

I. PIAȚA VALUTARĂ

1. Organizarea și funcționarea pieței valutare

Prima manifestare concretă a realității internaționale este piața pe care se efectuează schimbul unei monede naționale pe altă monedă națională. Într-adevăr, orice întreprindere care exportă și/sau importă bunuri, orice persoană particulară care se deplasează în străinătate etc., se confruntă imediat cu o problemă de schimb valutar. Această problemă de conversie monetară provine, în mod evident, din faptul că *internaționalismul comercial și financiar* coexistă cu *naționalismul monetar*.

Piața valutară este piața pe care se desfășoară comerțul cu monede străine (valute). Această piață asigură manifestarea cererii și ofertei de monede străine, precum și formarea prețului (cursului) acestora, exprimat în monedă națională.

Monedele străine sunt schimbate pe moneda națională în toate centrele financiare ale lumii. Piața valutară nu este, deci, limitată din punct de vedere geografic: piața lirei sterline, de exemplu, cuprinde nu numai tranzacțiile cu monede străine contra lire efectuate la Londra, ci și tranzacțiile efectuate în lire sterline contra monedelor locale respective la New York, Paris, Tokio, Singapore etc. După cum a spus odată un comentator inspirat, „*operațiunile de schimb valutar urmează, prin intermediul sateliților de telecomunicații, răsăritul soarelui în diverse locuri de pe glob*”.

A) *Operatorii pieței valutare sunt băncile și celelalte instituții financiare, care acționează în nume propriu sau al clienților. Acești operatori negociază direct între ei sau recurg la intermediari (dealeri).*

1) *Băncile, instituțiile financiare și filialele financiare ale grupurilor industriale efectuează operațiuni de schimb valutar în nume propriu sau din ordinul clienților lor. Pentru a facilita operațiunile respective, băncile autohtone își deschid conturi și constituie depozite la băncile și instituțiile financiare din străinătate, care joacă, astfel, rolul de bănci corespondente (și invers).*

Deși *băncile* sunt cei mai importanți operatori de pe piața valutară, un rol însemnat joacă, de asemenea, filialele *bancare* sau *financiare* ale grupurilor industriale. De exemplu, „*British Petroleum International*” în Anglia, „*Renault Finance*” în Franța etc., sunt firme financiare specializate, a căror misiune este efectuarea operațiunilor bancare (inclusiv de schimb valutar) și asigurarea expertizei financiare pentru întregul grup industrial respectiv.

În principiu, operațiuni de schimb valutar efectuează, în mod obișnuit, toate băncile. Cu toate acestea, în practică, numărul băncilor care acționează în

permanență pe piață este redus, majoritatea băncilor operând prin intermediul altor bănci sau al firmelor de intermediere (*dealeri*).

Teoretic, băncile au o politică de afaceri nespeculativă. În realitate, se constată adesea că și băncile au un comportament speculativ. Acest tip de comportament este indicat de „*poziția valutară*” neechilibrată („*lungă*” sau „*scurtă*”) a băncii respective.

Prin definiție, „*poziția valutară*” este diferența - pozitivă sau negativă - între creanțele și angajamentele (datoriile) în valută ale unei bănci (numerar în casă, disponibil în conturi la vedere în străinătate, efecte comerciale libelate în valută (devize) emise, acceptate sau avalizate, credite în valută primite sau acordate etc.). Indicatorul respectiv se determină atât pe total, cât și pe fiecare valută în parte.

În cazul în care creanțele și angajamentele sunt egale, *poziția valutară* este numită „*închisă*” (*echilibrată*); dacă creanțele sunt mai mari decât angajamentele, poziția valutară se numește „*lungă*”, iar în cazul invers „*scurtă*”. O *poziție valutară neechilibrată* (*lungă* sau *scurtă*) implică un anumit risc, iar asumarea acestuia reflectă, deci, un comportament speculativ, care vizează obținerea unui câștig din creșterea sau scăderea cursului valutar respectiv.

Totuși, importanța speculațiilor LOR valutare efectuate de bănci este redusă în comparație cu speculațiile generate de clientela privată. În ceea ce le privește, băncile nu refuză totuși nici ele acceptarea speculațiilor clienților, deoarece, pe de o parte, operațiunile dispuse de clientelă le aduc profit, iar pe de altă parte, dacă ar refuza serviciile solicitate de unii clienți, aceștia ar trece imediat la concurență.

Un operator important pe piața valutară este, de asemenea, *banca centrală*. Vânzările și cumpărările de valută efectuate de banca centrală urmăresc, pe de o parte, stabilizarea cursului monedei naționale, iar pe de altă parte, constituirea și gestionarea rezervei valutare.

2) A doua categorie importantă de participanți la piața valutară este *clientela privată*: întreprinderile industriale și comerciale, instituțiile financiare neautorizate să efectueze operațiuni valutare ca obiect de activitate și persoanele particulare. Clientela privată nu participă însă direct la piață, ci prin intermediul băncilor și, eventual, a *caselor de schimb valutar* (persoanele fizice).

3) În fine, a treia categorie importantă de operatori pe piața valutară – mai ales în țările anglo-saxone – sunt *firmele de brokeraj* (*dealeri*). Funcția acestora este de intermediere și de diseminare de informații, ceea ce face ca, în general, piețele valutare pe care există asemenea intermediari să fie mai eficiente și mai fluide.

B) *Motivele* care îi determină să acționeze pe operatorii pieței valutare sunt: *motivul tranzacțional*, *motivul remunerației* și *motivul speculației*.

1) Astfel, un important volum de operațiuni valutare sunt generate de necesitatea procurării monedei de plată prevăzute în contractele comerciale și de prestări de servicii încheiate între rezidenți și nerezidenți. În acest caz, schimbul

valutar nu este, așadar, un scop în sine și nici nu constituie o ocupație permanentă (profesie) a agenților economici respectivi, ci derivă din tranzacțiile cu bunuri și servicii efectuate de aceștia (*motivul tranzacțional*).

2) Alte operațiuni de conversie monetară sunt legate de decontarea tranzacțiilor financiare (cumpărarea și vânzarea de acțiuni sau obligațiuni, acordarea sau rambursarea creditelor, efectuarea de investiții directe etc.), ori de variația ratelor dobânzii de pe diverse piețe financiare. Într-adevăr, se constată că există un volum important de capitaluri disponibile pe termen scurt, care migrează dintr-o țară în alta exclusiv în căutarea unor dobânzi mai mari (*motivul remunerației*).

3) În fine, a treia categorie de operațiuni de schimb valutar sunt efectuate de diverși agenți economici, persoane fizice, întreprinderi, bănci (inclusiv banca centrală) etc., în funcție de *anticipațiile* lor cu privire la evoluția viitoare a cursurilor de schimb. Aceste operațiuni dobândesc uneori o amploare deosebită, mai ales atunci când o monedă sau alta trece printr-o perioadă de criză, ceea ce îi incită pe operatori să încerce să obțină un câștig din împrejurarea respectivă (*motivul speculației*).

Rezultă că nu toate operațiunile de schimb valutar sunt legate de tranzacțiile comerciale; unele operațiuni de acest gen au ca obiect mișcările autonome de capitaluri, pe termen lung sau scurt, care, uneori, pot avea o pondere ridicată în balanța de plăți externe a unei țări, generând anumite riscuri pentru țara respectivă.

C) *Formele monetare* tranzacționate pe piața valutară sunt: *moneda scripturală* și *numerarul*.

1) *Moneda scripturală* există, după cum se știe, sub formă de *disponibilități în conturile bancare la vedere*. Aceste *depozite bancare la vedere* se transferă dintr-un cont în altul prin diverse mijloace de comunicare la distanță (telegraf, telefon, telex, fax, internet etc.), cecuri, carduri etc.

De exemplu, *transferul telegrafic al unui depozit bancar este un ordin adresat băncii, dat de titularul unui cont deschis la banca respectivă, libelat în moneda A, transmis prin telegraf, telex etc., de a debita acest cont și a credita un alt cont libelat în moneda B*. Conturile debitate și creditate pot aparține aceluiași client sau unor clienți diferiți. Principalul avantaj al transferului telegrafic este rapiditatea execuției.

2) *Numerarul* este utilizat pe piața valutară pe scară mult mai redusă comparativ cu plățile fără numerar, din cauza dezavantajelor sale cunoscute. Cu toate acestea, turiștii sau alte categorii de persoane care călătoresc în străinătate solicită adesea băncilor, caselor de schimb valutar etc., preschimbarea anumitor sume în numerar.

Pe lângă *moneda scripturală* și *numerar*, se folosește uneori și un alt mijloc de plată, și anume *scrisoarea de schimb*. De fapt, la începuturile comerțului internațional, *scrisoarea de schimb* a fost mijlocul de plată cel mai utilizat. La ora actuală, importanța scrisorii de schimb s-a redus însă foarte mult.

3) *Scrisoarea de schimb este un ordin scris, dat de către vânzătorul unui bun, acceptat de cumpărător (sau banca sa) și care obligă cumpărătorul respectiv (sau banca sa) să plătească o anumită sumă într-o monedă străină, la o dată stabilită.*

Se observă că scrisoarea de schimb este foarte asemănătoare cu cambia (polița), în sensul că, la fel ca aceasta din urmă, asociază funcția de titlu de credit cu funcția de mijloc de plată, cu singura particularitate că efectuarea plății implică o operațiune de schimb valutar (de unde și denumirea).

În literatură și în vorbirea curentă se folosește adesea expresia de „*piață (valutară) neagră*”.

„*Piața neagră*” există exclusiv în țările în curs de dezvoltare, care, de regulă, practică diverse forme de control valutar. Controlul valutar a fost și este considerat uneori o soluție la problemele pe care le creează o cerere de valută imposibil de satisfăcut. Tranzacțiile valutare „*la negru*” apar ca o reacție spontană a societății la cererea de valută excedentară, în condițiile în care restricțiile - legale sau administrative -, impuse de autorități operațiunilor de schimb valutar, împiedică ajustarea naturală a cererii și ofertei de valută. Este vorba, însă, despre o soluție ilegală, de unde și denumirea de „*piață neagră*”.

În unele țări, „*piața neagră*”, deși ilegală, există în mod deschis, deoarece guvernul nu aplică sau nu este capabil să aplice sancțiunile legale. În alte țări, „*piața neagră*” este reprimată de autorități, iar ca urmare operațiunile de schimb valutar se efectuează în mod clandestin. În ambele cazuri, „*piața neagră*” are un rol pozitiv, deoarece permite continuarea activității economice normale, în pofida insuficienței cronice a ofertei de valută.

Unele guverne acceptă, în mod *neoficial*, foloasele „*pieței negre*”, deși nu recunosc în mod deschis existența acesteia. Termenul utilizat pentru desemnarea acestei alternative, tolerate de autorități, la piața valutară oficială, este „*piață (valutară) paralelă*”.

Principalele piețe valutare sunt localizate în Europa, America de Nord și Extremul Orient. De fapt, piețele din aceste trei zone geografice sunt strâns legate, interacționând una cu alta și formând ceea ce s-ar putea numi „*piața valutară globală*” („*mondială*”).

Astfel, în Europa piața se deschide la ora 9⁰⁰ - 10⁰⁰ și se închide în jurul orei 17⁰⁰. Când piața europeană se închide, se deschide piața americană; tot așa, când operațiunile valutare încetează pe coasta de vest a SUA, acestea încep în Extremul Orient, unde încetează în momentul în care operațiunile reîncep la

Zürich, Paris, Londra etc. În aceste condiții, „piața valutară mondială” este continuă, funcționând, într-adevăr, 24 de ore din 24, după un program adaptat fusului orar.

Deși nu mai au importanța de odinioară, centrele financiare europene rămân, în continuare, piețe valutare foarte mari. Cele mai importante piețe valutare europene sunt Londra, Frankfurt și Zúrich, însă aceste centre sunt legate de altele, de mai mică importanță, precum Amsterdam, Bruxelles, Copenhaga, Düsseldorf, Geneva, Hamburg, Luxemburg, Madrid, Milano, Oslo, Paris, Roma, Stockholm etc.

Principala piață valutară nord-americană este cea de la New York, însă un volum important de operațiuni de schimb valutar se efectuează la Chicago, Boston, Philadelphia, San Francisco, Los Angeles, Toronto, Montreal etc.

În Extremul Orient, principalele centre de comerț cu valute sunt: Tokyo, Hong-Kong și Singapore.

Piața valutară are două componente: *pieța la vedere* și *pieța la termen*. În ultimul timp, au apărut și s-au dezvoltat și alte compartimente, al căror rol este în creștere: *pieța futures* și *pieța opțiunilor*.

2. Piața valutară la vedere (*spot market*)

Piața valutară la vedere este acea componentă a pieței valutare, pe care se efectuează vânzări și cumpărări de valută, care trebuiesc lichidate în maximum 48 de ore de la data încheierii tranzacției. Prin „lichidare” se înțelege predarea valutei și achitarea acesteia în monedă autohtonă.

Vânzări și cumpărări de valută la vedere se efectuează cu ambele forme monetare menționate: *numerarul* și *moneda scripturală*. Din motivele deja arătate, volumul schimburilor valutare scripturale este mult mai mare decât cel al schimburilor valutare manuale, iar ca urmare cursul de schimb stabilit în operațiunile de schimb valutar scriptural este cursul cu adevărat semnificativ pentru întreaga piață valutară.

2.1. Caracteristicile pieței valutare la vedere

Principalele piețe valutare sunt deschise în toate zilele lucrătoare ale săptămânii, funcționând practic prin legăturile telefonice, telex, fax, internet etc, dintre participanții la piață. Aceste legături sunt stabilite fie în mod direct, de la bancă la bancă, fie prin intermediul *dealer*-ilor. Pe aceleași căi, se realizează și legăturile cu corespondenții din străinătate. Piața funcționează continuu, ceea ce înseamnă că un operator poate oricând cumpăra sau vinde valută, între orele la care piața este deschisă.

Principala valută tranzacționată pe majoritatea piețelor lumii este dolarul american, deoarece acesta este, în continuare, moneda-cheie a sistemului monetar internațional. Toate monedele sunt cotate în dolari, deși unele dintre ele nu cotează neapărat una în alta, iar ca urmare, uneori, este necesar ca o monedă să fie vândută inițial pe dolari, iar apoi cu dolarii respectivi să se cumpere o altă monedă.

Tranzacțiile de pe piețele valutare sunt *continue* și *delocalizate*, însă în cazul unor piețe există o procedură de vânzare-cumpărare prin licitație (*fixing*).

De asemenea, pe o serie de piețe există o formă sau alta de monitorizare a tranzacțiilor și de calculare a unui *curs valutar oficial*.

Publicarea unei liste oficiale de cursuri valutare are avantajul că oferă clienților băncilor certitudinea că nu sunt supuși unui tratament discriminatoriu. Într-adevăr, dacă o bancă nu respectă cotația oficială, clientela o va părăsi, pentru a merge la concurență. Evident, această regulă nu se aplică în cazul în care banca are alte mijloace de a ține clientul captiv. Cu toate acestea, după cum am mai menționat, multe piețe importante nu au cotații oficiale ale valutilor.

Un mare număr de monede naționale au un rol redus în comerțul internațional, iar ca urmare nu se tranzacționează pe toate piețele valutare. De regulă, monedele din această categorie se tranzacționează pe piața lor națională, pe piețele unor țări vecine și, eventual, pe unele piețe internaționale cu care țara în cauză are relații. Ca urmare, pentru a cumpăra sau vinde aceste monede de mai mică importanță, cei interesați se adresează principalelor bănci autohtone sau, eventual, unor bănci străine specializate în relațiile cu țările în cauză și care, de aceea, tranzacționează și monedele respective.

Executarea operațiunilor clientelei depinde de tipul ordinelor adresate de clienți (ordine „*cel mai bine*” și ordine „*la curs limitat*”), precum și de momentul în care ordinele respective sunt primite de bancă.

a) Ordinele „*cel mai bine*” primite în cursul dimineții sunt executate, în general, la cursurile de cumpărare și de vânzare ale zilei precedente. Ordinele primite ulterior sunt executate la cursurile existente în momentul în care sunt primite, care pot fi diferite de cele existente la începutul zilei. De asemenea, aceste cursuri, formate pe parcursul zilei, sunt cele care se raportează pentru ziua următoare. Clienții care efectuează tranzacții importante pot fi excepțai de la aceste reguli.

b) Ordinele „*la curs limitat*” se execută la cursuri care nu depășesc (în sus sau în jos – după cum este vorba despre cumpărare sau despre vânzare) nivelul indicat de client.

2.3. Arbitrajul valutar

Principalele operațiuni efectuate pe piața valutară la vedere sunt *operațiunile de arbitraj valutar*.

*Arbitrajul valutar este operațiunea bancară de vânzare și cumpărare, de cele mai multe ori simultană, de valută, pe piețele valutare, în scopul exclusiv al realizării unui câștig din: 1) diferența dintre cursurile aceleiași valute înregistrate concomitent pe două piețe diferite; 2) diferența dintre cursurile aceleiași valute pe aceeași piață la date diferite; 3) diferența de curs între două valute și două piețe diferite.*¹

Deoarece diferitele piețe valutare comunică rapid una cu alta, există o tendință de egalizare a cursurilor valutare. Ca urmare, posibilitatea obținerii de câștig din diferențele de curs valutar este redusă; din aceeași cauză, riscurile aferente operațiunii de arbitraj valutar sunt foarte mici. În aceste condiții, câștigurile rezultă nu atât din diferențele de curs, cât din mărimea sumelor tranzacționate.

Există mai multe tipuri de arbitraj, decelabile după diverse criterii:

1) *Arbitrajul direct*: constă în vânzarea unei monede pe piața pe care cotează cel mai bine și cumpărarea concomitentă a aceleiași monede pe piața pe care cotează cel mai slab.

2) *Arbitrajul bilateral*: operează pe două piețe și cu două valute.

Arbitrajul multilateral: operează pe mai multe piețe și cu mai multe valute.

3) *Arbitrajul la termen*: se caută să se obțină câștig din diferențele de curs valutar la termen pe aceeași piață sau pe piețe diferite.

4) *Arbitrajul combinat (la vedere și la termen)*: caz în care se jonglează cu termenele și piețele, vânzându-se la vedere pe o piață și cumpărându-se la termen pe aceeași piață, ori vânzându-se la termen pe o altă piață.

5) *Arbitrajul cursurilor combinat cu arbitrajul ratelor dobânzii*: profitul rezultă din diferența de dobândă și diferența de curs de schimb care se pot obține dintr-un plasament de capital pe o piață sau alta.

Pentru a ilustra aceste multiple posibilități, să presupunem că o bancă canadiană este însărcinată să vândă, la data de 19 iulie 2005, suma de 1 milion EURO, provenită dintr-un export în Franța, efectuat de o întreprindere canadiană. Să mai presupunem că, în momentul în care banca primește ordinul de vânzare menționat, cursurile de pe piața valutară sunt următoarele:

1 CAD = 0,59 EUR la Paris,

1 USD = 1,45 CAD la New York,

1 USD = 0,82 EUR la New York și Paris.

Banca are două posibilități: a) să vândă direct suma de 1 milion EUR pe dolari canadieni; sau b) să treacă printr-o valută terță, și anume dolarul american.

¹ -Kirițescu C., Dobrescu E., *Moneda. Mică enciclopedie*, Editura enciclopedică, București, 1998, p. 25-26.

a) În primul caz, banca va obține pentru clientul său suma de:

$$\frac{1.000.000EUR}{0,59} = 1.694.915,25CAD$$

b) În cazul al doilea, suma obținută va fi:

$$\frac{1.000.000EUR}{0,82} \times 1,45 = 1.768.292,68CAD$$

Se observă că, în comparație cu vânzarea directă, trecerea printr-o valută terță aduce un câștig de 73.377,43 CAD. Din această sumă, trebuie scăzute, desigur, cheltuielile administrative, telefon, fax etc. Presupunând că aceste cheltuieli sunt de 50 CAD, rezultă că, în final, banca obține un profit de 73.327, 43 CAD.

Realizarea unui arbitraj triunghiular, de genul celui de mai sus, necesită o mare prudență, deoarece cursurile variază foarte rapid, iar arbitrajistul riscă să sufere pierderi.

Într-adevăr, dacă, în prima parte a operațiunii de arbitraj exemplificate (vânzarea de euro contra dolari americani), cursul de schimb între dolarul american și dolarul canadian se modifică, devenind, să spunem: 1 USD = 1,38 CAD, banca înregistrează o pierdere (câștig nerealizat) de 11.988,42 CAD (față de cazul în care ar fi vândut direct suma în euro pe dolari canadieni); la aceasta se adaugă, desigur, spezele și comisioanele bancare de 50 CAD, ceea ce face ca pierderea totală (câștig nerealizat + cheltuieli propriu-zise) să devină 12.038,42 CAD. În această din urmă situație, arbitrajistul nu reușește, așadar, să finalizeze operațiunea cu profit, rămânând asupra sa cu dolarii americani depreciați. Pentru a se degaja de aceștia, are două soluții: 1) cumpără imediat dolari canadieni, acceptând pierderea; și 2) încearcă să evite pierderea, așteptând un timp, în speranța unei evoluții favorabile a cursului de schimb dolar american/dolar canadian. În cazul al doilea, arbitrajistul își asumă însă riscul ca pierderea să se amplifice, în situația în care evoluția cursului de schimb al celor două monede va fi defavorabilă.

În exemplul de mai sus, s-a presupus că banca primește un ordin de la un client al său. Este însă evident că banca poate efectua un asemenea arbitraj și din proprie inițiativă, în cazul în care întrezărește posibilitatea obținerii unui profit. Aceste tranzacții, inițiate de înșiși operatorii de pe piața valutară (bănci, *dealeri*), au o pondere importantă în totalul tranzacțiilor valutare, deoarece, deși aduc profituri reduse, sunt remuneratoare pentru operatorii care pot mobiliza sume

foarte mari. Astfel, în exemplul anterior, în ipoteza că banca operează cu o sumă nu de 1 milion EUR, ci de 10 milioane EUR, soldul operațiunii va fi 733 774,3 CAD, în timp ce cheltuielile rămân 50 CAD, ceea ce înseamnă un profit net de 733 694,3 CAD.

Deoarece poziția valutară inițială a arbitrajistului era în euro, se poate presupune și cazul că acesta dorește să se regăsească în final într-o poziție valutară în aceeași monedă. Cu alte cuvinte, se poate presupune că operațiunea este continuată, astfel încât suma de 1.768. 292,68 CAD să fie transformată din nou în euro, la cursul de 1 CAD = 0,59 EUR. Rezultatul final al operațiunii va fi, în acest caz, 1 043 292,68 EUR; profitul brut de 43 292,68 EUR este, în mod evident, egal cu echivalentul în euro a sumei de 73 327,43 CAD, la cursul de schimb în vigoare în momentul arbitrajului (1 CAD = 0,59 EUR).

Operațiunile de arbitraj direct și triunghiular tind să determine alinierea cursurilor de schimb de pe diverse piețe, deoarece sporesc oferta unei monede pe piața pe care aceasta este scumpă și măresc cererea față de aceeași monedă pe piața pe care aceasta este ieftină. Ca urmare, în prezent, arbitrajiștii realizează cu greu profituri mari din asemenea combinații. Totuși, după cum am arătat, operațiunile de arbitraj rămân atractive în caz că se lucrează cu sume mari.

În situația în care, ca urmare a operațiunilor de arbitraj efectuate, cursurile de schimb de pe diverse piețe sunt în echilibru, și, deci, arbitrajiștii nu mai pot realiza un câștig din diferențele respective, apare posibilitatea calculării așa-zisului „*curs încrucișat*” (*cross rate*).

Cursul încrucișat (cross rate) este cursul de schimb dintre două monede, stabilit pe baza cursurilor monedelor respective față de o terță monedă.

Astfel, să presupunem că, la data de 15 februarie 2005, cursul leului față de dolarul american este 1 USD = 2,8687 RON, iar cursul dolarului american față de dolarul canadian este 1 USD = 1,37 CAD. Pornind de aici, se poate determina cursul „*încrucișat*” al leului față de dolarul canadian:

$$1CAD = \frac{2,8687}{1,37} = 2.0939RON$$

În fine, trebuie arătat că, pentru operațiunile efectuate pe piața la vedere, băncile percep *comisioane*. Aceste comisioane se încasează atât pentru operațiunea propriu-zisă de schimb valutar, cât și pentru operațiunea de transfer a depozitelor rezultate în modul acesta; la aceste cheltuieli, se adaugă, eventual, și alte genuri de speze bancare.

2.3. Cursul de schimb la vedere

În general, cursul de schimb valutar (cursul valutar) este prețul unei monede exprimat în altă monedă.

Cursul valutar la vedere este cursul practicat în tranzacțiile valutare la vedere, adică în tranzacțiile care se lichidează în maximum 48 de ore de la încheierea acestora. Cu alte cuvinte, dacă se consideră două monede, A și B, cursul la vedere al monedei A exprimă numărul de unități monetare B care pot fi cumpărate la vedere cu o unitate monetară A. Tot așa, cursul la vedere al monedei B exprimă numărul de unități monetare A care pot fi cumpărate la vedere cu o unitate monetară B ș.a.m.d.

Operațiunea tehnică de stabilire a cursului valutar se numește „cotație”. Există două tipuri de cotații: a) incertă; b) certă.

a) Cotația incertă constă în indicarea numărului variabil de unități monetare naționale („cotă”), care revin la o unitate (100 de unități) monetară străină („bază”). De exemplu, la București, la data de 19 iulie 2005, euro valora 3,5632 lei noi (35632 lei vechi), iar dolarul american valora 2,9711 lei vechi (29.711 lei vechi). Această metodă de cotație se folosește în majoritatea țărilor lumii.

b) Cotația certă constă în indicarea numărului variabil de unități monetare străine („cotă”) care revin la o unitate (100 de unități) monetară națională („bază”). Această metodă de cotație se utilizează în Anglia, Irlanda, Noua Zeelandă și Australia.

Cele două modalități de exprimare a cursului valutar reflectă una și aceeași realitate (raportul dintre valoarea monedei străine și valoarea monedei naționale), iar ca urmare sunt perfect simetrice: dacă sunt aplicate teoretic la una și aceeași monedă și în același moment, produsul matematic al cifrelor exprimate prin cele două tipuri de cotații este egal cu unitatea.

Cursurile formate pe piața la vedere sunt de două tipuri: a) curs de cumpărare; și b) curs de vânzare.

a) Cursul de cumpărare este cursul la care o bancă este dispusă să cumpere o anumită valută.

b) Cursul de vânzare este cursul la care o bancă este dispusă să vândă o anumită valută.

Pentru separarea cursului de vânzare și a cursului de cumpărare, se utilizează o liniuță sau o bară înclinată. După liniuță, se obișnuiește să se scrie doar cifrele care variază în raport cu cursul de cumpărare. De exemplu, dacă dolarul este cotate 0,8340-45 euro, aceasta înseamnă că banca este dispusă să cumpere dolarul cu 0,8340 euro și să îl vândă cu 0,8345 euro. Cotația dolarului în raport cu euro determină, așadar, apariția unei marje, care, în cazul precedent, este de 5 puncte (100 puncte = 1%). A doua cifră după virgulă se numește „figură” (o „figură” = 100 puncte), iar cea de-a patra zecimală se numește „punct”

sau „pip”. În exemplul anterior, în ipoteza că are loc o modificare a cursului de la 0,8340 euro la 0,8342 euro, se spune că a avut loc o variație de 2 puncte.

Diferența dintre cursul de cumpărare și cursul de vânzare reprezintă *marja de profit* a băncii. Această marjă variază destul de mult de la o bancă la alta, în funcție de factori cum ar fi: agresivitatea mai mare sau mai mică a băncii în cauză, poziția sa valutară (lungă, închisă, scurtă) în valuta respectivă, politica de afaceri, situația trezoreriei etc.

De regulă, pe o piață valutară funcțională și eficientă, diferențele dintre cursurile de cumpărare și cursurile de vânzare sunt mici. Totuși, în cazurile în care piața nu funcționează normal, este de talie mică, ori devine nervoasă, ecartul amintit poate crește sensibil.

Cursurile la vedere diferă uneori și în funcție de categoria de monedă utilizată: *moneda scripturală* sau *numerarul*.

a) *Cursul valutar practicat în operațiunile de schimb valutar scripturale* este, după cum am arătat, *cursul director*, la care se aliniază și cursul valutar utilizat în operațiunile cu numerar.

b) *Cursul valutar practicat în operațiunile cu numerar, facturat*, de exemplu, de bănci, de casele de schimb valutar etc., în relațiile acestora cu populația, este, de obicei, diferit de cursurile utilizate în transferurile de depozite bancare, publicate de presa financiară. În principiu și dacă nu intervin alți factori (cereri speculative, „*pieță neagră*”), această diferență este menită să acopere cheltuielile de trezorerie implicate de deținerea de bancnote și monezi, care, în măsura în care sunt păstrate în casieria proprie, nu aduc nici un fel de dobânzi, precum și a cheltuielilor de conversie a numerarului în disponibil în cont (sau invers), cum ar fi: transportul și asigurarea bancnotelor și monezilor străine vehiculate între punctele de lucru, comisioane plătite altor bănci pentru debitarea sau creditarea contului deschis la acestea etc.

De exemplu, cursurile de schimb ale leului față de unele monede străine la data de 19.01.2010 sunt redată în tabelul nr.1.

Tab. nr. 1: Cursurile de schimb ale leului (RON)

		13.01 2010	14.01 2010	15.01 2010	18.01 2010	19.01 2010
Leva bulgărească	BGN	2,1073	2,1110	2,1049	2,0967	2,1012
Dolarul canadian	CAD	2,7399	2,7631	2,7857	2,7776	2,7889
Francul elvețian	CHF	2,7884	2,7892	2,7872	2,7806	2,7818

Coroana cehă	CZK	0,1575	0,1589	0,1592	0,1587	0,1592
Coroana daneză	DKK	0,5539	0,5549	0,5532	0,5510	0,5522
Euro	EUR	4,1215	4,1286	4,1167	4,1008	4,1097
Lira sterlină	GBP	4,6115	4,6321	4,6572	4,6626	4,7022
100 Forinți maghiari	HUF	1,5450	1,5479	1,5404	1,5348	1,5345
100 Yeni japonezi	JPY	3,1076	3,0958	3,1542	3,1391	3,1619
Leul moldovenesc	MDL	0,2317	0,2321	0,2313	0,2323	0,2328
Coroana norvegiană	NOK	0,5032	0,5054	0,5050	0,5031	0,5040
Zlotul polonez	PLN	1,0159	1,0173	1,0192	1,0193	1,0219
Rubla rusească	RUB	0,0961	0,0967	0,0969	0,0963	0,0965
Coroana suedeză	SEK	0,4037	0,4056	0,4059	0,4052	0,4060
Lira turcească	TRY	1,9551	1,9538	1,9561	1,9612	1,9654
Dolarul american	USD	2,8388	2,8454	2,8609	2,8513	2,8687
Dinarul sârbesc	RSD	0,0423	0,0425	0,0424	0,0422	0,0424
Hryvna ucraineană	UAH	0,3471	0,3532	0,3536	0,3535	0,3535
DST	XDR	4,4744	4,4707	4,4718	4,4827	4,4925

Sursa: BNR, 19.01.2010

În teoria și practica economică, se face adesea și o altă distincție extrem de semnificativă, și anume între *cursul valutar nominal* și *cursul valutar real*.

Cursul valutar nominal este cursul observat pe piață (de exemplu, cursul de referință publicat de BNR, cursul afișat de o casă de schimb valutar etc.). În figura nr. 1 este prezentată evoluția recentă a cursului de schimb nominal al leului față de dolarul american și euro.¹

¹ - BNR, *Raport asupra inflației*, Februarie 2010, Anul VI, nr. 19, Serie nouă, p.38.

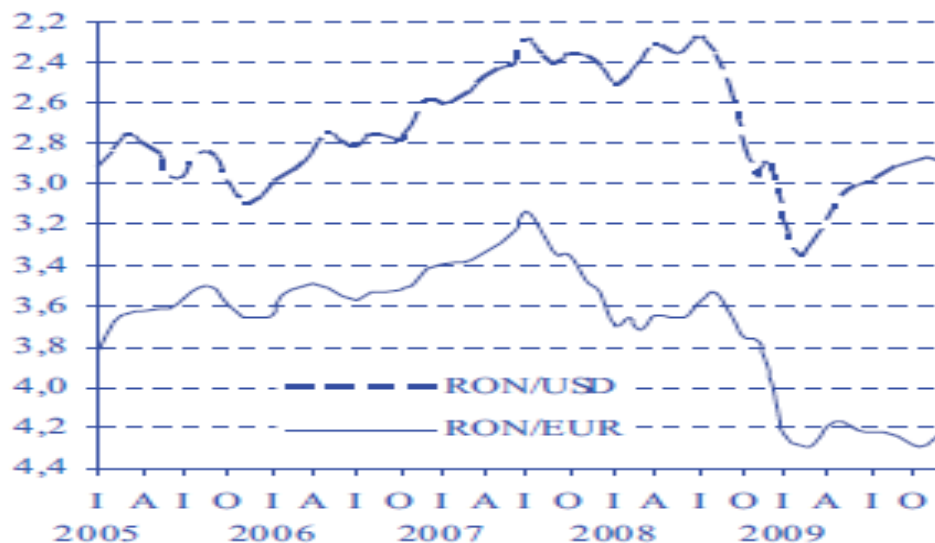


Fig. nr. 1: Evoluția cursului de schimb nominal al leului

Modificarea cursului de schimb nominal al monedei naționale nu constituie întotdeauna o indicație relevantă cu privire la evoluția competitivității externe a unei țări. De exemplu, dacă deprecierea nominală a monedei țării respective este mai mică decât deprecierea corespunzătoare creșterii relative a prețurilor interne comparativ cu creșterea prețurilor din alte țări, competitivitatea externă a țării în cauză se reduce, în pofida deprecierei nominale a monedei sale naționale. Conceptul de "curs de schimb real" este folosit pentru abordarea unor probleme de acest gen.

2.4. Cursul de schimb real

Cursul de schimb real este cursul nominal corectat cu raportul dintre indicii prețurilor în țările respective. Relația de calcul este, așadar, următoarea:

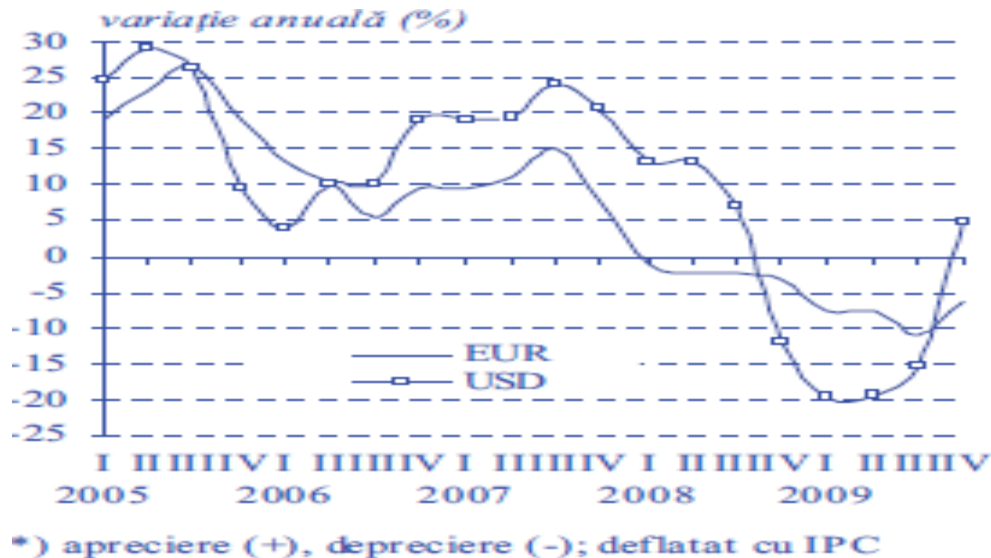
$$Q = S \frac{P^*}{P} \quad (7)$$

Cu alte cuvinte, *cursul de schimb real este cursul de schimb nominal ajustat cu efectul inflației.*¹ Astfel, în cazul în care inflația crește într-o anumită țară, cursul de

¹ - Pe lângă această relație, în literatură se utilizează și alte formule de calcul a cursului de schimb real, inclusiv în funcție de nivelul salariilor.

schimb nominal al monedei sale naționale se modifică, însă cursul de schimb real rămâne stabil. Este de menționat că aprecierea reală a unei monede reduce competitivitatea externă a unei economii, pe când deprecierea reală, crește competitivitatea.

În figura nr. 2 este prezentată evoluția cursului real al leului față de euro și de dolarul american.¹



Sursa: INS, BNR

Fig. nr. 2: Evoluția cursului de schimb real al leului

În analizele economice fundamentale, ceea ce contează, de regulă, este aprecierea sau deprecierea *reală* a unei monede, în timp ce, în practică, importanța se acordă, de obicei, evoluției cursului *nominal* („iluzia monetară”). Astfel, o apreciere în termeni reali a unei monede semnifică o creștere a puterii de cumpărare a monedei în cauză, manifestate atât pe piața internă (față de bunuri și servicii), cât și pe piața internațională (față de alte monede). Deprecierea în termeni reali a unei monede reflectă fenomenul invers. În cazul în care o monedă se apreciază (depreciază), în termeni reali, mai mult (mai puțin) decât se justifică prin diferențialul inflației dintre cele două țări, se consideră că moneda respectivă este supraevaluată (subevaluată).

3. Piața valutară la termen (*forward market*)

¹ - Idem, p. 39.

Piața valutară la termen este acea componentă a pieței valutare pe care se efectuează vânzări și cumpărări de valută, la un curs stabilit în momentul încheierii tranzacției, însă cu remiterea valutei și cu plata acesteia la o dată ulterioară, fixată în momentul asumării angajamentelor.

3.1. Caracteristicile pieței valutare la termen

Pe piața valutară, tranzacțiile se efectuează la termene care merg de la 3-7 zile la 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 luni și 2, 3, 5 ani.

Cu ocazia negocierii unei operațiuni la termen, este preferabil să se rețină una din scadențele menționate. Cu toate acestea, este posibil să se convină și alte scadențe, dar costul va fi mai ridicat, deoarece, nefiind vorba despre o scadență uzuală, banca prin care se efectuează tranzacția își acoperă mai greu propriul risc, și, desigur, va repercuta aceste cheltuieli suplimentare asupra clientului.

În principiu, toate monedele convertibile pot fi tranzacționate la termen. Astfel, pentru scadențele cuprinse între 3 zile și 6 luni, este posibilă, de regulă, obținerea la termen a oricărei monede utilizate în schimburile internaționale. Pentru scadențele cuprinse între 12 și 24 luni, este însă practic imposibil de tranzacționat valute de mai mică importanță. Pentru scadențe peste 2 ani, pot fi tranzacționate la termen doar monedele de importanță majoră, cum ar fi dolarul american, euro și lira sterlină.

Pentru a accepta efectuarea unei operațiuni de schimb valutar la termen, băncile pretind, de regulă (cu excepția cazului în care lucrează una cu alta), constituirea unui depozit de garantare (*initial margin*). Atunci când fluctuațiile cursurilor sunt importante, banca poate cere chiar și o garanție suplimentară.

La fel ca operațiunile la vedere, operațiunile la termen se efectuează direct, de la bancă la bancă, sau prin intermediul *dealer*-ilor. Aceste operațiuni nu sunt niciodată cotate la bursă, iar ca urmare nu există cursuri la termen oficiale.

În perioade de stabilitate, tranzacțiile la termen sunt mai puțin importante decât cele la vedere, iar situația pieței este asimetrică: monedele slabe nu au căutare la termen, iar monedele puternice sunt puțin oferite la termen. Ca urmare, este dificil de găsit un partener pentru asemenea operațiuni.

Tradițional, băncile centrale au o politică de neintervenție pe piața la termen, chiar și pentru a lupta împotriva speculațiilor, căci, diminuând reporturile și deporturile, autoritățile ar facilita jocul speculatorilor, permițându-le să opereze cu cursuri favorabile.

În aceste condiții, s-ar părea că variațiile cursurilor la termen ar trebui să fie, teoretic, mai ample decât variațiile cursurilor la vedere. În realitate, între cursurile la termen și cursurile la vedere există o anumită legătură, ceea ce limitează foarte mult oscilațiile cursurilor la termen.

3.2. Tehnica operațiunilor valutare la termen

Operațiunile la termen se efectuează prin intermediul aceleiași rețele bancare ca și operațiunile la vedere. Într-un mod similar cu cel valabil în cazul pieței la vedere, participanții la piața la termen își comunică unul altuia – prin telefon, telex etc, direct sau prin intermediul *dealeri*-lor – cursurile „de vânzare” și „de cumpărare”, referitoare la o monedă sau alta, cursuri care corespund însă aici nu numai unui anumit preț de vânzare sau de cumpărare, ci și unei anumite dobânzi, care diferă în funcție de scadența operațiunii respective.

Pe această bază, se efectuează vânzările și cumpărările de valută la termen, care îmbracă următoarele forme mai importante:

- 1) creditele (depozitele) negarantate (în alb),
- 2) acoperirea la termen (*hedging*),
- 3) speculația,
- 2) operațiunile opționale (opțiuni),
- 3) tranzacțiile cu contracte la termen (*futures*),
- 4) operațiunile *swap* ,
- 5) operațiuni cu alte produse ale pieței extrabursiere.

3.2.1. Creditele (depozitele) negarantate (în alb)

Creditele sau depozitele negarantate (în alb) sunt generate de executarea ordinelor de cumpărare la termen adresate băncilor de către importatori etc. și, respectiv, de executarea ordinelor de vânzare la termen adresate de exportatori și de alte categorii de deținători de valută.

De exemplu, dacă o bancă primește un ordin de a cumpăra la termen dolari în schimbul unei anumite sume în euro, pentru a fi în măsură să execute acest ordin, banca poate cumpăra ea însăși dolarii respectivi sau îi poate împrumuta de la o altă bancă. În ambele cazuri, pentru a evita imobilizarea nereproductivă a fondurilor respective – ceea ce ar implica costuri suplimentare puse în sarcina clientului –, banca va plasa dolarii respectivi, până la data scadenței contractului, pe piața monetară americană sau pe piața internațională (piața eurovalutelor). În modul acesta, la scadență, fondurile vor redeveni disponibile și, deci, vor putea fi puse la dispoziția clientului, care le va utiliza pentru stingerea datoriei sale externe (provenite, să presupunem, dintr-un import de mărfuri).

Pe perioada contractului, banca este, deci, debitoare în euro și creditoare în dolari. Dacă, la scadență, rata dobânzii pe piața americană (respectiv, cursul dolarului) este mai mare decât rata dobânzii din Euroland (respectiv, cursul

euro), tranzacția este benefică pentru bancă și, deci, pentru întreprinderea care a dat ordinul de cumpărare la termen a dolarilor. Într-adevăr, banca transferă o parte din câștig clientului său, vânzându-i la termen dolarii la un curs inferior cursului de cumpărare la vedere: apare, deci, ceea ce se numește un deport¹ în favoarea cumpărătorului la termen.

În cazul unui ordin de a vinde la termen dolari, mecanismul tranzacției este exact invers. Banca începe prin a împrumuta acești dolari de pe piața americană sau de pe piața internațională, iar apoi va vinde imediat, la vedere, dolarii respectivi, pentru a se proteja în modul acesta împotriva riscului variației cursului monedei americane. Această vânzare îi procură băncii resurse în euro, pe care le va plasa pe piața europeană. La scadență, banca utilizează dolari rezultați din decontarea cu întreprinderea care a dat ordinul pentru a rambursa împrumutul în dolari pe care l-a făcut la început. Pe durata contractului, banca este, deci, debitoare în dolari și creditoare în euro. În funcție de câștigul sau pierderea pe care această dublă operațiune le generează, cursul la termen al dolarului va fi mai mare sau mai mic decât cursul său la vedere. În cazul în care banca realizează un câștig, aceasta va cumpăra dolarii de la client la un curs la termen mai mare decât cursul la vedere: apare, deci, un report² în favoarea vânzătorului la termen. În caz contrar, pierderea băncii este transferată asupra clientului sub forma deportului.

Rezultă că vânzătorul la termen suportă deportul și beneficiază de report, pe când cumpărătorul la termen beneficiază de deport și suportă reportul. Ca urmare, cursul unei valute la o scadență anumită depinde de cursul la vedere, existent în ziua încheierii contractului la termen, precum și de report sau deport, care reflectă, în condiții normale, diferența dintre ratele dobânzilor practicate la monedele care se preschimbă. Remunerația operațiunii, care constă, așadar, într-o anumită dobândă achitată creditorului de către debitor, este convenită de părți în momentul încheierii tranzacției și se plătește, la scadență, în moneda în care a fost acordat creditul.

Până în anii '60, constituirea unui depozit sau acordarea unui credit într-o anumită monedă nu se putea face decât printr-o bancă din țara în care moneda respectivă avea calitatea de monedă națională. De exemplu, o bancă franceză sau germană nu putea împrumuta dolari decât de la o bancă americană, lire de la o bancă engleză ș.a.m.d. Apariția și dezvoltarea *pieței eurovalutelor* a instituit însă o piață internațională foarte flexibilă, care permite constituirea de depozite (acordarea de credite și angajarea de împrumuturi) în toate monedele convertibile și de către toate băncile de o anumită dimensiune, indiferent de

¹ - A se vedea §3.3. *infra*

² - A se vedea §3.3. *infra*

localizarea lor geografică. De exemplu, la ora actuală dolarii pot fi depuși sau împrumutați nu numai de la o bancă americană, ci și de la o bancă germană, franceză, engleză, românească etc. (eurodolari).

3.2.2. Acoperirea la termen (*hedging*)

*Acoperirea la termen (hedging) este operația prin care un importator sau o bancă se angajează, pe de o parte, să plătească o sumă în valută la un anumite termen, iar pe de altă parte, se împrumută cu aceeași sumă în valută cu același termen de rambursare.*¹

De regulă, între momentul livrării bunurilor și momentul plății acestora există un anumit decalaj de timp, iar într-un sistem de cursuri de schimb flexibile, importatorii și exportatorii încercă să se protejeze împotriva deprecierei sau aprecierii monedei de contract în perioada respectivă. În general, acoperirea (*hedging*) constă în crearea unei poziții inverse astfel încât să se anuleze riscurile. De exemplu, un importator primește astăzi bunuri pe care trebuie să le plătească în 30 de zile. Având în vedere riscul valutar inerent unei asemenea tranzacții, importatorul recurge la piața valutară la termen pentru a cumpăra, de exemplu, de la o bancă, la cursul de schimb convenit în prezent, moneda străină necesară peste 30 de zile pentru achitarea bunurilor. În modul acesta, importatorul se protejează împotriva riscului aprecierii monedei de contract în perioada rămasă până la termenul de plată, transferând acest risc creditorului, de regulă, o bancă. Dacă importatorul deține active în monedă străină (creanțe în monedă străină cu scadență de 30 de zile) de egală valoare cu datoriile pe care le are în monedă străină, poziția sa este numită "închisă".

3.2.3. Speculația

*Speculația este o operație efectuată pe piețele de schimb cu singurul scop de câștig prin jonglarea cu diferențele de curs valutar.*²

De exemplu, cursul la termen al monedei A față de moneda B este în prezent $1A=2,50B$. În cazul în care speculatorul presupune că moneda A se va aprecia, el va cumpăra azi la termen de 3 luni o cantitate de monedă A, pe care se obligă să o achite cu moneda B. La scadență, confirmându-se presupunerea speculatorului, cursul la vedere va fi $1A=2,75B$. Vânzând la acest curs moneda A, speculatorul va obține un câștig de $0,25B$ la fiecare unitate A. Se poate însă întâmpla ca presupunerea să nu se confirme și atunci nu va exista nici un câștig,

¹ - Kirițescu C., Dobrescu E., *Moneda. Mică enciclopedie*, Editura enciclopedică, București, 1998, p. 164.

² - Idem p. 255.

după cum se poate ca moneda A să se deprecieze, iar speculatorul să sufere o pierdere.

3.2.4. Opțiunile

Opțiunea (option) este un drept de a cumpăra sau vinde un activ, la un preț convenit, numit "preț de exercitare", la o dată convenită. Există opțiuni derivate din tranzacțiile cu acțiuni, obligațiuni, dobânzi, indici bursieri etc. Aici este vorba despre opțiuni derivate din tranzacțiile cu diverse monede.

Există operațiuni de cumpărare (*call*) și opțiuni de vânzare (*put*). De asemenea, există opțiuni de tip european și opțiuni de tip american; deosebirea dintre aceste două tipuri ține de modul de stabilire a scadenței. Astfel, în cazul opțiunilor de tip european, scadența este stabilită la o dată calendaristică precisă, pe când în cazul opțiunilor de tip american scadența este la o dată pe care o decide purtătorul opțiunii *call*, însă nu mai târziu de data scadenței tranzacției inițiale din care derivă opțiunea respectivă.

Inițiativa operațiunilor aparține cumpărătorului unei opțiuni (purtătorului unei opțiuni *call*). Acest privilegiu este plătit însă printr-o primă (*premium*) care trebuie achitată vânzătorului opțiunii respective. *Prima (premium) este, deci, prețul dreptului de opțiune; acest preț este plătit vânzătorului indiferent dacă cumpărătorul își exercită sau nu dreptul de opțiune respectiv.*

În aceste condiții, un operator de pe piața opțiunilor are patru posibilități:

- a) cumpărarea unei opțiuni *call*;
- b) vânzarea unei opțiuni *call*;
- c) cumpărarea unei opțiuni *put*;
- d) vânzarea unei opțiuni *put*,

În ceea ce privește opțiunile derivate din tranzacțiile valutare, despre care este vorba aici, acestea se referă întotdeauna la două monede care se preschimbă una pe alta. În practică una din monede este dolarul american, ceea ce a permis standardizarea acestui tip de contracte și tranzacționarea lor pe scară largă pe principalele piețe financiare ale lumii. Astfel, o opțiune (*call* sau *put*) cu privire la euro se referă implicit la schimbul euro/dolari, posibilitate pentru care se plătește sau se încasează - după caz - un anumit preț de exercitare (*primă, premium*) exprimat în dolari. Acest preț depinde de trei factori: termenul, volatilitatea cursului de schimb al monedei respective față de dolar și rata dobânzii.

Indiferent de tipul său (*call* sau *put*), caracteristica principală a unei opțiuni este că cel care o cumpără își asumă riscul unei pierderi; acest risc este însă limitat la prima plătită, pe când câștigurile sale sunt potențial nelimitate, depinzând doar de evoluția cursului de schimb al monedei de referință față de dolarul american. Ca urmare a acestei caracteristici, opțiunile sunt atât operațiuni

speculative, cât și instrumente foarte eficiente de protecție împotriva riscului valutar.

La prima vedere, s-ar părea, dar nu este așa, că achiziționarea unei opțiuni *call* este echivalentă cu vânzarea unei opțiuni *put* - și invers: vânzarea unei opțiuni *call* este echivalentă cu cumpărarea unei unei opțiuni *put*. Într-adevăr, în primul caz, cumpărătorul unei opțiuni *call* este un cumpărător potențial al monedei de referință, iar ca urmare, teoretic, este interesat de creșterea cursului de schimb al acestei monede pentru a o revinde cu câștig. Cu alte cuvinte, cumpărătorii de opțiuni *call* sunt operatorii care anticipează că moneda de referință se va aprecia în perioada următoare. În cazul al doilea, vânzătorul unei opțiuni *put* este un vânzător potențial de monedă de referință și, deci, este interesat de scăderea prețului monedei respective pentru a o putea procura ieftin de pe piață în momentul în care purtătorul opțiunii respective își va exercita dreptul de a cere această monedă. Cu alte cuvinte, vânzătorii de opțiuni *put* sunt operatorii care anticipează că moneda de contract se va deprecia în perioada următoare.

În realitate, riscurile vânzătorilor și cumpărătorilor de opțiuni depind de tipul opțiunii (*call* sau *put*) și, deci, nu sunt identice. Astfel, prin cumpărarea unei opțiuni *call*, operatorul respectiv poate spera că, dacă moneda de referință se va aprecia, câștigul său va fi nelimitat, depinzând doar de măsura în care are loc această apreciere; dacă acest lucru nu se va întâmpla, el va pierde cel mult prima pe care a achitat-o la cumpărarea opțiunii. Cumpărătorul unei opțiuni *put* poate spera și el că, dacă moneda de referință se va deprecia, câștigul său va fi nelimitat, depinzând doar de amploarea acestei depreciere; dacă acest lucru nu se va întâmpla, nici cumpărătorul unei opțiuni *put* nu va pierde decât prima pe care deja a achitat-o.

Spre deosebire de cumpărători, vânzătorii de opțiuni (*call* sau *put*) au un câștig sigur (prima pe care o încasează în momentul încheierii tranzacției), dar acest câștig este limitat la nivelul acestei prime. Dacă însă evoluția cursului de schimb al monedei de contract este contrară celei anticipate, vânzătorii pot suferi o pierdere care, teoretic, este nelimitată, în sensul că depinde exclusiv de această evoluție.

Opțiunile permit, deci, operarea cu patru feluri de anticipații (tabelul nr. 2):

Tab. nr. 2: Natura anticipațiilor și tipul opțiunilor alese

Natura anticipațiilor	Opțiunea aleasă
Anticiparea unei aprecieri puternice a	Cumpărarea unei opțiuni <i>call</i>

monedei	
Anticiparea unei aprecieri slabe a monedei	Vânzarea unei opțiuni <i>put</i>
Anticiparea unei deprecieri puternice a monedei	Cumpărarea unei opțiuni <i>put</i>
Anticiparea unei deprecieri slabe a monedei	Vânzarea unei opțiuni <i>call</i>

În funcție de sensul anticipațiilor și de măsura în care anticipațiile se confirmă sau nu, se învederează avantajele opțiunilor ca mijloc de protecție împotriva riscului valutar pe care îl incumbă, în general, tranzacțiilor valutare la termen. Astfel, pentru cumpărătorul unei opțiuni, pierderea se limitează la prima pe care o achită, pe când posibilitatea de câștig în cazul unei evoluții favorabile a cursului este nelimitată. Pentru vânzătorul unei opțiuni, situația este însă diferită: în cazul în care i se pretinde executarea, vânzătorul opțiunii este obligat să efectueze tranzacția; or, cumpărătorul opțiunii pretinde executarea doar dacă evoluția cursului de achimb al monedei de contract îi este favorabilă, ceea ce poate face ca vânzătorul să sufere pierderi importante. Acest grad mare de risc pe care și-l asumă vânzătorii de opțiuni poate fi însă compensat prin solicitarea de către aceștia a unor prime (*premium*) ridicate.

3.2.5. Contractele la termen cu plata în valută

1) *Contractul la termen standardizat (future, forward contract) cu plata în valută este un angajament de a schimba o monedă pe alta, la o dată viitoare specificată și la un curs de schimb stabilit cu anticipație.* De regulă, una din monede este dolarul SUA. Ca urmare, prețul contractului este exprimat sub formă de număr de dolari americani care revine o unitate de altă monedă. Acest mod de exprimare a cursului poate fi diferit de tehnica standard de cotație utilizată pe piața respectivă. De aceea, obiectul contractului apare ca fiind constituit de o anumită cantitate de monedă alta decât dolarul american.

Tranzacțiile cu aceste instrumente financiare se efectuează pe piața bursieră, care, în modul acesta, devine un înlocuitor și concurent al pieței valutare la termen, care este dominată de bănci.

Originalitatea pieței contractelor *futures*, în general, constă în faptul că permite două modalități de executare.

a) Prima modalitate - *a priori* cea mai simplă - constă în îndeplinirea, la scadență, a angajamentelor asumate de părți, adică, în mod specific, livrarea unei anumite cantități de monedă (de exemplu, 125.000€) și achitarea contravalorii acesteia în dolari americani, la cursul la termen convenit (cursul la termen existent în momentul încheierii tranzacției). Această modalitate de

executare este, desigur, esențială, pentru orice contract *future*, indiferent de obiectul său (materii prime, acțiuni, monedă etc.), iar faptul că modalitatea respectivă există ca soluție de ultimă instanță a permis, alături de alți factori, conceperea acestui tip de contracte și a acestui gen de tranzacții. Cu toate acestea, la ora actuală, doar cca. 2% din contractele *futures* se execută în această modalitate clasică, adică prin livrarea unei anumite cantități de monedă și achitarea contravalorii acesteia în dolari americani.

b) A doua modalitate de executare, utilizată în prezent în majoritatea cazurilor, constă în inversarea operațiunii inițiale: cumpărătorul unui contract *future* revinde acest contract, iar vânzătorul unui contract *future* cumpără un nou contract de acest tip prevăzut cu aceeași scadență. Această modalitate de executare este, deci, tipică, reprezentând marea inovație care a permis dezvoltarea tranzacțiilor de acest gen.

Soluția amintită este posibilă deoarece administratorii sistemelor de decontare de pe lângă marile burse de mărfuri au început să cumpere și să vândă ei înșiși contracte *futures*, permițând astfel părților contractante să se achite de obligațiile lor fără a trebui să întâlnească fizic cealaltă parte.

În mod practic, fiecare din cele două părți achită casei de compensare doar diferența dintre prețul de cumpărare și prețul de vânzare al contractului, sau - după caz - încasează de la casa de compensație diferența respectivă. Această modalitate de executare permite deci, părților să-și îndeplinească obligațiile contractuale prin achitarea unor diferențe de preț, nu a prețului ca atare, ceea ce constituie un important avantaj de natură să explice introducerea și dezvoltarea recentă a acestui tip de tranzacții la principalele burse din lume (*Chicago International Money Market, London International Financial Futures Exchange* etc.).

Tranzacțiile se efectuează pentru termene standardizate (de regulă, ultima zi lucrătoare a fiecărui trimestru), iar limitele minime ale variației prețurilor contractelor sunt cuprinse între 10 și 12,50 dolari.

În aceste condiții, deosebirea dintre tranzacțiile valutare la termen și tranzacțiile cu contracte *futures* cu plata în valută sunt suficient de mici, iar operațiile de arbitraj între cele două piețe sunt suficient de mari pentru ca cele două prețuri să evolueze paralel. Principala deosebire dintre cursul la termen și cursul format pe piața contractelor *futures* este că primele de risc pe care le conțin sunt diferite.¹

Deși opțiunile cu privire la valute și tranzacțiile cu contracte la termen standardizate (*future, forward contract*) cu plata în valută și constituie modalități

¹ - Cornell B., Reinganum M., *Forward and Future Prices: Evidence from the Foreign Exchange Markets*, Journal of Finance, 36, 4, 1981, p. 1035-1046.

adecvate de protecție sau de efectuare de speculații valutare, volumul operațiilor respective este relativ redus comparativ cu cel al tranzacțiilor valutare la termen. Predominanța tranzacțiilor la vedere și la termen comparativ cu tranzacțiile cu contracte *futures*, opțiuni și alte tipuri de derivative (de exemplu, operațiuni *swap*) se explică prin faptul că operațiunile de arbitraj efectuate între diverse piețe conduc efectiv la stabilirea unor prețuri similare.

3.2.6. Alte operațiuni valutare la termen

Alte produse financiare derivative, tranzacționate pe piața valutară la termen sunt:

- 1) operațiunea *swap*;
- 2) operațiunea de tip „termen contra termen” (*forward/forward*);
- 3) contractul de garantare a cursului de schimb la termen (*future rate agreement*) etc.

1) *Operațiunea swap este un acord între doi operatori care schimbă între ei anumite cantități de valută.* De exemplu, dacă o bancă are nevoie de o anumită cantitate de dolari pentru o perioadă de trei luni, împrumută acești dolari de la o altă bancă, constituind un gaj în euro. La scadență, se procedează invers: prima bancă rambursează împrumutul în dolari și își răscumpără gajul în euro.

În aceste condiții, pentru cele două bănci, tranzacția *swap* cu dolari și euro poate genera următoarele operațiuni:

- a) primirea temporară de dolari contra euro, realizată prin cumpărarea de dolari la vedere și revânzarea lor simultană la termen;
- b) cedarea temporară de dolari contra euro, realizată prin vânzarea la vedere de dolari și răscumpărarea lor simultană la termen.

La fel ca acordarea de credite sau constituirea de depozite „în alb” și din aceeași cauză a existenței pieței eurovalutelor, operațiunile *swap* nu se practică numai între băncile din țările în care monedele tranzacționate sunt monede naționale. De exemplu, o operațiune *swap* lire sterline contra dolari poate fi efectuată de o bancă italiană, germană, franceză etc.

Remunerația unei operațiuni *swap* se plătește, la scadență, sub forma majorării sumei achitate de una din părți. Această remunerația este suportată de partea contractantă care a împrumutat moneda cu dobânda cea mai ridicată; din punct de vedere practic, remunerația este egală cu diferența dintre ratele dobânzilor respective, practicate la creditele acordate în cele două valute.

2) *Operațiunea de tip „termen contra termen” (forward/forward) constă în angajamentul unei bănci, luat în momentul t_0 , de a acorda un credit (de a primi un*

depozit) de o anumită valoare, într-o anumită valută și la un curs de schimb ce vor fi stabilite în momentul t_1 . Scadența contractului este prevăzută pentru momentul t_2 ($t_0 < t_1 < t_2$). Operațiunea conferă, așadar, o dublă garanție pentru un eventual împrumut viitor: una referitoare la obținerea împrumutului ca atare (garanția procurării valutei necesare) și alta referitoare la nivelul cursului de schimb la care se va obține această valută.

3) *Contractul de garantare a cursului de schimb la termen (future rate agreement) este o variantă a operațiunii de tip „termen contra termen” (forward/ forward), în care garantarea nivelului cursului și garantarea obținerii lichidităților în valută sunt dissociate.* Rata dobânzii este stabilită în momentul t_0 .

Apariția noilor produse pe piața OTC a stimulat băncile și bursele să încerce, la rândul lor, să ofere clienților lor produse atractive. Ca urmare, la ora actuală, produse de genul celor prezentate mai sus, ori combinații ale acestora, sunt oferite și de bănci, ceea ce permite întreprinderilor mici și mijlocii, care, de regulă, nu au acces pe piața OTC, să se protejeze împotriva riscului valutar. În ceea ce privește bursele, acestea au înființat și dezvoltat și ele compartimente specializate în tranzacții valutare la termen și în derivatele acestora.

3.3. Cursul de schimb la termen

Cursul de schimb la termen este cursul utilizat în tranzacțiile la termen. Acest curs nu este egal, decât din întâmplare, cu cursul valutar la vedere; de regulă, *cursul la termen* este mai mare sau mai mic decât cursul la vedere. Pe de altă parte, cursurile la termen diferă în funcție de scadență, însă nu sunt riguros proporționale cu mărimea termenului. Aceste anomalii se explică prin considerațiuni tehnice sau financiare, precum și prin faptul că anumite scadențe sunt, la un moment dat, mai căutate ca altele.

De exemplu, la data de 20.01.2010 cursurile la termen ale dolarului în raport cu principalele monede ale lumii sunt cele redată în tabelul nr. 3.

Tabelul nr.2: Cursurile la termen ale dolarului SUA

Moneda	Echivalent în dolari		Pentru un dolar	
	Vânzare	Cumpărare	Vânzare	Cumpărare
Dolar canadian	0.9703	0.9740	1.0306	1.0267
1 lună	0.9703	0.9740	1.0306	1.0267
3 luni	0.9703	0.9740	1.0306	1.0267

6 luni	0.9701	0.9739	1.0308	1.0268
Yen japonez	0.010973	0.011017	91.13	90.77
1 lună	0.010975	0.01102	91.12	90.75
3 luni	0.010978	0.01102	91.09	90.73
6 luni	0.010985	0.01103	91.03	90.66
Franc elvețian	0.9688	0.9755	1.0322	1.0251
1 lună	0.9690	0.976	1.0320	1.0249
3 luni	0.9693	0.9760	1.0317	1.0246
6 luni	0.9700	0.9767	1.0309	1.0239
Liră sterlină	1.6382	1.6336	0.6104	0.6121
1 lună	1.6378	1.6332	0.6106	0.6123
3 luni	1.6371	1.6326	0.6108	0.6125
6 luni	1.6360	1.6316	0.6112	0.6129
Euro	1.4302	1.4380	0.6992	0.6954

Sursa: Wall Street Journal, 20.01.2010

În cazul cotației incerte și considerând două valute, A și B, dacă cursul la termen al monedei A permite cumpărarea unei cantități de monedă B mai mare decât cursul la vedere, se spune că cursul la termen al monedei A face *primă* sau *report* (*premium*) (față de cursul la vedere). În mod similar, dacă cursul la termen al monedei A permite cumpărarea unei cantități de monedă B mai mică, se spune că acesta face *deport* (*discount*). În cazul în care cursul la termen este egal cu cursul la vedere, se spune că cele două monede cotează „*al pari*”. Termenul generic folosit pentru a desemna cele două diferențe este „*diferențial valutar*”.

În cazul cotației certe, rezultatele sunt inverse: aprecierea la termen a unei monede este exprimată printr-un ecart negativ, iar deprecierea printr-un ecart pozitiv.

Reportul și *deportul* se exprimă adesea ca procent anual față de cursul la vedere. Astfel, notând: X_0 – cursul la vedere, X_t – cursul la termen, t – scadența, R_t – reportul la termenul t , D_t – deportul la termenul t , relația va fi:

$$R_t, D_t = \frac{X_t - X_0}{X_0} \times \frac{360 \times 100}{t} \quad (8)$$

De exemplu, dacă cursul la vedere al dolarului este 0,8237 EUR, iar dolarul înregistrează la termen de trei luni un report de 0,0063, acest report se exprimă în formă procentuală (anuală) astfel:

$$\frac{0,0063}{0,8237} \times \frac{360 \times 100}{90} = 3,06\%$$

De regulă, ziarele importante publică atât mărimea absolută, cât și mărimea procentuală a „diferențialului valutar”.

4. Intervenția băncii centrale pe piața valutară

Una din condițiile esențiale pe care trebuie să le îndeplinească piața valutară, pentru a putea fi considerată „piață perfectă” (eficientă, pur-concurențială), este neintervenția autorităților monetare. Aceasta implică absența controlului valutar, formarea liberă a cursurilor valutare - în funcție de cererea și ofertă -, precum și neutralitatea politicii monetare interne în raport cu mișcările internaționale de capitaluri și, în general, cu relațiile economice externe.

În realitate, se constată că toate băncile centrale moderne intervin toate pe piața valutară, în forme și în grade care pot afecta în diverse moduri mecanismul acestei piețe „cvasi-perfecte”. Explicația acestei practici rezidă în faptul că variațiile cursului valutar afectează prețurile bunurilor și serviciilor importate și exportate și, deci, situația balanței de plăți a țării în cauză.

Banca centrală exercită o acțiune *directă* și o acțiune *indirectă* asupra pieței valutare.

1) *Acțiunea directă* se manifestă, în primul rând, prin faptul că banca centrală este ea însăși un operator major al pieței valutare. Astfel, banca centrală vinde și cumpără valută pentru a influența nivelul cursului valutar, în concordanță cu obiectivele politicii sale monetare, precum și pentru constituirea și gestiunea rezervelor valutare oficiale. De exemplu, în cazul în care moneda națională suferă o depreciere excesivă, banca centrală vinde valută pe piața valutară interbancară, valută prelevată din rezervele sale, ceea ce are ca efect creșterea ofertei de valută și, deci, temperarea ritmului de creștere a prețului acesteia în monedă autohtonă (încetinirea ritmului de depreciere a monedei autohtone). În cazul în care tendința monedei naționale este de apreciere excesivă, banca centrală va proceda invers: va cumpăra valută și va oferi în schimb monedă autohtonă, ceea ce va duce la încetinirea procesului de apreciere. Este evident că toate aceste operațiuni influențează nivelul rezervelor valutare ale băncii centrale.

Scopul operațiunilor valutare efectuate de banca centrală este, deci, aplicarea politicii acesteia privind cursul valutar, precum și a politicii privind constituirea și administrarea rezervelor internaționale ale statului.

Acțiunea directă se manifestă, în al doilea rând, prin reglementarea pieței valutare. Astfel, în calitate de for de reglementare a pieței valutare, banca

centrală emite reglementări prin care definește și aplică regimul valutar pe teritoriul țării respective (conținutul și formele controlului valutar, procedura de elaborare a balanței de plăți, modul de calcul și de publicare a cursurilor valutare, procedura de autorizare a băncilor și a altor categorii de agenți economici care pot efectua operațiuni valutare, stabilirea de plafoane pentru îndatorarea externă etc.), precum și alte reglementări specifice, aplicabile în acest domeniu (monitorizarea și supravegherea tranzacțiilor valutare, autorizarea transferurilor în străinătate, efectuarea de tranzacții pe piața valutară etc.).

Acțiunea directă se manifestă, în al treilea rând, prin monitorizarea pieței valutare. Astfel, în calitate de for de monitorizare a pieței valutare, banca centrală are dreptul să solicite băncilor comerciale și altor operatori rapoartări privind tranzacțiilor valutare efectuate, prin documente ale căror conținut și formă se stabilesc de către autoritatea monetară.

2) *Acțiunea indirectă* se exercită prin instrumentele politicii monetare interne (taxa de rescont, rezervele obligatorii, *open market*), care influențează diverse elemente ale balanței de plăți și, deci, cererea și oferta de valută. De exemplu, în cazul în care - din dorința de a combate inflația -, banca centrală practică o politică de dobânzi înalte, aceste dobânzi provoacă intrări importante de capitaluri, care alimentează oferta de valută de pe piața valutară, determinând, deci, o tendință de apreciere a monedei autohtone.

Eficacitatea acțiunii indirecte a băncii centrale depinde în principal de doi factori: a) *anticipațiile agenților economici*; și b) *gradul de concordanță între obiectivele interne și externe ale politicii monetare*.

a) *Anticipațiile sunt previziunile pe care agenții economici le fac cu privire la evoluțiile economice viitoare.*¹ Efectele pozitive menționate mai sus se manifestă, în realitate, numai în cazul în care agenții economici anticipează că vor avea loc variații reduse ale cursului valutar. În cazul în care ei anticipează, dimpotrivă, că vor avea loc variații ample ale cursului valutar, politica de dobânzi înalte ca mijloc de influențare a pieței valutare și, deci, a nivelului cursului valutar, devine inoperantă, deoarece mobilul deținătorilor de capitaluri nu mai este remunerația, ci speculația. Într-adevăr, în acest caz, investitorii urmăresc obținerea unei plusvalori „în capital”, legate de deprecierea sau repreciera activelor libelate în monedă autohtonă, nu a unei remunerații sub forma „venitului”, rezultat dintr-un ecart între ratele dobânzii.

¹- Pentru o prezentare mai amplă a problemicii anticipațiilor în știința economică actuală, a se vedea: Cerna S., *Teoria anticipațiilor raționale și credibilitatea politicii monetare*, Editura Universității de Vest din Timișoara, Timișoara, 2004.

b) *Gradul de concordanță între obiectivele interne și externe ale băncii centrale* este cel de-al doilea factor important care influențează eficacitatea politicii monetare. De exemplu, decizia de creștere a ratei dobânzii - menită să majoreze costul creditului în perioadele de inflație - tinde să atragă capitaluri străine, a căror intrare amplifică creația monetară a băncii centrale alimentând, deci, inflația. Invers, scăderea ratei dobânzii, pentru a stimula investițiile, riscă să descurajeze intrările de capitaluri, cu tot ceea ce implică aceasta în ceea ce privește situația pieței valutare.

5. Piața valutară în România

În România, piața valutară funcționează, în forma actuală, de la data de 1 august 1994.¹ Piața valutară din România este o piață valutară *integrată și continuă*, funcționând similar cu piețele valutare cunoscute pe plan mondial.²

România a acceptat - prin notificarea din 25 martie 1998 - obligațiile stipulate la art. VIII, secțiunile 2, 3 și 4 din „Statutul” FMI, respectiv:

- angajamentul autorităților de a elimina restricțiile privind operațiunile de cont curent;

- neintroducerea altor restricții în viitor;
- crearea condițiilor cât mai favorabile relansării reformei economice;
- politica valutară să nu sufere modificări semnificative.

În acest context, prevederile de bază ale „Regulamentului privind regimul valutar” în vigoare stabilesc drepturi largi pentru rezidenți și nerezidenți în materie valutară. Într-adevăr, rezidenții și nerezidenții:

- pot dobândi, deține și utiliza orice active financiare exprimate în valută și în monedă națională - leu (*full retention*);

- pot deschide și menține conturi în valută și în monedă națională (leu) în România, la instituții de credit autorizate;

- pot efectua în mod liber și fără restricții operațiuni valutare curente și de capital (cu excepția celor care sunt supuse în continuare autorizării de către Banca Națională a României);

- nerezidenții pot repatria și transfera activele financiare deținute în România.

¹ Pentru o prezentare a evoluției regimului valutar din România și a cursului leului în perioada 1990-1993, a se vedea: Isărescu M., *Reflecții economice*, vol. III, Centrul Român de Economie Comparată și Consens, 2003, p. 17-51.

² Cadrul legal al operațiunilor valutare efectuate în România este reprezentat de „Regulamentul nr. 4/2005 al BNR” și „Normele” aferente (M. Of. nr. 297/8.04.05).

Accesul rezidenților și nerezidenților cu ordine de vânzare/cumpărare de valută este *liber* pentru toate operațiunile care pot fi desfășurate în condițiile actualului „Regulament privind regimul valutar”.

Operațiunile de vânzare/cumpărare de valută se pot efectua numai prin intermediari ai pieței valutare. Cumpărarea/vânzarea de valută de către persoanele fizice rezidente prin casele de schimb valutar și instituțiile de credit este nelimitată.

În scopul evidenței statistice, operațiunile de capital din care rezultă obligații externe derivând din angajamente cu termene mai mari de 1 an, altele decât cele de natura datoriei publice externe, se înregistrează la BNR în *”Registrul datoriei private externe a României”*.

În aceste condiții, *încasările și plățile între rezidenți* se pot efectua:

- în monedă națională (leu) și în valută - pentru operațiunile care nu fac obiectul comerțului cu bunuri și servicii;

- în monedă națională (leu) - pentru operațiunile care fac obiectul comerțului cu bunuri și servicii;

- în valută, pentru operațiunile care fac obiectul comerțului cu bunuri și servicii, autorizate prin „Regulamentul privind regimul valutar”, astfel:

- persoanele juridice - pentru operațiuni decurgând din contracte de comerț și prestări de servicii externe efectuate în comision, contracte de subantrepriză în acțiuni de cooperare economică internațională sau din contracte de export a unor obiective complexe și a unor produse cu ciclu lung de fabricație;

- persoanele fizice - pentru operațiuni valutare între acestea, cu caracter ocazional;

- persoanele fizice și juridice și alte entități - pentru operațiuni stipulate de prevederi legale exprese; pentru operațiuni decurgând din organizarea și/sau prestarea de servicii externe (transport, turism); pentru operațiuni decurgând din contracte externe de prelucrare în regim *lohn*; pentru operațiuni care decurg din acte de comerț derulate în porturi, în *”zonele libere”* din aeroporturi și punctele de trecere a frontierei de stat, în trenuri internaționale, aeronave și nave - pe parcurs extern; pentru operațiuni efectuate în străinătate.

Controlul valutar este în prezent practic desființat, trebuind declarate la autoritățile vamale doar instrumentele de plată în valută și în monedă națională (leu) sub formă de numerar, care sunt egale sau depășesc echivalentul a 10.000 EUR/persoană /călătorie.

Definirea operațiunilor valutare curente și de capital, precum și nomenclatorul acestora sunt armonizate cu directivele UE și cu prevederile art. XXX din „Statutul” FMI.

Operatorii principali ai pieței valutare românești sunt: instituțiile de credit, care efectuează operațiuni de schimb valutar în nume propriu și în numele clienților; casele de schimb valutar, care sunt specializate în relațiile cu populația; persoanele juridice, care efectuează plăți și încasări nemijlocite, decurgând din export-importul de bunuri și servicii; persoanele fizice, pentru operațiuni efectuate între acestea în mod ocazional și pentru operațiuni efectuate în străinătate etc.

În ceea ce privește instituțiile de credit, acestea operează pe piața valutară interbancară. *Piața valutară interbancară este piața pe care se efectuează tranzacții valutare de către intermediari, precum și de BNR.*

Intermediarii pe piața valutară interbancară sunt instituțiile de credit (băncile și asimilatele acestora), autorizate să funcționeze în România, care acționează pe piața valutară interbancară în limita obiectului lor de activitate, prevăzut în autorizația de funcționare, cu îndeplinirea condițiilor prevăzute în normele BNR.

Intermediarii pe piața valutară interbancară pot încheia tranzacții valutare atât în nume și cont propriu, cât și în nume propriu și contul clienților.

Condițiile (minime) ce trebuie îndeplinite pentru participarea ca intermediar pe piața valutară interbancară sunt următoarele:

a) existența unei structuri organizatorice distincte și a unui spațiu specific, securizat, pentru efectuarea tranzacțiilor;

b) delimitarea atribuțiilor și departajarea activităților de piață valutară pe compartimente distincte, conform practicilor internaționale (*front office, back office, cifru, corespondență bancară*);

c) reglementarea, prin norme proprii, a unor elemente ca: procedurile de lucru cu clienții; procedurile de lucru pentru departamentul autorizat din cadrul băncii să efectueze tranzacții pe piața valutară interbancară; etc.

d) desemnarea personalului implicat în efectuarea tranzacțiilor;

e) existența relațiilor de corespondent stabilite prin conturi deschise în străinătate, pentru cel puțin următoarele două valute convertibile: EUR și USD;

f) existența unui sistem operațional, care să cuprindă echipament informațional specific tip *Reuters, Bloomberg* etc.; echipamente tehnice specifice pentru plăți și comunicații (linii telefonice interne și internaționale, sistem de înregistrare a convorbirilor telefonice, telex, SWIFT, fax etc.).

Principiile de funcționare a pieței sunt următoarele:

1) Piața valutară interbancară funcționează în fiecare zi bancară între orele 9,00 și 16,00.

2) Intermediarii sunt obligați să afișeze, în timpul orelor de funcționare a pieței valutare interbancare, cursurile de schimb valutar ale monedei naționale-leu (vânzare/cumpărare), la vedere (*spot*) și la termen (*forward*), prin sisteme de

difuzare a informației tip *Reuters, Bloomberg* etc., pentru cel puțin următoarele valute: euro (EUR) și dolarul american (USD).

3) Cursul de schimb la termen trebuie cotate pentru cel puțin următoarele scadențe: o lună (1M); trei luni (3M); șase luni (6M); nouă luni (9M); douăsprezece luni (12M).

4) Cursurile de schimb cotate de instituțiile de credit pot fi diferite în funcție de natura operațiunii (operațiune în cont sau cu numerar), de raporturile cu clienții, precum și în concordanță cu politica proprie de faceri și de trezorerie.

Tranzacțiile între intermediari se încheie în nume propriu, între arbitrajiști (telefonice, telex, *Reuters dealing*, internet) și sunt confirmate SWIFT, telex, letric sau internet, codificate corespunzător. Instrucțiunile de plată și decontare sunt transmise în cel mai scurt timp, de regulă în aceeași zi. Tranzacțiile valutare încheiate se execută necondiționat de către intermediari și se confirmă clienților prin extras de cont.

Calcularea și publicarea cursurilor de schimb ale pieței valutare din România de către BNR se face în fiecare zi bancară, la ora 13.00, pe baza cotațiilor afișate de intermediarii pe piața valutară interbancară.

BNR poate arbitra litigiile apărute în legătură cu efectuarea tranzacțiilor valutare interbancare, dar numai după ce părțile implicate dovedesc că au epuizat toate posibilitățile de soluționare pe cale amiabilă. În astfel de cazuri, părțile trebuie să recunoască, în prealabil, în scris, principiul acceptării necondiționate a deciziei de soluționare a litigiului, adoptate de BNR.

În vederea bunei funcționări a pieței valutare interbancare și armonizării cu practicile internaționale, BNR recomandă utilizarea de către intermediarii pieței valutare interbancare a prevederilor "Codului de conduită" adoptat de ACI – Asociația Piețelor Financiare.

Potrivit statutului său¹, BNR stabilește și urmărește aplicarea regimului valutar pe teritoriul României. În mod concret, principalele sale atribuții² în acest domeniu sunt:

- reglementarea modului de organizare și funcționare a pieței valutare,
- elaborarea și aplicarea politicii de curs de schimb,
- calcularea și publicarea cursurilor de schimb medii ale pieței valutare în scop statistic,
- autorizarea persoanelor fizice și juridice pentru anumite tranzacții valutare,
- păstrarea și administrarea rezervelor valutare ale statului.

¹ Art. 2.2, coroborat cu art. 9 și art. 10 din legea nr. 312/2004 (M. Of. nr. 582/2004).

² Idem.

