

Derivati su valuta e le implicazioni sugli equilibri di gestione delle banche

Dott. Gabriele Sabato*

Luglio 2003

Abstract

Lo sviluppo dei prodotti derivati ha interessato anche quelli su valute che permettono ad aziende bancarie e non di effettuare una gestione proattiva del rischio di cambio. Attraverso questi strumenti è possibile, essendosi formati delle aspettative sulla futura evoluzione del tasso di cambio, realizzare forti guadagni qualora queste si realizzino.

L'operatività in valuta effettuata attraverso derivati, come quella con tutte le altre tipologie di strumenti, produce impatti, che di norma si spera siano positivi, sugli equilibri di gestione e precisamente sulla redditività (osservabili sul conto economico) e sulla solvibilità (osservabili sullo stato patrimoniale) della banca. Inoltre tali strumenti produrranno flussi finanziari netti che potranno essere positivi o negativi, così come variazioni delle posizioni di rischio di cambio, rispetto ad un'ipotetica posizione di equilibrio iniziale.

* Dottorato di ricerca in «Gestione bancaria e finanziaria» (XVIII ciclo). Dipartimento di Economia e gestione dell'attività bancaria, finanziaria, assicurativa e professionale. Università di Roma «La Sapienza».

Indice

<i>Introduzione</i>	3
<i>1. Il rischio di cambio</i>	3
<i>2. La gestione del rischio di cambio</i>	5
<i>2.1 Le currency options</i>	6
<i>2.1 I currency swap</i>	7
<i>3. Gli effetti di una currency option sugli equilibri di gestione</i>	8
<i>4. Conclusioni</i>	9
<i>Riferimenti Bibliografici</i>	9

Introduzione

Dopo un breve accenno alle caratteristiche generali del rischio di cambio, questo lavoro si propone di approfondire le principali metodologie di gestione utilizzate, differenziandole dalle strategie che invece mirano esclusivamente ad una sua neutralizzazione.

In secondo luogo si procede a esaminare, in particolare, due tipologie di strumenti derivati, gli swap e le opzioni in valuta di cui vengono analizzati i principali elementi distintivi e i possibili utilizzi operativi.

In conclusione, l'attenzione si sposta verso gli effetti che l'operatività con tali strumenti può provocare sia sulla redditività che sulla solvibilità aziendale. Nello specifico, trattandosi di strumenti derivati su valuta, risulta interessante osservare come si modifica la posizione di rischio di cambio netta a pronti o a termine a seconda della tipologia di flussi finanziari generati.

1. Il rischio di cambio

Il rischio di cambio si origina quando vi è incertezza sul tasso di conversione futuro di una moneta in un'altra moneta. Per essere interessati da tale tipologia di rischio è sufficiente che una banca, o più in generale un'azienda, detenga un'attività (o passività) in valuta che non sia bilanciata da una passività (o attività) denominata nella stessa valuta, di uguale ammontare e di uguale scadenza¹.

Una classificazione tradizionalmente utilizzata per definire le diverse modalità con cui le variazioni dei cambi influenzano la situazione economica di un'azienda identifica quattro tipologie di rischio di cambio:

¹ Cfr. "Analisi dei rischi di cambio delle banche", F. Tutino, in "Il sistema Valutario Italiano", Giuffrè editore, p. 547.

- Rischio transattivo
- Rischio economico
- Rischio competitivo
- Rischio traslativo

La prima tipologia, anche detta anche detta rischio di cambio per conversione², consiste nella possibilità che si verifichino variazioni di valore, in valuta nazionale, di futuri incassi e pagamenti che l'impresa dovrà effettuare in valuta, in un certo arco temporale, a causa di una variazione del rapporto di cambio tra la moneta di "conto" e la divisa in cui è espresso il debito o il credito.

Presupposto fondamentale di tale rischio è l'esistenza, oltre di un'operazione di base (sia essa di natura commerciale o finanziaria), anche di un intervallo di tempo tra la definizione delle condizioni contrattuali e la conclusione finanziaria della transazione, periodo nel quale il cambio di mercato può subire delle variazioni.

Il rischio economico rappresenta un concetto decisamente più esteso di quello transattivo in quanto comprende tutti gli effetti che una variazione del cambio di mercato può generare sul conto economico di un'azienda e quindi sul suo reddito.

Generalizzando, anche se poi si ritornerà in modo più approfondito sull'argomento nell'ultimo paragrafo, si può osservare tale rischio confrontando il movimento finanziario in valuta estera (l'incasso o il pagamento in valuta estera valorizzato al cambio del giorno) ed il momento negoziale (la stipula del contratto, l'emissione o il ricevimento di un ordine).

Passando al rischio competitivo, questo in letteratura viene spesso identificato come una tipologia di rischio strettamente connesso a quello economico, alcuni lo considerano "compreso o "sovrapposto"³ a quest'ultimo. Infatti, nella maggior parte dei casi, variazioni dei cambi di mercato, che hanno effetti sul margine aziendale, comportano anche variazioni dei rapporti competitivi.

Anche sull'ultima tipologia di rischio, associato al rischio di cambio, si tornerà più avanti, per il momento basti dire che il rischio traslativo possiede una valenza più contabile che

² Cfr. V. Catino, "Il rischio di cambio, tecniche di gestione e rilevazione", Giuffrè Editore, 2000, p.21.

³ Cfr. E. Facile, "Euro e finanza aziendale", Il sole 24 ore, 1998, p.330.

gestionale poiché riguarda le differenze di cambio che possono derivare da variazioni nel valore contabile del patrimonio netto, espresso chiaramente in moneta nazionale.

Qualche Autore⁴ ha individuato il pericolo, associato ad una tanto rigida classificazione, di considerare alla fine tutti questi rischi completamente distinti senza tener conto che in realtà si tratta di diverse facce di una stessa dado.

2. La gestione del rischio di cambio

Una banca, come una qualsiasi altra azienda, che si trovi a fronteggiare il rischio di cambio può scegliere tra tre strategie alternative.

La prima, la più semplice, consiste nel trascurarlo, magari perché ritenuto di scarsa importanza o perché derivante da posizioni costituite da ammontari molto bassi o anche perché si è convinti che i costi che si dovrebbero sostenere per una sua gestione siano superiori ai ricavi che ne potrebbero derivare.

La seconda strategia, utilizzata piuttosto di frequente, consiste nel cercare di neutralizzare tale rischio attraverso l'uso di strumenti che mirino a fissare il tasso di cambio alla fine del periodo di riferimento, così da generare un'entrata o un'uscita finanziaria certa. In tal modo, seppure si eliminano le possibili perdite derivanti da errori nella formazione delle aspettative, tuttavia, qualora queste siano giuste si elimina la possibilità anche di possibili guadagni.

Infine, è possibile gestire il rischio di cambio cercando di massimizzare i differenziali attesi, cioè di massimizzare il contributo che l'oscillazione dei cambi può apportare al risultato operativo dell'azienda. Gli strumenti che possono essere utilizzati a tale scopo sono molteplici, ma quelli che hanno ottenuto una maggiore diffusione sono quelli derivati. In particolare in questo lavoro verranno esaminate le opzioni e gli swap su valuta.

⁴ Cfr. E. Facile, "La gestione dei rischi finanziari nell'azienda industriale", Il sole 24 ore, 1996, p. 30.

2.1 Le currency options

Con questi contratti l'acquirente, come corrispettivo del pagamento di un premio al venditore, compra il diritto ad acquistare (nel caso delle opzioni call) o a vendere (nel caso delle opzioni put) un determinato quantitativo di una certa valuta, a un tasso di cambio predeterminato, entro una scadenza prefissata o, eventualmente, in corrispondenza della stessa⁵.

Il contraente che acquista il diritto è l'holder, mentre il contraente che lo vende è il writer. Nel caso in cui il diritto sia un diritto di acquistare valuta, l'opzione su valute è un'opzione call, mentre nel caso in cui il diritto sia di vendere valuta, l'opzione è un'opzione put.

Il tasso di cambio predeterminato al quale l'holder può acquistare o vendere la valuta è il prezzo di esercizio, o "strike price".

Esistono sia opzioni su valute trattate nei mercati regolamentati (per questi contratti le scadenze sono standardizzate e coincidenti con quelle dei contratti futures), sia opzioni trattate nei mercati OTC (over-the-counter).

Inoltre, bisogna tenere presente che il diritto che l'holder acquista dal writer non ha mai una durata illimitata. A questo riguardo, si deve distinguere tra due diverse tipologie di contratti d'opzione:

- nel caso delle opzioni europee, l'holder può esercitare il proprio diritto solo alla scadenza del contratto;
- nel caso delle opzioni americane, il diritto può essere esercitato fino alla scadenza del contratto.

E' stato detto che l'holder acquista dal writer un diritto: il corrispettivo del diritto acquistato è costituito dal premio che l'holder paga al writer. Il premio è, pertanto, il prezzo dell'opzione.

E' importante tener presente che la banca prima di acquistare una currency option deve necessariamente formarsi delle proprie aspettative sui possibili andamenti dei tassi di cambio, in tal modo l'utilizzo di questo strumento le permetterà di bloccare le perdite potenziali, lasciandosi però aperta la possibilità di eventuali guadagni, qualora le aspettative si realizzino.

⁵ Cfr. "Opzioni, future e altri derivati", J.C. Hull, Il sole 24 ore libri, 1997.

2.1 I currency swap

Con questo tipo di contratto le parti si impegnano a scambiarsi periodicamente, e fino a una scadenza prefissata, gli interessi maturati su capitali denominati in valute diverse.

I currency swap sono strumenti finanziari molto flessibili, che possono essere progettati "su misura" per soddisfare esigenze specifiche. Può capitare, infatti, di imbattersi in contratti con caratteristiche molto diverse l'uno dall'altro, e tuttavia riconducibili alla "grande famiglia" dei currency swap.

Analizzando le caratteristiche generali dello strumento nella sua versione più semplice, si possono approfondire le caratteristiche tecniche e il lessico specifico dei contratti concretamente negoziati dalle banche. In generale, il currency swap è costituito da:

- uno scambio iniziale di capitali denominati in due divise diverse;
- lo scambio di un flusso di pagamenti periodici, calcolati a tassi di interesse fisso o variabile e denominati nelle due diverse divise;
- la restituzione, alla scadenza finale del contratto, dei capitali inizialmente scambiati.

Talvolta il capitale non viene scambiato, e ha una funzione puramente nozionale, così come nel caso dell'interest rate swap. Si osservi, tra l'altro, come il currency swap sia molto simile all'interest rate swap: potrà infatti capitare di vederlo definito come "interest and currency swap", per distinguerlo dal riporto in cambi.

L'utilizzo tipico dei currency swap è in combinazione con operazioni di finanziamento internazionale sull'Euromercato.

Il prestatore, la banca o qualsiasi altro tipo d'impresa, raccoglie il capitale di credito nella valuta con riferimento alla quale ottiene le condizioni più vantaggiose. Può, quindi, avvenire che raccolga fondi denominati in una certa divisa, e che abbia flussi di cassa in uscita denominati in una divisa diversa. Pertanto il prestatore, attraverso un currency swap, riesce a convertire nella divisa desiderata i flussi finanziari generati dal debito. Il costo globale delle due operazioni, il finanziamento e il currency swap, può essere inferiore rispetto al ricorso diretto all'indebitamento in quella divisa.

3. Gli effetti di una currency option sugli equilibri di gestione

Nell'ultima parte di questo lavoro si vuole osservare quali potrebbero essere gli effetti sugli equilibri di gestione di una banca che decidesse di utilizzare una currency option.

L'acquisto di un'opzione (call o put) su valuta provocherà un effetto immediato sul conto economico derivante dal costo sostenuto per il pagamento del premio, poi, al momento dell'esercizio vi potrà essere un ricavo (nel caso di put) o un ulteriore costo (nel caso di call). Alla fine, il risultato economico netto, cioè l'effetto sulla redditività bancaria, derivante da una tale operazione, potrà essere positivo o negativo in funzione del fatto che si sia o meno esercitata l'opzione. Qualora, infatti, le aspettative sul futuro andamento del tasso di cambio siano state rispettate, non ci sarà stato bisogno di esercitare l'opzione e l'effetto reddituale dovrebbe risultare positivo o quantomeno neutro (a seconda dell'ammontare del premio che si è pagato). Nel caso opposto è possibile che l'effetto reddituale sia negativo, anche se, almeno in via teorica, si dovrebbe tener conto delle maggiori perdite risparmiate attraverso l'uso dell'opzione (differenziale tra strike price e tasso di cambio).

Per quanto concerne gli effetti patrimoniali si avrà un aumento o una riduzione delle attività in valuta al momento dell'esercizio dell'opzione, che, anche in questo caso, a seconda del differenziale tra tasso di cambio e prezzo d'esercizio, potrà portare una ricomposizione per moneta e una variazione quantitativa delle attività positive o negative.

Da ultimo, si vogliono analizzare gli effetti di un'opzione su valuta sui flussi finanziari e sulla posizione di rischio di cambio di una banca.

Finanziariamente, si registrerà un flusso in uscita, derivante dal pagamento del premio e successivamente dei flussi in entrata o in uscita a seconda che si sia acquistata una put o una call. Il flusso finanziario netto, anche in questo caso, dipenderà dal fatto che si sia o meno esercitato il diritto d'opzione, quindi dal verificarsi o meno delle aspettative.

Nel caso in cui si acquisti un'opzione call, si aprirà una posizione di rischio di cambio "lunga", a fronte della valuta da ricevere a scadenza, nel caso opposto si avrà una posizione "corta", sempre considerando che si parta da una posizione di equilibrio valutario iniziale.

4. Conclusioni

Negli ultimi anni la gestione valutaria in banca ha assunto sempre più una funzione reddituale, facendo propria quel tipo di strategia che, nel corso di questo lavoro, si è definita proattiva.: Molte banche si sono rese conto che nel gestire efficientemente il rischio di cambio e non più semplicemente cercare di eliminarlo si nascondeva un grande vantaggio competitivo.

Lo sviluppo⁶ di strumenti, come i derivati, sempre più flessibili ed efficaci per raggiungere migliori obiettivi reddituali ha favorito l'evoluzione gestionale legata al rischio di cambio.

I due strumenti analizzati, le currency option e i currency swap, sono quelli che si sono maggiormente diffusi sui mercati valutari.

Lo studio svolto in conclusione sugli effetti di una currency option sugli equilibri di gestione di una banca, mette in evidenza la complessità di un'analisi che voglia prendere in considerazione tutte le sfaccettature di tali strumenti e di come essi si impattino sull'equilibrio economico aziendale.

Riferimenti Bibliografici

Catino V., "Il rischio di cambio, tecniche di gestione e rilevazione", Giuffrè Editore, 2000;

Facile E., "Euro e finanza aziendale", Il sole 24 ore, 1998;

Facile E., "La gestione dei rischi finanziari nell'azienda industriale", Il sole 24 ore, 1996;

Hull J.C., "Opzioni, future e altri derivati", Il sole 24 ore libri, 1997;

Tutino F., "Analisi dei rischi di cambio delle banche", in "Il sistema Valutario Italiano", Giuffrè editore;

Rassegna trimestrale BRI, giugno 2003, www.bis.org.

⁶ Cfr. Rassegna trimestrale BRI, giugno 2003, www.bis.org.