

**EVALUAREA EXPUNERII FIRMELOR LA RISCUL  
VALUTAR - CONSIDERATII GENERALE  
(GENERAL REMARKS ON THE ASSESSMENT OF FOREIGN  
EXCHANGE RISK EXPOSURE OF FIRMS)**

**ARNALDO MAURI      CLAUDIA GABRIELA BAICU**

Working Paper n. 2008-02

FEBBRAIO 2008

**u n i m i** UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO



***DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE AZIENDALI E STATISTICHE***

Via Conservatorio 7  
20122 Milano  
tel. ++39 02 503 21501 (21522) - fax ++39 02 503 21450 (21505)  
<http://www.economia.unimi.it>  
E Mail: [dipeco@unimi.it](mailto:dipeco@unimi.it)

# **EVALUAREA EXPUNERII FIRMELOR LA RISCUL VALUTAR - CONSIDERATII GENERALE (\*)**

ARNALDO MAURI

Università degli Studi di Milano

CLAUDIA GABRIELA BAICU

Universitatea *Spiru Haret*, Bucarest

## ***Abstract***

### **General Remarks on the Assessment of Foreign Exchange Risk Exposure of Firms**

The paper deals firstly with the assessment of nonfinancial firm's risk exposure which has been deeply affected in the last two decades by the trend of market globalization and increased competition. In this new scenario we can note the weakening of the traditional separation between risks voluntary accepted by the firm as a chance to improve its profitability and risks which unavoidably lay on the overall business activity of the firm itself and have to be adequately covered by means of risk management. Secondly, within the frame of financial risks, particular attention is given to exchange rate fluctuations and to issues dealing with measurement and analysis of qualitative as well as quantitative aspects of foreign exchange risks affecting nonfinancial firms and chiefly those extensively involved in international activities. The focus then shifts to the assessment of foreign currency risk exposure by the firm as well as to managing foreign exchange risks and to the instruments and techniques involved.

**Key words:** risk exposure, financial risk, foreign exchange risk, risk management.

**JEL Classification:** G 30, G 28, G 32.

\* Da *Analele Universitatii Spiru Haret, Seria Economie* Vol. 7, 2007.

## 1. Introducere privind riscurile

Tendinta de globalizare a pietelor si cresterea concurentei dintre firme au determinat estomparea diferentei între riscurile acceptate în mod voluntar de managementul firmei si riscurile inevitabile, pentru care trebuie sa se recurga la o modalitate de acoperire.

Ca urmare riscurile asumate de firme au devenit tot mai complexe si mai greu de gestionat. Totodata, pe lângă diversificarea si cresterea complexitatii riscurilor, firmele conduse corespunzator, care opereaza în sectoare cu avantaje competitive semnificative, pot fructifica noi oportunitati de a obtine profit si a se dezvolta. În acest context, este important ca fiecare firma sa efectueze o analiza atenta a riscurilor care greveaza asupra activitatii sale. În ansamblul riscurilor la care sunt expuse firmele, un loc aparte îl ocupa riscul de curs valutar, a carui evaluare si gestionare constituie una din cele mai mari provocari ale managementului riscului.

Riscurile care greveaza asupra activitatii unei firme pot fi grupate în functie de mai multe criterii. O clasificare utila pentru evidentierea tipologiei riscurilor este cea dezvoltata de anumiti autori (Doherty 1985; Conti 1996), care subdivide riscurile firmei în patru mari categorii:

- a) riscuri legate de pietele de desfacere (variatia cererii produselor realizate de firma);
- b) riscuri legate de piata financiara denumite, în general, riscuri financiare. Aceste riscuri se refera la conditiile de atragere/plasare a resurselor financiare si sunt legate, în principal, de variatia ratei dobânzii si a cursului valutar;
- c) riscuri asociate variatiei în timp a productivitatii resurselor implicate în procesul productiv;
- d) riscuri care deriva din raporturile firmei cu mediul extern.

Clasificarea riscurilor se poate efectua și din alte puncte de vedere. Astfel, se pot distinge riscuri de natura exogenă și riscuri de natura endogenă (Conti 1996). În prima categorie sunt incluse riscurile legate de evoluția pietelor în care operează firma, în timp ce a doua categorie cuprinde riscurile asociate, de exemplu, deciziilor luate de conducerea firmei. În timp ce riscurile exogene privesc, chiar dacă cu intensități diferite, toate firmele care activează într-un domeniu, riscurile endogene produc efecte circumscrise unei singure firme.

O altă grupare interesantă este cea privind riscurile pure și riscurile speculative (Conti 1996). Dacă riscurile pure sunt asociate evenimentelor care comportă exclusiv efecte negative asupra activității firmei, riscurile speculative sunt generate de evenimente ce pot avea atât efecte negative, cât și efecte pozitive. Un exemplu de risc speculativ este riscul valutar. Modificarea cursului valutar poate determina pierderi importante pentru unele firme, în timp ce în alte cazuri se pot înregistra câștiguri consistente. Mai mult chiar, creșterea instabilității cursurilor valutare a determinat bancile să-și sporească volumul operațiunilor valutare. Tentate de posibilitatea obținerii unor profituri importante dacă previziunile făcute sunt confirmate de evoluția cursurilor pe piață, multe bănci întreprind operațiuni speculative. În caz contrar, se înregistrează pierderi semnificative, care nu de puține ori au creat probleme serioase multor bănci.

În același timp, este important de precizat că uneori nu se poate face o distincție netă între riscurile pure și riscurile speculative. De exemplu, un risc tipic de natură pură este cel legat de calamitățile naturale, cum ar fi tsunami sau cutremur. Acesta aduce prejudicii enorme localităților afectate, dar, în același timp, poate să avantajeze alte puncte turistice concurente, care, astfel, pot beneficia de creșterea considerabilă a numărului de turiști (Mauri A.G. 2005).

Managementul riscului se referă la activitățile privind individualizarea, analizarea, măsurarea (dacă este posibil) și gestionarea riscurilor la care este expusă firma, o atenție specială acordându-se riscurilor pure (Beaver, Parker, eds. 1995).

Se impune a fi subliniat ca nu totdeauna este posibil si nici recomandabil ca firma sa se limiteze la analiza izolata a fiecarui risc în parte, deoarece riscurile si efectele lor sunt interdependente si constituie un sistem (Meulbroek 2002). În plus, exista riscuri care, în combinatie cu alte riscuri, tind sa produca efecte pe care în mod singular nu le-ar fi cauzat si riscuri care tind sa se compenseze si chiar sa se anuleze între ele (Conti 1996).

Asadar, riscurile la care este expusa firma trebuie analizate ca un sistem si evaluate în relatie cu influenta lor asupra variabilitatii profitului firmei. Variabilitatea profiturilor firmei exprima asa numitul risc economic.

În ansamblul riscurilor speculative si de natura prioritar exogena un loc important îl detin riscurile financiare privind variatia ratei dobânzii si cursului valutar. În primul caz, este vorba de riscul de dobânda, în cel de-al doilea, de riscul valutar, risc care va fi dezvoltat în paragraful urmator.

## **2. Riscurile valutare**

Mai întâi de toate, trebuie subliniat ca evolutia cursului valutar si deciziile în materie de politica valutara au impact asupra activitatii tuturor firmelor, indiferent de marime sau de faptul ca deruleaza sau nu deruleaza tranzactii cu strainatatea. Bineînteles, efectele modificarii cursului valutar sunt diferite ca intensitate de la caz la caz.

În masura în care variatiile anticipate ale cursului valutar sunt deja incorporate în costurile si câstigurile prevazute de firma, riscul cu cel mai mare impact este asociat fluctuatiilor neasteptate ale cursului valutar (Conti 1996).

Expunerea la riscul valutar poate fi directa sau indirecta. Firmele care nu au tranzactii comerciale si/sau financiare cu strainatatea nu sunt ferite de riscul valutar însa, în acest caz, este vorba doar de o expunere indirecta. Aceasta este determinata de variatia cererii interne si de modificarea competitivitatii fata de firmele straine concurente care opereaza pe piata nationala. De exemplu, o firma, chiar daca își desfășoara activitatea exclusiv pe plan intern, poate înregistra pierderi ca urmare a aprecierii

monedei nationale în raport cu o moneda straina de referinta. Aprecierea monedei nationale are ca efect ieftinirea marfurilor similare importate din strainatate, denumite în valuta care s-a depreciat fata de moneda nationala. În consecinta, consumatorii produsului respectiv vor prefera marfa „mai ieftina” importata din strainatate în detrimentul marfii „mai scumpe” produse pe plan local de catre firma luata în considerare. Aceasta din urma va suporta pierderi ca urmare a scaderii vânzarilor si diminuarii cotei de piata.

Expunerea directa la riscul valutar priveste firmele care opereaza cu valute straine. Recurgerea la valutele straine si conversia valutara au loc atât în scop comercial, cât si financiar. Între operatiunile unei firme care determina schimburi valutare si, deci, incumba un risc valutar pot fi enumerate: procurarea de valuta straina pentru plata unor importuri; preschimbarea încasarilor valutare din exportul de marfuri si servicii în moneda nationala sau în alta valuta straina; achizitionarea de valuta straina pentru efectuarea de investitii directe sau de portofoliu în strainatate; repatrierea profitului rezultat din investitiile efectuate în strainatate; realizarea de plasamente sub forma de depozite în valuta la banci situate pe teritoriul national sau la banci în diferite centre financiare internationale; cumpararea de valuta pentru onorarea ratelor scadente la creditele contractate în valuta.

Expunerea unei firme la riscul valutar poate îmbraca mai multe forme: expunere de tranzactie; expunere economica; expunere competitiva; expunere de translatie.

- i) Riscul de tranzactie este definit drept riscul ca o tranzactie comerciala specifica sa poata cauza o pierdere ca urmare a variatiei cursului valutar. În principiu, este vorba de tranzactii comerciale definite pe plan contractual sub toate aspectele (cantitate, pret, termen de livrare, modalitate de plata etc.). Acest risc poate fi usor identificat si acoperit. Profilul acestui risc este linear (Bartram 2004), în sensul ca la orice variatie a cursului valutar corespunde o variatie proportionala a rezultatului economic al operatiunii.

- ii) Riscul economic are un continut mai amplu si oglindeste toate efectele directe si indirecte pe care variatia cursului valutar poate s-o genereze asupra rezultatelor economice ale firmei. În general, profilul acestui risc nu este linear (Bartram 2004).
- iii) Riscul competitiv reflecta variatia raporturilor competitive ale unei firme fata de firmele concurente ca urmare a fluctuatiei cursului valutar. Acest risc depinde de structura costurilor si câstigurilor în valuta straina, care variaza de la o firma la alta. Unii autori considera ca riscul economic si riscul competitiv pot fi grupate sub denumirea generica de risc strategic sau structural (evidentiaza factorii strategici ai structurii economice si financiare a firmei).
- iv) Riscul de translatie se manifesta în cazul societatilor multinationale. În momentul în care întocmesc situatii financiare consolidate, aceste societati trebuie sa aiba în vedere întreaga activitate pe care o desfasoara, inclusiv activitatea filialelor (subsidiarelor) din strainatate. Ca urmare, trebuie sa converteasca situatiile financiare întocmite de filiale în moneda locala a tarilor în care sunt amplasate în situatii financiare denumite în valuta tarii în care firma își are sediul central. Aceasta conversie, translatare da nastere riscului de translatie, întrucât cursul de schimb dintre moneda în care se întocmeste situatia financiara consolidata (moneda de raportare) si monedele locale ale subsidiarelor variaza în timp.

Expunerea valutara a firmelor care opereaza în mod sistematic cu valute straine are diferite grade de complexitate. Astfel, se disting firmele nationale, care își concentreaza sediile într-o singura tara sau arie valutara (cum ar fi euro), chiar daca au schimburi comerciale cu mai multe tari, si firmele multinationale care au unitati operative localizate în mai multe tari si arii valutare. Acestea din urma suporta efectele modificarii cursului valutar si asupra costurilor structurale.

Expunerea firmei la riscul valutar poate fi analizata pe baza mai multor parametri, atât de natura cantitativa, cât si calitativa (Cordero di Montezemolo 2003):

- 1)                   pozitiile deschise în valuta straina. Pozitia firmei într-o valuta straina sau expunerea neta în acea valuta reprezinta suma algebrica a încasarilor si platilor în valuta respectiva pe un anumit orizont de timp (de exemplu, o luna, 3 luni, 6 luni, 9 luni, 1 an). Daca peste trei luni o firma are de încasat marfuri în valoare de 20.000 USD si de platit exporturi care totalizeaza 15.000 USD, pozitia firmei în dolari peste 3 luni este de + 5.000 USD (pozitie activa). Invers, daca suma platilor într-o valuta straina este mai mare decât suma încasarilor în acea valuta, firma are o pozitie valutara pasiva. În situatia în care încasarile într-o valuta sunt egale cu platile în acea valuta, firma are o pozitie valutara neutra;
  
- 2)                   tipurile de valute care concura la formarea expunerii valutare a firmei. În acest sens, foarte importante sunt negociabilitatea si volatilitatea valutilor. Negociabilitatea unei valute depinde de amploarea si functionalitatea pietei pe care este negociata. Din acest punct de vedere, valutele pot fi grupate în valute primare si valute secundare. Prima categorie include valutele cu cea mai larga utilizare în tranzactiile internationale, care apartin tarilor cu economie avansata. Ca urmare, pentru aceste valute, exista o piata dezvoltata a produselor derivate, care permite acoperirea riscurilor valutare. Dimpotriva, valutele secundare sunt valutele tarilor mai putin dezvoltate. Volatilitatea reflecta gradul de oscilatie al unei valute fata de o moneda de referinta;
  
- 3)                   varietatea reda gradul de diversificare a mixului de valute care concura la formarea expunerii valutare a firmei. Cum, în principiu, variatiile cursurilor valutare ale diverselor monede nu sunt corelate între ele, diversificarea valutara are ca efect reducerea riscului valutar global al firmei;



4) durabilitatea exprima orizontul de timp al pozitiilor deschise în valuta straina. Cu cât acest orizont este mai îndepartat, cu atât mai mare este probabilitatea ca variatia cursului valutar sa creasca. Ca urmare, acoperirea pozitiilor valutare devine mai costisitoare, iar de la un anumit moment, chiar nu este convenabila pentru firma.

Data fiind multitudinea problemelor pe care le ridica riscul valutar, în prezent, una din cele mai dificile sarcini ale managementului unei firme este gestionarea riscului valutar. Cele mai utilizate tehnici de acoperire a riscului valutar sunt metodele extracontractuale, respectiv operatiunile pe piata valutara sau piata derivatelor. În principiu, riscul valutar se acopera la vedere, prin operatiuni la vedere si la termen, prin operatiuni la termen: forward, futures, optiuni.

Prin recurgerea la operatiunile la vedere, firmele au posibilitatea sa se dispenseze rapid de fondurile denominate în valute aflate în proces de depreciere si sa le converteasca în valute mai puternice.

Operatiunile la termen sau forward permit firmelor sa atenueze riscul valutar prin vânzarea/cumpararea de valute la cursul la termen (forward). Cursul la termen este stabilit în momentul încheierii operatiunii, astfel încât, indiferent de fluctuatiile de pe piata valutara, firma stie cu precizie valoarea încasarilor sau platilor în valuta care vor avea loc în viitor.

O alta modalitate de acoperire la termen o reprezinta contractele futures pe valute, care s-au dezvoltat începând cu anii 1970. Ca principiu, contractele futures sunt asemanatoare contractelor forward, deosebirea fundamentala dintre ele constând în modul de tranzactionare si în faptul ca în cazul contractelor futures valoarea tranzactiei, moneda si data decontarii sunt standardizate.

Acoperirea riscurilor de curs valutar se poate realiza si prin intermediul altor produse derivate, respectiv contractele de optiuni pe valute call sau put. Dupa cum sugereaza si denumirea, optiunile dau dreptul detinatorului sa opteze între a utiliza sau a nu utiliza contractul detinut. Astfel, daca o firma are de platit un import în dolari americani peste sase luni si vrea sa se protejeze contra fluctuatiilor pe piata a monedei nationale fata de dolarul american în intervalul respectiv poate sa cumpere o optiune

call. Prin aceasta optiune stabileste, contra platii unui premium, pretul maxim denumit pret strike, pe care poate sa-l plateasca pentru cumpararea dolarilor americani. Firma va exercita optiunea în situatia în care în momentul decontarii cursul valutar la vedere între moneda nationala si dolarul american va fi mai mare decât cursul valutar maxim (pretul strike) stabilit prin contractul de optiune. În caz contrar, firma va lasa optiunea sa expire, cumparând dolarii americani de pe piata valutara la cursul la vedere mai mic decât pretul strike al optiunii. În ambele cazuri însa, în fundamentarea deciziei de a utiliza sau a nu utiliza contractul de optiune, firma trebuie sa ia în calcul si pretul platit pentru a cumpara optiunea, respectiv premiumul platit.

Cele prezentate reprezinta doar o parte din modalitatile de gestionare a riscului valutar. Alaturi de acestea, firmele pot utiliza si alte tehnici de acoperire a riscului valutar, cum ar fi corelarea valorica si în timp a încasarilor si platilor în aceeasi valuta sau includerea în contractele comerciale internationale a clauzelor valutare, prin care cei doi parteneri convin sa recalculeze valoarea contractului în functie de evolutia pe piata a monedei de contract fata de o valuta de referinta.

### **3. Concluzii**

Derularea contractelor comerciale incumba aparitia mai multor riscuri, care, odata cu globalizarea pietelor, au devenit tot mai complexe si mai greu de gestionat. Tipologia riscurilor firmei cuprinde o gama larga de riscuri, care variaza de la riscuri de natura exogena si endogena la riscuri de natura pura si speculativa. În aceste conditii, managementul riscului se constituie ca o operatiune complexa care include individualizarea, analizarea, masurarea si gestionarea riscurilor, evaluate ca un sistem, cu efecte interdependente.

În contextul actual în care pe piata valutar-financiara internationala se manifesta o instabilitate accentuata, unul din cele mai importante riscuri care greveaza asupra activitatii unei firme este riscul valutar. Acest risc are impact atât asupra firmelor care deruleaza tranzactii cu strainatatea, cât si asupra celorlalte firme, în ultimul caz însa având doar o influenta indirecta. Expunerea unei firme la riscul valutar îmbraca mai multe forme: expunere

indirecta, expunere directa, expunere de tranzactie, expunere economica, expunere competitiva, expunere de translatie. Principalii indicatori care reflecta expunerea unei firme la riscul valutar sunt: pozitiile deschise în valuta straina, tipurile si varietatea valutilor care concura la formarea expunerii valutare, durabilitatea, respectiv orizontul de timp al pozitiilor deschise în valuta straina. Gestiunea riscului valutar implica recurgerea la o serie de tehnici de acoperire între care cele mai importante sunt operatiunile la termen forward, futures si optiunile pe valute.

## BIBLIOGRAFIE

- ALLAYANNIS, G., *Exchange Rate Exposure Revisited*, New York University Working Paper, 1996.
- BARTRAM, S.M., “Linear and Nonlinear Foreign Exchange Rate Exposures of Germany’s Nonfinancial Corporations”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, n. 4, 2004.
- BEAVER W.H., PARKER, G. (eds.), *Risk Management*, McGraw-Hill, New York 1995.
- BORGHESI A., *La gestione dei rischi d’azienda*, Cedam, Padova, 1985.
- BREALEY R.A., S.C. MYERS, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, quarta edizione, Milano 2002.
- CALVELLI A., *Scelte d’impresa e mercati internazionali*, Giappichelli, Torino 1998.
- CONTI C., *L’esposizione dell’impresa ai rischi finanziari*, Egea, Milano 1996.
- CORDERO DI MONTEZEMOLO S., *Governo d’impresa e finanza valutaria*, Franco Angeli, Milano 2003.
- DOHERTY N.A., *Corporate Risk Management*, McGraw-Hill, New York 1985.
- DOUKAS J.A., HALL P.H., LANG L.H.P., “Exchange Rate Exposure at Firm and Industry Level”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol 12, n. 5, 2003.
- FROOT K.A., SCHARFSTEIN J.C., “Risk Management Co-ordinating Investment and Financing: Policies”, *The Journal of Finance*, dicembre 1993.
- MAURI A.G., *Le imprese alberghiere: strategie e marketing*, McGraw-Hill, Milano 2004.
- MEULBROEK L., *Integrated Risk Management for the Firm: a Senior Manager’s Guide*, SSRN, 2002.
- MILLER M.D, REUER J.J., “Asymmetric Corporate Exposure to Foreign Exchange Rate Changes”, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, n. 2, 1998.
- NEGRUS, M., *Plati si garantii internationale*, Editia a III-a, Editura C.H. Beck, Bucuresti 2006.
- NEGRUS M. (coord.), C. BAICU, *Relatii valutare si marketing financiar*, Editura Fundatiei “România de Măine”, Bucuresti 2007.
- PECICAN, E., *Piata valutara*, Editura Era, Bucuresti 1999.
- REES W., UNNI S., “Exchange Rate Exposure among European Firms: Evidence from France, Germany and the UK”, *Accounting & Finance*, Vol. 45, n. 3, 2005.
- ROSS S.A., *The Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 2000.
- SHAPIRO A.C., *Multinational Financial Management*, John Wiley & Sons, New York 1999.
- TUTINO F., BARBIERI L., CARMOSINO P., *Rischi di cambio e imprese*, Il Mulino, Bologna 1990.
- WILLIAMSON R., “Exchange Rate Exposure and Competition: Evidence from the Automotive Industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, n. 3, 2001.