrakterade – finansiella såväl som kommersiella – posterna. Antag att företaget arbetar med en målvariabel i reala termer. Tror man på hållbarheten i den internationella köpkraften betyder detta att företaget minskar sin risk genom att välja valutan i det land som har lägst varians i inflationen. Tror man däremot på avvikelser i reala växelkurser, minskar man risken genom att omvandla allt till hemlandets valuta, dvs säkra allt. Om man vidare tror på avvikelser i relativpriser, minskas risken genom att företaget söker minimera variansen i en konsumtionsbaserad portfölj. Handlingsalternativet för de icke-kontrakterade kommersiella posterna baseras på en avvägning mellan risk och förväntad avkastning medan behandlingen av de icke-kontrakterade finansiella posterna blir något mera komplex och betingad av de faktorer som nämndes i början av detta exempel.

Det mest komplicerade fallet är beslutssituationen i det företag som har viss riskaversion och som varken tror på hållbarheten i Fishers öppna relation eller på den internatio-

---

<sup>15</sup> Se vidare Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

nella köpkraftspariteten. I det fallet handlar det – både för kontrakterade och icke-kontrakterade poster – om ett portföljsynsätt med en trade-off mellan förväntad avkastning och risk. Det mest extrema företaget har en riskparanoid inställning och säljer risken oavsett vad det kostar.

Vi har nämnt något om den empiriska hållbarheten för den internationella köpkraftspariteten. Vad kan sägas om den historiska hållbarheten för Fishers öppna relation? Avvikelsen från denna har temporärt varit ganska stor om man ser till giltigheten ex post. Två särfall utkristalliserar sig under 1970- och 1980-talen. Under andra hälften av 1970-talet avvek schweizerfrancen kraftigt från vad relationen fastslår. Avkastningen räknad i gemensam valuta och under antagande om lika risk på placeringen var avsevärt högre för schweizerfrancen än för andra valutor. Lån i schweizerfranc visade sig på motsvarande sätt avsevärt dyrare. Under första hälften av 1980-talet har US-dollar visat samma mönster. Perioden 1973/74–1983/84 var dock lånekostnaden (och avkastningen) densamma för de båda valutorna för ett lån upptaget vid årsskiftet 1973/74 löpande omsatt varje kvartal till bästa ränta och slutamorterat vid årsskiftet 1983/84.

I takt med en ökande integration av världens finansmarknader minskar möjligheten att höja avkastningen genom val av en viss valuta i konkurrens med andra valutor.<sup>16</sup> Det finns anledning att anta att avvikelserna från Fishers öppna relation såväl som från täckt ränteparitet framöver kommer att vara mindre och av kortare varaktighet. Detta betyder att det företag som i sin målformulering väljer en strategi som är baserad på antagandet om avvikelser från denna relation i framtiden inte kan vänta sig några dramatiska procentuella

---

<sup>16</sup> För ett närmare studium av utvecklingen av den finansiella integrationen och dess implikationer se Oxelheim, L, *Finansiell integration och räntetransmission*, Stockholm: IUI 1987.

vinstmöjligheter. Vidare behöver detta företag "trimma" sitt informationssystem för att lyckas fånga tillfälliga imperfektioner i marknaden.

Härmed kommer vi naturligt över till nästa punkt i programutvecklingen, nämligen fastställandet av strukturen på informationssystemet med organisation av riskhanteringen. Innan vi går över till det avsnittet kan vi notera att till målformuleringen, baserad på ovan nämnda baskomponenter, kan fogas ett antal praktiska och kostnadsmässiga avgränsningar som resulterar i en målformulering som är hanterbar och för det enskilda företaget möjlig att utvärdera.

En i praktiken vanligt förekommande avgränsning är att svenska koncerner inskränker sin riskhantering till att omfatta endast den svenska koncerndelens exponering. Denna övergång från globala säkringsåtgärder följer den i praktiken så vanligt förekommande "80-20"-regeln. Den begränsande effekten av en sådan ambitionsminskning reduceras genom att ett antal regler för fakturering och upplåning läggs på den utländska såväl som på den svenska koncerndelen. Sådana regler är tex att ett svenskt bolag fakturerar koncernens utländska dotterbolag i valutan i det land där dotterbolagen är belägna, dvs i lokal valuta. Även utländska dotterbolags upplåning skall i förekommande fall ske i denna valuta. Dessa båda regler är exempel på vägar att centralisera valutarisken. Försiktighet måste dock tillrättas vid utfärdandet av regler av detta slag så att inte fördelningen av andra risker blir ogynnsam.

I vilken utsträckning ovannämnda förfarande utgör en ambitionsminskning kan bedömas på basis av de flödesmatriser som utgjorde grundunderlaget i det inledande steget i uppbyggnaden av programmet för riskhantering. Här får sålunda den skattade riskytans fördelning på svensk respektive utländsk koncerndel avgöra skäligheten i avgränsningen.

Genom att formulera ett ställningstagande till de olika

punkterna i detta steg gör företagsledningen klart vad den vill åstadkomma med sin riskhantering. De flesta företag ligger i sin riskattityd någonstans mellan de extrempunkter som angivits, dvs de väljer att sälja av risk men tar samtidigt hänsyn till kostnaden för detta. De tillämpar en selektiv filosofi som innebär att de säkrar vissa poster i exponeringen medan andra får vara osäkrade. Vi skall återkomma till utvärderingen av en sådan strategi i termer av vad den kan ha inneburit i form av reduktion i de oväntade fluktuationerna i kassaflödet och vad den eventuellt kostat i form av minskad avkastning.

## Fastställande av grundvärden på endogena variabler

När vi nu gjort klart för oss vad vi vill åstadkomma med vår riskhantering gäller det att organisera den på ett ändamålsenligt sätt. I stor utsträckning handlar det om att se till att rätt information kommer till rätt beslutsfattare i tid, dvs det handlar om utformningen av informationssystemet. Endogena variabler står här för variabler som företaget kan påverka och förändra till skillnad från exogena variabler, såsom valutakursändringar, vilka ligger utanför företags påverkan.<sup>17</sup>

I organiserandet gäller det att på en övergripande nivå ta ställning till graden av centralisering av riskerna och hanteringen av dem. Bland de regler som nämndes i föregående avsnitt som exempel på praktiska avgränsningar fanns några

---

<sup>17</sup> Man skulle också kunna beteckna dessa grundvärden på endogena variabler som parametrar, som låter sig förändras över tiden.

som just syftar till att centralisera företagets riskhantering. Centraliseringstendensen för själva hanteringen är global och kan för exempelvis svenska internationella koncerner betecknas som mycket stor.<sup>18</sup>

En centraliserad hantering av företagets risker ger utrymme för en övergripande matchning med möjlighet att reducera koncernens totala riskexponering. Den överblick och kontroll som fordras för detta kan inte uppnås under en decentraliserad hantering. Centraliseringen ger också skalfördelar på de finansiella marknaderna i form av bättre priser/kurser, lägre transaktionskostnader samt mindre *float*, dvs kortare perioder då kapitalet löper utan ränta. Centraliseringen ger också möjlighet till global skatte- och kassaflödesplanering. På kunskapssidan kan centraliseringen ge tillfälle till koncentration av knappa resurser till en avdelning, vilket möjliggör att synergifördelarna i multinationellt företagande kan tillvaratas på bästa sätt.

Den viktigaste invändningen mot en centralisering av riskhantering ligger just i de stora krav centralisering ställer på en effektiv informationshantering. Kraven kan uttryckas i direkta eller indirekta informationskostnader. Sårbarheten i centraliseringen ligger i informationskvaliteten och rapportbenägenheten hos underliggande enheter. Här föreligger ett motivationsproblem och kanske i än högre grad ett utbildningsproblem. Det gäller sålunda för de centrala enheterna att inte enbart uppmuntra till rapportering utan också möjliggöra hög kvalitet genom att utbilda rapportörer i hur de finansiella variablerna påverkar kassaflödet i deras marknadssegment. Utbildningsbehovet ligger då främst i hur dessa variabler kan tänkas påverka icke-kontrakterade kassaflöden.

---

<sup>18</sup> Oxelheim, L, *Exchange Risk Management in the Modern Company – A Total Perspective*. Stockholm: Scandinavian Institute for Foreign Exchange Research 1984.

Koncernen kan få betala ett högt pris om de producerande bolagen tappar känslan för de finansiella marknadsfluktuationerna.

Nästa generation av exponeringsmätningar och flödesrapporter kommer att uttrycka företagets känslighet för olika typer av risk beräknad på finansiella fluktuationers effekt på försäljning, export, import etc. För att t ex exportsäljaren rätt skall kunna göra en sådan bedömning måste han kunna uppskatta hur starkt en räntehöjning i ett visst scenario kan tänkas påverka efterfrågan på hans produkter. Kanske är bilden den att en stigande världsrenta leder till ökat sparande och minskad efterfrågan på de konsumtionsvaror han försöker exportera. Denna uppskattning av "elasticiteter" kan sannolikt bäst göras av personer med marknadskontakt. Genom att centraliseringen i många fall leder till att personer med kunskap om denna koppling lämnar dotterbolaget för uppgifter på någon central enhet och dessutom leder till att ansvaret för ogynnsamma utfall i denna koppling ligger centralt kan det uppstå ett kunskapsvakuum som allvarligt går ut över rapporteringen. Med centraliseringen måste sålunda följa ett löpande utbildningsansvar.

Under en pågående centralisering uppstår inte sällan intressekonflikter mellan dotterbolag och centrala koncernenheter. Dotterbolagen ser sig berövade ett viktigt vinstpåverkande instrument när de inte själva får utnyttja imperfektioner på finansiella marknader. Hur skall man komma tillrätta med detta? Det finns en medelväg som tillfredsställer båda parter. Man kan låta enskilda enheter få behålla sin möjlighet till vinstpåverkan och därigenom öka deras motivation att inhämta bättre beslutsunderlag, något som förhoppningsvis även kommer de centrala enheterna till del. Dotterbolagen tillåts att arbeta med finansiella instrument i precis samma utsträckning som om de vore helt självständiga – dock med en inskränkning: de skall utföra alla sina finansiella

operationer med centrala koncernfinans som motpart. De priser/kurser de därvid erbjuds skall vara helt marknadsmässiga. Här kan sålunda det enskilda dotterbolaget avgöra om det önskar använda sig av terminskontrakt på valutamarknaden, valutaoptioner, ränteoptioner etc. Centrala koncernfinans, som har överblick över koncernens hela exponering, överblickar matchningsfördelarna och avgör sedan i vilken utsträckning den totala exponeringen – i enlighet med koncernens policy för riskexponering – skall säkras på *externa* finansiella marknader.

Ovan nämnda medelväg är att betrakta som decentraliserad i beslutshänseende. Men den ger, genom rapportskyldigheten för dotterbolagen och kravet att dessa skall ha centrala finans som motpart i finansiella transaktioner, koncernen alla centraliseringens fördelar. Priset för kompromissen består av kostnaderna för de resurser i form av personal och lokaler som fordras för den interna hanteringen. Vill man se det riktigt positivt är dessa kostnader inte att betrakta som särkostnader för hanteringen utan som en del av kostnaderna för den fortlöpande utbildning och uppdatering av marknadsenheterna som alltid måste pågå.

Klagomålen från dotterbolag på en tung informationsbörda för att hålla centrala finansenheter informerad är ofta överdrivna. Den information som krävs borde i de flesta fall alltid finnas framtagen i dotterbolagen, oavsett om man tillhör ett centraliserat eller ett decentraliserat system. Även i ett system där allt ansvar för finansiella fluktuationer lyfts från dotterbolagen bör dessa ha ett stort intresse av en överblick av den egna efterfrågans känslighet för finansiella fluktuationer som underlag för produktions- och kassaflödesplanering.

Fördelarna med en centralisering beror i viss utsträckning på varu- och faktorflödena i företaget. Som underlag för organisatoriska överväganden bör sålunda ligga den flödeskartläggning som rekommenderades i det inledande steget i



denna programutformning. I sin enklaste utformning kan centralisering av riskerna ske genom att koncernens svenska bolag fakturerar utländska dotterbolag i lokala valutor och att dessa dotterbolag endast tillåts låna i lokal valuta och med fast ränta. Om de utländska dotterbolagen inte har några köp i utländsk valuta utöver importen från den svenska koncern-delen och ingen försäljning på tredje marknad, står centrala finans för alla riskerna.<sup>19</sup>

En speciell form av denna typ av centralisering utgör användandet av "re invoicing"-system, som har sina största fördelar när flödena mellan den multinationella koncernens bolag kan liknas vid ett spindelnät. Om till exempel ett amerikanskt dotterbolag säljer till ett tyskt dotterbolag inom samma koncern, sänds produkterna direkt till Tyskland medan fakturan i USD sänds till en central enhet för omfakturerering (*re invoicing center*). Denna enhet står valutarisken genom att sända en ny faktura i DEM till det köpande västtyska bolaget. I centret sker sålunda en omfakturering av koncernens export så att valutariskerna koncentreras till en organisatorisk enhet. Betydelsen av denna organisatoriska lösning ökar med storleken på handeln mellan koncernens olika utländska och inhemska dotterbolag.

Den geografiska lokaliseringen av den centrala enheten för omfakturering är en skattefråga av global karaktär. Förväntas enheten ge vinst skall den placeras i något lågskatteland eller "skatteparadis", men förväntas den ge förlust skall den placeras i ett land där koncernen har kvittningsmöjligheter.

När ett inhemskt dotterbolag i koncernen exporterar till ett utländskt dotterbolag och tvingas fakturera i detta bolags lokala valuta, kan en känslig avräkningssituation uppstå. Många koncerner avstår därför från att försöka styra fakture-

---

<sup>19</sup> Illustrationen gäller med en målvariabel i nominella termer. I annat fall kompliceras resonemanget av inflationsrisken.

ringsbeteendet och ger blott rekommendationer. Inom ramen för ett omfaktureringsystem uppstår inte avräkningsproblematiken, men i övriga fall kan man finna alla former av delat ansvar mellan det inhemska dotterbolaget och den centrala finansiella enheten. Spännvidden sträcker sig från att centrala finans tar all risk redan på offertstadiet till att centrala finans inte ansvarar för någon risk vid någon tidpunkt. Häremellan kan tänkas många former av interna avräkningsprocedurer. Vid fördelningen av riskansvaret uppstår som nämnts många intressekonflikter, och därför bör varje val av organisatorisk lösning som innebär en centralisering ange "nycklar" för hur effekterna av finansiella marknadsfluktuationer skall delas upp mellan olika organisatoriska enheter.

I fastställandet av grundvärden på endogena variabler ligger också val av vilka subsystem som skall anslutas till informationssystemet. Bland tänkbara subsystem finner vi system för global skatteplanering, nettingsystem, cash-managementsystem, system för kapitalplanering, redovisningssystem etc. För varje sådant delsystem gäller det att besluta omfattningen av och vägar för den önskade informationen.

## Sårbarhet för förändringar utanför företagets kontroll

Utvecklingen av detta steg är beroende av vilken systemsyn som inledningsvis valts. Föredrar företaget att exempelvis endast ta hänsyn till valutarisken skall detta steg innehålla system och rutiner för beaktande av förändringar i politiska och institutionella förhållanden som påverkar valutarisken. Här uppstår dock en svårighet med gränsdragningen till systemet baserat på växelkursrelaterad exponering där politisk

risk, finansiell risk och relativprisrisk skall hållas under uppsikt. I det mest övergripande systemet, med en totalmodell för hur företagets kassaflöde förändras av fluktuationer i de makroekonomiska variablerna, innehåller detta steg en värdering av de ekonomisk-politiska förhållandena och deras stabilitet.

Sårbarheten kan lämpligen undersökas med känslighetsanalys. Grunden för en sådan analys bör vara ett antal troliga scenarier. Utgångspunkten kan exempelvis vara ett antagande om kraftigt ökad penningmängd i USA eller ett antagande om dramatiskt höjda oljepriser. Känslighetsanalysen kan då omfatta ett antal olika uppsättningar av inhemsk penning- och finanspolitik med åtföljande värden på räntor och valutakurser.

På länderrisksidan gäller det att analysera effekten på koncernen av en potentiell ändring i gällande valutaarrangemang, ändrade exportgarantier etc. En ändring av valutaarrangemanget kan få stor inverkan på företagets risksituation. Så innebar exempelvis i Sverige övergången 1977 från valutaormen till valutakorgen ändrade spelregler i en icke oväsentlig utsträckning. Under tidsperioden med valutaormen handlade "spekulationen" från företagets sida om ett ensidigt spel mot interventionsgränserna. Hade valutan väl nått någon av interventionsgränserna var riktningen på den förestående korrekturen klar. Spelet mot riksbanken gällde sålunda tidpunkten för korrekturen. Med en valutakorg är spelet annorlunda. Här tillkommer för företagen svårigheter att bedöma – inom ramen för korgen – vilka valutor riksbanken kommer att använda i interventionen. Om en devalverings/revalveringsrisk inte är överhängande kan ett kopierande av korgens valutasammansättning reducera fluktuationer i motvärdet i svenska kronor till följd av växelkursfluktuationer.

Ett studium av valutaarrangemangen i olika länder är alltså ett grundelement vid bedömning av hur växelkursen mellan

två valutor kan tänkas utvecklas. Den samvariation mellan valutor som härvid framkommer kan sedan utnyttjas för ändamålsenliga portföljval. Låt oss som exempel se på priset i svenska kronor för olika valutor. Samvariationen för perioden 1974–84 mellan priserna – uttryckta i svenska kronor – för valutorna i svenska valutakorgen visar sig vara positiv för i stort sett alla parvisa kombinationer. Svenska kronan har sålunda över perioden successivt deprecierats mot övriga valutor. Elimineras man devalveringarna och ser till samvariationen under perioder då riksbanken försvarat ett paritetsvärde på korgen visar sig ett intressant mönster som låter sig utnyttjas. Tabell 1:1 visar detta mönster för veckovisa förändringar i valutakurser. Av tabellen går att utläsa det starka negativa sambandet mellan priset i svenska kronor på US-dollar och västtyska mark. Vidare framgår i en motsvarande jämförelse ett starkt positivt samband mellan de olika EMS-valutorna.

**Tabell 1:1 Korrelation mellan veckovisa procentuella förändringar av avistapriset på olika valutor i SEK mot korgen 1974–84**

Valuta	GBP	USD	DEM	FRF	BEC	CHF	NLG	DKK	NOK	ITL	ATS	JPY	FIM
GBP	1,00	0,00	-0,42	-0,18	-0,31	-0,22	-0,36	-0,40	-0,27	-0,16	-0,43	-0,07	-0,10
USD		1,00	-0,78	-0,48	-0,64	-0,56	-0,75	-0,61	-0,16	-0,15	-0,74	0,07	0,10
DEM			1,00	0,33	0,61	0,54	0,82	0,57	0,09	0,04	0,93	-0,11	-0,14
FRF				1,00	0,42	0,22	0,39	0,32	-0,19	0,25	0,35	-0,04	-0,11
BEC					1,00	0,32	0,64	0,55	0,08	0,07	0,60	-0,16	-0,13
CHF						1,00	0,47	0,26	0,05	0,06	0,53	0,08	-0,14
NLG							1,00	0,54	0,06	0,09	0,79	-0,13	-0,15
DKK								1,00	0,16	0,12	0,57	-0,16	0,05
NOK									1,00	-0,12	0,08	-0,13	0,42
ITL										1,00	0,06	-0,05	0,01
ATS											1,00	-0,11	-0,13
JPY												1,00	-0,13
FIM													1,00

Förekommande valutaarrangemang innebär i många fall att en valuta låses (peggas) till en annan valuta. Detta är naturligtvis av stor betydelse för kursutvecklingen på båda dessa valutor. Många företag har insett betydelsen av denna kopp-

ling, när de haft att arbeta med valutor i tredje världen. Dessa är i många fall kopplade till US-dollar eller till den franska francen. Knytningen är ofta så stark att dessa båda valutor i respektive fall utgör den näst bästa valutan att arbeta med vid prognoser och vid säkringar, när man inte kan agera direkt med tredje världen-valutan.

En koppling med en mycket stark korrelation framgår av tabellen. Den gäller den österrikiska skillingen. Den är ganska fast knuten till den västtyska marken enligt det österrikiska valutaarrangemanget, varför den starka korrelationen, 0,93, inte är överraskande. En sådan samvariation mellan valutor kan exempelvis utnyttjas av det svenska företag som har en tillgång i västtyska mark och som kan välja mellan att köpa en produkt i ett antal länder, bland dem Österrike, dock ej Tyskland, och med betalning i respektive lands valuta. Om betalningsvillkor och kvalitet är lika i alla länderna, är det fördelaktigast för det svenska företaget att bli fakturerat i den österrikiska skillingen som matchning till den position man har i västtyska mark. Stiger marken i värde så stiger tillgångens värde i SEK. Men enligt korrelationen, och som motvikt, stiger även den österrikiska skillingen och motvärdet i SEK av den österrikiska fakturan.

Som ett minimum bör företaget i detta steg av programmet utarbeta "worst case"-scenarier med olika politiska ramar. Med dessa som utgångspunkt kan företaget tidigt svara upp med motåtgärder när "varningssignaler" kommer från marknaden.

## Generering av prognoser som underlag för beslut under risk

Föregående fyra steg behandlade ramen för företagets riskhantering. Detta steg och nästa behandlar det löpande informationsbehovet för den operativa styrningen. Behovet består i huvudsak av två delar; den ena gäller fluktuationsmönstret på de finansiella marknadsvariablerna, den andra företagets exponering för risk.

I den praktiska hanteringen av exempelvis valutarisk utgörs utgångspunkten ofta av valutapositionen, dvs företagets nettofordran (lång position) eller nettoskuld (kort position) i en given valuta uttryckt i den egna basvalutan. För att bestämma positionen i form av tex förväntad försäljning krävs prognoser av finansiella marknadsvariabler. Att enbart arbeta med valutapositionen ger en första känsla för valutariskproblemet genom att den låter sig jämföras med storheter som företagets totala valutaflöden, omsättning, export och import. För att få en bild av valutarisken skall riskytan kopplas samman med fluktuationsmönstret för den aktuella växelkursen. Prognosbehovet för de finansiella marknadsvariablerna är centralt i båda fallen och får därför komma först.

Prognosbehovet är en funktion av innehållet i den policyformulering vi tidigare diskuterat. Det företag som är riskneutralt och som tror på hållbarheten i Fishers öppna relation och på den internationella köpkraften behöver exempelvis ingen prognos, annat än möjligtvis för budget- och omräkningsändamål. Det företag som inte tror på hållbarheten i dessa relationer och som har någon form av riskaversion har däremot ett stort behov av prognoser. Vissa av de finansiella marknadsrelationerna, som exempelvis Fishers öppna relation, tillhandahåller marknadsbaserade prognoser. Den företagsledning som hävdar att den inte tror att relationen håller

måste sålunda producera bättre prognoser. De kan i princip genereras på tre sätt: med strukturella modeller eller förklaringsmodeller, med tidsserieanalysmodeller eller med enkla arbitrage- och jämviktsrelationer.

Det finns ingen "supermodell" för prognoser av vare sig räntor eller valutakurser. De ekonometriska modellerna visar sig i empiriska test ha genomgående sämre prognosförmåga än enkla jämviktsrelationer. Låt oss som exempel ta en modell som har varit föremål för ingående analys gällande prognosförmågan:<sup>20</sup> (se nästa sida)

$$e = a_0 + a_1 (m - m^*) + a_2 (y - y^*) + a_3 (r_s - r_s^*) + a_4 (\pi^e - \pi^{*e}) + a_5 \overline{HB} + a_6 \overline{HB}^* + u,$$

där i termer av svenska kronan

$e$  = logaritmen för priset på utländska valutor i svenska kronor

$m - m^*$  = logaritmen av kvoten av svenskt penningutbud och utländskt penningutbud

$y - y^*$  = logaritmen av kvoten av svensk realinkomst och utländsk realinkomst

$r_s - r_s^*$  = kortsiktig räntedifferential

$\pi^e - \pi^{*e}$  = förväntad långsiktig inflationsdifferential

$\overline{HB}$  = ackumulerad svensk handelsbalans

$\overline{HB}^*$  = ackumulerad utländsk handelsbalans

$u$  = störningsterm

Det finns skäl att anta att denna modell innehåller de viktigaste variablerna, men att statistiska problem såsom samvariation mellan de förklarande variablerna (multikollinearitet) och otillräckligt långa homogena datasekvenser gör att den visar sig fungera dåligt. Något enklare kan man beskriva växelkursens förändring med en modell innehållande ett uttryck för förändring av relativ inflation, ett uttryck för ränteskillnad samt ett uttryck för ändrade reala inkomstförhållanden såsom betydelsen för England och Norge av upptäckten av Nordsjöoljan. En sådan modell beaktar prisutvecklingen på varumarknaderna samtidigt med prisutvecklingen på finansmarknaderna. Den förstnämnda utvecklingen tenderar att slå igenom i det långa loppet, medan den sistnämnda i de flesta ekonomier har sin största inverkan omedelbart eller på kort sikt. Detta kan tolkas så att det vid kortfristiga placeringar blir speciellt viktigt att se till prisutvecklingen på finansiella tillgångar, medan det vid långsiktiga placeringar gäller att beakta den sammantagna prisutvecklingen på varumarknaden. En betydande svårighet i modellarbetet ligger i att avbilda marknadens förväntningar. En ökad utbildning av företagsansvariga ändrar sannolikt förväntningsbildningen. Ser vi till listningen i tabell 1:2 av de viktigaste indikatorerna på en förestående ändring av växelkursen, så framstår detta genom förhållandet att räntan där endast nämns i en fotnot<sup>21</sup> medan den idag räknas som en av de allra viktigaste indikatorerna.

---

<sup>20</sup> Se exempelvis Meese, R och Rogoff, K, Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, *Journal of International Economics*, 14/1983, s 13–24.

<sup>21</sup> En alternativ förklaring kan vara att ränteskillnaderna för undersökningsperioden inte ansågs tillräckligt stora för att av de amerikanska företagen i undersökningen upplevas ha något förklaringsvärde.



Tabell 1:2 Identifikation och rangordning av de viktigaste indikatorerna på framtida valutakursändringar

Valda indikatorer på framtida växelkursrörelser	% företag som svarat <sup>a)</sup>				
	Gradering av indikatorerna			Viktig men ej graderad	Inget svar
	Grad av användbarhet				
	(1)	(2)	(3)		
Betalningsbalans					
På basis av officiella reserver	8,4	16,8	15,8	11,2	47,7
På likviditetsbasis	7,5	23,4	18,7	4,7	45,8
Handelsbalans	11,2	24,3	20,5	9,3	34,6
Inflationstakt (WPI)	17,8	26,1	11,1	9,3	35,5
Inflationstakt (CPI)	15,0	21,4	18,7	11,2	33,6
Guldreserv					
Konvertibla inkomster	0,9	2,8	27,1	3,7	65,4
Regeringens budgetunderskott	0,0	8,4	34,6	5,6	51,4
Peningmängdens tillväxt	5,6	19,6	30,9	8,4	35,5
Sentida växelkursrörelser	5,6	10,3	32,6	8,4	43,0
Landets energisituation	0,0	0,9	23,4	4,7	71,0
Allmän importutveckling	0,0	1,9	23,2	3,7	71,0
Övriga indikatorer <sup>b)</sup>	18,7	7,5	8,4	9,3	56,1

a) Baserat på 107 ifyllda formulär.

b) I synnerhet räntesatser men även arbetskraftskostnader, internationell politisk utveckling, parallella växelkurser (svarta börsen), internationell skuldsättning, grundläggande betalningsbalans, handelsförbindelser mellan länder.

Källa: Jilling, M, *Foreign Exchange Risk Management in US Multinational Corporations*. Stamford: UMI Research Press 1978, s 261.

Den ökade integrationen av världens finansmarknader har också lett till att prognoser över utvecklingen av ekonomiska variabler i ett land i allt större utsträckning måste baseras på t ex potentiella reala och monetära chocker på världsmarknaden. För denna marknadsbild har självfallet förhållandena i USA en stor om än minskande betydelse.

Nästa kategori prognoser är baserad på tidsserieanalys som

kan göras på lång respektive kort sikt. Genomförs den på lång sikt för exempelvis valutor är det helt klart att det historiskt funnits systematiska tendenser i form av trendtillväxt i priset på utländska valutor uttryckt i svenska kronor. Detta har sålunda gällt för de stora lånevalutorna gentemot den svenska kronan alltsedan 1970-talets början. Långsiktiga framskrivningar av sådana trender är dock ett tveksamt instrument för prognosgenerering. På kort sikt visar analys av kronan att det handlar om slumpmodeller.<sup>22</sup> Med detta avses att det inte finns någon korrelation mellan historiska kursändringar som låter sig utnyttjas som prognos eller "trading rules" för framtida handlande. Att det på kort sikt är en slumpmodell innebär i sig en prognos, nämligen att den bästa prognosen av kursen om exempelvis en vecka är dagens avistakurs.<sup>23</sup>

Den tredje gruppen av prognosmodeller utgörs av enkla marknadsrelationer eller jämviktsrelationer enligt figur 1:4.

Tror sig det enskilda företaget vara i stånd att generera bättre prognoser än dessa marknadsbaserade, bör man naturligtvis göra det i den utsträckning det står i överensstämmelse med policyformuleringen. I ett historiskt perspektiv har det förekommit substantiella *temporära* avvikelser som utgjort en potentiell belöning för den som agerat på basis av "bättre" prognoser än de marknadsbaserade.

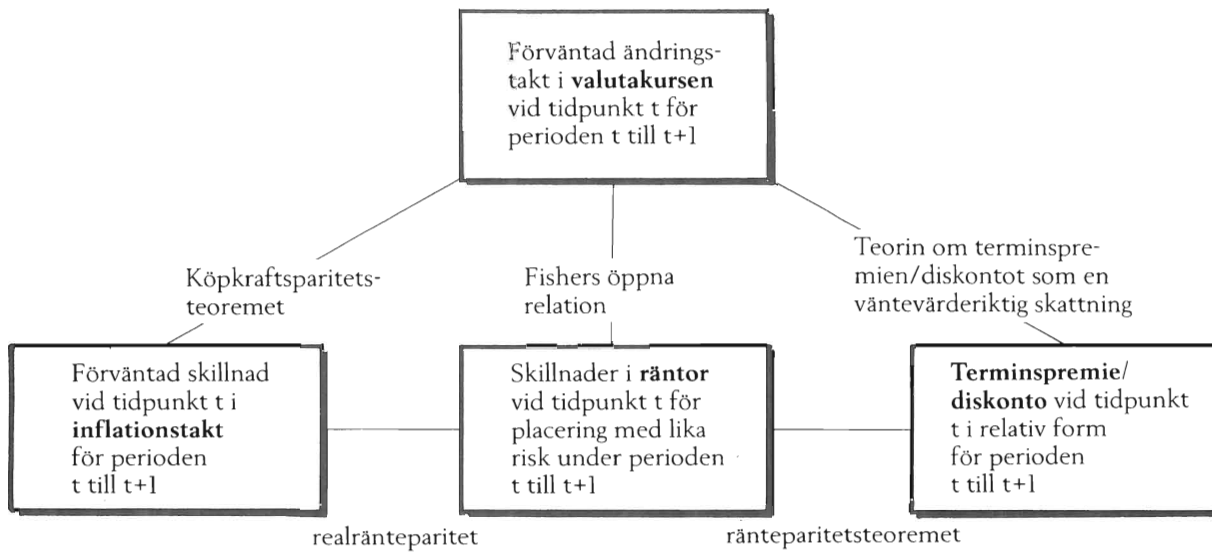
En empirisk analys av historiska prognosfel för olika här nämnda modeller och med den svenska kronan som utgångspunkt visar, att den bästa prognosen på riktigt kort sikt – från timme till timme, dag till dag – är innevarande valutakurs respektive ränta.<sup>24</sup> Detta förutsätter att företaget

---

<sup>22</sup> Se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

<sup>23</sup> Med eventuellt tillägg för driftparameter.

<sup>24</sup> Se Oxelheim, L, *Finansiell integration och räntetransmission*.



Figur 1.4. Jämviktsrelationer mellan valutakursändringar, inflationstakter och ränteskillnader<sup>1</sup>

<sup>1</sup> För närmare beskrivning och för empirisk utvärdering av dessa jämviktsrelationer se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*. Chichester: John Wiley & Sons 1985.

inte har tillgång till *inside information* eller på något sätt kan styra en "tunn" marknad.

På lite längre sikt, 3–6 månader, visar sig terminskursen vara en god avbildning av valutakursen vid kontraktstidens slut. "God" är här relaterat till andra modeller och är en positiv tolkning på så sätt att prognosfelet ofta är stort men inte av systematisk karaktär. Ett undantag finns dock i dollarterminkursen som under 80-talets första hälft systematiskt har underskattat US-dollarns utveckling.

På lång sikt erhålls den bästa prognosen från köpkraftsparitetsmodellen. Uppkomna avvikelser från köpkraftsparitet måste bedömas noga och tillmätas stor vikt i en liten öppen ekonomi som den svenska. Köpkraftsparitetsteorin ger alltså en god indikation på riktningen och styrkan i en eventuellt förestående paritetsförändring. Graden av öppenhet för internationell handel och elasticiteten i ett lands utrikeshandel är sedan viktiga faktorer att ta ställning till vid bedömningen av den mer svårprognostiserade *timing*-aspekten.

Skall köpkraftsparitetsteoremet utnyttjas fullt ut för prognostisering krävs, utöver skattningen av den ackumulerade avvikelsen, prognoser för utvecklingen av relativ inflation, dvs prognoser för inhemsk såväl som omvärldens inflationsutveckling.

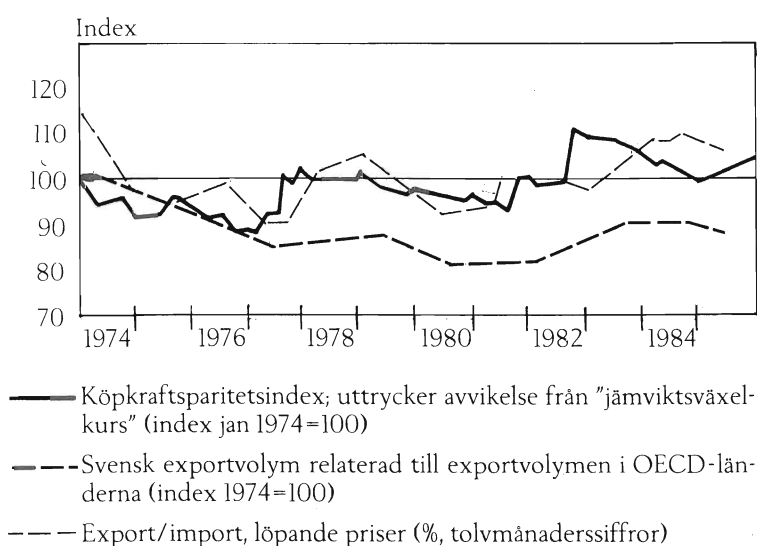
Figur 1:5 illustrerar den ackumulerade avvikelsen från köpkraftsparitet. Den heldragna linjen visar i vad mån utvecklingen av den vägda inflationen för de länder som representeras i svenska valutakorgen visavi svensk inflation återspeglats i valutakursens utveckling. Värden under 100 tyder på att svenska kronan är övervärderad i köpkraftshänseende och värden över 100 på att den är undervärderad. Av bilden framgår att successiva övervärderingar korrigerats med devalveringar som fört upp den svenska kronan till köpkraftsparitet. Den kraftiga devalveringen i oktober 1982 gav en undervärdering av den svenska kronan gentemot korglän-

derna, vilken dock successivt har eliminerats. Svårigheten att finna bra modellbeskrivningar gör att avvikelserna från köpkraftsparitet får utgöra underlag även för diskussion på höga samhällsnivåer om potentiell felvärdering av en valuta.

De praktiskt betingade invändningarna mot ett köpkraftsbaserat resonemang gäller val av index, val av jämförelseperiod med jämvikt samt val av vikter. Utan att här föra resonemanget för långt kan konstateras att syftet med beräkningen avgör valet av index. Skall man jämföra levnadskostnader i olika länder lämpar sig konsumentprisindex. Vid studium av växelkursutvecklingen lämpar sig å andra sidan producentprisindex eller partiprisindex bäst för att fånga prisutvecklingen på varor och tjänster i handeln över gränserna. Valet av index bestämmer förloppet på köpkraftsparitetsindex. Så snart relativprisförskjutningarna inom ett land är små, tenderar analysen av köpkraftsavvikelsen att vara ganska okänslig för val av index inom kategorierna BNP-deflator, exportprisindex, index för relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet, konsumentprisindex och producentprisindex.

Valet av jämviktspunkt eller -period är betydelsefullt för vad som skall räknas som övervärdering respektive undervärdering i utvecklingen av den internationella köpkraften. I figur 1:5 har jämvikten identifierats med hänsyn till balans på såväl varumarknader som finansiella marknader. Den tjocka streckade linjen som uttrycker förlust av marknadsandelar för svensk export ger också ett intryck av att jämviktsnivån inte är orealistisk. Den övervärderade kronan har lett till förlust av marknadsandelar. Trots undervärdering planar dock återtagandet av marknadsandelar ut 1984, och 1985 tappar svensk export marknadsandelar. Men detta låter sig förklaras av företagens önskemål som höjda bruttomarginaler och av strukturella förhållanden. Den tunna streckade linjen visar att företagen i stor utsträckning valt att under dessa två år höja bruttomarginalen istället för att priskonkurrera för att

**Figur 1:5. Köpkraftsparitetsindex SEK/korgvalutorna**  
Månadsdata

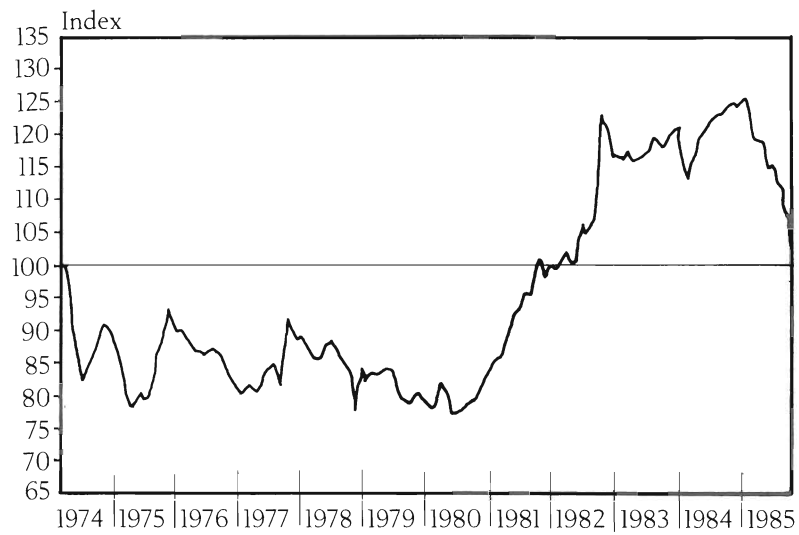


vinna tillbaka marknadsandelar. Sedan ett decennium tillbaka finns det dessutom en svag strukturell tendens till förlust av marknadsandelar för svensk export till följd av den svenska exportens varusammansättning och val av marknader.<sup>25</sup>

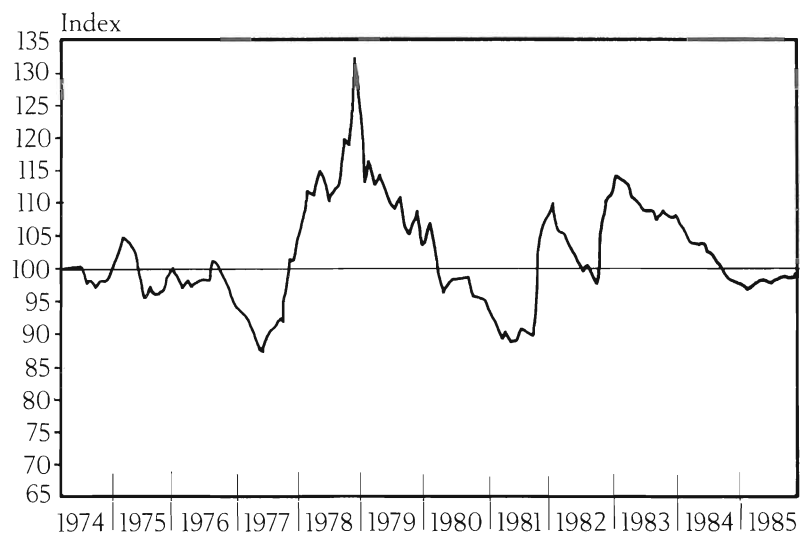
Figurerna 1:6 och 1:7 är bilaterala men kan ändå användas för att illustrera betydelsen av graden av öppenhet för internationell handel när det gäller varaktighet i avvikelser från köpkraftsparitet. Figur 1:6 visar utvecklingen av den reala växelkursen för US-dollar mot svenska kronan. Bilden speglar den allmänna opinionen om en kraftigt undervärderad US-dollar under 1970-talets andra hälft och en i motsvarande

<sup>25</sup> Se Horwitz, E C, *Marknadsandelar för svensk export 1978–84 – En "Constant-Market-Shares"-analys*. Stockholm: Kommerskollegium, mimeo, februari 1986.

**Figur 1:6 Köpkraftsparitetsindex SEK/USD**  
*Månadsdata*



**Figur 1:7. Köpkraftsparitetsindex SEK/CHF**  
*Månadsdata*



utsträckning övervärderad US-dollar under 1980-talets början. Den reala, effektiva dollarkursen steg 50% från mitten av 1980 till början av 1985. Avvikelse sedan 1970-talets början har varit stora och haft lång varaktighet.

Figur 1:7 visar den dramatiska utvecklingen av den reala växelkursen för schweizerfrancen mot svenska kronan. Bilden speglar det kraftiga omslaget i den reala, effektiva växelkursen för schweizerfrancen 1977–78, då den blev kraftigt övervärderad i förhållande till de för landet viktigaste handelsvalutorna och steg med över 30%. I en liten, öppen och valutakänslig ekonomi som den schweiziska kunde denna övervärdering inte bestå. Genom temporärt införande av negativ förräntning på placeringar i landets banker gjorda av valutautlåningar minskade efterfrågan på schweizerfranc för finansiella placeringar och kurvan gick snabbt ner till paritet.

En del av valutaprognosen är just prognostisering av hur länge en avvikelse från köpkraftsparitet kan väntas bestå, och sålunda med vilken tidsrymd de företag har att arbeta som i sin policy bestämt sig för att försöka utnyttja avvikelse i sin kommersiella verksamhet.

På det praktiska planet kan det noteras att de flesta företag har liten tilltro till sina egna möjligheter att slå marknadens prognoser.<sup>26</sup> I en undersökning 1983/84 av de 19 största svenska multinationella företagen var det inget av dessa som använde någon egentlig modell för prognosgenerering. Enligt undersökningen genereras prognosen snarare på basis av beslutsfattarens intuitiva bedömning. I bakhuvudet på respektive befattningshavare finns dock en makroekonomisk uppfattning om vilken variabel som kan tänkas vara den mest betydelsefulla för valutakursens utveckling. Prognosen genereras sedan med hjälp av denna variabel på sådant sätt att

---

<sup>26</sup> Se resultaten av en undersökning av svenska multinationella företag redovisade i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.



man gallrar i den information som företrädesvis tillhandahålls från banker och söker efter den prognos som i störst utsträckning bygger just på variabeln ifråga. Uppfattningen om vilken variabel som är den viktigaste för växelkursens utveckling varierar starkt från företag till företag.

Avslutningsvis kan från samma undersökning konstateras att det i amerikanska bolag högfrekventa användandet av *technicals* för prognosgenerering på kort sikt inte har sin motsvarighet i svenska multinationella företag. Bland dessa var det endast tre av de 19 undersökta företagen som vid undersökningens genomförande hyste någon tilltro till *technicals* och som sade sig använda dem som beslutsunderlag på kort sikt.

## Information för exponeringsberäkning

I samband med den tidigare diskussionen av kraven på målvariabeln tangerade vi kraven på en adekvat exponeringsmätning. Vad som är rätt exponeringsmått styrs dessutom av vilket av de tidigare angivna angreppssätten man valt för riskhanteringen. De vanligaste exponeringsmåten i det praktiska livet har det gemensamt att de alla präglas av en hög grad av partialitet. Denna gäller såväl vilka risker som skall beaktas i exponeringen som vilken tidshorisont och vilken kategori av flöden som skall tas med i beräkningen. Låt oss se på olika möjligheter.

Det teoretiskt korrekta och kompletta exponeringsmålet bör uttrycka hur företagets marknadsvärde<sup>27</sup> är exponerat för

---

<sup>27</sup> En vanlig utgångspunkt i finasteorin, men detta val kan som tidigare framgått ifrågasättas med hänsyn till företagets övriga intressenter.

icke förutsedda förändringar i räntor, valutakurser och inflationstakter på makroekonomisk nivå samt för förändringarnas följdverkningar på relativpriser och volymer av företags-specifik karaktär. Ett sådant exponeringsmått kan formuleras på basis av känslighetskoefficienter som på statistisk väg isolerar inflytandet från olika störningskällor.<sup>28</sup> Det fordras dock en viss uppspjälkning av företagets uppskattade framtida kassaflöden för att tillförlitliga känslighetsmått skall kunna erhållas. Detta exponeringsmått kan ses som representativt för vart företaget skall sträva i sin systemutveckling. Datorstödet bör förenkla möjligheten att nå denna högre grad av sofistikerad i riskhanteringen. Informationskostnader och andra skäliga argument kan naturligtvis motivera att företag sänker sin ambitionsnivå och väljer att arbeta med ett enklare exponeringsmått. Vad man däremot inte får pruta på är att i utgångsläget av systemutvecklingen, och ibland under arbetets gång, försöka överblicka sin exponering i termer av totala risker. Vi nämnde detta inledningsvis, men det förtjänar att upprepas. Genom att utgå från en överblick av den totala exponeringen och avgränsa sig ner till ett lämpligt mått får företaget en ökad insikt i den potentiella osäkerhet som vidhäftar det valda exponeringsmättet.

Begränsar man sig till att endast se till en viss riskkälla, exempelvis valutarisk, kan man urskilja tre olika exponeringsmått. De är mått på transaktionsexponering, balansräkningsexponering (*translation exposure*) och ekonomisk exponering. Grundtanken bakom dessa mått kan även användas vid beräkning av exponering för exempelvis räntefluktuationer. Om man separat beräknar exponeringen för valutafluktuationer respektive räntefluktuationer är poängen att dessa båda mått måste ses som delvis överlappande och att de

---

<sup>28</sup> Se Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

sålunda inte utan komplikationer kan adderas.

Den *ekonomiska exponeringen* ser till det ekonomiska värdet och hur det påverkas av fluktuationer i olika marknadsvariabler. Det ekonomiska värdet är det diskonterade nuvärdet av alla framtida kassaflöden. Detta mått innehåller sålunda både kontrakterade och icke-kontrakterade poster. De sistnämnda skattas med hänsyn till de elasticitetsmått som gäller för det enskilda företaget.

Att skatta icke-kontrakterade kassaflöden för en mycket avlägsen framtid ställer sig i praktiken svårt. Ett sätt att komma tillrätta med detta problem kan vara att, som inledningsvis nämndes, välja att koppla bort flödeshänsynen efter en viss period och låta en för detta framtida tillfälle skattad balansräkning uttrycka nettoexponeringen av de framtida kassaflödena. Skäligheten i en sådan approximation varierar från företag till företag beroende på exempelvis de redovisningsregler<sup>29</sup> som inom ramen för god redovisningssed tillämpas.

*Transaktionsexponeringen*<sup>30</sup> är den enklaste formen av exponeringsmått baserat på kassaflöden. Detta mått ser endast till värdeförändringar i kontrakterade poster och bygger alltså helt på företagets redovisning. Genom att agera på basis av transaktionsexponering och inte ta hänsyn till icke-kontrakterade poster kan vidtagna säkringsåtgärder i många fall skapa exponering, där sådan inte föreligger i termer av ekonomisk exponering. Många väljer därför att försöka utvidga transaktionsexponeringen med en skattning av icke-kontrakterade poster för den närmast kommande perioden.

Längden på den period över vilken direkt skattning av

---

<sup>29</sup> Se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

<sup>30</sup> Det förekommer i litteraturen olika innehåll i transaktionsexponeringen. Det här presenterade synsättet är dock det vanligaste.

kassaflödet skall ske ligger normalt mellan 12 och 24 månader. Kassaflödesskattningarna och exponeringsberäkningarna kan i vissa företag ske rullande månadsvis, medan kvartalsvis återkommande uppdatering lämpar sig bäst i andra företag. En viktig fråga att ta ställning till berör i vilken utsträckning man skall skaffa information som underlag för en bedömning av storleken på transaktioner under den del av riskperioden som inte täcks av redovisningshandlingarna. Här gäller det också att bedöma informationsvärdet av att ligga "on line" i exponeringsmätningen.

Den s k *balansräkningsexponeringen* hänför sig till värdering av företagets stockar (tillgångar/skulder) och är på kort sikt bokföringsmässig till sin karaktär. Den resulterar inte nödvändigtvis i vinst eller förlust räknat i basvalutan. På lång sikt kommer dock denna exponering att ge upphov till faktiska kassaflödeseffekter genom att lager någon gång måste levereras eller användas och dotterbolag eller maskiner avyttras. Exponeringen avser en passiv eller latent risk till skillnad från tidigare nämnd exponering som kan rubriceras som aktiv. I Sverige dominerar användandet av en med närliggande icke-kontrakterade flöden utvidgad transaktionsexponering. I USA har intresset länge varit koncentrerat till balansräkningsexponering men nu verkar man även där vara på väg mot utvidgad transaktionsexponering och ekonomisk exponering.<sup>31</sup> Det gäller för det enskilda företaget att formulera ett praktiskt hanterbart mått. Allt talar för att kassaflödet skall sättas i centrum.

Bland de praktiska problemen finner vi att många olika rutiner i ett företag kan försvåra exponeringsmätningen.

---

<sup>31</sup> Jämför utvecklingen redovisad i Rodriguez, R, *Foreign Exchange Management in US Multinationals*, Lexington Books 1980 och i Garner, K och Shapiro, A, A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Risk, *Midland Corporate Financial Journal*, hösten 1984.

Bland dessa rutiner återfinns vi bruket av prisklausuler, avgivandet av garantier etc. Det gäller för ledningen att klara ut om fördelarna med dessa rutiner verkligen uppväger de nackdelar de skapar vid kontroll av företagets riskyta. En viktig punkt blir sålunda att fastställa hur stor osäkerhet som finns i mätningen av företagets exponering för risk. Det handlar då inte bara om intern rapporteringsdisciplin och osäkerhet om uppskattade kontrakt kommer att erhållas utan även om exempelvis betalningsdisciplin. Som tidigare nämnts påverkar denna osäkerhet graden av täckning som bör eller kan föreskrivas avseende företagets risk.

För det företag som har ambitionen att ha en global spännvidd på sin riskhantering ligger ett problem i att bestämma hur det konsoliderade kassaflödet skall definieras. Många företag har kommit ifrån denna svårighet genom att begränsa sitt intresse till att gälla endast den svenska koncerndelens exponering i enlighet med vad som tidigare nämnts. Men för andra företag med målsättningen att kontrollera koncernens hela transaktionsexponering – utan kompletterande regler för faktureringsförfarande och upplåning i lokal valuta – återstår denna definitionssvårighet på det praktiska planet. Skatteskillnader mellan länder, remitteringsmöjligheter, ägandeandelar etc skapar problem när det gäller att få en korrekt bild av den konsoliderade transaktionsexponeringen.

## Operativ riskhantering

Vi har nu arbetat oss igenom två av fyra block på vägen till ett system för hantering av företagets risker. Vi har sålunda tagit ställning till målet för riskhanteringen, till vilka risker som skall bekämpas, till i vilken utsträckning detta skall ske

samt till vilket löpande informationsbehov som finns för riskhanteringen. För att göra programmet komplett återstår att fastställa det sätt på vilket riskhanteringen skall utföras.

I detta tredje block – innehållande endast ett steg – ligger utveckling och val av strategi med fördelning av ansvarsområden. Här skall preciseras vem som skall lämna vilket slag av information till vem och när detta skall ske. Här skall vidare alla former av behörighetsfrågor klaras ut. I detta steg utarbetas skriftlig dokumentation med manualer innehållande befattningsbeskrivningar.

Vi kan urskilja tre olika nivåer av beslut vars ram skall fastställas. I *policybesluten* deltar styrelse och verkställande direktör, eventuellt kompletterade med ytterligare någon från den verkställande ledningen. Här sker val av övergripande strategi av typen laissez faire-strategi, maximering av förväntad avkastning etc.

På närmast lägre nivå – den *taktiska beslutsnivån* – deltar finanschef och marknadschef för att ta ställning till hur policybeslutet skall kunna genomföras via finansiella och kommersiella beslut. Här kan ligga matchningsåtgärder, ändring av faktureringsbeteende, indexering av lån etc. Det skriftliga dokumentet bakom aktiviteterna på denna nivå bör klargöra hur de faktiska besluten skall fördelas mellan produkt- och marknadsfunktion samt finansiell funktion. Handlingsutrymmet på denna nivå förtydligas genom en listning av de åtgärder som beslutsfattarna på taktisk nivå tillåts arbeta med. På denna nivå kan också, som tidigare nämnts, inskränkningar ha dikterats från policynivå i form av föreskrifter om att viss del av den risk som återstår efter interna åtgärder alltid skall vara täckt på externa finansiella marknader.

Totalt och i oinskränkt skick disponerar beslutsfattarna på taktisk nivå ett 30-tal olika åtgärder. En del av dessa kan förväntas vara lika i kostnadshänseende. Teorin säger exempelvis att terminsförsäljning av en exportfordran och ett lån

på motsvarande belopp skall ha samma kostnader. De har däremot olika kassaflödespåverkande effekter. Utvecklingen av nya finansiella instrument pågår fortlöpande och aktiviteten på detta område har varit stor i omvärlden under senare år. Möjligheten att utnyttja dessa instrument är dock ofta begränsad för svenska företag. Nya instrument i företagets riskpåverkande mix kommer att bli "futures", "options" och "swaps" i alla upptänkliga former.

På den tredje beslutsnivån – *den operativa beslutsnivån* – arbetar treasureren, som har att försöka genomföra ovan nämnda åtgärder på bästa sätt genom t ex val av tidpunkt för terminskontrakt och optioner, genom val av bankförbindelser och av instrument för placering av överskottslikviditet.

Vad kan då t ex företaget ha för nytta av ett terminskontrakt respektive en valutaoption och vad skiljer dessa båda instrument åt? Att använda sig av terminssäkring innebär helt enkelt att man på förhand låser in marknadens förväntningar. Det nya instrumentet valutaoption innebär däremot att man endast låser utvecklingen i en icke önskvärd riktning, dvs den riktning företaget fruktar. Man håller sålunda de positiva utfallsmöjligheterna öppna.

Ger då terminskontraktet effekt? Som vi tidigare noterat kan det användas både för att öka förväntad avkastning och för att reducera variansen i målvariabeln. I samband med diskussionen om val av planeringshorisont fann vi att variansreduktionen var liten när kontraktslängden inte var identisk med planeringshorisonten. En viss dämpning av fluktuationen i kassaflödet kan dock erhållas, men en uppföljande analys måste till för att visa att denna begränsade dämpning inte köps till ett oskäligt högt pris i form av lägre avkastning. Med detta konstaterande kommer vi naturligt in på det fjärde och avslutande segmentet i denna listning av huvudelementen i företagets program för riskhantering, nämligen återföringen av information för uppföljning och kontroll.

## Redovisning av hur företaget påverkas av finansiella marknadsfluktuationer

Detta steg utgör inledningen till det fjärde blocket som handlar om utvecklandet av rutiner och kanaler för återföring av information. Sådan återföring sker genom företags externa respektive interna redovisning. En del av den interna rapporteringen bör utformas för utvärdering och kostnadsuppföljning av riskhanteringen.

Den klassiska finansteorin hävdar att redovisningen är av mindre betydelse, eftersom den vakne analytikern besitter förmågan att genomskåda företags externa rapporter. I praktiken är svårigheterna dock betydande för företags externa intressenter, och det finns sålunda all anledning för företaget att beakta utformningen av informationen i sina rapporter. Strävar företaget med sin riskhantering efter att uppnå marknadsvärdestabilisering, blir självfallet kommunikationen med marknaden via exempelvis ordvalet i redovisningen av stor betydelse. Det företag som tar ett lån i en lågräntevaluta, och som bokför mellanskillnaden till räntan för ett motsvarande lån i svenska kronor under rubriken valutakursförlust, ger den externa analytikern ett onödigt intryck av mismanagement. Enligt Fishers internationella effekt är det som tidigare nämnts denna mellanskillnad som kan kallas kalkylerad kursändring och som alltså bör ingå som ett element i den kalkylerade kapitalkostnaden.

Antag exempelvis att ett företag kan ta i riskhänseende likvärdiga lån i SEK med 12 % ränta, i DEM med 8 % och i ITL med 20 % ränta. Kassaflödenas karaktär blir här olika om differenserna svarar mot marknads uppfattning. Redovisningsreglerna förstärker dessa differenser. Med lånet värderat



till balansdagkurs – och om marknadens förväntningar håller – kommer kostnaderna för lånet i DEM att redovisas som finansiell kostnad till 8 %, medan en kursförlust som kan periodiseras utgör mellanskillnaden upp till 12 % eller en del av denna. För lånet i ITL bokförs en finansiell kostnad på 20 %. Först i samband med amortering kan del av ”överpriset” på lånet i ITL föras tillbaka i form av valutakursvinst. Att på detta sätt separera kapitalkostnadens moment är stötande.

Det finns i dag en stor samstämmighet i rekommendationerna från de stora internationella redovisningsorganisationerna. I vissa frågor, som exempelvis periodiseringsproblematiken, är man dock inte överens. Trots denna samstämmighet i stort kan man säga att analytikern genom företagets externa redovisningshandlingar får en mycket svårtolkad bild av de finansiella marknadsfluktuationernas inverkan på företagets resultat och ställning. För att bena upp tolkningsproblemen måste redovisningen i sin kravspecifikation anpassas till den övergripande risksyn som presenterats här och som bygger på känslighetskoefficienter.

Trots att externredovisningen idag är baserad på ett avsevärt mycket enklare synsätt – ett statiskt – förmår den inte tillfredsställande anvisa hur företaget bör upplysa om betydelsen av valutakurs- och ränteändringar på kontrakt av kommersiell såväl som finansiell karaktär. Vad som på den kommersiella sidan bör betecknas som valutaförlust med detta enkla synsätt är avvikelserna från den kalkylerade kursen vid kontraktstillfället och den faktiska kursen vid betalningstillfället. Som det är i dagsläget kommer endast avvikelserna mellan kontrakterad och faktisk kurs till explicit uttryck för de finansiella posterna. Vad gäller långa lån kommer dessutom dessa avvikelser genom periodiseringsförfaranden av olika slag att få starkt olikartade fördelningar från företag till företag för i stort sett identiska lån.

Om effekterna av de finansiella marknadsfluktuationerna skall redovisas på basis av elasticiteter, krävs samma modellram som vi presenterat här för det mest utvecklade systemet för riskhantering. Med en sådan ram kan skattning erhållas av exempelvis de ökade försäljningsintäkter, såväl pris- som volymeffekter etc, som emanerar från dessa fluktuationer. Osäkerheten vid bestämning av olika priselasticiteter är dock ännu alldeles för stor för att man från redovisningsorganisationerna skall kunna ställa krav på företagen på ett sådant innehåll i den externa redovisningen. I den interna redovisningen är en sådan analys däremot påkallad.

Det finns många exempel på bristande överensstämmelse i myndigheternas syn på sambanden mellan de finansiella marknadsstorheterna och deras inverkan på företaget. Exempelen kan hämtas från redovisningsområdet i form av avvikelser från de tankegångar som får anses globalt förankrade. I vissa länder skall sålunda kursförluster på långa lån periodiseras, medan ett sådant förfarande är förbjudet i andra länder. De kan också hämtas från skatteområdet, där exempelvis räntekostnaden i vissa länder är avdragsgill men inte den bit av en kapitalkostnad som genereras av ändringar i valutakursen.

Med tanke på de olikheter som föreligger i redovisningen av företagets påverkan av finansiella marknadsfluktuationer på den kommersiella respektive finansiella sidan är det av stor betydelse att de redovisningsmässiga konsekvenserna av varje beslut i riskprogrammets olika steg utvärderas noggrant.

Den undersökning av de 19 största svenska multinationella företagen, till vilken tidigare har refererats, uppvisade ett stort gap mellan de operativa enheterna och redovisningsenheterna i de flesta av företagen. Ett informationsgap som det finns stor anledning att fylla igen genom en konsekvent genomgång och utvärdering av de olika stegen i det program för riskhantering som rekommenderats här.

## Utvärdering av företagets riskhantering

Behovet av en systematisk uppföljning och utvärdering av företagets riskhantering beror på företagets karaktär. I de flesta företag har som tidigare nämnts utvärderingen varit bristfällig på grund av att ansvariga personer inte gjort klart vad de önskat åstadkomma med sin hantering av företagets exponering. När så skett har komplikationer i utvärderingen uppstått genom att målformuleringen inte låtit sig följas upp i kvantitativa termer. En ytterligare svårighet är att utvärdering med gängse redovisningsregler kan vara missledande. Det är viktigt för utvärderingen av riskhanteringen att kontrollera överensstämmelsen mellan incitamenten för beslutsfattare på olika nivåer och företagets målsättning. Beslutsfattarnas avvägning mellan risk och avkastning måste sålunda överensstämma med övriga intressentkategoriers inom företaget. Vidare skall en beslutsfattare endast bedömas och göras ansvarig för beslut som han/hon de facto äger inflytande över.

I själva utvärderingsfasen ligger sedan ett antal dataproblem. Ett av dessa är av fördelningskaraktär och gäller realiserade och orealiserade vinster/förluster. Detta problem belyses i föregående avsnitt i exemplet om skillnaderna i kapitalkostnadens fördelning på lån i hög- respektive lågräntevalor. Ett annat dataproblem gäller skillnaden mellan förutsägbara och icke förutsägbara förändringar i finansiella variabler. Ett tredje problem kan uppkomma genom att redovisningen arbetar med nominella termer, medan aktieägarnas intresse ligger i den reala avkastningen på en placering.

Beträffande behovet av uppföljning kan konstateras, att det lilla företaget – karakteriserat av exempelvis några årlig-

gen återkommande exportaffärer och ett stramt likviditetsläge – inte är i så stort behov av en uppföljning. Men för detta liksom för det stora företaget måste naturligtvis en uppdatering av ramarna för riskhanteringen ske med jämna mellanrum. Skillnaden gäller den löpande utvärderingen. Här gäller för det lilla företaget att räkna allt på ex ante-basis. Det är alltså viktigt att tänka på möjligheten att sälja risken. Om ett projekt ger en avkastning på 20 % – inklusive risk – och om man kan få en terminssäkring till 5 %, återstår en på förhand riskfri (åtminstone avseende valutarisken) avkastning på 15 %. För detta företag är det ofta ointressant att göra en uppföljning på alternativkostnadsbasis.

För det stora företaget däremot, som med sin kapitalbas har möjlighet att fånga upp mycket av svängningarna, gäller det att göra utvärderingen i alternativkostnadstermer. Här kan vi då tala om effektivitet. Har företaget fått en skäligen minskning av variansen i målvariabeln, exempelvis i något resultatmått, i förhållande till de kostnader det haft för ändamålet? Intresset för utvärdering kommer säkert att öka i betydelse i takt med tendensen att den centrala finansfunktionen görs till eget profit center. I detta fall blir det av extra stort intresse att genomföra en uppföljning, så att mekanismerna bakom den selektiva säkringen inte innehåller några systematiska felaktigheter.

När man väl bestämt sig för att en uppföljning är värdefull uppstår frågan vem eller vad som skall utvärderas för vad och av vem. De ansvariga för policyformuleringen – styrelsen och verkställande ledningen – får utvärdera sig själva och får som högsta instans också utstå aktieägarnas kritik. De skall också utvärdera resultaten av arbetet på taktisk nivå. Utvärderingen sker exempelvis i termer av nivå och variabilitet på kassaflödet.<sup>32</sup> Beslutsfattarna på den taktiska nivån svarar i sin tur för utvärderingen av besluten på operationell nivå. På den senare nivån föreligger inga beslut om avvägning

mellan risk och avkastning, utan här kan utvärdering helt ske i termer av minimikostnad för att uppnå ett givet kontrakt.

Utvärderingen av målformuleringen i policyn kan också ses som ett indirekt test av giltigheten i den syn på den internationella köpkraften och på Fishers öppna relation som beslutsfattarna på policynivå har. På denna nivå ligger också ställningstaganden om själva "informationsekonomin". En mindre ambitiös uppläggning kan skapa avvikelser från målformuleringen där dock förenklingen innebär kostnadsbesparingar, exempelvis på personalsidan, som mer än väl kompenserar dessa avvikelser.

Ett förenklat sätt att på övergripande nivå kvantitativt utvärdera resultatet av en selektiv hantering av exponeringen i ett företag med viss riskaversion kan vara att ställa den uppnådda avkastningen och den erhållna variansen mot de resultat man skulle ha erhållit, om man säkrat allt respektive lämnat alla positioner öppna. En sådan jämförelse ger en vink om ändamålsenligheten i det selektiva förfarandet. Detta förfarande kan utvecklas så att vissa poster hålls konstanta i alla alternativ, medan övriga beslut ställs mot varandra.

Kanske visar utvärderingen att företaget betalar ett högt pris för en blygsam riskreducering. Det gäller då att identifiera orsaken till varför den valda strategin misslyckats i relation till utfallet av alternativa strategier. Orsakerna kan vara att det selektiva förfarandet baserats på dåliga prognoser eller på felaktiga antaganden om marknadsrelationerna, t ex Fishers öppna relation, den internationella köpkraftspariteten eller "lagen om ett pris" för företagets specifika utbud av

---

<sup>32</sup> Utvärderingen kan på denna nivå bli komplex och fordra exempelvis interna avräkningskurser/priser av olika slag. För en diskussion se Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

produkter.<sup>33</sup> Misslyckandena kan också bero på dåliga beslut på taktisk och operativ nivå inom ramen för en viss strategi. Innan strategin ändras är det sålunda viktigt att undersöka om den valda strategin tillämpats effektivt på olika nivåer. Om så inte skett kan detta föranleda organisatoriska förändringar med eller utan ändring av grundvärdena för systemet. Misslyckandena kan även bero på att informationssystemet inte fungerat tillfredsställande, dvs inte tillhandahållit rätt information i rätt tid till varje beslut. I alla tre fallen har företagsledningen fått en signal om behovet att ompröva sina ställningstaganden avseende de olika grundstegen i risksystemet så som det presenterats här.

---

<sup>33</sup> "Lagen om ett pris" innebär att en vara förväntas kosta lika mycket varhelst den säljs, när priserna räknas om till gemensam valuta.