

Administração dos riscos da dívida externa

por Stephen Fidler
do Financial Times

A utilização de mercados derivativos — futuros, opções e "swap" — para administrar melhor os riscos financeiros está crescendo nos países em desenvolvimento.

Aproximadamente uns 28% dos fundos levantados no ano passado nos mercados internacionais de capital por 16 países em desenvolvimento, tão diversos entre si quanto Nauru e Turquia, incluíram alguma forma de administração de risco, segundo se deduz de uma pesquisa realizada a respeito das informações publicadas pelo Banco Mundial. Compare-se esta porcentagem com apenas cerca de 10% desse tipo registrados no ano anterior. Isso equivale, mais ou menos, a US\$ 3,75 bilhões no ano passado, e a US\$ 1,82 bilhão no ano anterior.

Por exemplo, um empréstimo no valor de US\$ 100 milhões que a Argélia conseguiu no ano passado através do Chase Investment Bank, incluiu uma taxa de juro relacionada diretamente ao preço do petróleo. Se os preços do petróleo aumentarem, a Argélia pagará juros mais elevados a partir dos seus rendimentos maiores. Os bancos também seriam compensados com uma maior margem de juros no caso de os preços do petróleo caírem. Este aumento, no entanto, não aumentaria a conta de juros a ser paga pela Argélia, graças à utilização da tecnologia das opções. Apesar dos elementos atraentes existentes nessa ideia, o crédito não chegou a ser particularmente bem recebido quando foi sindicalizado entre os bancos internacionais. Não ficou claro, porém, se isso se deveu a preocupações quanto ao crédito argelino ou a suspeitas e desconfianças em relação à inovação.

Esses números subestimam significativamente as atividades de proteção ("hedging") que estão sendo adotadas por todos os países em desenvolvimento. Provavelmente o mais avançado tecnicamente e o mais ativo de todos seja o Chile. O país tem liderado o caminho tanto em técnicas para reduzir o seu pesado fardo da dívida externa,

tais como trocas de dívida por capital de risco, como também em métodos para reduzir sua exposição em relação a movimentos adversos nas taxas de juro. Lentamente, o país começou a utilizar os mercados futuros há uns três anos.

Segundo Christian Salinas, do banco central chileno, o Chile regularmente tem uma exposição de US\$ 12 bilhões no contrato de futuros em eurodólares no Chicago Mercantile Exchange. Com mais de US\$ 630 bilhões em contratos em aberto em futuros de eurodólares, esta é uma quantia modesta. Mas ela serve para proteger as taxas de juro referentes a uma quarta parte da dívida externa do país, que é de aproximadamente uns US\$ 16 bilhões.

Das reservas do Chile, perto de US\$ 4 bilhões estão investidos

Segundo afirmou Christian Salinas, dos US\$ 16 bilhões a US\$ 17 bilhões de dívida externa do governo chileno, o banco central está preocupado principalmente com os 80% — ou seja, US\$ 13 bilhões a US\$ 14 bilhões — contratados a taxas de juros flutuantes. No entanto, uma parte deste total dispõe de uma proteção natural: os US\$ 3 bilhões a US\$ 4 bilhões de reservas chilenas que estão investidos também em taxas flutuantes, deixando dívidas não protegidas de aproximadamente US\$ 9 bilhões.

Desse total, uma parcela ligeiramente superior a US\$ 8 bilhões está denominada em dólares norte-americanos.

O banco central decidiu que aproximadamente metade desse total deve permanecer desprotegido — o que lhe permite beneficiar-se de quaisquer eventuais quedas que venham a ocorrer nas taxas de juro em dólares norte-americanos. Quanto aos US\$ 4 bilhões restantes, "o nosso objetivo principal é reduzir o risco das flutuações das taxas

de juro em vez de conseguirmos as taxas de juro menores possíveis no mercado".

O Chile enfrenta uma série de problemas técnicos na proteção desse risco. Os acordos com os bancos credores baseiam as taxas de juro a serem pagas na taxa interbancária londrina de um ano e não na taxa Libor de três meses, com a qual se relacionam os contratos de Chicago. Além disso, as taxas de juro referentes aos empréstimos são redeterminadas principalmente durante a primeira metade do ano; quase 70% são recalculadas durante o primeiro trimestre.

Para proteger a taxa Libor de um ano usando o contrato de três meses, o banco central vende quatro vezes o número dos contratos. Para proteger US\$ 100 milhões em dívida, consequentemente, precisam ser vendidos 400 contratos de US\$ 1 milhão. Mas estes 400 contratos não são vendidos num único dia, uma tática que poderia levar a uma concentração dos riscos numa determinada data. Em vez disso, eles são vendidos em intervalos regulares durante os seis meses anteriores, o que permite uma taxa média de juro mais estável, conseguida e fixada com antecedência.

"Nós nos prendemos em taxas de juros que sejam confortáveis para nós e que sabemos que podem nos servir sem perturbar qualquer uma das nossas principais metas econômicas. Não se trata de um esforço para conseguir uma taxa de juros que esteja abaixo dos níveis do mercado." O Chile se encontra numa atual posição confortável, com taxas variando entre 7,5 e 9%, mas não existe muito que o país possa fazer caso as taxas de juros retornem a níveis de 11 a 12%, permanecendo por aí durante um longo período de tempo.

Mas esse enfoque não é mecânico. O banco central chileno, diz Christian Salinas, mantém a flexibilidade necessária para se aproveitar dos movimentos das taxas de juros que sejam favoráveis — vendendo menos contratos quando se tem a impressão de que as taxas continuarão caindo de forma constante — e evi-

tando o mercado caso os aumentos das taxas pareçam ser temporários.

Francesco Garces, o diretor da divisão internacional do banco central chileno, diz que o banco está atualmente estudando a possibilidade de ampliar o seu uso dos mercados deri-

Banco central chileno tenta aproveitar as taxas favoráveis

vativos para o setor de opções de "caps" — que dependem dos custos — e também a possibilidade de ampliar o "spread" de moedas da sua dívida externa, que está predominantemente denominada em dólares norte-americanos. O Chile também está examinando a possibilidade do uso de trocas de taxas de juros e de moedas, permitindo a proteção dos riscos financeiros por até cinco anos, em vez de apenas durante um curto prazo, tal como se consegue com os mercados futuros.

Mas esses instrumentos trazem consigo os seus próprios problemas. A utilização dos "caps" usualmente requer o pagamento de significativos prêmios iniciais — o que é difícil quando um país já está sofrendo com problemas referentes aos serviços da dívida.

As trocas apresentam problemas especiais para países altamente endividados, originados da elevada sensibilidade do mercado de trocas em relação aos riscos de crédito.

Esta sensibilidade não fica evidente nos mercados futuros ou de opções, baseados em bolsas bem estabelecidas, depois que um governo determinou linhas de crédito com as principais firmas de corretagem — algo que seria mais fácil para o Chile do que para países com um histórico mais errático de pagamentos referentes às dívidas. As exposições são marcadas para ser comercializadas diariamente e os pagamentos das margens são ajustados de acordo com is-

so. Os limites sobre as posições nos mercados futuros podem ser eliminados quando existe uma posição subjacente que precisa ser protegida, como ocorreu no caso do Chile.

O banco central negocia anonimamente através das casas corretoras. Os participantes do outro lado do negócio não sabem com quem estão comercializando e nem se preocupam muito em saber, uma vez que têm a certeza de que a "clearing house" está garantindo o acerto das contas.

Esta situação se contrasta com o mercado de "swap" — comercializado pelo telefone ou no "balcão" — onde não existem cotações diárias para a comercialização dos preços, nem margens e nem, uma "clearing house" que possa confortar o outro lado. Trabalhos estão sendo realizados em alguns lugares, inclusive no Banco Mundial, para desenvolver uma marcação diária de mercado, mas é possível que este esquema revele ser dispendioso.

Só os próprios países perderam quando os "swaps" deram problemas

Ironicamente, os únicos problemas de crédito que até agora vieram à luz envolvendo a utilização do mercado de "swap" pelos países em desenvolvimento prejudicaram os próprios países e não a parte oposta. Tanto Portugal quanto a Hungria foram contrapartes da Drexel Burnham Lambert, a corretora norte-americana de títulos que entrou em colapso na primeira parte deste ano; Portugal num caso de troca de ouro e a Hungria num caso de troca de taxas de juros. Segundo informações fornecidas por funcionários do governo húngaro, os seus problemas já foram devidamente resolvidos.

No entanto, a experiência no complexo mundo dos derivativos financeiros não é facilmente adquirível. A experiência que foi desen-

volvida pelo banco central chileno teve sua origem em duas fontes diferentes.

Houve o Banco Central, cuja própria equipe de tesouraria desenvolveu trabalhos pioneiros no uso do mercado de "swap" e que agora está colocando a sua experiência à disposição dos países em desenvolvimento, e houve também a Codelco, a empresa chilena de cobre, que dispõe de uma grande e longa experiência no mercado de futuros de "commodities" e também em futuros de taxas de juros. Uma falta de profundidade de experiência por vezes também é preocupante: os especialistas dos bancos centrais freqüentemente acabam sendo "roubados" pelo setor privado, que paga salários melhores.

O Banco Mundial está atualmente fornecendo trabalhos de assessoria e consultoria a 15 países quanto à utilização dos mercados derivativos e existem grandes possibilidades de este programa ser ampliado ainda mais.

Outros países em desenvolvimento têm uma longa experiência nos mercados futuros de "commodities". Alguns deles — por exemplo, a Costa do Marfim, que tem um acordo com a Philip Brothers, a corretora norte-americana de "commodities" — estão se utilizando de um mercado crescente em troca de "commodities" para proteger suas exposições às oscilações nos preços das "commodities".

Conforme foi resumido pelo FMI num estudo intitulado "Managing Financial Risks in Indebted Developing Countries", existem três restrições principais quanto ao uso de derivativos para proteger os riscos financeiros: custos, merecimento de créditos e complexidade.

O FMI reconhece a existência de outro problema adicional: a elaboração de mecanismos de controle que limitam as atividades dos administradores de riscos a operações legítimas de proteção. "Recentes experiências feitas em algumas empresas financeiras mostraram que prejuízos potencialmente grandes de comercialização são possíveis quando os controles internos são inadequados."