

In principal, bancile comerciale fac operatiuni cu caracter economic (acoperitor) si in scop asigurator, prin vanzarea-cumpararea la vedere si la termen.

Bursele de valori completeaza activitatea facuta de banci cu operatiuni de vanzare-cumparare in scop speculativ.

Casele de schimb realizeaza operatiuni imediate (la vedere) pentru scopuri economice.

In functie de timp, tipurile de operatiuni posibile pe piata valutara sunt : operatiuni la vedere (spot) si operatiuni la termen (forwards).

I. OPERATIUNI LA VEDERE

Operatiunile la vedere presupun realizarea tranzactiei de vanzare-cumparare in momentul t_1 , in conditiile de curs valutar economic curent, cu miscarea efectiva a monedei tranzactionate imediat sau in max 48 de ore de la momentul schimbului de monede.

Cursurile la care se efectuiaza operatiunile cu valuta spot se numesc cotatii spot. In scopul realizarii acestor operatiuni-spot, piata valutara utilizeaza cursul valutar economic al pietii, in doua variante:

- cursul valutar economic de cumparare al valutei de la detinator de catre intermediar = **bid**;
- cursul valutar economic de vanzare al valutei de catre intermediar catre solicitant = **ask**.

Regula pietei valutare internationale spunea ca exprimarea cursului se face printr-un numar intreg cu 4 zecimale, in prezent pentru monedele care intra in componenta EURO regula spune ca se folosesc cursuri fixe exprimate printr-un numar intreg cu 6 zecimale.

Daca publicarea cursului nu se face distinct pentru vanzare si cumparare, ci de maniera urmatoare : 8,1365/75 SEK pentru 1USD, atunci cursul de vanzare (ask) se obtine inlocuind ultimele zecimale in felul urmator 8,1375 SEK pentru 1USD.

Diferenta intre cursul de vanzare mai mare si cel de cumparare mai mic se numeste spread si reprezinta un castig pentru operatorul de piata care deruleaza tranzactia.

Pentru determinarea cursului de schimb intre doua monede apartinand tarilor participante la Sistemul Monetar European, se foloseste metoda triangulatiei, la baza careia sta principiul potrivit caruia nu se poate exprima cursul invers al sumei variabile al monedei EURO ce revine la o unitate de moneda membra.

Ex: Avem urmatoarele rate fixe:

Germania : 1,00 EUR = 1,955826
Franta : 1,00 EUR = 5,559568
Italia : 1,00 EUR = 1936,272182
SUA : 1,00 EUR = 1,1666752

Avem 50,000 FRF ce doresc a fi exprimati in moneda Germaniei:

FRF → EUR → DEM

(1) 50,000(FRF) : 6,559568 (EUR/FRF) = 7622,4531 (EUR) ;

(2) 7622,4531(EUR) * 1,959828(EUR/DEM) = 14908,121(DEM).

Operatiunile la vedere efectuate de agentii economici si de persoane fizice pot avea mai multe scopuri.

1. OPERATIUNI LA VEDERE IN SCOP ECONOMIC

In vederea procurarii cantitatii de valuta necesare unui import pentru plati externe de natura financiara, particulara, etc., sau de procurare de moneda nationala pe baza unei sume in valuta, agentii economici si persoanele fizice recurg la la operatiuni de vanzare-cumparare de valuta.

A. Operatiuni la casele de schimb

Pe baza documentelor de identitate si a sumelor propuse spre vanzare-cumpare are loc schimbul valutar. Acest schimb presupune parcurgerea unor operatiuni cum ar fi :

- identificarea persoanei pe baza de pasaport,
- incadrarea in restrictiile regulamentului valutar,
- verificarea semnelor banesti prezentate spre vanzare-cumparare,
- intocmirea documentului de schimb valutar.

B. Operatiuni pe piata valutara interbancara

Agentul economic roman se adreseaza pietei valutare interbancare pentru cumpararea sau vanzarea de valuta la vedere, unei banci comerciale autorizate, la ghiseele specializate ale acesteia. Inainte de intocmirea ordinelor de cumparare sau de vanzare, clientul ia cunostinta cu:

*Prevederile regulamentului privind efectuarea operatiunilor valutare.

*Categoriile de curs valutar practicate de bank respectiva:

- curs ferm, curs afisat de bank comerciala si care prezinta curs de plecare in stabilirea tranzactiilor;
- curs limitat, curs care poate fi cerut de solicitant, atunci cand nu accepta cursul ferm al bancii.

a. In cazul solicitarii de valuta, clientul trebuie sa faca dovada necesitatii valutei prin documente care sa ateste natura operatiei, de cont curent sau de capital, documente de tipul contractelor de import, facturilor, declaratiilor vamele, etc.

Suma solicitata de valuta nu trebuie sa depaseasca suma necesara operatiunii sau trebuie sa se incadreze in diferenta dintre necesarul total si disponibilitatile proprii in valuta ale clientului solicitant. Se are in vedere si restrictia dupa care sumele cumparate nu pot fi folosite in alte scopuri, nu pot fi folosite drept garantie pentru obtinerea creditelor in lei si nu pot fi pastrate in cont o perioada prea mare de timp.

b. Daca clientul accepta aceste conditii si opteaza pentru unul din cursurile practicate atunci el trece la intocmirea si depunerea Ordinului de cumparare sau de vanzare la vedere (spot) dupa formularele 1-2 pentru cursul cotate ferm si formularele 5-6 pentru cursul limitat solicitat de client.

c. In cazul in care clientul accepta cotatea ferma, tranzactia se considera incheiata si se executa neconditionat.

In cazul cursului limitat, intermediarul verifica valabilitatea in timp a acestui ordin si trece la realizarea unor operatiuni multiple de arbitraj (cotare). Pentru acest gen de operatiune se percepe un comision special, ea executandu-se in perioada de valabilitate a ordinului si presupune confidentialitate si atentie sporita pentru intermediar, el trebuie sa tina ordinul respectiv pe Carnetul sau de ordine pe intreaga perioada de valabilitate.

d. O prima perioada de timp din ziua lucratoare (orele 9-13)bancile lucreaza pe postura de brokeri, executand ordinele clientilor. Dupa ora 13 bancile trec in postura de dealeri, realizand tranzactii in valuta in nume propriu. Ultima parte a zilei este utilizata pentru inchiderea pozitiiilor valutare (operatiuni tehnice), pana la incadrarea in normele de expunere stabilite de BNR.

e. Zilnic BNR centralizeaza operatiunile facute de bancile comerciale autorizate si stabileste cursul mediu de referinta pe care il da publicitatii.

2.OPERATIUNI LA VEDERE ASIGURATORII

Sub presiunea riscurilor pe care poate sa le determine modificarea rapida a cursului valutar, agentii economici si persoanele fizice recurg tot mai mult la operatiunile pe piata valutara.

In scopul evitarii riscului de diminuare a cursului valutar, posesorii unei valute aflate in scadere procedeaza la vanzarea ei pe piata valutara in schimbul unei valute aflate in crestere. Scopul asigurator in acest caz se combina cu cel speculativ.

Practica schimbarii structurii de valute a depozitelor in vederea evitarii sau diminuarii riscului valutar este evidenta atat la agentii economici, cat mai cu seama la bancile comerciale si la BNR care gestioneaza rezerva valutara a tarii.

Pentru a se acoperi, importatorul trebuie sa cumpere din timp, pe piata de vedere, valuta de care va avea nevoie mai tarziu pentru achitarea datoriei catre exportator. Aceasta procedura are ca inconvenient pierderea de catre importator a creditului consimtit de la furnizor. Pentru a atenua acest inconvenient, importatorul poate plasa valuta obtinuta pe piata monetara pana la data efectuarii platii.

In cazul exportatorului care poseda o creanta in moneda straina, acoperirea ce mai simpla consta in a contracta un imprumut in valuta respectiva si intr-o suma egala cu valoarea creantei si a-l transforma imediat in moneda nationala pe piata valutara la vedere, urmand ca in momentul incasarii creantei sa se restituie imprumutul plus dobanda, care devine astfel costul acoperirii. Inconvenientul acestei proceduri este constrangerea exportatorului de a imobiliza sume de care el poate avea nevoie pana la incasarea creantei, ceea ce antreneaza un cost de oportunitate ridicat. Acest neajuns poate fi atenuat prin plasarea sumei in moneda nationala pe piata monetara, daca diferenta dintre dobanda reala la moneda nationala si dobanda reala in valuta este pozitiva.

3.OPERATIUNI LA VEDERE IN SCOP SPECULATIV

Posibilitatea obtinerii unui castig din modificarile de curs sau din diferenta de dobanda a dat nastere unui sir de operatiuni cu caracter speculativ sau de arbitraj.

Operatiunile speculative urmaresc obtinerea de castig din diferenta de curs valutar aparuta in timp sau in diferite locuri de pe glob. La aceste operatiuni speculatorul isi asuma obligatia pentru pretul integral al valutei (intregul curs valutar). Operatiunile de arbitraj urmaresc sa valorifice diferentele de curs sau de dobanda, fara ca arbitrajistul sa-si asume obligatia pentru pretul valutei. El cumpara pentru a vanda, speculand doar diferentele de curs sau de dobanda.

Operatorii pe piata valutara procedeaza la operatiuni la vedere pentru a specula :

- diferenta de curs valutar in timp,
- diferenta de curs valutar intre doua piete in acelasi timp.

A.Speculatii in timp

Primul tip de operatiuni se realizeaza in doua variante:

-,a la hausse” (in crestere),

-,a la baisse” (in scadere).

Astfel in cazul in care se preconizeaza o crestere a cursului unei valute in perioada t_1-t_2 , speculatorul va face o operatiune de cumparare la vedere a valutei respective la cursul curent. Apoi, in t_2 , va face o operatiune de vanzare a sumei cumparate in t_1 ,incasand diferenta de curs ($C_{vt_2} - C_{ct_1}$):

Momentul t_1 : Cumpara DEM la cursul de 3,5(DEM/FRF)
 $1\text{mln DEM} * 3,5(\text{DEM/FRF}) = 3,5\text{mln FRF}$ utilizati,

Momentul t_2 : Vinde DEM pe FRF la cursul 3,7 (DEM/FRF)
 $1\text{mln DEM} * 3,7(\text{DEM/FRF}) = 3,7\text{mln FRF}$,

castigand, astfel, 0,2 mln FRF.

In cazul in care o valuta este in scadere, speculatorul va proceda la vanzarea ei pe o valuta mai stabila sau in crestere in t_1 , pentru a face apoi cumpararea la vedere in t_2 , obtinand o cantitate mai mare din valuta in scadere:

Momentul t_1 : Vinde USD pe JPY la cursul de 100(USD/JPY)
 $1\text{mln USD} * 100(\text{USD/JPY}) = 100\text{mln JPY}$,

Momentul t_2 : Cumpara USD la cursul de 90(USD/JPY)
 $100\text{mln JPY} : 90(\text{USD/JPY}) = 1,1\text{mln USD}$,

castigand 0,11 mln USD.

B.Speculatii intre doua pietee („in spatiu”)

Operatiunile speculative „in spatiu” valorifica diferentele de curs valutar curent care pot sa apara la o valuta pe diferite pietee. Operatorii utilizeaza un sistem operational complex si operativ pentru a acumula operatii din diferite puncte ale globului, unde piata valutara functioneaza la ore diferite.

In momentul in care depisteaza o diferenta de curs valutar procedeaza la cumpararea de pe o piata mai ieftina si la revinderea acestei valute pe alta piata cu un curs valutar mai mare, insusindu-si diferenta ca profit.

Ex. : Pe piata valutara din Paris USD este cotate la vedere la nivelul de 1,4130/40 DEM ; informatiile din New-York prezinta urmatoarea pozitie a USD in raport cu DEM: 1USD = 1,4015/25 DEM.

Pornind de la aceasta informatie, operatorul procedeaza la realizarea telegrafica sau prin sisteme informatice a urmatoarelor operatiuni:

-cumpara 100000 USD la New-York la cursul de 1,4025(DEM/USD), folosind suma de 140250 DEM,

-vinde imediat la Paris suma de 100000 USD la cursul de cumparare al pietei de 1,4130(DEM/USD), incasand suma de 141300 DEM.

Din realizarea acestor operatiuni se realizeaza un castig de 1050 DEM si concomitent operatorul face un serviciu pietei valutare, miscand in context international sumele respective in dolari si in marci pentru a facilita acoperirea unor cereri de aceste semne banesti pentru operatiuni economice, financiare, de credit.

II.OPERATIUNI LA TERMEN

Operatiunile la termen presupun o tranzactie de valuta a carui contract si curs se stabilesc in momentul t_1 , iar miscarea efectiva a sumelor tranzactionate are loc la momentul t_n , la cursul valutar convenit in contract.

Odata cu aparitia burselor, vanzatorii si cumparatorii aveau posibilitatea de a reduce nesiguranta preturilor printr-o vanzare forward cash. O vanzare forward cash sau un contract forward reprezinta o negociere privata in care vanzatorul si cumparatorul convin asupra unui pret pentru obiectul contractului care urmeaza sa fie livrat in viitor.

Datorita oscilatiilor preturilor in perioada respectiva fie cumparatorul, fie vanzatorul erau dezavantajati si aceasta duce la neexecutarea contractului. Pentru a rezolva problema garantarii executarii tranzactiei s-a dezvoltat o noua metoda. Fiecare participant la o tranzactie depoziteaza o suma de bani la o a treia parte, neutra. Acest lucru da siguranta ca fiecare parte va respecta contractul. Daca una din parti nu-si indeplineste obligatia, cealalta parte urmeaza sa primeasca bani ca despagubire pentru orice pierdere financiara.

1.CURSUL VALUTAR LA TERMEN

In scopul realizarii acestor operatiuni, piata valutara utilizeaza cursul valutar economic la termen, cu cele doua variante de vanzare si cumparare. Modul de exprimare este determinat de cresterea (report) sau scaderea (deport) fata de cursul curent (spot) si este urmatorul :

- forwards 1 luna 30-20 , in cazul unui deport,
- forwards 1 luna 20-30 , in cazul unui report.

Pentru a ajunge la nivelul cursului valutar la termen, curs de cumparare (Cct_n) sau curs de vanzare (Cvt_n) se realizeaza relatiile :

1.pentru un deport :

$$Cct_n = Cct_1 - \text{Deport (cifra mai mare, 30)} = 5,1230 - 30 = 5,1200 \text{ (FRF/USD)}$$

$$Cvt_n = Cvt_1 - \text{Deport (cifra mai mica, 20)} = 5,1240 - 20 = 5,1220 \text{ (FRF/USD)}$$

2.pentru un report :

$$Cct_n = Cvt_1 - \text{Report (cifra mai mica, 20)} = 5,1230 + 20 = 5,1250 \text{ (FRF/USD)}$$

$$Cvt_n = Cvt_1 - \text{Report (cifra mai mare, 30)} = 5,1240 + 30 = 5,1270 \text{ (FRF/USD)}$$

2.CONTRACTE FORWARD PE VALUTE

A.Mecanismul de derulare

Reportul (prima) si deportul (discontul) se bazeaza in principal pe diferentele dintre dobanzile interbancare la valutele implicate si din modificarile previzionate de intermediar in legatura cu cursul valutar.

De exemplu pentru o bank elvetiana, dobanda care determina prima sau discontul la o luna este calculata dupa costul pentru bank respectiva de a imprumuta USD sau orice alta valuta implicata pentru o luna si dupa dobanda primita pentru pasarea valutei in depozit.

Daca dobanzile americane sunt mai mari de cat cele elveitene, banca va vinde dolari forward la un discount fata de spot. Adica, banca va cere importatorului mai putini SFR pentru dolari forward decat pentru dolari spot, deoarece banca vacastiga la dobanzi prin permutare temporara (swap).

Daca dobanzile americane sunt mai mici, banca va suporta o pierdere de dobanda din swap-ul temporar. De aceea, banca va vinde dolarul forward cu prima pentru a compensa pierderea din dobanzi .

Ex.1 :Dobanzile in tara de origine a valutei sunt mai mari.

Un importator elvetian incheie cu o banca din tara sa un contract forward fixat la o luna pentru cumpararea de la banca a unui sume de 10000 USD. Metoda pe care banca o aplica pentru evitarea riscului valutar consta in :

- Cumpara spot 10000 USD si ii plaseaza intr-un depozit la o luna.
- Imprumuta suma echivalenta in SFR pentru o luna.
- Dupa o luna cand contractul forward ajunge la scadenta, banca :
 - va plati importatorului 10000 USD, pastrati in depozit
 - va primi SFR de la importator, fapt ce ii permite sa returneze imprumutul.

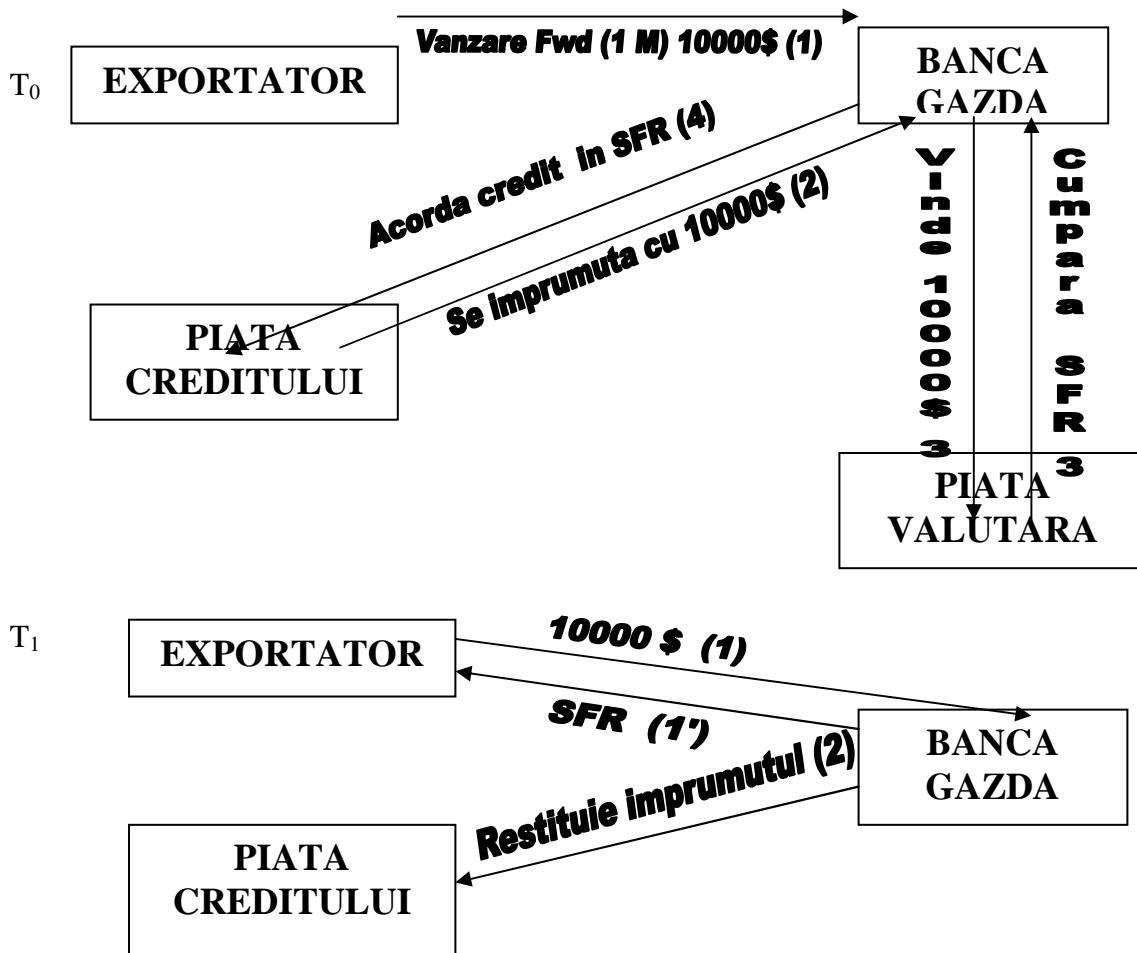
Ex.2 :Dobanzile in tara de origine a valutei sunt mai mici.

Un exportator vinde forward unei banci elvetiene 10000 USD,la o luna in schimbul SFR.

Banca va intreprinde urmatoarele masuri :

- Se imprumuta cu 10000 USD pentru o luna.
- Vinde spot suma imprumutata de 10000 USD in schimbul SFR.
- Plaseaza SFR obtinuti intr-un depozit pe o luna.
- Dupa o luna, cand contractul incheiat cu exportatorul ajunge la scadenta, primeste de la exportator 10000USD si restituie imprumutul.
- Plateste exportatorului SFR echivalenti depusi anterior in depozit.

Grafic se poate reprezenta in felul urmatoare :



In cazul in care dobanzile SUA sunt mai mari decat cele din Elvetia, bancaar suferi o pierdere la dobanda. Spre a compensa aceasta pierdere va plati mai putini franci elvetieni exportatorului pentru dolari forward decat ar plati pentru cei spot. Deci cursul spot al SFR exprimat in USD se va mari cu discountul (marindu-se puterea de cumparare a SFR).

Daca dobanzile americane sunt mai mici decat cele elvetiene, similar, banca va beneficia de swap-ul temporar si va cumpara dolarii cu prima pentru a compensa. Respectiv, din cursul forward al SFR exprimat in USD se va scade prima cotata de banca la termen de o luna.

REGULA: Dobanda pentru o anumita valuta bazeaza pe dobanzile practicate in tara de origine a valutei respective. Bancile folosesc doua metode :

1.LIP (Lower Interest Premium) - valuta forward al tarii cu dobanda mai mica va fi cu prima fatter de spot.

2.HID (Higher Interest Discount) - valuta forward a tarii cu dobanda mai mare va fi, de obicei, cu discount fatter de spot.

Acoperirea la termen se utilizeaza in principal :

- de catre importator : pentru a se asigura ca nu se va majora suma in moneda nationala, pe care sa o dea bancii la termen, in schimbul valutei necesare platii importatorului;
- de catre exportator : pentru a se asigura ca suma in moneda nationala luata in calcul, de primit de la banca la termen, pentru schimbarea valutei obtinute la export, nu se va mica

Exemplu: Daca se iau in calcul urmatoarele elemente:

- cursul zilei : 1 FFR = 0,25 USD,
- dobanda in FFR : 5,25 % pe an,
- dobanda in USD : 4,10% pe an,
- durata imprumutului : 90 de zile

si daca se aplica formula simplificata, se va obtine cursul de schimb la termen:

$$C_t = 0,25 + 0,25 * ((5,25 - 4,10) \% * 90) / 360 = 0,25071875 \text{ (FFR/USD)}.$$

B.Inchiderea contractelor forward

Inchidere contractului forward la termen se face de catre banca, atunci cand clientul sau nu-si poate onora obligatia din diverse motive.

In cazul in care clientul este un exportator care nu poate furniza bancii valuta pentru care s-a angajat, banca va calcula costul vanzarii unei sume corespunzatoare de valuta la cursul spot pentru ziua specificata – scadenta contractului forward. Banca va mai calcula suma cu care ar fi trebuit sa fie creditat clientul in cazul indeplinirii contractului forward. Banca va trece apoi la debitul sau creditul net in contul clientului.

In cazul in care clientul este un importator, banca va calcula suma cu care acesta ar fi fost debitat in cazul indeplinirii contractului, apoi va calcula valoarea la cursul de cumparare spot a bancii din ziua respectiva. Debitul sau creditul va fi trecut in contul clientului.

Ex.1 :Un exportator englez incheie cu o banca din Londra un contract forward de 3 luni, pentru a-I vinde 200.000 USD contra GBP. La termenul de trei luni exportatorul nu primeste de la importator USD datorati si nu-si poate onora obligatiile fatter de banca.

La data inchierii contractului forward banca practica urmatoarele cursuri :

- spot = 1,7424\$-1,7414\$,
- la 3 luni forward (prime) = 0,83\$-0,78\$.

Cursurile spot cu trei luni mai tarziu erau : 1,8613\$-1,8412\$.

Prin urmare, cursul de cumparare convenit este :

Spot = 1,7424\$
Se scade = 0,0078\$
3 luni Fwd = 1,7346\$.

La scadenta banca va calcula astfel :

Debit: Costul vanzarii la 3 luni spot (vinde jos) a 200000:1,8412GBP/\$ = 108625 GBP.

Credit: Suma obtinuta din vanzarea la 3 luni Fwd a 200000:1,7346GBP/\$ = 115300 GBP.

Credit net: 115300-108625 = 6675 GBP cu care va fi creditat clientul.

Ex. 2: Un importator englez incheie un contract forward la 3 luni, cu o banca, de la care cumpara forward 200.000\$ contra lire sterline, de care importatorul are nevoie pentru a plati peste 3 luni marfurile cumparate cu plata in dolari. La scadenta contractului forward importatorul nu mai doreste sa cumpere dolari contractati forward (de ex. Exportatorul-partener nu are marfa).

Folosind aceleasi cotate ca mai sus, inchiderea contractului se va face astfel

Spot = 1,7414\$
Se scade = 0,0083\$
3 luni Fwd = 1,7331\$.

La scadenta banca va calcula astfel :

Credit: Suma din revanzarea a 200.000\$ la cursul spot de 1,8412 GBP/\$ (vinde jos), adica 200000:1,8412 = 108625 GBP.

Debit: Suma cu care ar fi fost debitati 200.000\$ la cursul convenit 1,7331GBP/\$, adica 200000:1,7331 = 115400 GBP.

Debit net : 115400-108625 = 6776 GBP cu care va fi debitat clientul.

NOTA: Inchiderea contractului forward la termen, cand clientul nu poate sa-si indeplineasca obligatiile, se face din ratiuni economice si nu de penalizare. Se are in vedere ca banca o data cu incheierea unui contract forward, in paralel, incheie o operatiune „geamana” cu o terta parte, pentru acoperirea propriului risc.

Prin inchiderea contractului forward, fara participarea clientului, banca il determina pe client sa-si indeplineasca obligatiile (printr-o operatiune coactiva savarsita de banca) din contractul forward, folosind piata spot. Castigul sau pierderea rezultate sunt creditate sau debitate in contul clientului.

Criteriile bancii de a intra intr-un contract forward sunt similare cu cele de acordare a unui overdraft (credit suplimentar fara acoperire).

C.Extinderea perioadei de valabilitate a contractului forward

Din cele relatate mai inainte rezulta ca in cazul in care clientul exportator nu poate la scadenta contractului forward sa-si indeplineasca obligatia, deoarece nu a primit valuta necesara, banca va cumpara valuta respectiva la cursul forward stabilit si o va trece pe contul clientului.

La fel si in cazul importatorului, banca va vinde valuta la cursul forward convenit si o va cumpara la cursul spot curent, trecand in contul clientului castigul sau pierderea rezultata.

Sunt cazuri in care clientul cere amanarea scadentei contractului forward, iar banca accepta. De fapt, se inchide vechiul contract si se incheie un nou contract forward, noul forward fiind bazat pe cursul spot folosit la inchidere.

D.Utilitatea de baza a contractului forward valutar

Schimbul la termen (forward) îi oferă unui exportator posibilitatea să vândă, iar unui importator să cumpere valuta la termen, la cursul de schimb stabilit astăzi de bancă.

Prin contractul de schimb valutar la termen, exportatorul și importatorul se pun la adăpost de riscul de schimb valutar determinat de flotarea cursului.

Exemplu:

În cazul unui exportator, acoperirea la termen, să zicem la 4 luni, va consta în :

- Exportatorul încheie la 10 iunie un contract cu o bancă, de vânzare către aceasta a valutei ce urmează să o încaseze din export, contra moneda națională. Schimbul se va face peste 4 luni, la o dată contractuală determinată, să zicem 10 octombrie, la cursul de schimb convenit.
- Exportatorul încasează valuta de la importator și o livrează băncii.
- Banca, la data convenită, primește valuta și îi dă exportatorului în schimb moneda națională, la cursul de schimb la termen stabilit la 10 iunie.
- Până la data efectuării schimbului „valuta contra moneda națională“, banca efectuează unele operațiuni adiacente, care să-i permită să se pună la adăpost de fluctuațiile valutare, astfel:
 - Banca împrumută valuta cu rambursarea peste 4 luni și o vinde contra moneda națională, la cursul zilei;
 - Banca dă cu împrumut moneda națională achiziționată.
- La scadența de 4 luni, banca încasează de la exportator valuta, cu care își rambursează împrumutul în valuta.
- I se restituie băncii împrumutul acordat în moneda națională și cu banii respectiv plătește valuta primită de la exportator.

În toată această procedură intervine și jocul dobânzilor.

3.TEHNICA OPERATIUNILOR SWAP

A.Definirea operațiunilor swap

A.1 Premizele apariției operațiunii swap

Incertitudinile din domeniul financiar au cauzat nenumărate probleme economice, dar au dus la un proces de modernizare a instrumentelor care să permită o mai bună gestiune a riscului.

Operatorii de piață și-au dat seama că incertitudinile privind cursurile de schimb, ratele dobânzilor și neturile produselor nu pot fi eliminate doar printr-o mai bună previzionare a acestora. Pentru a se putea preîntâmpina riscul valutar pe piață, instituțiile financiare au pus la dispoziție contracte forward pe valute, contracte futures (1972), contracte swap pe valute (1981), și operațiuni pe valute (1982).

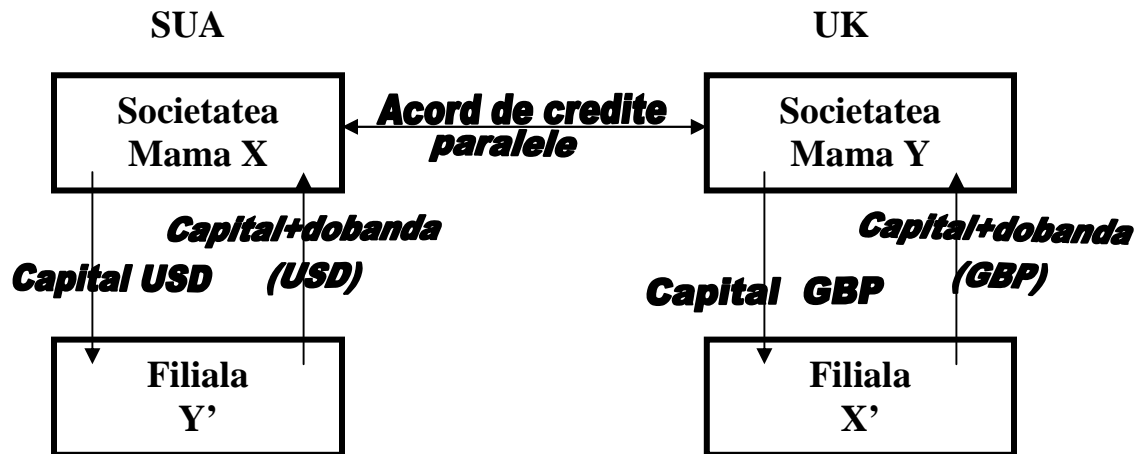
Structura extrem de flexibilă a operațiunilor swap își are originea într-un instrument mai puțin flexibil apărut în anii '70 : credite parelele („back-to-back” sau „parallel locus”).

Creditele paralele au avut loc, în principal, între societățile americane și cele britanice pentru a depăși restricțiile legate de controlul schimbului în finanțarea filialelor din străinătate. În 1957, Anglia a impus o reducere substanțială a disponibilităților în lire sterline pentru finanțarea comerțului internațional, prin restricționarea severă a creditelor GBP în afara Angliei. Totodată, în SUA, în 1968, limitările voluntare ale investițiilor străine directe au devenit obligatorii, ceea ce a impus în dificultate societățile transnaționale americane care doreau să finanțeze filialele din afara granițelor SUA.

Principiul creditelor paralele este urmatorul : o societate americana X doreste sa finanteze filiala sa engleza X'. In acelasi timp, o societate engleza Y doreste sa finanteze filiala sa americana Y'. Intr-o schema elastica fiecare societate finanteaza propria filiala din strainatate.

Acordul de credite paralele consta intr-un contract intre doua societati-mama X si Y, pentru a imprumuta filiala celeilalte societati cu o suma calculata functie de o moneda de referinta. Astfel X va imprumuta Y' in dolari si Y va imprumuta X' in GBP. Eliminand transferul de devize intre cele doua tari, acest acord permite evitarea reglementarilor schimbului de capital.

Grafic se poate reprezenta astfel:



Daca o societate engleza (Y) doreste sa imprumute 100mln USD filialei Y' din SUA , ea este pusa in legatura cu societatea X care doreste sa imprumute o suma egala in GBP filialei X' din UK. Cele doua societati ajung la un acord de credite paralele in care societatea X imprumuta 100 mln USD filialei Y' pentru 3 ani cu o dobanda de 6%. Societatea Y imprumuta, in acelasi timp, cu aceeasi suma filiala X' a societatii americane cu o dobanda de 8% pentru aceeasi perioada.Cursul de schimb fiind de 2USD=1GBP, societatea Y va imprumuta 50 mln GBP filialei X'.

Contractul de credite paralele implica mai multe riscuri :

- negocierea dobanzilor utilizate pentru credit,
- riscul de neplata (de creditare),
- riscul cursului de schimb,
- anularea contractului,
- inscrierea in bilant.

Dobanzile utilizate pentru credit determina costul operatiuni pentru fiecare fiecare din parti. In obiectul negocierii intra si determinarea celor doua rate de dobanzi.

Riscul valutar consta in faptul ca daca cursul de schimb USD/GBP devine 1USD=1GBP atunci societatea X detine o creanta de 100 mln USD fata de societatea Y si o datotie de 50 mln GBP (acum 50 mln USD)prin intermediul filialei X'. Societatea X detine pe ansamblu o creanta de 50 mln USD. Daca societatea Y da faliment atunci reciprocitatea schimbului nu permite eliminarea in totalitate a riscului de ne plata.

Complexitatea contractelor ce trebuiau concepute pentru a limita riscurile creditelor paralele si limitarile lefgate de gasirea unui partener pentru contract au dus la aparitia unui contract mai flexibil :contractul swap.

A.2.Operatiunile swap

Intr-un swap de valute (currency swap) una din parti detine o valuta dorita de cealalta parte. Spre exemplu partea A detine DEM pe care vrea sa le schimbe in USD, iar partea B se afla intr-o situatie opusa. O operatiune swap de valute presupune :

- la inceputul operatiunii swap are loc un schimb de capital in care o valuta este schimbatacu alta valuta (la un curs spot),
- schimbul platilor reprezentate de dobanzi,
- un schimb final de capital la sfarsitul operatiunii swap (reprezinta de fapt inversul schimbului initial de capital).

Operatiunile swap pe valute au o durata ce variaza intre 2 si 10 ani, contractele de 5 ani fiind cele mai frecvente.

Operatiunea swap de datorie externa –capital investitional (debtequity swap) a fost constituita pentru a da posibilitatea investitorilorsa cumpere,in contul datoriei externe a unor tari, valuta tarii respective si sa o investeasca in acea tara. Alte doua tipuri de swap din aceeasi categorie sunt :swap-ul datorie externa-dezvoltare (debtequity for development swap) si swap-ul datorie externa-natura (debtequity for nature swap).

Intr-o asemenea operatiune, o organizatie internationala, de obicei, neguvernamentala, cumpara un discount pe piata secundara datoriei unei tari. Apoi, agentia preschimba datoria la o valoare nominala sau la o valoare mai mica la Baanca Centrala a tarii respective. Capitalul obtinut este folosit pentru finantarea unor proiecte din domeniul mediului inconjurator, educatiei, sanatatii, etc.

Valoarea nominala a unui swap poate fi modificata pe durata operatiunii, astfel incat sa satisfaca cerintele utilizatorului. Intr-un swap amortizabil (amortizing swap) valoarea nominala se reduce in functie de metoda de amortizare stabilita. Opusul unui swap amortizabil este un swap progresiv (step-up swap). Intr-un swap la termen (forward swap) partile incep sa faca platile de dobanda la o data ulterioara, stabilita in contract.

Operatiunile swap pot fi extinse sau pot fi incheiate inainte de scadenta. Intr-un swap „extensibil” (extendable swap) una din parti poate extinde durata operatiunii dupa ce acesta a ajuns la scadenta, iar in cadrul unui swap revocabil (puttable swap) utilizatorul are optiunea de a incheia operatiunea inainte de scadenta.

Optiunile swap (swaptions) sunt obtiuni pe contracte swap de valute.Acestea dau dreptul detinatorului optiunii de a incepe o operatiune swap la un anumit termen.

Daca o companie planuiste ca peste 6 luni sa obtina un credit pe 5 ani cu dobanda variabila, dobanda pe care doreste sa o preschimbe intr-o dobanda fixa prin intermediul unui swap, compania poate achizitiona prin plata unei primeo optiune swap prin care poate intra peste 6 luni intr-o operatiune swap, in care sa plateasca o dobanda fixa si sa primeasca o dobanda variabila. Daca spre exemplu, dobanda fixa stipulata in optiunea swap este de 12% si peste 6 lunido fixa pentru un contract swap pe 5 ani ar fi mai mica de 12%, atunci compania va abandona optiunea si va incheia un contract swap de dobanda. Daca dobanda ar fi mai mare de 12% atunci compania va executa optiunea si vasi va optine un contract swap mai avantajos decat cel existentpe piata la acel moment.

Opțiunile swap sunt o alternativă la contractele swap la termen (forward swaps). Swap-ul la termen implică plata unei prime, însă are dezavantajul că utilizatorul este obligat să încheie contractul swap. Prin folosirea unei opțiuni swap o companie poate beneficia de eventuale evoluții favorabile ale cursului de schimb sau a ratei dobânzii și se poate pune la adăpost de o eventuală evoluție nefavorabilă. De fapt, diferența dintre un swap la termen și opțiune swap este că cea din urmă la termen pe valută și o opțiune pe valută.

A.3. Operatorii swap și riscurile operațiunilor swap

Operatorii swap, care sunt fie brokeri, fie dealeri, sunt cei ce identifică și pun în contact părțile.

Un operator swap este un swap broker atunci când acesta nu deține o anumită poziție financiară și operează ca un simplu agent sau maker sau ca o casă de curtaj (nu e parte la contract).

Swap makerul este un intermediar al informațiilor. El nu se confruntă cu un risc financiar. Pentru această activitate brokerul primește din partea ambelor părți un anumit onorariu.

Un operator swap este un swap dealer atunci când acesta ia parte la tranzacție pe cont propriu pentru a facilita swap-ul.

Swap dealerul îndeplinește toate funcțiile și, în plus, își asumă un anumit risc ca parte din contract. Dealerii swap sunt supuși riscurilor financiare, de aceea dealerii swap trebuie să rezolve două probleme:

1) Trebuie să stabilească valoarea operațiunii swap astfel încât să înregistreze un câștig în condițiile riscului asumat;

2) Trebuie să gestioneze eficient un anumit portofoliu de operațiuni swap rezultate din tranzacțiile de piață.

De obicei, operatorii swap sunt băncile denumite și bănci de swap (swap banks).

Principalii operatori au înființat o asociație internațională cunoscută sub numele de ISDA (International Swap Dealers Association). În aprilie '85, ISDA a editat un manual de utilizare a operațiunilor swap, care a dus la o uniformizare a terminologiei și a documentelor. Acest manual a fost revizuit și republicat în '91.

În ceea ce privește contractele swap, standardizarea clauzelor și a procedurilor a fost posibilă mai ales pe piața interbancară a operațiunilor swap. În cazul pieței utilizatorilor finali, contractele sunt constituite în funcție de necesitățile clientului. Un contract swap cuprinde câteva elemente caracteristice:

- suma pentru care are loc operațiunea,
- părțile în contract,
- valutele în care se face operațiunea,
- dobânda fixă și baza sa de calcul,
- dobânda de referință și baza sa de calcul (dobânda variabilă),
- cursul de schimb (pentru swap valută),
- data intrării în vigoare și data scadenței,
- datele la care se plătește dobânda,
- cadrul juridic.

Evaluarea riscului într-un contract swap este una dintre cele mai importante probleme. Pentru a analiza riscurile unui contract swap trebuie să ținem seama de următoarele elemente:

- 1) Contractele swap presupun obligatii reciproce si conditionate. Astfel o parte intr-un contract swap e obligata sa efectueze plata numai daca si cealalta parte a facut acest lucru.
- 2) Deoarece in operatiunile swap valoarea nominala nu face obiectul schimbului (cu exceptia contractelor swap de valute), riscul de neplata a acestuia nu exista ca in cazul unui imprumut obisnuit.
- 3) In contractele swap pe valute riscul este mai mare pentru ca riscului de dobanda i se adauga riscul cursului de schimb.
- 4) In ceea ce priveste riscul, este bine sa se faca distinctie intre riscurile intrinseci si riscurile asociate gestiunii unui portofoliu swap.

Riscurile asociate unei operatiuni swap sunt :

1) Risc de neplata

Acesta rezulta din faptul ca partenerul contractual se poate afla in situatia de a nu-si putea indeplini obligatiile ce-i revin. In cazul unui swap acest risc nu este prezent decat atunci cand valoarea actualizata a contractului este pozitiva. Intr-o tranzactie masurarea riscului de creditare se face in functie de doi factori:

- a) Suma care e expusa riscului (S),
- b) Probabilitatea ca riscul de creditare sa se produca (p).

Pierderea potentiala = $S \cdot p$.

Comitetul Basle a cerut bancilor sa constituie provizioane pentru riscuri de 8% din valoarea tranzactiilor swap.

2) Risc de lichiditate

Acesta e complimentar riscului de creditare. Atunci cand partenerul este in imposibilitate de plata, utilizatorul swap-ului va dori sa inlocuiasca pe perioada ramasa operatiunea initiala cu una noua .

Piata secundara este destul de lichida, inasa cu cat contractul swap are o scadenta mai mare si caracteristici care il individualizeaza, cu atat mai greu va fi ca acesta sa fie tranzactionat pe piata secundara. Pozitiile din cadrul contractelor swap care nu pot fi usor compensate sunt greu de evaluat si sunt expuse unui risc mai mare. Valoarea de inlocuire reprezinta costul inlocuirii fluxurilor de numerar din cadrul operatiunii.

Exemplu: Consiceram un contract swap pe valuta incheiat intre o companie si o banca. Contractul are scadenta de 5 ani, compania schimband la inceputul operatiunii 15 mln USD contra 10 mln GBP la un curs de schimb spot 1,5 USD/GBP.

Compania plateste o dobanda fixa de 10,5% pe an, adica 1.050.000 GBP, si primeste tot o dobanda fixa de 9,75% pe an, adica 1.462.500 USD. Presupunem ca peste 4 ani compania doreste sa anuleze tranzactia swap. In acest moment dobanda fixa pe un an pentru USD este de 9,75%, dobanda fixa pentru GBP este de 10%, Curs sspot este de 2 USD/GBP. In ultimul an banca mai are de platit o dobanda de 1.462.500 USD si trebuie sa returneze 15.000.000 USD .

Cei 15.000.000 USD mai valoreaza doar 750.000 GBP ceea ca inseamna ca dobanda primita de companie in ultimul an ar fi de 750.000 GBP. De aceea, in schimbul final de dobanda banca pierde 300.000 GBP, Iar prin schimbul capitalului de referinta mai pierde inca 2.500.000 GBP. Pierderea totala este de 2.800.000 GBP, adica 5.600.000 USD. Aceasta suma actualizata la o dobanda de 10% inseamna $5600000:(1+0,1)^5=5.090.909$ USD, adica 37,5 % din suma initiala de 15.000.000 USD. Aceasta reprezinta costul anularii de catre companie a contractului swap cu an inainte de scadenta.

3) Risc de reglementare

Piata swap a cunoscut o dezvoltare remarcabila si datorita faptului ca operatiunile swap nu au supuse reglementarilor din partea autoritatilor. Insa odata cu cresterea importantei si volumului tranzactiilor swap, autoritatile vor dori sa reglementeze acest sector, ceea ce ar putea pune in pericol libertatea unor contracte swap in derulare.

B. Evolutia operatiunilor swap

Fiind un instrument financiar in afara bilantului, operatiunea swap permite o mai buna acoperire a riscului pietei. Ea se poate adapta pentru toate tipurile de dobanda (fixa, variabila) si pr toate tipurile de piata (piata dobanzii, piata devizelor, piata materiilor prime).

Bancile au dus si ele la evolutia ascendenta acestor operatiuni. Initial in calitate de intermediari, apoi, pentru a indeplini intrutotul cerintele foormmulate de client, in calitate de dealeri sau parti in contract.

Standardizarea a jucat un rol important in dezvoltarea operatiunilor swap, la fel ca si existenta unei pietei secundare care permite compeennnnnsarea pozitiilor din cadrul operatiunilor. Specialistii afirma ca piata secundara este destul de lichida pentru a reduce riscurile de pe piata primara, mai alea pr operatiunile swap pe termen scurt.

Piata operatiunilor swap nu a ezistat decat sporadic inainte de 1981. Acest instrument a cunoscut deplina consacrare odata cu operatiunea swap dintre IBM si Banca Mondiala. Inainte de 1981, IBM a lansa un amplu program de imprumuturi in devize forte la dobanzi scazute. Impprumuturile au fost facute, in special, in DEM si SFR, acestea au fost transformaate apoi in USD.

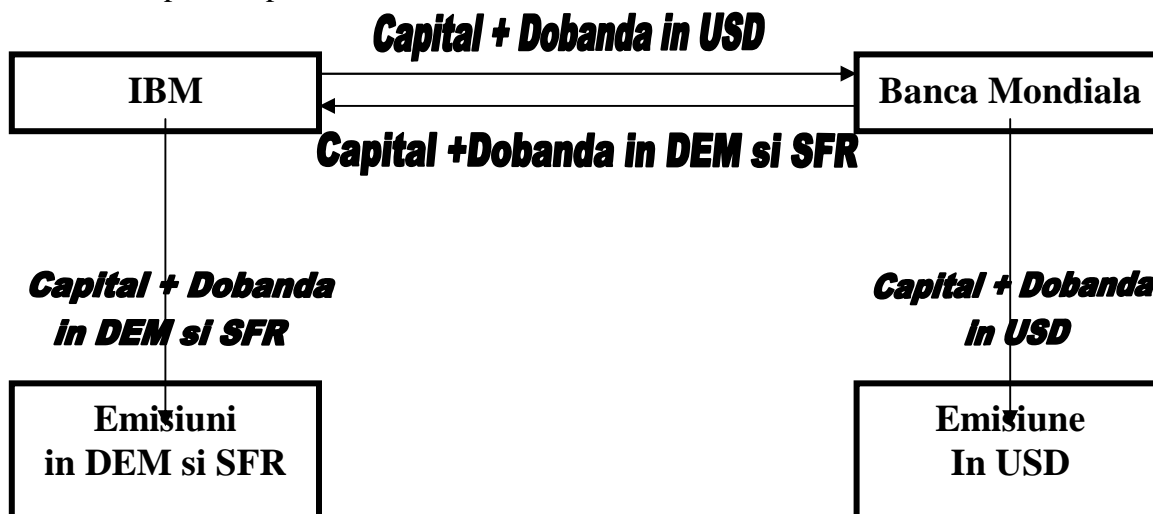
In anii care au urmat, USD a cunoscut semnificativa fata de DEM si JPY. Aceasta aprecier facea ca rambursarea imprumutului sa fie mai avantajoasa in USD si ducea la un castig latent din cursul de schimb. La acea data Banca Mondiala dorea sa se finanteze prin devize, la dobanzi scazute. Se dorea lansarea de emisiuni in DEM si JPY.

Salomon Brothers au contractat cele doua parti, propunand Bancii Mondiale sa faca o emisiune in USD pe care sa o preschimbe (printr-o operatiune swap cu IBM) in DEM si SFR. Un asemenea acord aducea avantaje ambelor parti :

→ piata emusiunilor in JPY si DEM avea o lichiditate mai scazuta decat cea americana si astfel imprumul facut de Banca Mondiala era mai atractiv in USD;

→ la randul sau, IBM putea sa converteasca in USD imprumuturile facute in DEM si SFR si astfel sa castige din cursul de schimb.

Grafic se poate reprezenta astfel:



Tranzactia a fost facuta in august 1981 pentru o valoare nominala de 200 mln USD schimbati pentru 200 mln SFR si 300 mln DEM.

4.OPERATIUNILE SWAP DE VALUTE

A.Mecanismul unui operatiuni swap de valute

Un swap de valute (currency swap) este o operatiune in care partile schimba o obligatie de plata intr-o valuta pentru plata in alta valuta pentru aceesi valoare nominala.

Se disting trei forme de operatiuni swap de valute :

- 1) Swap de valute dobanda fixa –dobanda fixa (currency swap) in care o parte plateste o dobanda fixa intr-o valuta si primeste o dobanda fixa in alta valuta din partea celelaltei parti;
- 2) Swap de valute dobanda fixa –dobanda variabila (cross currency swap) in care o parte plateste o dobanda fixa intr-o valuta si primeste o dobanda variabila in alta valuta din partea celelaltei parti. E cel mai des intalnit pe pietele internationale;
- 3) Swap de valute dobanda variabila –dobanda variabila (cross currency busis swap) in care o parte plateste o dobanda variabila intr-o valuta si primeste tot o dobanda variabila in alta valuta din partea celelaltei parti.

Exista situatii in care o firma poate sa detina un avantaj comparativ fata de alta firma privind finantarea de pe o anumita piata.

Spre exemplu, o firma americana poate obtine o finantare mai avantajoasa de pe piata SUA decat de pe piata germana de capital. Din contra, o firma germana poate fi intr-o situatie inversa. Tabelul urmator ne prezinta ratele de dobanda pentru USD si DEM la care se pot imprumuta cele doua firme:

	Dobanda USD	Dobanda DEM
Firma A	10%	7%
Firma B	9%	8%

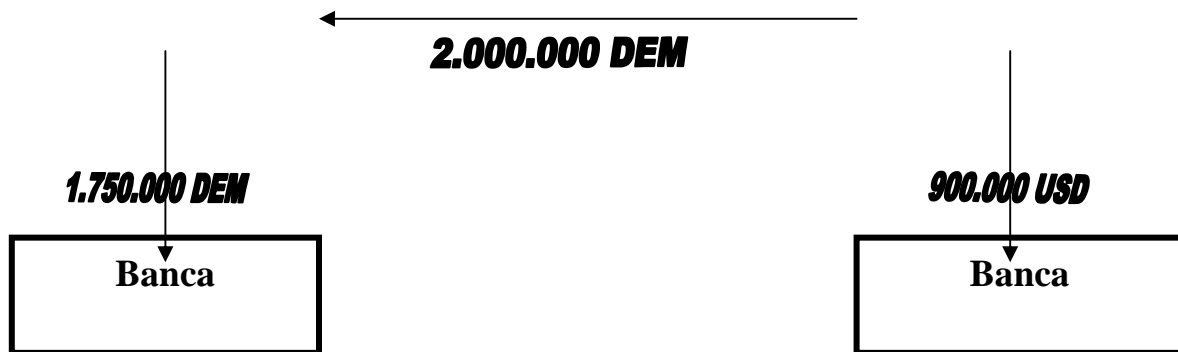
Firma A obtine un credit de 25 mln DEM la o dobanda de 7%, iar firma B obtine un credit de 10 mln USD, cu dobanda de 9%. Cele doua firme incheie un contract swap de valute in care firma A plateste 10% dobanda pentru 10 mln USD, iar firma B plateste o dobanda de 8% (2 mln DEM) pentru cele 25 mln DEM primite de la firma A.

Firma A plateste, de fapt, o dobanda de 1,75 mln DEM pentru cele 10 mln USD primite de la firma B, ceea ce, la o rata de 2,5 DEM/USD, reprezinta o dobanda anuala de 700.000 USD (adica 7% pe an).

Firma B plateste, de fapt, 900.000 USD pentru cele 25 mln DEM, adica 2,25 mln DEM (sau 9%) pe an. Astfel, prin intermediul operatiunii swap, fiecare parte plateste o dobanda mai mica decat daca s-ar imprumutat direct de pe piata de capital.

Reprezentarea grafica este urmatoarea :





Un exemplu de swap d valute si un swap de dobanda este cel ce a insotit o emisiune de euroobligatiuni cu cupon zero exprimate in AUD .

In martie 1987, Eastman Kodak Company, o companie cu un rating AAA, a contractat firma Merrill Lynch pentru obtinerea unor fonduri de 400 mln USD. Kodak dorea o finantare prin structuri netraditionale, pentru 200 mln USD pentru 5 si respectiv 10 ani.

Kodak a declarat, ca ar avea nevoie de doua saptamani pentru evaluarea oportunitatilor de finantare intr-o alta valuta decat USD, pentru o suma de minim 75 mln USD si un cost total de 35 puncte peste dobanda titlurilor de stat (US Treasury). La sfarsitul celor doua saptamani, suma ramasa neacoperita sa fie procurata printr-o oferta competitiva.

Dupa evaluarea unui numar de tranzactii potientiale, compartementul Pietei de Capital al Merrill Lynch a ajuns la concluzia ca interesul investitorilor pr emisiunile facute in alta valute decat USD este mai mare. Biroul din Londra pentru credite sindicalizate a informat Biroul compartimentului Pietei de Capital despre participarea, in calitate de coordonator, la emisiunea unor euroobligatiuni in AUD cu o scadenta de 5 ani, foarte atractive si care se vindeau foarte bine in Europa.

Sindicatul din Londra putea sa subscrie o emisiune similara de euroobligatiuni si pentru Kodak. Necesitatile Kodak-ului puteau fi satisfacute in cazul in care se putea aranja o operatiune swap pentru euroobligatiunile exprimate in AUD.

Pentru a atinge un nivel minim al emisiunii de 75 mln USD, ar fi fost necesara o emisiune de obligatiuni cu cupon zero in valoare de 200 mln AUD.

Merrill Lynch a incheiat un contract ferm cu o banca australiana (A) pentru un swap de 130 mln AUD cu o dobanda semestriala de 13,39%. Cele 70 mln AUD ramase au fost schimbate printr-un contract forward pe termen lung cu o banca australiana (B) la un curs de schimb $1\text{AUD}=0,5286\text{USD}$.

Prin aceste doua operatiuni Merrill Lynch a primit de la Kodak aprobarea pentru tranzactie si a fost lansata in Europa o emisiune de euroobligatiuni cu scadenta de 5 ani pentru suma de 200 mln AUD la un pret de $54 \frac{1}{8} \%$.

Pentru Kodak incasarile nete au fost de 53% din cele 200 mln AUD, adica 106 mln AUD. Kodak a schimbat aceasta suma in 75 mln USD la un curs de schimb de $0,7059 \text{ USD /AUD}$. Merrill Lynch a angajat un swap de valute cu Kodak pentru a preschimba fluxurile de numerar din AUD in USD, la o dobanda de 7,35 % platita semestrial, ceea ce reprezinta 35 de puncte peste dobanda pentru USTresuary (obligatiunile Guvernului SUA aveau dobanda de 7%).

Ca parte a acestui contract swap, Merrill Lynch a platit semestial bancii australiena B o dobanda egala cu LIBOR-40 puncte procentuale. De asemenea, Merrill Lynch a aranjat un

swap de dobanda pentru a preschimba o parte a platilor de dobanda fixa de la Kodak in plati de dobanda variabila catre banca australiana B.

Tabelul care urmeaza schemei operatiunilor swap de dobanda si de valute contine un rezultat al fluxurilor de numerar din cadrul acestor tranzactii.

Ultima coloana a tabelului contine fluxurile nete de numerar primite de Merrill Lynch. Valoarea actualizata neta a acestor fluxuri corectata cu o dobanda 'r' platita semestrial este :

$$VAN = \sum (968250/(1+r/2)^t) - (10000000/(1+r/2)^{10}), \text{ unde } \Sigma \text{ de la 1 la 10.}$$

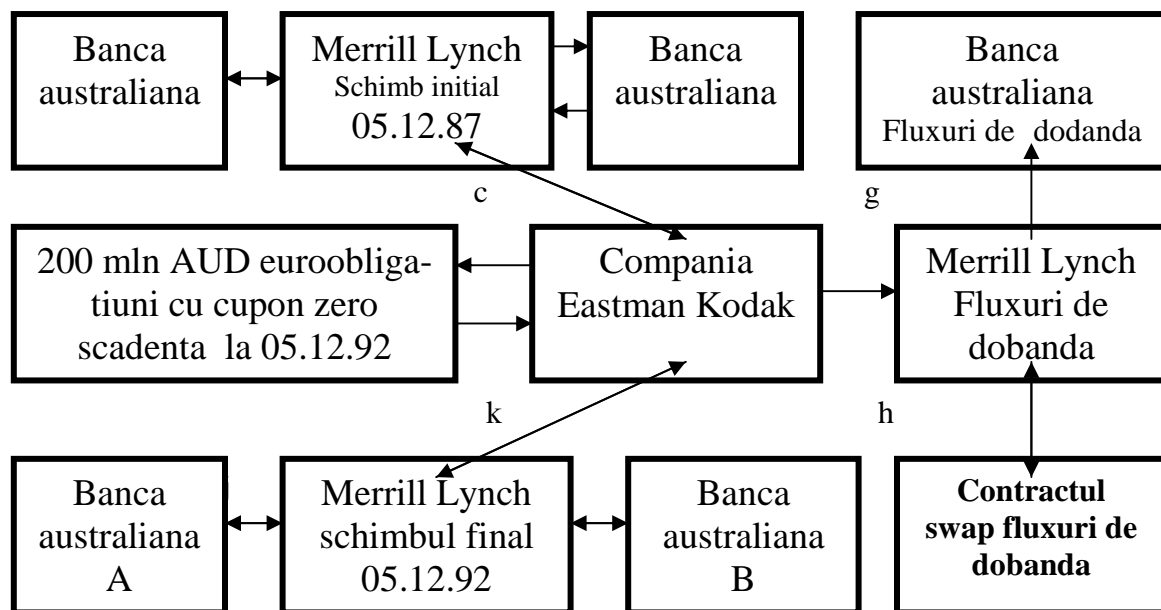
Daca $r=7\%$, dobanda corespunzatoare randamentului titlurilor de stat (Tresuary Bonds) cu o scadenta de 5 ani, atunci VAN-ul este de 963.365USD. Deoarece titlurile de stat sunt considerate de risc zero, folosind un r mai mare pentru a reflecte in VAN si eventualele riscuri ale tranzactiei. Pentru o dobanda de $7,5\%$ $VAN = 1031826$ USD. In realitate, VAN-ul fluxurilor de numerar primite de Merrill Lynch se afla intre cele doua extreme.

Combinand o emisiune intr-o valuta de USD cu un swap de dobanda si cu swap de valute, Merrill Lynch areusit sa obtina pentru Kodak o finantare la costuri mai reduce. Inreaga operatiune a presupus o munca minutioasa si un set complex de tranzactii desfasurate pe trei continente. Rezultatul a fost reducerea costului finantarii cu 15 puncte procentuale, ceea ce inseamna o economie anuala de 112500 USD $= 0.0015 * 750000$ USD . Pentru o dobanda de $7,5\%$ platita semestrial, valoarea actualizata a economiei realizate este :

$$\Sigma(56250/(1,0375)^t) = 461.969 \text{ USD}$$

$$1,0375 = 1 + 7,5 / 2$$

Urmatoarea diagrama ilustreaza intreaga operatiune efectuata de Merrill Lynch :



- Investitorii sunt platiti, la 05.12.92, printr-o singura transa de 200 mln AUD, suma ce reprezinta capitalul imprumutat, cat si dobanda.
- Obligatiunile sunt evaluate la $54 \frac{1}{8} \%$. La 05.12.87, incasarile nete ale Kodak sunt de 106 mln AUD.
- Kodak schimba cele 106 mln AUD cu Merrill Lynch si primeste 75 mln USD la o dobanda fixa de $7,35 \%$ platita semestrial.

- d) Banca australiana B desfasoara o operatiune swap pentru 130 mln AUD in obligatiuni cu cupon zero si cu o dobanda de 13,39 platita semestrial. La schimbul initial din cadrul operatiunii swap de pe 05.12.87 Merrill Lynch transfera bancii australiene B 68 mln AUD = $130.000.000 \text{ AUD} * 1 / (1 + 13,39/2)^{10}$ si primeste 68 mln USD = $(68.000.000 \text{ AUD} * 0,7059)$ pe baza cursului de schimb la vedere de 0,7059 USD / AUD.
- e) La 05.12.87 Merrill Lynch vinde bancii australiene A cele 38 mln AUD ramase (106-68) la un curs de schimb spot de 0,7105 USD /AUD si primeste 27 mln USD
- f) Kodak plateste catre Merrill Lynch dobanda fixa semestriala in valoarea de $2.756.250 = 75.000.000 * (7,35\% / 2)$.
- g) Merrill Lynch plateste semestrial bancii australiene B o dobanda variabila [LIBOR-40 de puncte] pentru capitalul imprumutat de 48 mil USD .
- h) Merrill Lynch efectuiaza plati semestriale de dobanda in suma de 1.884.000 USD (dobanda fixa de 7,85%) si primeste semestrial o dobanda variabila la nivelul LIBOR.
- i) La incheierea contractului swap, la 05.12..92 Merrill Lynch incaseaza 130 mln AUD si plateste 48 mln USD bancii australiene B.
- j) Conform contractului la termen de schimb valutar incheiat cu banca australiana A, Merrill Lynch cumpara, pe data de 05.12.92, 70 mln AUD in schimbul a 37 mln USD (cursul de schimb la termen 0,5286 USD / AUD).
- k) La 05.12.92 Kodak transfera in contul Merrill Lynch 75 mln USD in schimbul a 200 mln AUD, care sunt apoi rambursati posesorilor de obligatiuni cu cupon zero .

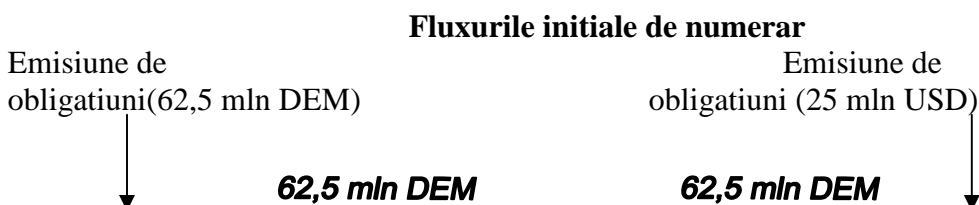
B.Utilizari ale operatiunilor swap de valute

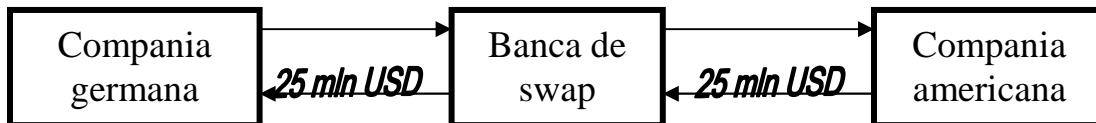
B.1.Finantarea unor filiale din strainatate

In general companiile multinationale intampina dificultati in finantarea filialelor din strainatate. Nu toate aceste filiale au capacitatea de ase finanta de pe piata nationala sau internationala, sau aceasta finantare, daca e posibila, e foarte scumpa sau mai scumpa decat ar fi facuta de societatea mama. Pentru a diminua costul finantarii, societatea mama poate profita de capacitatea de obtine credite de pe pietele de capital. Ele pot transforma, printr-un swap valutar o datorie exprimata intr-o valuta intr-o datorie in alta valuta.

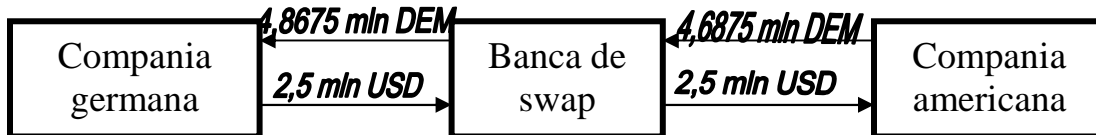
Ex. O societate germana din domeniul auto doreste sa finanteze filiala sa din SUA. Costul finantarii in cazul in care se apeleaza la bancile americane, este destul de ridicatsi de aceea societatea decide sa utilizeze o strategie de finantare printr-o emisiune de obligatiuni pe 5 ani cu o dobanda anuala de 7,5% in valoare de 62,5 mln DEM pe care sa o transforme in USD printr-un swap de valute . In acelasi timp o societate americana doreste sa finanteze construirea unor hoteluri in Germania .Ea adopta aceeasi strategie si face o emisiune de obligatiuni pe 5 ani cu o dobanda anuala de 10% in valoare de 25 mln USD.

Partile sunt puse in contact prin intermediul unei banci de swap . Cursul spot in momentul inceperii operatiunii swap este de 0,4 DEM/USD. Derularea operatiunii este prezentata in diagrama urmatoare:

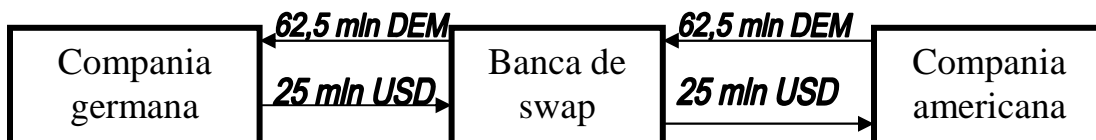




Fluxurile anuale de dobanda



Fluxurile de numerar la scadenta



Acest tip de finantare prezinta doua avantaje majore pt o societate multinationala :

- diminueaza costul finantarii filialelor ,
- impune o centralizare a fluxurilor financiare si permite controlul financiar al societatilor din cadrul companiei.

Exista totusi si trei inconveniente :

- influenteaza bilantul societatii mama,
- degreveaza trezoreria filialelor,
- poate duce la o pierdere a legaturii cu pietele financiare locale.

În ciuda acestor inconveniente ale caror efecte se fac simtite pe termen lung, majoritatea companiilor multinationale tind sa centralizeze operatiunile de trezorerie utilizand swap-ul valutar.

2). Obtinerea unor finantari la costuri mai reduse și efectuarea de emisiuni pe piata euroobligatara.

O companie isi poate reduce costul finantarii imprumutand de pe o anumita piata intr-o anumita valuta și preschimbad-o în alta valuta printr-un swap de valute. Acest gen de imprumut, sustinut de o operatiune swap, este utilizat pe piata euroobligatiunilor.

Aparitia pietei euroobligatiunilor a creat numeroase oportunitati pentru investitori . În anumite conditii, este posibil sa se efectueze emisiuni pe aceasta piata pentru ca apoi, utilizand un swap valutar, sa se transforme valuta obtinuta din emisiune în alta valuta dorita.

Un asemenea mecanism este echivalent cu o finantare de pe piata nationala ,insa, de cele mai multe ori , se obtine o dobanda mult mai atractiva. Aceasta oportunitate de emisiune se numeste “ fereastra de emisiune”. Cautarea “ferestrelor de emisiune” reprezinta una din atributiile bancii coordonatoare a emisiunii. Obiectul este acela de a detecta noi oportunitati și a realiza o emisiune legata de un swap valutar care sa ofere emitentului o dobanda mai avantajoasa decat cea de pe piata interna.

Exista mai multe motive (atat psihologice cat și tehnice) pentru care o companie se poate finanta mai ieftin intr-o valuta decat în alta. Spre exemplu poate profita de noutatea

aparitiei sale pe o anumita piata pentru a atrage investitorii sau în cazul în care compania are un rating ridicat poate beneficia de pietele unde se cauta investitii sigure.

3) Acoperirea riscului valutar

Fluxurile monetare (incasari și plati) ale companiilor sunt exprimate adesea în alta valuta decat moneda nationala. Operatiunile swap de valute permit companiilor sa se protejeze impotriva riscului valutar.

4) Patrundera pe o piata restrictionata

Accesul direct pe o anumita piata de capital poate fi intr-un fel sau altul restrictionat. Spre exemplu, o companie, pentru a emite obligatiuni în JPY, trebuie sa aiba un rating A sau mai bun. Daca nu indeplineste aceasta cerinta, compania poate obtine o finantare de pe alta piata în alta valutasi prin intermediul unui swap de valute, sa-și tranforme datoria în una exprimata în JPY.

5) Schimbarea valutei în care sunt exprimate platile și veniturile firmei.

5. Contractelor la termen cu deize

Piata contractelor la termen cu deize a fost inaugurata la data de 16 mai 1972, de catre Chicago Mercantile Exchange (CME). Contractele se negociaza pe ceea ce s-a numit International Monetary Market (IMM)- un departament în cadrul CME, care grupeaza pietele la termen cu deize și titluri financiare cu venituri fixe. Ulterior aceasta tehnica s-a raspandit și în alte centre financiare, fara sa cunoasca succesul intalnit în Chicago.

Tranzactiile asupra contractelor la termen nu dau nastere la reglementari imediate, platile se fac la scadenta și doar în ipoteza unei executari, prin livrarea efectiva a activului în cauza. Camera de Compensatie solicita operatorilor sa depuna o suma drept garantie (depozit) care variaza în functie de conjuctura, situatia financiara a operatorului și importanta pozitiei descoperite. Suma variaza și în functie de piata, putand reprezenta între 1% și 20% din valoarea contractului.

Atunci cand un cumparator/vanzator de contracte la termen este confruntat cu o scadere/crestere a cursurilor vainregistra o pierdere care diminueaza depozitul de garantie, reducand astfel, siguranta curtierului sau sau a Casei de Compensatie. Pentru a se proteja aceasta din urma solicita clientului prin apelul în marja acoperire pierderii.

Sunt autorizati sa vanda și sa cumperecontracte doar membrii bursei, în nume propriu sau pe contul clientilor. Tranzactiile sunt inregistrate obligatoriu de catre Camera de Compensatie, care se substituie cumparatorului și vanzatorului, devenind astfel unicul contrapartener. Ea garanteaza ducerea la bun sfarsit a tranzactiilor și consolideaza siguranta operatorilor.

Caracteristicile contractelor la termen pentru deize negociate la IMM

Deviza	Valoare contract	Fluctuatia minima (USD)	Valoarea depozitului (USD)
GBP	62500	12,5	1500
CAD	100000	10,0	1500
DEM	125000	12,5	2000
JPY	12500000	12,5	2000
SFR	125000	12,5	3000

Tranzacțiile sunt efectuate pentru perioade precise, care sunt: **martie, iunie, septembrie, decembrie** și pentru durate ce pot atinge doi ani, ceea ce înseamnă că pot fi cotate simultan maximum opt scadente.

Depozitele variază în funcție de contract și volatilitatea cursurilor devizelor și reprezintă între 1%-3% din valoarea contractelor. Aceasta nu îi împiedică pe curțieri să solicite sume mai mari pentru anumite devize și anumiți clienți. Legislația americană permite ca operatorii să depună bonuri de tezaur, de pe urma cărora pot beneficia de dobânzi.

De remarcat faptul că, la început, marile bănci americane nu au agreat dezvoltarea acestor piețe de instrumente financiare noi, reușind parțial să le blocheze evoluția. Aceasta, întrucât exista temerea justificată că aceste piețe vor repune în discuție monopolul pieței interbancare.

Refuzul marilor bănci din New-York de a cumpăra fotolii (LOCURI) la IMM (spre deosebire de cele din Chicago, care au participat de la bun început, dar relativ modest) și de a interveni pe piața contractelor a redus volumul arbitrajelor cu piața interbancară. În consecință, s-a resimțit multă vreme o lipsă acută de lichidități pe piața contractelor la termen, ordinele de peste 20 de contracte fiind dificil de executat. Ulterior, situația s-a schimbat: începând cu 1977, o serie de bănci au început să realizeze arbitraje între cele două piețe – cea interbancară și cea a contractelor, în mod direct sau prin intermediul arbitrajistilor din clasa B. Aceștia reprezintă o nouă categorie de operatori, scutiți de către IMM de a depune depozit.

Totodată, s-au deschis piețe de contracte la termen cu devize într-o serie întreagă de burse de comerț, unele reușite altele soldate cu escuri. Iată câteva exemple de reușite:

-în 1983- la Mid America Commodity Exchange, au fost introduse 5 contracte standardizate cu valori pe jumătate, comparativ cu IMM, care au rămas până în prezent operaționale

-1985- bursa New-York Cotton Exchange a inaugurat un contract în dolari, evaluat în baza cursurilor medii ponderate ale primelor 10 devize utilizate în comerțul internațional. În 1986, aceeași piață a creat primul contract la termen în ECU.

Piețele de contracte la termen deschise în afara SUA, în Australia, Marea Britanie, Singapore, Brazilia, Noua Zeelandă și Japonia, fie că au eșuat, fie că au avut succes, în prima etapă activitatea fiind redusă, comparativ cu piața interbancară. Explicația constă în faptul, că pe piața interbancară intervin marile firme transnaționale și marile întreprinderi ce desfășoară activități de comerț exterior.

Piața contractelor standardizate este de, fapt, în atenția speculatorilor individuali, arbitrajistilor și a celorlalte firme familiarizate cu modul de funcționare a acestor piețe. Aceasta întrucât piețele la termen pentru contractele standardizate reprezintă o posibilitate în plus de acoperire a riscului de schimb, uneori cu cheltuieli mai mici decât principiul piaței interbancare.

Existența acestor piețe este motivată, în primul rând, prin volatilitatea cursurilor de schimb. Apoi, orice creștere a comerțului internațional, în special a exporturilor și importurilor americane, conduce la o creștere a volumului tranzacțiilor de acoperire a riscurilor de curs. De fapt, există o relație pozitivă între creșterea poziției descoperite pe piețele contractelor cu devize de la IMM și valoarea importurilor americane. Relația este mai puternică pentru importuri, întrucât acestea sunt efectuate într-o proporție mai mare în momente diferite. Dacă la început aceste tranzacții au fost învaluite de mister, accesul la informații, difuzarea cunoștințelor privind contractele vor determina creșterea volumului tranzacțiilor în viitor.

Avantajele oferite pe pietele contractelor la termen, comparativ cu cea interbancara, constituie, de fapt, baza supravietuirii lor. Acestea sunt, pe scurt, urmatoarele:

- costul operatiunilor este mai mic, comparativ cu cel practicat de banci pe piata interbancara
- prin inversarea operatiunii initiale, operatorii se pot proteja contra riscului de schimb sau pot specula asupra cursului de schimb, fara sa preia sau sa livreze devizele la termen
- se permite efectuarea unor operatiuni secrete, anonime, ceea ce nu se poate realiza pe piata interbancara. De asemenea, aceste pietele ofera o flexibilitate sporita. Operatiune de acoperire poate fi obtinuta sau prelungita imediat sau lichidata cu usurenta în orice moment
- pe piata contractelor la termen pot interveni orice fel de operatori, cu conditia ca sa depuna depozitul de garantie la Camera de Compensatie. Pe piata interbancara, bancile sunt selective și prudente, indepartand anumiti clienti sau solicitand garantii ce majoreaza sensibil costul unei interventii.

Inconvenientele ce decurg din rigiditatea impusa de standardizarea contractelor si din faptul ca tranzactiile privesc un numar restrans de monede sunt mai putin demne de luat în considerare.

Pietele contractelor la termen se deosebesc de pietele interbancare și prin urmatoarele aspecte:

- suma în devize și data livrării sunt standardizate, neputand fi, deci, adaptate necesitatilor curente, ca în situatia pietei interbancare
- piata interbancara este o piata “ over the counter”; piata contractelor recurge la serviciile camerei de compensatie, riscul de contrapartida fiind, practic, eliminat. Relatia pe piata interbancara este mult mai personalizata, între banca și client
- tranzactiile interbancare se deruleaza prin telefon sau fax, între specialistii din banci cu publicarea pretului oferit și solicitat pentru fiecare tranzactie; pe pietele contractelor, tranzactiile se fac în ring, la un curs unic, atat pentru vanzari cat și pentru cumparari
- pe piata interbancara bancile sunt remunerate prin diferenta între cursul de vanzare și de cumparare, marja care variaza functie de deviza; pe piata contractelor, curtierii primesc comisioane ce variaza între 15\$ și 100\$, în functie de operatiune, de importanta ordinului executat și serviciile anexe oferite de casa de curtaj
- pe piata interbancara, valoarea unei tranzactii este mult mai mare, peste 1 mln \$, de regula; pe piata contractelor, normele de ordinul a 20-50 de contracte sunt destul de rare
- standardizarea contractelor corespunde mai bine necesitatilor speculatorilor individualisi mai puțin marilor întreprinderi. Piata interbancara raspunde astfel, mai bine solicitarilor marilor întreprinderi exportatoare sau importatoare și mai puțin intereselor investitorilor privati.

Comparatie intre pietele forward și futures pe piata de schimb

	Financial futures	Forward market
Localizare	Burse[futures exchanges,pietele contractelor la termen]	Banci și alti operatori; nu exista localizare
Realizarea contractelor	-Open outcry- afisaj electronic	Telefon/Telex
Dimensiunea contractului	Standardizata	Dupa dorinta clientului
Scadenta/ data livrării	Standardizata	Dupa dorinta clientului
Contrapartida	Casa de Compensatie	Banca respectiva sau alt operator
Riscul de credit	Casa de Compensatie	Contrapartida individuala
Comisioane	Se platesc intotdeauna rate fixe pentru afaceri mici; pentru celelalte sunt negociabile	Negociabile sau incluse în marja dealer-ului, cand nu se platesc comisioane prestabilite
Garantii	Depozitul în marja	Stabilite de banca în baza reglementarilor în vigoare a riscului de contrapartida
Lichiditatea	Asigurata prin depozitele în marja	Asigurate prin limitele de credit
Reglementare	Prin intermediul Camerei de Compensatie	În baza aranjamentelor bancare