

Os derivativos cambiais e os riscos das empresas

O brasileiro médio não sabe, o americano médio também não e, na verdade, pouquíssima gente sabe dizer exatamente o que são "derivativos". Não há exagero em dizer que representam uma das mais importantes inovações financeiras dos últimos dois séculos, ou seja, estamos falando de uma verdadeira revolução, que

começa a se fazer sentir em meados dos anos 1980, mas que desabrocha no Brasil apenas quando termina a hiperinflação.

Por isso é tão importante o debate ora em andamento sobre se o Banco Central deve ou não utilizar essas criaturas para amenizar as flutuações do câmbio. A causa é nobre, a desvalorização está machucando muita gente inocente, e não há muito conforto quanto ao uso das reservas internacionais para intervenções estabilizadoras "lineares" anunciamos pelo BC. Há opiniões um tanto emocionais sobre o uso de títulos com indexação cambial, em substituição aos títulos indexados ao "overnight", e também sobre derivativos, possivelmente porque as pessoas estão misturando indevidamente a discussão sobre a utilidade dos derivativos com a sempre contenciosa querela sobre regimes cambiais. Assim sendo, vamos enunciar o problema em termos neutros: deve o BC atuar em derivativos cambiais, a fim de melhorar o funcionamento do regime de flutuação cambial que temos?

A pergunta deve ser feita a despeito do fato destas atuações terem sido vedadas pelo nosso acordo com o FMI, quando este foi reescrito, após a desvalorização de 1999. As autoridades já acearam diversas vezes que poderiam utilizar derivativos e raramente se manifestam no sentido de defender o que está consagrado no acordo. Numa dessas raras manifestações, o diretor Ilan Goldfajn, todavia, opinou cautelosamente, mas numa direção essencialmente semelhante ao que fez o economista José Alexandre Scheinkman mais recentemente.

Todos concordam que o Estado não deve absorver riscos privados, cambiais no caso, sem remuneração ou contrapartida. Todavia como muito bem assinalou o ex-presidente do BC, Gustavo Loyola em belíssimo artigo aqui mesmo no *Estadão*, no domingo passado ("As vítimas da seca e o hedge cambial", 29/7/2001), o Estado deve oferecer o "seguro", ou melhor, o "hedge" que o mercado está pedindo, bastando, para atender a Goldfajn e Scheinkman, que cobre um prêmio por isso, como fazem as companhias de seguro que, como se sabe, não são instituições de caridade.

Mas por que o Estado deve suprir este "seguro"? Por que o Estado oferece financiamento agrícola com "equivalência produto", absorvendo risco de preço? Por que o Estado vende títulos indexados ao "overnight" implicitamente oferecendo "hedge" contra flutuações nas taxas de juros? Por que a nossa Constituição manda, e muitos países oferecem seguros para os depósitos bancários?

Quando o Estado absorve riscos privados, que o setor privado não é capaz de absorver a preços razoáveis, a justificativa é semelhante a que já se tornou clássica no caso do papel do BC como "emprestador de última instância": um risco de natureza sistêmica, ou ao menos setorial, de graves consequências. A Lavoura



Há opiniões um tanto emocionais sobre o uso de títulos com indexação cambial

ra Nacional ou o Sistema Bancário são beneficiados por políticas através das quais o Estado absorve parte dos riscos de suas atividades, pois os custos de um "sistema" são altos demais para a sociedade como um todo, não apenas para o setor. É disso que estamos falando, quando estamos falando, quando estamos fa-

lando da necessidade de o Estado fornecer "hedge cambial"?

Para entender o problema, vamos a um exemplo numérico e plausível: uma empresa deve US\$ 100 milhões no exterior e nada a bancos locais, de tal sorte que, quando o câmbio estava em R\$ 1,85, o passivo exigível da empresa era de R\$ 185 milhões. Se esta empresa tivesse, na mesma data, ativos totais no valor de R\$ 250 milhões, seu patrimônio líquido, ativo menos passivo, seria de exatos R\$ 65 milhões. Pois bem, o que acontece com este patrimônio se ocorre uma desvalorização cambial de 35%, ou seja, se o câmbio vai para R\$ 2,50? Resposta: o valor em reais da dívida no exterior sobe para R\$ 250 milhões e o patrimônio líquido cai para exatamente zero.

Como nota de rodapé, lembrar que este mesmo balanço, em dezembro de 1998, mostraria uma empresa com um PL de R\$ 128 milhões. Neste exemplo, com o câmbio a R\$ 2,50, a empresa está patrimonialmente quebrada, embora possa estar funcionando com geração de caixa positiva e pagando as contas normalmente. O problema patrimonial, com o tempo e os desembolsos do serviço da dívida, vai se transformando em um problema de caixa, ou seja, os prejuízos decorrentes do aumento da dívida, quando pagos os juros e amortizações vão consumir todo o seu capital.

Se fosse banco, a empresa do exemplo teria de ser liquidada pelo Banco Central imediatamente, ou seja, bem antes de o problema se manifestar no caixa. Em razão disso os bancos são muito cautelosos e procuram o "casamento" de ativos e passivos dentro da mesma classe de indexadores, o que é muito difícil de se fazer nas empresas não financeiras, nas quais é muito comum a "exposição ao risco de desvalorização", exatamente a situação ilustrada no exemplo. Na verdade, o tal "hedge cambial" é uma designação para diversos tipos de produtos financeiros, geralmente envolvendo derivativos (opções, "swaps", travas, etc), cuja única finalidade é exatamente mitigar estes riscos.

Pois bem, qual o tamanho da destruição de riqueza e do deperecimento patrimonial no setor privado provocado pela caminhada do câmbio até R\$ 2,50? Que consequências isto terá para a sobrevivência das empresas brasileiras endividadas em dólares? O que ocorrerá com as carteiras de empréstimos dos bancos por conta de empréstimos no exterior e "leasing", com indexação cambial? Que empresas terão o privilégio de um balanço com "casamento" de indexadores? Para as autoridades, deve ser evidente que a disparada do câmbio está encomendando problemas muito sérios para o futuro, cuja solução pode vir a ser muito mais cara do que o custo de um programa decente de fornecimento de "hedge" e consequente redução da taxa de câmbio a níveis razoáveis.