

DIMINUAREA RISCULUI VALUTAR CU AJUTORUL TEHNICII DE HEDGING

Victoria POSTOLACHE, Olga REICU

Universitatea de Stat „Al.Russo” din Bălți

Currency risk can take various forms and can be obvious or hidden. Protection, limiting or hedging currency risk involves portfolio diversification of both assets and liabilities in foreign currency, as well as the use of risk minimization techniques. Risk minimization techniques, on which this study was made, are hedging instruments, often encountered on the derivatives market. Hedging instruments include derivative operations as forward, futures, options, and swap. Currency hedging refers to the strategy, which tries to minimize exposure to exchange rate fluctuations, in this way minimizing the uncertainty of foreign currency transactions and printing stability of income, profits and cash flow. This mechanism is extremely important for importers, exporters and any companies whose sales or raw materials are in any way related to items whose prices are denominated in foreign currency.

În perioada actuală agenții economici sunt tot mai des expuși la diverse surse de risc în activitatea lor zilnică. Pe lângă riscurile directe aferente activității desfășurate, riscurile pot fi asociate și cu evenimentele nefavorabile produse pe piața schimburilor, pe piața titlurilor de valoare, pe piața mărfurilor; cu evenimente de credit aferente contragenților; cu evenimente operaționale inerente proceselor interne ale agentului economic; cu evenimente sociale, politice ș.a.

Unul dintre riscurile indirecte întâlnite de agenții economici este riscul valutar (currency risk sau foreign exchange risk). Studiind activele financiare exprimate în valută, observăm că acestea sunt supuse riscului modificării valorii, în sens negativ pentru deținători, ca rezultat al variabilității raporturilor intervalutare. Diversificarea tipurilor de active financiare, a categoriilor de deținători, dar și creșterea exponențială a volumului valoric al activelor exprimate în monedă străină, dau o dimensiune nouă, mai amplificată, importanței problemelor legate de volatilitatea cursului de schimb valutar. S-a depășit demult situația în care riscul, decurgând din variația ratelor de schimb, afecta preponderent participanții la comerțul internațional [1].

Complexitatea studierii conceptului de risc valutar a pus în fața specialiștilor necesitatea divizării lui în trei categorii interdependente [2].

1) *riscul de translare* – este cunoscut în literatura de specialitate și sub denumirea de risc contabil sau risc de bilanț. Reprezintă expunerea la pierderi cauzată de necesitatea periodică de translare (exprimarea rapoartelor financiare într-o altă monedă decât cea în care au fost întocmite inițial) a rapoartelor financiare în vederea consolidării tuturor operațiunilor unei societăți transnaționale sau ale unui grup internațional într-o singură monedă. Riscul de translare poate fi estimat în momentul întocmirii rapoartelor financiare și pot fi determinate eventualele câștiguri sau pierderi din diferențe de curs valutar, în funcție de evoluția previzibilă a ratelor de schimb;

2) *riscul de tranzacție* – este cunoscut și sub denumirea de risc al cash-flow-urilor sau risc de conversie. Vizează valoarea actuală a cash-flow-urilor viitoare, exprimate într-o altă monedă decât cea de raportare sau națională, aferente tranzacțiilor deja încheiate. Surse ale riscului de tranzacție pot fi: veniturile din vânzări, plăți către furnizori, încasarea sau plata de dividende, dobânzi, serviciul datoriiilor în valută (suma creditului și dobânda aferentă). Este estimat ca diferența dintre valoarea actuală a cash-flow-urilor și valoarea istorică a acestora (din momentul încheierii tranzacției);

3) *riscul economic* – este cunoscut și sub denumirea de risc valutar operațional. Acest tip de risc valutar depășește cadrul contabil și vizează evaluarea strategică (pe termen mediu și lung) a cash-flow-urilor și a tranzacțiilor viitoare. Presupune expunerea la pierderi ca urmare a schimbării ratei de schimb și a încasărilor și plăților viitoare în valută (pentru care nu au fost încheiate încă contracte) aferente activității agentului economic. Identificarea și dimensionarea expunerilor la riscul economic presupune concentrarea atenției asupra componentelor întreprinderii a căror valoare depinde de schimbările viitoare ale cursurilor valutare. Deseori, riscul economic este mult mai important și creează o expunere mai semnificativă pe termen lung decât riscul de translare și riscul de tranzacție. Pentru o gestiune adecvată a riscului economic, fiecare întreprindere trebuie să elaboreze o strategie eficientă și să ia decizii operaționale, astfel încât să optimizeze pozițiile ei în materie de anticipare a schimbărilor în condițiile economice, în particular – și pe piața schimburilor (valutară).

Deși majoritatea persoanelor nu realizează acest fapt, Republica Moldova este vulnerabilă la variația ratei de schimb mai mult decât ne-am putea imagina. Mai ales acum când incertitudinile domină marile economii. În disperare de cauză, Banca centrală americană (Fed) s-a aventurat pe un teren neexplorat, continuând seria de măsuri neconvenționale prin reducerea dobânzii de politică monetară de la 1% aproape de zero. În urma deciziei luate de conducerea băncii, dobânda practică de Fed ar urma să varieze între 0% și 0,25%. Piața însă a reacționat nervos, dolarul SUA a pierdut în numai patru zile 8 la sută în fața monedei europene. Și această cădere a dolarului a venit imediat peste noi. Acest fapt îl putem observa în figura de mai jos.

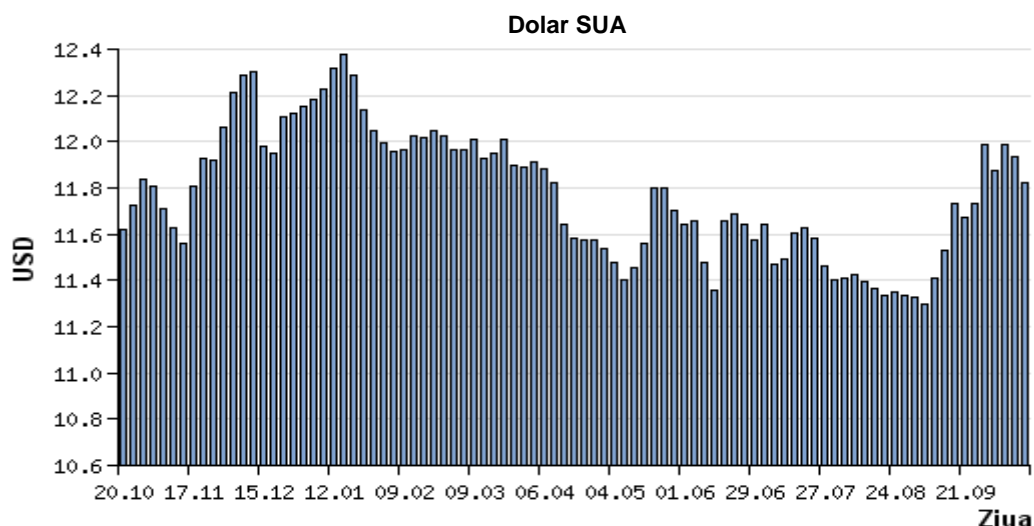


Fig.1. Variația cursului USD în perioada 20.10.2010 – 21.09.2011

Sursa: www.bnm.md

Leul s-a depreciat în raport cu euro aproape într-un pas cu ritmul de creștere a cursului de schimb euro-dolar, deprecierea fiind indicată în figura ce urmează.

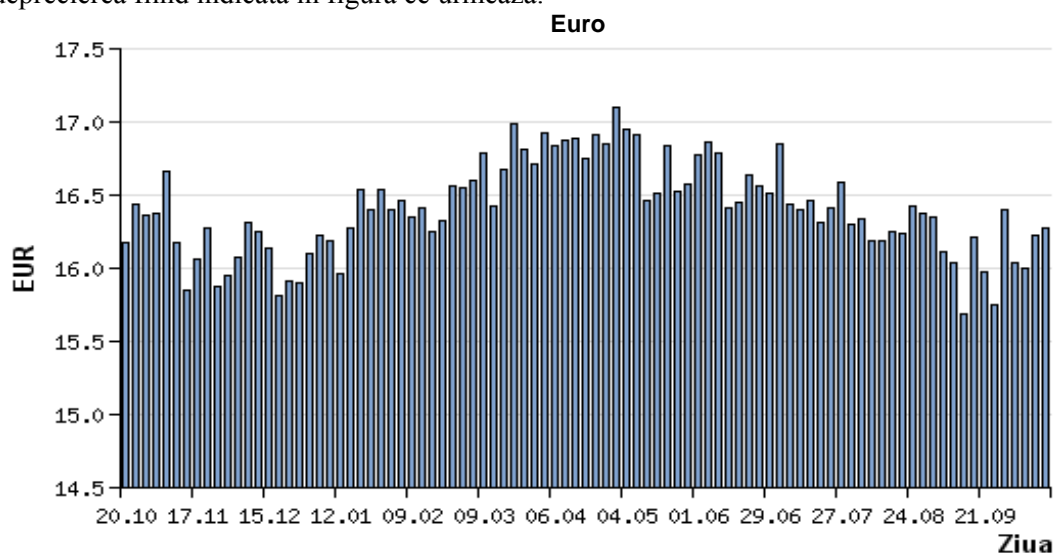


Fig.2. Variația cursului EURO în perioada 20.10.2010 – 21.09.2011

Sursa: www.bnm.md

Mișcările violente de curs afectează majoritatea companiilor din țară, multe dintre care deja încep să-și reducă riscurile valutare, dar se pare că și populația a devenit mai precaută la constituirea depozitelor în valută.

Observăm că în Republica Moldova posibilitățile de gestiune și asigurare a riscului valutar sunt limitate, cauza fiind condițiile specifice perioadei de tranziție, precum și lipsa de pregătire și de experiență la personalul în acest domeniu. Însă, este de remarcă tendința multor agenți economici de a implementa un management al riscului de schimb valutar cât mai eficient.

Managementul riscului de schimb valutar presupune protejarea, măsurarea riscului și gestiunea propriu-zisă. Protejarea, limitarea sau acoperirea riscului de schimb valutar presupune atât diversificarea portofoliului de active și pasive în valută, cât și utilizarea unor tehnici de reducere a riscului [3].

Una dintre tehnicile utilizate pe plan internațional pentru acoperirea riscului valutar este tehnica de hedging. Utilizarea tehnicilor de hedging este determinată de expunerile reziduale care se înregistrează după corelarea și crearea unor protecții strategice.

Hedgingul valutar se referă la strategia care încearcă să minimizeze expunerea la fluctuațiile ratelor de schimb, în acest fel minimizând nesiguranța unor tranzacții cu moneda străină și imprimând stabilitate veniturilor, profiturilor și cash-flow-ului [4]. Putem menționa faptul că hedgingul valutar se adresează persoanelor fizice și juridice care în mod constant efectuează plăți sau încasează venituri în valute străine și care pot suporta pierderi importante din cauza fluctuației cursului de schimb. Acest mecanism este extrem de important pentru importatori, exportatori și orice companii ale căror materii prime sau vânzări sunt legate în vreun fel de elemente ale căror prețuri sunt exprimate în valută. Hedgingul se adresează și investitorilor la bursă, ale căror economii pot fi erodate de inflație și deprecierea monedei naționale, în perioadele în care acestea nu sunt investite în acțiuni [5].

Acțiunea de hedging presupune utilizarea mai multor instrumente de hedging, a căror clasificare este redată în următorul Tabel [6].

Tabel

Clasificarea instrumentelor de hedging

Clasificarea conform literaturii de specialitate →	Instrumente financiare		Instrumente operaționale
Clasificarea după situația financiară →	instrumente derivate		instrumente naturale
Exemple →	Forward-urile, contractele futures, opțiunile, swap-urile	Rata datoriei valutare	Diferențierea zonelor valutare, potrivirea cheltuielilor și veniturilor operaționale

Sursa: Björn Döhring. Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective, European Communities, 2008

Analizând tehnica de hedging, putem menționa că cele mai utilizabile instrumente de hedging sunt instrumentele derivate sub forma operațiunilor FORWARD, FUTURES, OPTIONS, SWAP. Acoperirea riscului valutar pe piața bancară se realizează tradițional prin contracte forward și aranjamente de swap. În cadrul burselor organizate sunt utilizate contractele futures și options.

Contractele forward sunt metode de acoperire valutară la termen, prin încheierea unui contract de vânzare-cumpărare a unei sume dintr-o valută, contra unei alte sume dintr-o altă valută, la o dată în viitor.

În scopul acoperirii riscului valutar, majoritatea băncilor mari oferă posibilitatea de tranzacționare valutară la termen.

Contractul forward pe cursul de schimb reprezintă un instrument flexibil de tranzacționare, oferind clientului posibilitatea de a-și stabili propriile scadențe, nivelul sumelor tranzacționate și momentul intrării pe piața valutară.

Tranzacționarea la termen pe piața valutară este posibilă atât prin punerea la dispoziție a unei linii de credit dedicate acestui produs, cât și prin constituirea de către compania interesată a unei garanții lichide, precum un depozit colateral menit să suporte eventuale pierderi generate de riscul de curs și care este pus la dispoziția clientului, la momentul decontării operațiunii la termen.

Cursul de schimb (prețul contractului de schimb forward) se determină potrivit principiului parității dobânzilor, ajustând cursul spot cu diferența dintre ratele dobânzii valutilor care fac obiectul contractului. Această diferență, care reprezintă puncte forward, poate fi pozitivă (primă) sau negativă (discount) [7]. Băncile de asemenea oferă clienților care desfășoară operațiuni în valută posibilitatea „blocării” cursului pentru un anumit interval de timp.

Un alt instrument de acoperire a riscului valutar sunt contractele futures, care reprezintă un acord de a cumpăra sau de a vinde o sumă determinată dintr-o valută, la un preț stabilit în momentul încheierii contractului,

dar cu executarea tranzacției la o dată ulterioară. Acest tip de contract se deosebește de contractul forward prin faptul că el este tranzacționat la bursă și nu negociat între cele două părți [8].

Analizând literatura de specialitate, putem menționa că strategia de hedging pe piața futures poate lua următoarele forme:

- *de short hedge*: când pozițiile valutare deschise și neacoperite (sume în conturi bancare, plasamente în titluri denominate în valută etc.) sau încasările viitoare sunt supuse riscului deprecierei valutei respective și cea din urmă face obiectul unor contracte futures, operațiunea de hedging se inițiază prin luarea unei poziții scurte pe un număr de contracte, a căror valoare să fie cât mai apropiată de valoarea de protejat. Termenul contractului futures trebuie să fie acoperitor pentru operațiunea extrabursieră, pentru ca lichidarea poziției bursiere să poată fi sincronizată cu tranzacția cash;

- *de long hedge*: pentru plățile și alte tipuri de transferuri în străinătate, riscul valutar constă în aprecierea valutei respective, iar acoperirea acestui risc se face prin luarea unei poziții futures lungi care la lichidare să genereze un profit compensator pentru pierderea suferită la tranzacția extrabursieră.

Ca instrument al hedgingului pot fi utilizate și opțiunile. Opțiunea reprezintă un acord prin care vânzătorul (emitentul opțiunii) acordă cumpărătorului (deținătorul opțiunii) dreptul, dar nu și obligația, de a realiza o anumită tranzacție valutară în anumite condiții (termen de valabilitate, preț). Totodată, este de menționat că opțiunile pe valute sunt deosebit de intens utilizate de cei implicați în tranzacții comerciale sau financiare internaționale, pentru a proteja plățile sau încasările valutare viitoare, uneori incerte, de riscul variației imprevizibile a cursurilor de schimb intervalutar. Ele au ca active de bază monedele convertibile cel mai frecvent utilizate în plățile și plasamentele internaționale: dolarul SUA, yenul, lira sterlină, francul elvețian, dolarul canadian, euro, eventual și altele, funcție de interesul local sau regional [1].

În general, există două tipuri de opțiuni: CALL (de cumpărare) și PUT (de vânzare). Opțiunea CALL acordă deținătorului dreptul, dar nu și îl obligă, de a cumpăra o valută contra alteia, la o anumită dată și la un anumit preț, în timp ce opțiunea PUT îi dă dreptul, dar nu și îl obligă, de a vinde o valută contra alteia, în aceleași condiții. Atât în cazul opțiunilor de cumpărare, cât și în cazul opțiunilor de vânzare, există două poziții distincte: de cumpărător (long) și de vânzător (short), cumpărătorul fiind cel care cumpără dreptul suplimentar de la vânzător, plătiind o primă [3].

Pentru acoperirea riscului valutar se utilizează și așa instrumente derivate ca swap-urile. Contractele swap pe valută sunt contracte de schimbare a unei serii de cash-flow-uri denominalizate într-o monedă pe o altă serie de cash-flow-uri denominalizate în altă monedă. Swap-ul implică efectuarea operațiunilor în același timp, fără modificări în cele două cursuri (spot și la termen), pentru că orice schimbare ar însemna o pierdere sau un câștig pentru bancă, în funcție de sensul schimbării. La începerea unei asemenea operațiuni, există un risc al diferenței de acoperire între operațiunile spot și cele la termen. Pentru bancă, un swap este o formă de împrumut garantat, implicând un risc al creditului relativ mai redus decât împrumutarea de fonduri interne [2].

Operațiunile swap de asemenea solicită băncii adoptarea unei conduite atente în selectarea clienților, fiind preferați cei cu lichiditate ridicată, care prezintă bonitate și performanțe financiare acceptabile, urmărind ca banca să-și stabilească limite de expunere pentru fiecare client.

Concluzionând cele expuse, putem spune că tranzacțiile de hedging valutar devin o prioritate pentru tot mai multe categorii de participanți:

- exportatori și importatori de bunuri și servicii care trebuie să-și protejeze valoarea contractelor încheiate, a plăților și încasărilor în valută;
- societățile transnaționale care, pe lângă activitățile de comerț internațional, transferă dintr-o valută în alta sume importante reprezentând investiții directe în străinătate;
- băncile comerciale participante la piața valutară și care trebuie să acopere de risc pozițiile valutare nete debitoare și creditoare pentru orice dată viitoare a valutei;
- băncile centrale al căror rol pe piața valutară este de primă mărime, având în vedere amploarea tranzacțiilor guvernamentale, a tranzacțiilor cu alte bănci centrale și cu instituțiile financiar-monetare internaționale;
- diverși investitori individuali având creanțe sau disponibilități valutare sau plasamente în titluri libere în alte valute.

Însă, nu trebuie să neglijăm faptul că tehnica de hedging are atât avantaje, cât și dezavantaje. Avantajul hedgingului constă în faptul că pentru multe întreprinderi este cea mai ușoară cale de a se proteja de riscul

valutar. Aceasta se referă mai mult la întreprinderile producătoare sau prestatoare de servicii care nu au destule abilitați pentru a previziona anumite variabile, cum sunt rata dobânzii, rata de schimb valutar sau prețurile pentru produse.

Un argument în defavoarea hedgingului poate fi faptul că în unele cazuri riscurile valutare sunt acoperite cam stângaci de către instrumentele de hedging, deoarece lipsește experiența în domeniul hedgingului, precum și cheltuielile considerabile provocate de utilizarea tehnicii de hedging.

Referințe:

1. Margulescu S. Riscul în afaceri și hedgingul bursier. - București: Millenium, 1999.
2. Tomozei V., Enicov I. Riscuri și instrumente financiare de acoperire - Chișinău: Evrica, 2002.
3. Ciurlău L. Managementul riscului valutar prin intermediul tehnicilor de hedging // Finanțe – Provocările viitorului, 2006, nr.5, p.235-240.
4. Hull J. Options, futures and other derivatives. - McGraw Hill, 2000.
5. SA „Intercapital invest” // Strategii de acoperire a riscului valutar. - București, 2010, p.1-10.
6. Björn Döhring. Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective. - European Communities, 2008.
7. Maracine V. Hedging-ul riscului bursier și al riscului valutar utilizând derivative // Informatica Economică, 2003, nr.3(27), p.57-61.
8. Papaioannou M. Exchange rate risk measurement and management: issues and approaches for firms // South-Eastern Europe Journal of Economics, 2006, no2, p.130-145

Prezentat la 25.10.2011