

Decisões Estratégicas de Empresas para Administrar Maior Risco Cambial

35º ENANGRAD – Programação Científica

Enangrad Pleno

Área Temática: Estratégia (ESTRA)

Data: 15 de Julho de 2024

Trabalho: Decisões Estratégicas de Empresas para Administrar Maior Risco Cambial

RESUMO: A área de estratégia das empresas é ampla e abarca vários cenários possíveis para o direcionamento de seus esforços de monitoramento. São cenários políticos, demográficos, sociais, tecnológicos e econômicos, dentre outros. Monitorar o ambiente externo no qual as empresas estão inseridas é de fundamental importância para o estabelecimento e tomada de decisões estratégicas empresariais. Esse monitoramento externo contempla os cenários econômicos, políticos, sociais, tecnológicos dentre muitos que afetam as organizações. O comportamento da taxa de câmbio sempre foi tema de grande atenção na história da economia brasileira. A moeda dólar norte-americano está significativamente envolvida nas atividades de consumo, produção e investimento no Brasil. As cadeias produtivas do agronegócio e da indústria, assim como das finanças, são afetadas pela taxa de câmbio do Real com o Dólar norte-americano. A taxa de câmbio, dessa maneira, tornou-se um indicador econômico fundamental. A volatilidade cambial, por sua vez, um indicador fundamental de risco para as empresas. As empresas têm de tomar decisões estratégicas face a aumentos de expectativas sobre o risco e a volatilidade da taxa cambial. Nesse trabalho, pretende-se examinar como as empresas podem utilizar estratégias para lidar com o risco cambial, inclusive com o uso de instrumentos de “hedge” e políticas de mitigação.

PALAVRAS-CHAVE: estratégia, taxa de câmbio, expectativas, volatilidade da taxa de câmbio, risco cambial, “*hedging*” e mitigação do risco.

ABSTRACT: The field of strategic decisions by companies is extensive and encompass diverse possible scenarios targeting for monitoring. The principal scenarios cover, among others, political, demographic, social, technological and economic areas. Focusing the external environment in which companies are

involved is crucial for setting up and taking company's strategic decisions. The external monitoring looks on the relevant economic, political, social, technological affecting the organizations. The behavior of the exchange rate has been a topic of great attention along the history of the Brazilian economy. The currency "US Dollar" is deeply involved with the consumption, production and investment activities in Brazil. The production and value chains of the agribusiness, manufacturing and financial sector are partly dependent on the behavior of the exchange rate of the Real and Dollar currencies. The exchange rate, because of that, has become a fundamental indicator for the economy and business. The rate of exchange volatility also became a fundamental indicator of risk for business. The companies need to make strategic decisions in the face of scenarios of changing expectations about risk and volatility of the exchange rate. This work aims to examine how companies may use strategies to cope with the exchange rate risk, including the use of hedging instruments and risk mitigation policies.

KEYWORDS: strategy, exchange rate, expectations, volatility of exchange rate, exchange risk, hedging and risk mitigation.

I – Introdução

A área de estratégia das empresas é ampla e abarca vários cenários possíveis para o direcionamento de seus esforços de monitoramento. São cenários políticos, demográficos, sociais, tecnológicos e econômicos, dentre outros. Monitorar o ambiente externo no qual as empresas estão inseridas é de fundamental importância para o estabelecimento e tomada de decisões estratégicas empresariais. Esse monitoramento contempla os cenários econômicos, políticos, sociais, tecnológicos dentre muitos que afetam as organizações.

Dentro do cenário econômico, o comportamento da taxa de câmbio sempre foi tema de grande atenção na história da economia brasileira. A moeda dólar norte-americano está significativamente envolvida nas atividades de consumo, produção e investimento no Brasil. As cadeias produtivas do agronegócio e da indústria, assim como das finanças, são afetadas pela taxa de câmbio do Real com o Dólar norte-americano. A taxa de câmbio, dessa maneira, tornou-se um indicador econômico fundamental. A volatilidade cambial, por sua vez, um indicador fundamental de risco para as empresas.

As empresas têm de tomar decisões estratégicas face a aumentos de expectativas sobre o risco e a volatilidade da taxa cambial. Nesse trabalho, pretende-se examinar como as empresas podem utilizar estratégias para lidar com o risco cambial, inclusive com o uso de instrumentos de "hedge" e políticas de mitigação.

Este trabalho, ao examinar o ambiente geral em que algumas empresas atuam e em que desenvolvem suas operações, pretende analisar tópicos ligados a área internacional merecedores de esforços de monitoramento. Desse modo, o fulcro das

suas atenções vai recair nas questões da volatilidade da taxa de câmbio e do risco cambial na condução dos seus negócios.

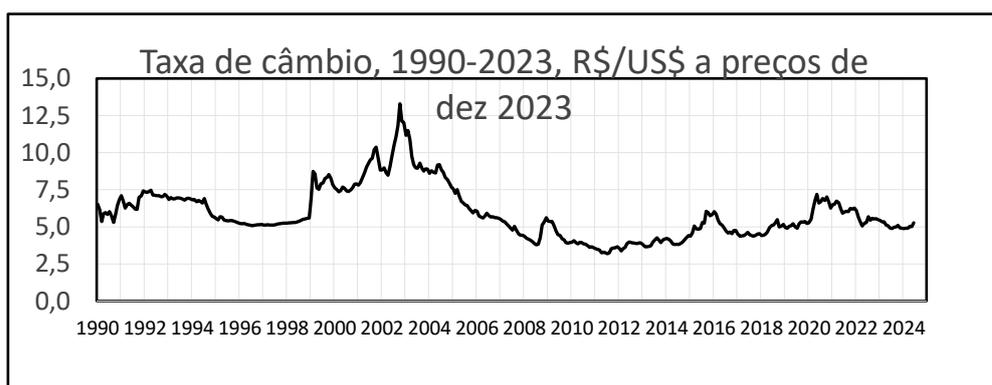
Para garantir a sua sustentabilidade econômica no longo prazo, o desafio principal de qualquer empresa privada é obter lucros, controlar seus custos e buscar receitas num mercado competitivo. Nesse contexto, a busca de lucros é o principal motivador para que a empresa se disponha a tomar riscos e empreender novos negócios.

As empresas que são impactadas direta ou indiretamente pela economia internacional são afetadas pela taxa de câmbio Real *US Dollar*, e necessitam utilizar maneiras de enfrentar os riscos cambiais. Em tempos de aumento da volatilidade e de percepção de risco da taxa de câmbio, esses fatores podem afetar fortemente suas expectativas de investimentos e negócios. As empresas precisam priorizar suas *decisões estratégicas* que focalizam a mitigação de risco do aumento da volatilidade cambial¹.

A taxa de câmbio é a quantidade de moeda nacional necessária para se adquirir a moeda de outro país. Os gráficos apresentados a seguir ilustram o comportamento da taxa de câmbio no Brasil nos anos e meses mais recentes. Os dados são apresentados em valores reais, em que se deduz a taxa de inflação da taxa nominal de câmbio.

O Gráfico 1 mostra a evolução da taxa de câmbio nos anos de 1990 a 2023, Reais/Dólares (R\$/US\$) a preços de dezembro de 2023. Observa-se que o valor da taxa de câmbio mostra uma tendência de crescimento (com flutuações) de 1990 a 2002, com queda até 2008, e certa estabilidade de 2009 até os tempos mais recentes.

Gráfico 1 ~ Taxa de Câmbio 1990 a 2023

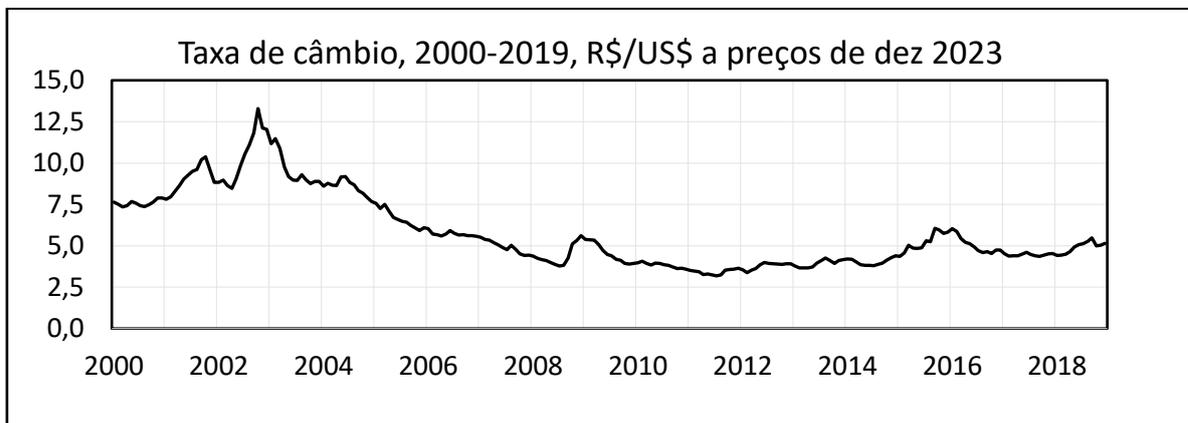


Fonte: Banco de Dados Silcon, baseado em dados do Banco Central e do IBGE

¹ Segundo a definição clássica de Alfred Chandler, o conceito de estratégia abarca a determinação dos objetivos e metas básicas de longo prazo de uma empresa, e da adoção dos cursos de ação e da alocação de recursos necessários para atingir esses objetivos e metas. Veja Chandler, *Strategy and Structure*, p. 13.

O Gráfico 2 focaliza a evolução da taxa de câmbio nos anos de 2000 a 2019, Reais/Dólares (R\$/US\$) a preços de dezembro de 2023. Observa-se que o valor da taxa de câmbio mostra uma tendência de crescimento (com flutuações) de 2000 a 2003, com queda até 2008, e certa estabilidade de 2009 até 2019.

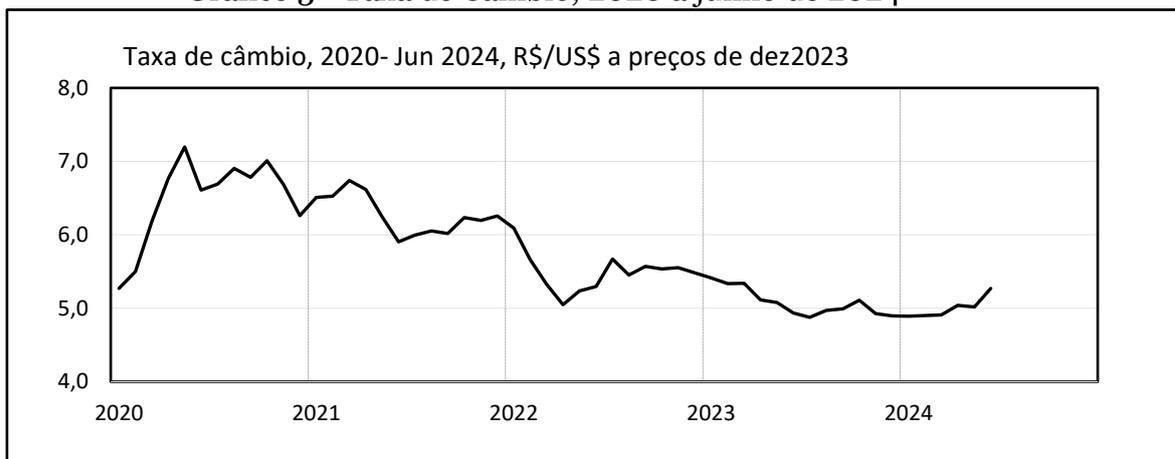
Gráfico 2 – Taxa de Câmbio, 2000 a 2019



Fonte: Banco de Dados Silcon, baseado em dados do Banco Central e do IBGE

O Gráfico 3 mostra a evolução da taxa de câmbio nos anos de 2020 a junho de 2024, Reais/Dólares (R\$/US\$) a preços de dezembro de 2023. Com uma ótica mais focada no curto prazo, fica mais evidente a volatilidade da taxa de câmbio. Observa-se que o valor da taxa de câmbio passa por uma tendência de crescimento (com flutuações) de 2000 a 2003, com queda até 2008, e certa estabilidade de 2009 até 2019.

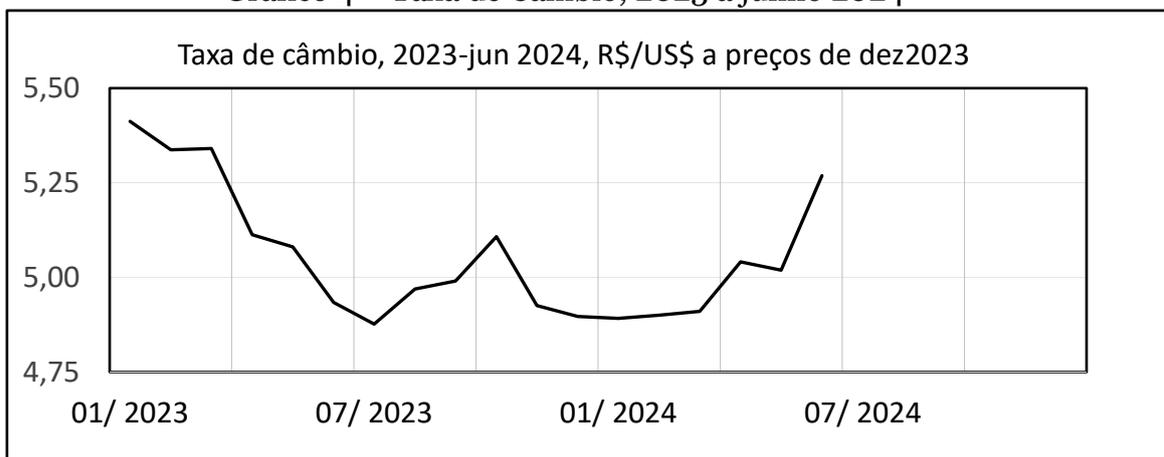
Gráfico 3 - Taxa de Câmbio, 2020 a junho de 2024



Fonte: Banco de dados Silcon, baseado em dados do Banco Central e do IBGE

O Gráfico 4 mostra a evolução da taxa de câmbio nos meses compreendidos entre janeiro de 2023 a junho de 2024, Reais/Dólares (R\$/US\$) a preços de dezembro de 2023. Com uma ótica bastante focada no curto prazo, fica ressaltado a preocupação recente do mercado com a volatilidade da taxa de câmbio. Observa-se que o valor da taxa de câmbio começa a mostrar tendências de alta em 2024, com agravamento nos meses de maio e junho.

Gráfico 4 – Taxa de Câmbio, 2023 a junho 2024



Fonte: Banco de dados Silcon, baseado em dados do Banco Central e do IBGE

II – Fundamentos da Taxa de Câmbio e Decisões Estratégicas para Mitigar Riscos Cambiais

Frente à importância da taxa de câmbio para determinação dos seus custos e receitas, e das suas decisões de investimento, o primeiro passo é entender o papel da taxa de câmbio na economia brasileira, o papel das expectativas de volatilidade no curto prazo e os fundamentos básicos que determinam a formação da taxa de câmbio no longo prazo.

2.1 – Papel da taxa de câmbio na economia brasileira

A taxa de câmbio é a quantidade de moeda nacional necessária para se adquirir a moeda de outro país. Essa relação é fundamental não só para ditar o volume e o ritmo das exportações e importações, mas também para balizar os fluxos de capital e de investimento se movendo ‘cross border’.

O Brasil necessita de dólares para equilibrar suas contas-correntes, pois a moeda utilizada no comércio exterior é o dólar norte-americano. Existe uma demanda de dólares para importações e investimentos no exterior e uma oferta de dólares fornecidos pelas exportações e entrada de investimentos. A taxa de câmbio

Real/Dólar é o preço de equilíbrio (ditado pela interseção das curvas de oferta e demanda).

Ao longo da história econômica do Brasil, nos últimos dois séculos, o câmbio moldou vários episódios de crise e de motivação para políticas de substituição de importações. Até hoje continuam presentes as repercussões de risco cambial na economia brasileira.

Com efeito, o Brasil não conseguiu superar adequadamente a necessidade de buscar equilíbrio nas contas externas ao nível macroeconômico. No âmbito das empresas, continuam presentes a necessidade de buscar estratégias para lidar com os riscos cambiais nos seus negócios.

O próprio regime de câmbio também variou muito ao longo dos anos. No século 19, vigorava o padrão ouro ou arranjos que criavam uma taxa de câmbio quase fixa e estável. Até fins da Segunda Guerra Mundial a libra esterlina, depois seguida pelo dólar, garantiam certa estabilidade inflacionária e cambial².

Os grandes problemas inflacionários e cambiais vão aparecer no meio século seguinte. A taxa de câmbio foi fixada em relação ao dólar, e esse em relação ao ouro até 1971, e depois continuou ancorada num dólar de livre flutuação. A inflação no Brasil disparou, a taxa de câmbio passou a ser mudada dia a dia pela correção monetária. Nesses anos também ocorriam de tempos em tempos mega desvalorizações, que causavam enormes problemas para empresas, em particular aquelas endividadas em dólar. Só na virada do século, graças ao plano Real e a adoção de um regime de câmbio flutuante, é que o Brasil passa a ter baixa inflação e câmbio baseado em fundamentos de mercado³.

2.2 - o papel das expectativas de volatilidade no curto prazo

As empresas de grande porte costumam ter parte das suas receitas, e de seus custos, em dólares. Desse modo, em termos de saldos anuais, algumas são “superavitárias” em dólares, enquanto outras são “deficitárias” em dólares.

Nas suas estratégias comerciais e de investimentos os dois tipos de empresas são afetados por suas expectativas quanto ao comportamento da taxa de câmbio. No curto prazo, o mercado financeiro é uma caixa de ressonância que traduz e informa para economia do país a sua precificação e sua avaliação diária das expectativas sobre indicadores econômicos, incluindo a taxa de câmbio.

² A Inglaterra foi o grande centro financeiro mundial no século 19, pois era um país credor e zelava por sua moeda. Foi o século da *Pax Britannica*, período em que houve um avanço constante e equilibrado na economia mundial. Gradualmente, esse papel passou a ser desempenhado pelos Estados Unidos, que se tornou, de modo incontestado, a grande potência financeira do século 20.

³ Werner Baer, *A Economia Brasileira*, 2008.

As empresas são evidentemente cientes das mudanças da taxa de câmbio, e da volatilidade inerente ao comportamento desse importante indicador. É um forte elemento de risco para o seu desempenho, e seria de esperar que se pudesse fazer projeções confiáveis da taxa de câmbio no curto prazo.

A realidade preocupante é que as tentativas de se fazer projeções da taxa de câmbio de curto prazo em geral fracassam rotundamente, e poucos economistas se arriscam a fazê-las. O que as empresas podem fazer para obter projeções, e assim se prevenir de maiores riscos?

Infelizmente, muito pouco. Existe um consenso entre economistas que a volatilidade da taxa de câmbio é um fenômeno mais característico do curto prazo, e que existe uma miríade de elementos econômicos, políticos, e outros fatores (climáticos, geopolíticos etc) que impossibilitam uma confiável projeção econômica. Em termos estatísticos, seria representada por aleatoriedade (“Random Walk”)⁴.

III – A formação da taxa de câmbio

Para se obter maior confiabilidade de projeções devem-se analisar os determinantes das tendências de longo prazo da taxa de câmbio. A taxa de câmbio pode ser definida como uma expressão da relação de trocas entre a moeda nacional e a de outro país com que se engaje em atividades comerciais e financeiras. Pode ser visto como um preço determinado pela interseção das curvas de oferta e de demanda.

Quando a demanda por importações aumenta, aumenta também a demanda por dólares. Nesse caso, o preço sobe (a taxa de câmbio Real/Dólar aumenta) e a moeda Real se deprecia. Quando aumentam as exportações, por sua vez, aumenta-se a oferta

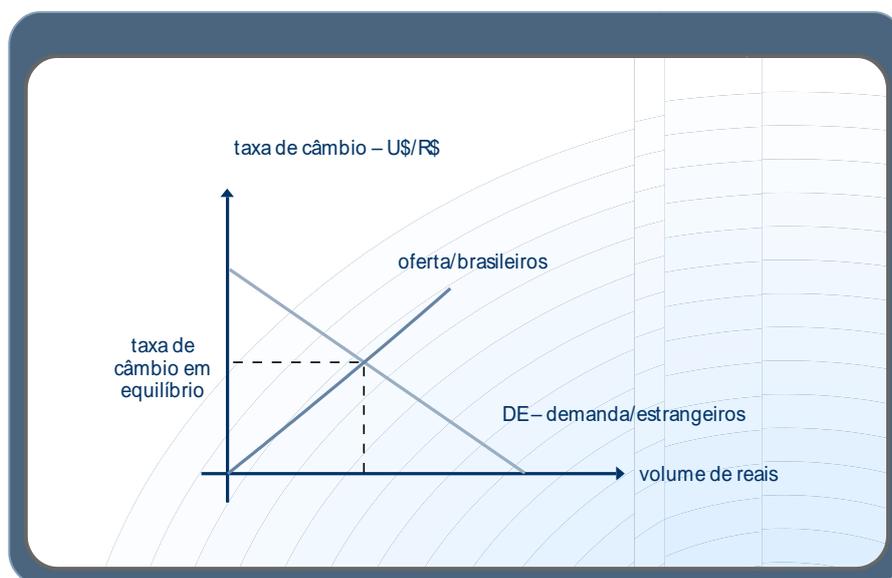
⁴ Existem importantes discussões na literatura sobre a “Estabilidade da taxa de câmbio”. O regime de livre flutuação, como o nome indica, depende de forças de oferta e de demanda, que estão sempre se alterando. Portanto, não há surpresa alguma quanto à oscilação. O problema aparece quando essa oscilação é muito forte e muito rápida — o que chamamos de *overshooting*. Um mercado cambial pode ser:

INSTÁVEL	ESTÁVEL
<ul style="list-style-type: none">quando um distúrbio em uma taxa de câmbio de equilíbrio empurra a taxa de câmbio cada vez mais para longe do equilíbrio	<ul style="list-style-type: none">quando um distúrbio em uma taxa de câmbio de equilíbrio conduz ao surgimento de forças automáticas que empurram a taxa de câmbio de volta para o nível de equilíbrio

Essas condições de equilíbrio estão relacionadas à inclinação das respectivas curvas de oferta e demanda por câmbio. No caso do Brasil, em um regime de câmbio flutuante, o próprio mercado — isto é, as elasticidades da oferta e demanda — determina o novo nível de equilíbrio da taxa de câmbio. O problema é que esse processo pode durar muito tempo, criando efeitos negativos sobre a macroeconomia — incertezas, expectativas pessimistas, adiamento de decisões sobre entradas e saídas de capitais e fluxos comerciais no mercado externo. Tal processo leva muitos observadores a recomendarem uma intervenção governamental — o *dirty floating*. Nessa linha de recomendações, geralmente se apontam na direção de intervenções suaves e corretivas, e não a criação de choques no mercado.

de dólares (a taxa de câmbio Real/Dólar cai) e a moeda Real se aprecia. O efeito final sobre a taxa de câmbio depende das elasticidades-preço dos esquemas de demanda e oferta.

Em outras palavras, a taxa de câmbio depende do grau de resposta tanto de oferta das exportações a uma variação na taxa de câmbio quanto do grau de resposta da demanda por importações a uma variação na taxa de câmbio. A lógica da determinação da taxa de câmbio pode ser mostrada tanto do ponto de vista do estrangeiro quanto do ponto de vista do brasileiro. A taxa de câmbio pode ser usada para comércio (importação e exportações) e investimento (ações e títulos de dívida). O gráfico a seguir ilustra a formação da taxa de câmbio.



Note em primeiro lugar que no eixo horizontal se representa o volume de Reais (R\$), e no eixo vertical o preço (taxa de câmbio), que entra nas duas curvas (demanda e oferta), e que é USD/R\$. Analisando o gráfico da operação básica do mercado de câmbio, pode-se perceber duas perspectivas de avaliação – o olhar do estrangeiro e o olhar do brasileiro...

Olhar do estrangeiro...

A demanda de compra de Reais por parte de estrangeiros deve-se à vontade de adquirir mercadorias e serviços produzidos no Brasil ou, então, ativos financeiros e ativos reais.

Olhar do brasileiro...

A oferta de Reais em termos de dólares é explicada pela demanda que alguns brasileiros possuem de comprar dólares para pagar importações americanas de mercadorias e serviços e comprar ativos financeiros e reais nos Estados Unidos.

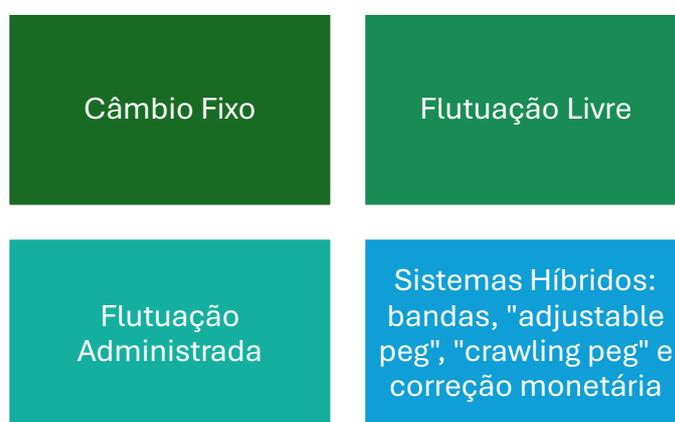
Dessa forma percebe-se que:

- o estrangeiro demanda Reais e oferta dólares por conta das exportações e das vendas de ativos financeiros que trazem para o Brasil;
- o brasileiro demanda dólares e oferta Reais por conta das importações e compras de ativos financeiros nos Estados Unidos, centro financeiro global.

O cruzamento dessas duas curvas – demanda e oferta – é que determina a taxa de câmbio de equilíbrio.

IV – Regimes de Câmbio

Os sistemas ou regimes de câmbio podem ser classificados em quatro amplas categorias:



O **sistema de taxas fixas** funcionou bastante bem durante o regime do padrão-ouro e, relativamente bem, no sistema de *Bretton Woods*⁵. O grande mérito desse sistema é a estabilidade de expectativas e a disciplina de preços que se estabelece. Por outro lado, seu grande problema ocorre quando a taxa fixa deixa de corresponder aos fundamentos da economia. Nesse caso, resta desvalorizar ou valorizar a taxa de câmbio – o que é sempre uma experiência traumática.

O **sistema de flutuação livre** tem uma peculiaridade: deles os governos e bancos centrais não participam ativamente. Essas instituições podem regular o mercado para evitar fraudes, mas não interferem na livre flutuação das moedas. A vantagem desse sistema é que ele se autorregula. As próprias forças de mercado se encarregam da tarefa, inibindo, via variação na taxa de câmbio, grandes deslocamentos de oferta ou demanda. Além disso, a taxa de câmbio é apenas um preço nesse sentido, por uma questão de eficiência de mercado. As forças específicas de oferta e demanda de seu próprio mercado é que devem atuar, e não

⁵ O Acordo de Bretton Woods, implantado logo após o término da Segunda Guerra Mundial, definiu que cada país aderente ao Acordo seria obrigado a manter a taxa de câmbio de sua moeda aderente ao dólar norte-americano, com margem de flutuação de cerca de 1%. A moeda norte-americana, por sua vez, estaria vinculada ao valor do ouro em uma base fixa.

o conjunto da economia. O grande problema da taxa de câmbio flutuante é sua imprevisibilidade, pois pode aumentar o risco das transações no mercado internacional e, conseqüentemente, aumentar o custo de efetuar negócios com outros países. No entanto, dois alertas precisam ser feitos:

O fato de ser flutuante não significa que o câmbio tenha de ser volátil todo o tempo; o sistema pode ser muito estável e previsível

A comunidade financeira internacional desenvolveu mecanismos para administrar esse risco – tais como os derivativos de câmbio

O conceito de um mercado totalmente livre, no entanto, é teórico, pois sempre existe algum tipo de intervenção na prática. Nos **sistemas de flutuação administrada (*dirty floating*)**, o câmbio flutua, mas o Governo/Banco Central atua comprando e vendendo moedas, de modo a influenciar a formação da taxa de câmbio. O objetivo dessa intervenção é prevenir excessivas variações na taxa de câmbio, e sua vantagem é dar maior previsibilidade ao câmbio.

O problema dessa intervenção é ter como alvo taxas de câmbio que não sejam as que, naturalmente, existiriam se as forças de demanda e oferta funcionassem livremente, de acordo com os fundamentos do mercado. Ou seja, é possível que, em determinadas situações, o sistema viabilize taxas artificiais e distorcidas⁶.

IV – Determinantes de longo prazo da taxa de câmbio

Voltando para o gráfico de determinação da taxa de câmbio, observa-se que existe um volume de Reais envolvido nas curvas de oferta e demanda, para cada taxa de câmbio (indireta) USD/Real. Os três fatores mais importantes para explicar deslocamentos das curvas de demanda são:

- mudanças nas condições de mercado que determinam a **taxa de juros (esperada)** para aquisições dessa moeda para usos no exterior;
- expectativas de mudanças nas **taxas de inflação de longo prazo** que afetem a taxa de câmbio esperada no futuro;
- perspectivas de **crescimento econômico** do país.

⁶ Em situações de crise ou alerta, observa-se vários exemplos de intervenção governamental no câmbio. Muito embora a maior parte dos países, hoje em dia, tenda a usar taxas flexíveis ou flutuantes de câmbio, na prática, sempre existe algum grau de intervenção governamental. Essa intervenção é direta, quando o governo usa mercados (no Brasil, o mercado de *swaps* é muito utilizado pelo Banco Central para suas operações de *swap* reverso) para comprar e vender moedas. É indireta, quando se utiliza a política monetária para impactar juros e inflação esperada. Em muitos casos, a intervenção é esterilizada, compensando uma movimentação indireta (por exemplo, um aumento nas taxas de juros de curto prazo) por meio de uma ação direta no mercado de moedas estrangeiras. Como as modernas economias estão bastante integradas, costumam acontecer intervenções coordenadas envolvendo diversos países que, nesse processo decisório de intervenção, concordam em aumentar ou diminuir a taxa de câmbio de determinado país.

Esses deslocamentos da curva de demanda explicam a **apreciação ou depreciação do câmbio**. Detalhando esses fatores, nota-se que:

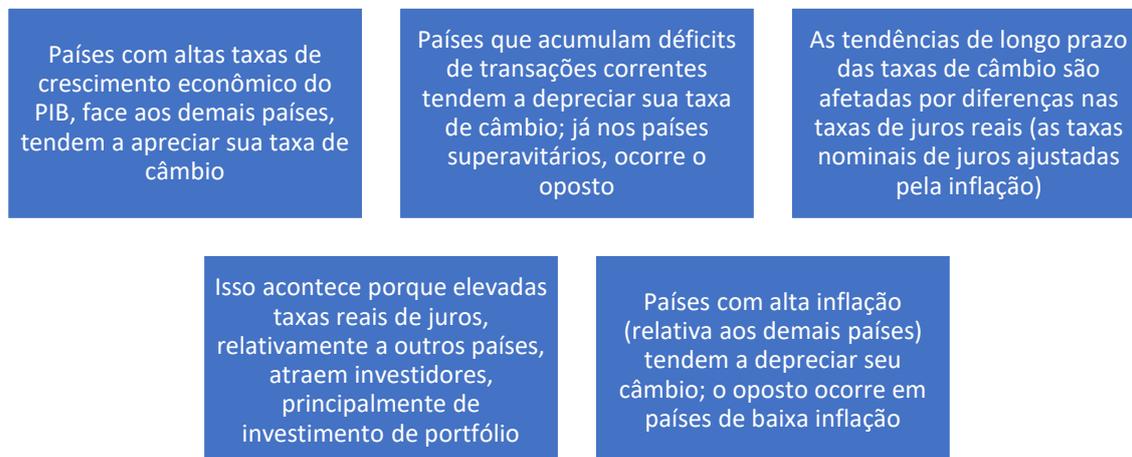
- **Taxa de Juros:** Os investidores tomam suas decisões com base em diferenças de taxas de juros, ou seja, avaliam o que eles podem ganhar com base em aplicações em sua moeda versus o que podem receber se aplicarem por via de outras moedas.
- **Inflação Esperada:** Caso haja uma expectativa de aumento de inflação no Brasil e de que o Real vai perder poder de compra, isso pode estimular deslocamentos das curvas de oferta e demanda por reais, e como resultado a taxa de câmbio R\$/USD tende a se depreciar⁷.
- **Crescimento Econômico:** Suponha-se que a economia dos Estados Unidos esteja crescendo a um ritmo superior ao da economia brasileira. Ou seja, olhando a situação presente em 2024, suponha que está havendo uma percepção no Brasil de continuidade do crescimento na economia norte-americana, e ao mesmo tempo de uma conjuntura ainda de lenta recuperação da economia brasileira. Isso pode provocar uma corrida de investimentos do Brasil para os Estados Unidos. O que acontece com a taxa de câmbio? *Em termos teóricos, pode ser indefinido*. Em geral, as duas curvas se deslocam. Vai haver um embate de forças, e o resultado definido caso a caso⁸.

IV- Visão Prática dos Determinantes de longo prazo

⁷ Uma análise que é usada com frequência não só para avaliar sinais de sobre avaliação ou subavaliação da taxa de câmbio, mas também para fazer *adivinhações educadas* utiliza a teoria da **paridade do poder de compra (PPC)**. É conhecida em inglês como *PPP- purchasing power parity*. Segundo essa teoria, baseada na Lei do Preço Único, os preços de bens comercializáveis tendem a ser iguais nos países engajados no comércio internacional. Caso as taxas de câmbio sejam flexíveis, e que não existam barreiras comerciais e tarifárias significativas, a mudança esperada no câmbio vai comparar a inflação esperada em um país com a inflação esperada no país parceiro. Por exemplo, se a taxa *spot* Real/USD no Brasil, em julho de 2024, for de R\$ 5,50, e as inflações esperadas nos próximos doze meses forem, respectivamente, 4,0% no Brasil e 2% nos Estados Unidos, pode-se prever que, *ceteris paribus*, a taxa de câmbio R\$/USD subirá para R\$ 5,61 em começos de 2025.

⁸ No exemplo em discussão, dado a magnitude do descompasso dos crescimentos econômicos dos Estados Unidos e do Brasil, provavelmente haverá uma apreciação do dólar e uma depreciação do real. Nesse caso, tanto a curva de oferta quanto a curva de demanda aumentam, se deslocando para cima (direita, caso da oferta e da demanda), redundando em uma apreciação do câmbio USD/R\$. Note que se o descompasso de crescimento entre os dois países fosse menor, o cenário poderia ser diferente. A demanda por produtos brasileiros e serviços pode aumentar por parte dos norte-americanos, pois o crescimento econômico nos Estados Unidos estimula o aumento dos seus gastos tanto internos quanto para importações. Os norte-americanos vão vender dólares, e comprar reais. Por outro lado, a oferta de reais também aumenta, à medida que brasileiros vendam reais para comprar dólares e investir nos Estados Unidos. Qual será o deslocamento com maior intensidade, o de demanda ou oferta? Nessa e em outras situações, portanto, não fica muito definido o resultado em termos de depreciação ou apreciação do dólar ou do real. Vai depender da força dos respectivos deslocamentos das curvas de oferta e de demanda.

Embora seja sempre arriscado fazer previsões quanto à taxa de câmbio, existe um certo consenso de que algumas afirmações podem ser feitas em uma visão de longo prazo. Considere-se as seguintes:



V - Funcionamento Prático do Mercado de Câmbio

O mercado de câmbio global é o maior mercado do mundo. Nele são negociados, considerando uma base anual, mais de um quadrilhão de dólares. Para se ter uma base de comparação, o PIB total dos países, em 2024, está acima de USD 100 trilhões. Nesse mercado, cerca de 10% dos negócios são para o comércio exterior, e 90% são utilizados em transações financeiras.

Existem duas taxas principais de câmbio: a vista (*spot rate*) e a termo (*forward rate*). Os mercados derivativos estão ficando cada vez mais importantes.

Spot rate

A *spot rate* é instantânea, mas existe uma convenção, no mercado, de fazer a liquidação/compensação em até dois dias, portanto é D+2. Sua cotação, se tomarmos a perspectiva do mercado brasileiro, pode ser direta (R\$/USD), ou indireta (USD/R\$).

Forward rate

A *forward rate*, ou taxa a termo, é o preço da moeda estrangeira na data de hoje para entrega em uma data futura feita em concordância, via contratos, entre compradores e vendedores

Mercados derivativos

Os mercados derivativos operam em bolsas e em mercados de balcão, mercados futuros, de opções e de *swaps* cambiais.

A arbitragem, fundamentada na Lei do Preço Único, permite uma intensa, porém simplificada, negociação de taxas de câmbio entre os cerca de 200 países da economia global. Essa Lei diz que os preços de bens comercializáveis idênticos e ativos financeiros semelhantes tendem a ser iguais após o ajuste pela taxa de câmbio e pelos custos de transação.

Caso cada país tivesse, diretamente, taxas de câmbio com cada um dos demais países, seria necessário um número absurdo de preços, mais de 25.000 taxas diferentes de câmbio. Utilizando, via arbitragem, taxas indiretas de câmbio, ancoradas em algumas poucas moedas mais conversíveis, como o Dólar norte-americano e o Euro, esse número de preços cai significativamente.

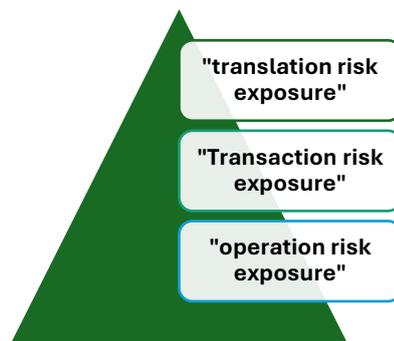
Por exemplo, um importador brasileiro pode comprar rúpias indianas utilizando, primeiramente, reais para comprar dólares (R\$/USD), e, em um segundo momento, utilizar os dólares para comprar a quantidade desejada de rúpias (USD/Rúpia). Esse mercado, chamado de *taxas cruzadas*, é o que funciona na economia internacional, e é considerado muito eficiente e rápido na formação de preços de câmbio.

VI – O Risco Cambial

É cada vez maior o número de empresas brasileiras que vêm-se tornando multinacionais ou investindo em nosso país. A competitividade internacional dos produtos é afetada pela taxa de câmbio. Suponha-se que o Brasil exporte um torno mecânico para os Estados Unidos no valor de R\$ 550 mil. Se, em 2024, a taxa de câmbio R\$/USD fosse de R\$ 5,50, seu preço seria de R\$ 550 mil / R\$/USD 5,5, ou USD 100 mil. Se, em fins de 2024, a taxa de câmbio passasse a R\$/USD 7,0, o preço, em dólares, cairia para USD 78,6 mil. Sem dúvida, o

produto brasileiro se tornaria muito mais competitivo no mercado norte-americano e, conseqüentemente, poderia ganhar mercado. Num cenário oposto, caso a taxa de câmbio se aprecie no Brasil, e em fins de 2024, alcançasse R\$/USD 4,50, o preço em dólares subiria para USD 122,2 mil. Nesse caso, o produto se tornaria menos competitivo no mercado norte-americano e, conseqüentemente, poderia perder mercado. Os exemplos acima retratam uma das possíveis situações do impacto de variações na taxa de câmbio. É um grande risco para empresas, que buscam estratégias para mitigá-lo.

A exposição ao risco cambial se dá por meio de três principais situações de risco (*risk exposure*).



Detalhando esses riscos:

Translation risk exposure

Ocorre quando os ativos ou passivos estrangeiros são afetados pelas taxas de câmbio. No caso de empresas multinacionais, trata-se, principalmente, dos ajustes contábeis, que podem afetar não só os seus balanços consolidados mas também a avaliação do desempenho (de modo positivo ou negativo) do administrador local ao apresentar resultados à matriz;

Transaction risk exposure

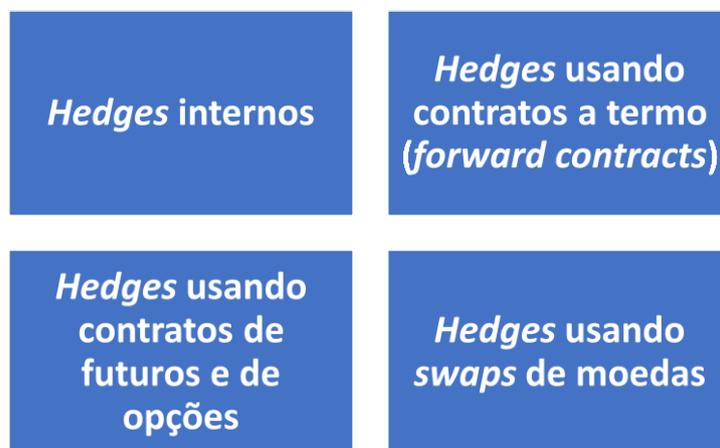
Ocorre quando a compra ou venda do bem ou serviço feita hoje será paga em data futura. Nesse caso, o risco se dá porque pode haver uma grande variação cambial entre as duas datas.

Operation risk exposure

Ocorre quando os fluxos de caixa de uma empresa são impactados por taxas de câmbio. Por exemplo, nos últimos anos, diversas empresas industriais brasileiras passaram a depender, cada vez mais, de *global outsourcing* para produzir via importação de componentes. Essa dependência pode causar problemas devido à grande depreciação do Real nos últimos anos.

VII - Decisões Estratégicas de Empresas diante de expectativas de maior risco cambial (Administração do risco cambial)

Para o desenho de suas estratégias para administrar o risco cambial (chamados de *hedge* ou proteção), as empresas podem usar quatro principais mecanismos:



Necessita-se conhecer cada um desses mecanismos:

Hedges internos

Uma empresa que vende seu produto em diversos mercados pode selecionar moedas para fazer *casamentos, na mesma moeda*, entre custos e receitas. Por exemplo, a Samsung fabrica produtos no Brasil, e exporta parte da sua produção recebendo dólares nos Estados Unidos, e usa esses dólares para comprar componentes no mercado norte-americano e enviá-las ao Brasil.

Hedges usando contratos a termo (forward contracts)

Uma empresa compra moeda estrangeira no mercado a termo e fixa sua taxa de câmbio. Esse mecanismo é muito usado para cobrir o risco de *transaction exposure*.

Hedges usando contratos de futuros e de opções

Esses contratos existem para poucas moedas, mas incluem a do Brasil. O mercado de futuros cria obrigações, enquanto o mercado de opções dá maior flexibilidade à decisão. É um mercado que exige maior atenção dos *hedgers*.

Hedges usando swaps de moedas

As empresas fazem acordos umas com as outras para trocar fluxos futuros de pagamento em moedas diferentes, e fixam datas para a compensação e liquidação. Pode ser feito em bolsa ou mercado de balcão, ou via operações diretas entre empresas.

Comentários Finais

Este trabalho examinou o tema de decisões estratégicas das empresas face a maior volatilidade da taxa de câmbio e de risco de câmbio. Partiu do princípio que a área de estratégia das empresas é ampla e abarca vários cenários possíveis para o direcionamento de seus esforços de monitoramento. São cenários políticos, demográficos, sociais, tecnológicos e econômicos, dentre outros.

Deste modo o trabalho, ao examinar o ambiente geral em que algumas empresas atuam e em que desenvolvem suas operações, analisou tópicos ligados a área internacional merecedores de esforços de monitoramento, com o fulcro das suas atenções nas questões da volatilidade da taxa de câmbio e do risco cambial na condução dos seus negócios.

Lidar com o risco cambial é mais uma arte do que uma ciência. Desse modo, é necessário que as empresas desenvolvam uma estratégia mais abrangente para lidar com o risco cambial. Com efeito, nessa estratégia vale o ditado que é mais importante prevenir do que remediar.

Ao planejar estrategicamente suas operações, investimentos e planos de financiamento, as empresas devem se guiar por cautela, incorporando a comparação de riscos externos com os riscos domésticos. Podem acontecer situações que cenários vantajosos com o uso de dólar se mostrem menos desejáveis quando se incorpora nos cálculos a avaliação do risco cambial envolvido.

Nas situações em que é vantajoso correr o risco cambial, deve ser avaliado se o risco existente está enquadrado nos padrões esperados. O problema aparece quando a volatilidade cambial extrapola os padrões esperados. Nesse caso, existem os instrumentos de *hedging* discutidos anteriormente. São relativamente caros, e não se adequam a todas as situações, mas estão disponíveis.

Concluindo, é inevitável que as empresas sejam afetadas pela economia e mercados internacionais. Assim, é importante que elas estejam cientes dos riscos cambiais envolvidos e adotem estratégias para monitor e utilizar mecanismos de proteção, *hedging* e mitigação de riscos.

Referências

BAER, Werner. *A Economia Brasileira*. Editora Nobel, 2008.

CHANDLER, Alfred. *Strategy and Structure: Chapters in the Structure of the American Industrial Enterprise, 1962*. Amazon Books.

EITEMAN, David K.; STONEHILL, Arthur J.; MOFFETT, Michael H. *Administração financeira internacional*. 12. ed. Porto Alegre: Bookman, 2013.

KRUGMAN, Paul R.; Maurice Obstfeld e Marc J. Melitz. *Economia internacional*. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2015.

MADURO, Jeff. *Finanças corporativas internacionais*. Tradução da 8. ed. norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2015.

SILCON Estudos Econômicos (diretoria@silcon.ecn.br)

INSTITUIÇÕES INTERNACIONAIS E ORGANISMOS MULTILATERAIS: Banco Mundial (World Bank Organization); BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento); FMI (Fundo Monetário Internacional); OECD (organização Europeia para o Desenvolvimento); KPMG; Boston Consulting Group.