

CENTRO UNIVERSITÁRIO UNIVATES
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO – LFE COMÉRCIO EXTERIOR

**ANÁLISE DAS FERRAMENTAS DE PROTEÇÃO CAMBIAL DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM OPERAÇÕES DE EMPRESAS DE
COMÉRCIO EXTERIOR**

Josué Jonas Kothe

Lajeado, novembro de 2015

Josué Jonas Kothe

**ANÁLISE DAS FERRAMENTAS DE PROTEÇÃO CAMBIAL DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM OPERAÇÕES DE EMPRESAS DE
COMÉRCIO EXTERIOR**

Monografia apresentada na disciplina de Trabalho de Curso II, do curso de Administração – LFE Comércio Exterior, do Centro Universitário UNIVATES, como parte da exigência para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Ms. Jorge André Tischer.

Lajeado, novembro de 2015

RESUMO

A volatilidade cambial vigente no cenário brasileiro exige que as empresas de comércio exterior se adaptem para garantir um desenvolvimento sustentável. Assim, esta monografia tem como objetivo analisar as ferramentas de proteção cambial (*hedge*) existentes nas instituições financeiras, bem como a forma que as empresas se protegeram no período de forte desvalorização cambial entre março e setembro de 2015. Para isto, focou-se nos instrumentos financeiros derivativos, além de propor simulações às empresas interessadas no âmbito de *hedge* com estes produtos financeiros. A metodologia deste estudo qualitativo envolvendo pesquisas exploratória e aplicada utilizou questionário de perguntas abertas destinado à empresas previamente selecionadas em cidades do Rio Grande do Sul, totalizando cerca de cinco questionários de cinco empresas de ramos diferentes, com duas delas interessadas em testar operações cambiais de proteção com derivativos. A pesquisa exploratória revelou os seguintes resultados: somente uma empresa utilizava derivativos, sendo as outras pouco usuárias ou sendo inexistente seu conhecimento no âmbito de derivativos, em que elas acabam por se proteger utilizando métodos de financiamento às exportações. A pesquisa aplicada revelou que, em um cenário de desvalorização cambial, o *hedge* não é necessariamente a melhor escolha para as exportações quando comparado com instrumentos bancários como ACC, porém tem resultados positivos para importações.

Palavras-chave: Variação cambial. *Hedge*. Derivativos. Comércio exterior.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Organograma da governança do comércio exterior brasileiro.....28

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Ajuste financeiro na data de vencimento ao contratante64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das ferramentas de *hedging* de risco de câmbio.....36

Quadro 2 – Padrão resumido de contrato de café arábica.....39

Quadro 3 – Comparativo entre mercado futuro e de opções42

Quadro 4 – Simulação de exportação com *hedge* futuro de dólar da Alfa Jóias e Gama Couros.....60

Quadro 5 – Simulação de importação com *hedge* futuro de dólar da Alfa Jóias e Gama Couros.....61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Lista de moedas conversíveis no comércio internacional destacando-se o mais utilizado no mercado internacional	16
Tabela 2 – Exemplo de conversão de dólar em real	17
Tabela 3 – Desvalorização do real frente ao dólar em março de 2015	23
Tabela 4 – Simulação de exportação com <i>Hedge de mercado</i> a termo NDF para Alfa Jóias e Gama Couros.....	62
Tabela 5 – Simulação de compra de opção de venda (<i>put</i>) no mercado de opções para as empresas Alfa Jóias e Gama Couros	63
Tabela 6 – Simulações de <i>Swap</i> exportação e importação para Alfa Jóias e Gama Couros vinculadas à CDI.....	65
Tabela 7 – Comparativos das simulações com a livre flutuação do período estudado dos derivativos	67

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 Tema.....	9
1.1.1 Delimitação do Tema.....	9
1.2 Problema.....	9
1.3 Objetivos.....	10
1.3.1 Objetivo geral	10
1.3.2 Objetivos específicos.....	11
1.4 Justificativa.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 Moeda.....	14
2.1.1 A moeda no Brasil atualmente	15
2.1.2 Moedas utilizadas no comércio exterior	15
2.2 Mercado de câmbio e de taxas de câmbio	17
2.2.1 Formação da taxa de câmbio	20
2.2.2 Apreciação/valorização do real frente ao dólar	21
2.2.3 Depreciação/desvalorização do real frente ao dólar atualmente	22
2.2.4 Legislações reguladoras do câmbio brasileiro atualmente.....	24
2.2.5 Contratos de câmbio.....	24
2.3 Comércio exterior brasileiro.....	25
2.3.1 Estrutura e organograma da governança do comércio exterior brasileiro	26

2.3.2 Importância das exportações e importações.....	28
2.3.3 Risco de câmbio em empresas de comércio exterior	29
2.3.4 Formas de pagamento	29
2.4 Sistema Financeiro Nacional - Instituições financeiras operadoras de câmbio.....	31
2.4.1 Bancos comerciais.....	32
2.4.2 Bancos múltiplos	32
2.4.3 Bancos de investimentos	33
2.4.4 Bancos de câmbio.....	33
2.4.5 Caixas Econômicas.....	33
2.4.6 Outras instituições	34
2.5 Derivativos, conceito de <i>hedge</i> e as proteções cambiais	35
2.5.1 Mercado a termo.....	37
2.5.2 Mercado futuro	38
2.5.3 <i>Swap</i>	40
2.5.4 Mercado de opções	41
2.5.5 ACC, ACE como <i>hedge</i>	43
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	44
3.1 Tipo de pesquisa	44
3.2 Natureza da pesquisa.....	45
3.3 População e amostra do estudo	45
3.4 Coleta e tipos de dados	47
3.5 Análise dos dados.....	47
3.6 Limitação do método	48
4 CARACTERIZAÇÃO DAS ORGANIZAÇÕES.....	49
4.1 Alfa Jóias	49
4.2 Beta Tabacos	50
4.3 Gama Couros.....	50
4.4 Delta Assessoria em Comércio Exterior	51
4.5 Épsilon Fundação	51

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS	52
5.1 Efeitos da volatilidade cambial nas organizações estudadas.....	53
5.2 Procedimentos financeiros utilizados pelas organizações estudadas para saldar valores cambiais	55
5.3 Metas para combater ou aproveitar a volatilidade cambial nas empresas estudadas.....	56
5.4 Conhecimento e atuação das empresas estudadas no mercado de derivativos de proteção cambial	58
5.5 Simulações e proposições possíveis de derivativos em operações de comércio exterior das empresas concordantes	59
5.5.1 Comparativos de rendimentos cambiais.....	66
5.6 Proposições.....	67
6 CONCLUSÃO	71
REFERÊNCIAS.....	74
APÊNDICE	78

1 INTRODUÇÃO

A partir do momento que os países decidiram expandir as suas rotas para interligar o comércio mundial, as trocas entre estes começaram a representar o que seria uma das novas ordens mundiais: continentes em busca de objetivos comuns. Neste enfoque, com a evolução destas trocas ao longo dos séculos, começou-se a utilizar moedas nacionais (ao exemplo da moeda americana dólar) para, além de outros motivos, facilitar a aceitação doutro país. Porém, fatores externos e internos mensuram o seu valor de acordo com diversos patamares, resultando em credibilidade ou fragilidade de suas moedas comparativamente a outras.

Estas “credibilidades” ou “fragilidades” propriamente ditas, no âmbito das moedas mundiais, são atualmente mensuradas em termos econômicos pela variação cambial delas com a moeda americana dólar, sendo a base da maior parte das negociações mundiais entre países.

Atualmente, observam-se no Brasil problemas macroeconômicos que afetam a produtividade e a competitividade da indústria no mundo, seja por fatores de inflação, seja pela alta da taxa de juros, etc. As organizações buscam se adaptar a este novo contexto, porém por vezes desconhecem novos caminhos que possam auxiliá-las nesta trilha, como as formas de proteção contra a variação da taxa cambial.

A taxa cambial, que é a quantidade de unidades de determinada moeda necessárias para comprar outra moeda, dita os volumes das exportações e

importações. A oscilação dessas taxas cambiais faz com que as empresas precisem se proteger de eventuais elevações ou diminuição delas, de acordo com suas estratégias organizacionais. Assim, as instituições financeiras brasileiras autorizadas a operar no mercado de câmbio possuem certas ferramentas de proteção cambial baseadas em derivativos que podem ser oferecidas às empresas exportadoras e importadoras.

Os instrumentos anteriormente citados de proteção foram a base para este presente estudo, onde foram verificadas as atuais proteções existentes, e como elas são ou serão inseridas e manipuladas em empresas de exportação e importação selecionadas em municípios do estado do Rio Grande do Sul.

1.1 Tema

Proteção cambial para empresas de comércio exterior.

1.1.1 Delimitação do Tema

Análise das ferramentas e melhoramento da proteção cambial de instituições financeiras em empresas operadoras de comércio exterior de municípios do Rio Grande do Sul, tomando como base suas experiências profissionais com a variação cambial a partir de março de 2015 até setembro de 2015.

1.2 Problema

A saúde financeira da organização inserida no âmbito do comércio exterior está constantemente sendo testada por este “fenômeno” variação cambial, muitas vezes com suas causas abstratas, apenas emocionais. Uma simples variação do

dólar – seja uma valorização ou uma desvalorização – frente ao real pode levar uma empresa a não ser mais competitiva mundialmente, e, em muitos casos, à falência. Se esta não estiver totalmente preparada e com o conhecimento necessário para operar no mercado de comércio exterior, precisa encontrar meios de buscar este reingresso econômico.

Diante disto, as formas das empresas buscarem proteção a partir das coberturas cambiais também testam o seu conhecimento quanto ao nível delas em ter a ciência de que há certas formas de se proteger no mercado de variações cambiais. Assim, pode ser utilizado o estudo de cenários, onde são predeterminados cálculos de exportações e importações retratando operações de comércio exterior, onde o fechamento de câmbio será apenas pela melhor cotação do câmbio no dia – que é o utilizado pela maioria das empresas - ou utilizando ferramentas de proteção de variação disponíveis em instituições financeiras, os chamados derivativos.

A partir destas informações, como empresas operadoras de comércio exterior de municípios do Rio Grande do Sul podem se proteger da variação cambial, a partir de instrumentos de proteção cambial de instituições financeiras?

1.3 Objetivos

A seguir serão listados o objetivo geral deste estudo e seus objetivos específicos, que servirão como guias para a realização das etapas de referencial teórico, metodologia da pesquisa com a aplicação e análise dos resultados.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar as empresas operadoras de comércio exterior quanto ao uso das proteções cambiais vigentes.

1.3.2 Objetivos específicos

Conceituar o mercado cambial brasileiro e de comércio exterior nas quais as empresas estão inseridas.

Identificar os instrumentos de proteção cambiais disponíveis nas instituições financeiras.

Investigar o conhecimento das empresas de comércio exterior quanto ao uso de proteções cambiais.

Propor a utilização dos instrumentos cambiais de proteção, quando se julgar possível, através de cálculos pós-estabelecidos.

1.4 Justificativa

A relevância deste estudo é resultado das recentes variações cambiais do dólar frente ao real, que no universo temporal do trabalho (março de 2015 até setembro de 2015) apresentou 23,81% de aumento de sua cotação. Essa diferença pode prejudicar empresas importadoras que não estavam preparadas para adquirir suas mercadorias ou matérias-primas com um valor mais oneroso. Para as exportadoras, há a chance de melhorar seus lucros.

Estudando as melhores práticas de câmbio, com o auxílio de instituições financeiras que operam com esta modalidade, as empresas poderão utilizar a margem resultante da proteção para outros fins: investimento interno em busca da diminuição de custos; futura diminuição do seu preço de venda, tornando-a mais competitiva perante os concorrentes ou aumento do seu capital de giro.

Para exemplificar, existe a possibilidade da utilização de *hedges*: travamento da taxa do dólar a partir de determinado valor, tendo como origem os *swaps* de instituições financeiras e a compra e venda de moeda estrangeira interbancos. Os *hedges* são característicos de empresas importadoras que efetuam pagamentos a prazo e de exportadores que esperam receber o pagamento do exterior na sua cotação atual do dólar, no caso de acreditarem que o real possa se valorizar.

Este é um assunto que não possui atualmente uma grande análise das empresas de comércio exterior por fugir um pouco do patamar de mercado empresarial e ir rumo ao mercado financeiro. Todavia, em tempos de recessão econômica e alta dos fatores econômicos, como tributos, salários e encargos, é válido o aproveitamento dos instrumentos financeiros em busca da diminuição de custos e aumento de lucros. Estes motivos demonstraram a relevância de explicar, a partir deste trabalho, a melhor forma de determinadas empresas operadoras de comércio exterior de municípios do Rio Grande do Sul a usufruírem dos instrumentos de proteção da variação cambial existentes nas instituições financeiras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Ao passo semelhante em que o câmbio se valoriza ou desvaloriza, as instituições financeiras buscam as melhores formas de atender sua carteira de clientes operadores de comércio exterior, a partir das possibilidades provenientes da regulamentação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil sobre o mercado cambial.

Como consequência, surgem mecanismos para amenizar as divergências vistas pelas variações cambiais. Mas, para início da abordagem, disserta-se nesta seção do trabalho sobre o conceito de moeda e suas funções no comércio exterior, para então ser contextualizado de forma geral o câmbio no Brasil, além de repassar características do Sistema Financeiro Nacional no âmbito do câmbio e suas instituições financeiras operadoras, além das empresas importadoras e exportadoras brasileiras acerca do câmbio e suas formas de pagamento internacionais.

Por último, esta seção norteará as abordagens citadas ao estudo das proteções cambiais existentes nos bancos comerciais, na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) e em outras agências operadoras de câmbio brasileiras para, assim, verificar a metodologia de aplicação destas abordagens nas empresas de comércio exterior.

2.1 Moeda

Quando se pensa no surgimento da moeda, remete-se à pré-história, como disserta Assis, Carvalho e Joaquim (2007): quando se iniciou os contatos entre tribos, além de conflitos, também aumentaram as trocas de mercadorias entre eles. Não era fácil a comparação de medidas entre um produto e outro para se efetivar o escambo (troca de mercadorias), as tribos descobriram que deveriam utilizar um objeto que fosse de uso comum entre elas, por exemplo, o sal entre os romanos, o bambu na China e a semente de cacau na América Central.

Porém, o comércio ainda estava em processo de evolução:

Com o passar dos tempos, alguns povos começaram a usar alguns tipos de metal como moeda, tais como cobre, ferro, bronze, prata, ouro, etc. [...] Durante muitos anos, chegou-se à conclusão de que a melhor moeda era metálica. [...] Objetivando proteger-se de possíveis roubos, os homens começaram a depositar suas moedas, bem como suas barras de ouro e de prata junto aos ourives (os banqueiros da época), em troca de um recibo comprobatório desse depósito. (ASSIS; CARVALHO; JOAQUIM, 2007, pg. 22).

Não muitos anos após, o mercado, já difundido, demonstrou a necessidade de utilizar estas moedas de forma mais coerente devido a sua quantidade:

Com o desenvolvimento da sociedade e dos meios de produção, ocorreu a aceleração do volume de negócios tornando o uso das moedas metálicas inconveniente, em função do peso e da dificuldade de transporte de grandes quantidades [...] (GONÇALEZ, 2012, pg. 30).

Seguindo a linha de pensamento de González (2012), essas notas comprobatórias de depósito serviriam, a seguir, como papel-moeda, sendo utilizados na maior parte das negociações da Europa. Porém, como não havia lastro (paridade do valor da moeda com algum bem de garantia, como a comparação de cédulas com ouro), o governo precisou intervir na emissão da moeda e lastreá-lo em metais preciosos.

Por conseguinte, a moeda evoluiu novamente, não somente sendo do fruto da impressão de moedas-papel (cédulas) e moedas. De acordo com González (2012, pg.31), “surgiu a moeda bancária, também conhecida por moeda contábil. A característica central desta moeda é a de ser apenas escritural, ou seja, ela é virtual, não existe fisicamente”.

2.1.1 A moeda no Brasil atualmente

Assis, Carvalho e Joaquim (2007, pg. 23) explanam que o Real é a moeda forçada nas negociações internas do Brasil: “Curso forçado da moeda é a obrigatoriedade de sua exclusiva utilização e aceitação em determinado território”. Assim, dentro do território brasileiro, somente o Real pode ser empregado, excluindo as operações de comércio exterior, que devem ser feitas com moedas conversíveis (excetuando operações com países fronteiriços).

Moedas conversíveis, segundo a definição dos autores anteriormente citados, são moedas amplamente aceitas no comércio internacional que possuem maior credibilidade no cenário internacional. De modo geral, o Real brasileiro não é uma destas moedas, sendo necessária a compra ou venda com moedas conversíveis durante uma exportação ou importação. Segundo Mendonça (2009), para haver conversão/aceitação no mercado internacional do Real brasileiro, deve-se haver estabilidade política (não necessariamente ocorrendo no Brasil), estoque atraente de reservas cambiais, a capacidade da produção de bens satisfatória, o nível de vida elevado da população, entre outros fatores.

2.1.2 Moedas utilizadas no comércio exterior

Não basta uma moeda ter, apenas, credibilidade internacional, elas também precisam possuir algumas características peculiares:

As moedas que são aceitas no comércio internacional também são chamadas de “moedas fortes”. São moedas que não sofrem restrições no comércio internacional. Estas moedas possuem livre aceitação nos pagamentos de transações comerciais e financeiras entre pessoas físicas e jurídicas espalhadas pelo mundo. Os países que emitem essas moedas, geralmente, possuem economias fortes e estáveis. (GONÇALEZ, 2012, pg. 41-42).

Além de seu país de procedência, a seguinte tabela proposta pelo autor anteriormente mencionado apresenta o nome, o código utilizado nas operações de comércio internacional (para designações em documentos de exportação e importação, por exemplo) e o símbolo utilizado para fins financeiros.

Tabela 1 – Lista de moedas conversíveis no comércio internacional destacando-se o mais utilizado no mercado internacional

País de Origem	Nome da Moeda	Código	Símbolo
Austrália	Dólar Australiano	150	AUD
Canadá	Dólar Canadense	165	CAD
Dinamarca	Coroa Dinamarquesa	055	DKK
Estados Unidos da América	Dólar Americano	220	USD
Japão	Iene Japonês	470	JPY
Noruega	Coroa Norueguesa	065	NOK
Reino Unido	Libra Esterlina	540	GBP
Suécia	Coroa Sueca	070	SEK
Suíça	Franco Suíço	425	CHF
União Europeia	Euro	978	EUR

Fonte: González (2012, pg.42, grifo nosso).

Obrigatoriamente, existem protocolos a serem seguidos por essas moedas internacionais e empresas operadoras de comércio exterior para trabalharem no mercado de trocas financeiras estrangeiras. Na próxima etapa, será descrito este mercado e como é influenciado pelas taxas cambiais.

2.2 Mercado de câmbio e de taxas de câmbio

De acordo com Lagiola (2011), o mercado de câmbio é o segmento das finanças onde acontecem as operações de compra e venda de moedas estrangeiras conversíveis, onde conversões destas moedas em nacionais ou vice-versa ocorrem. Normatizado pelo Banco Central, reúne todos os agentes econômicos que tenham razões para realizar transações no exterior, como operadores de comércio exterior, instituições financeiras e investidores.

Porém, “não é um mercado estável, o que não indicaria um país com ‘medo de flutuar’ e com autoridades monetárias atuando com atividades de intervenção, política de juros e reservas cambiais, para estabilizar os movimentos da taxa de câmbio.” (HOLLAND; PILLATTI, 2009, pg. 19).

Sendo uma peculiaridade da relação comercial internacional já explícita na doutrina, de acordo com Mendonça (2009, pg. 37, grifo nosso), a taxa cambial é “uma das variáveis mais importantes na condução da política econômica. [...] **É o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações da moeda nacional**”.

Para exemplificar o conceito proposto, foi feita uma tabela com algumas conversões da moeda americana dólar, visando o entendimento da teoria:

Tabela 2 – Exemplo de conversão de dólar em real

Data	Quantidade em USD	Compra em R\$	Venda em R\$	Varição em relação ao Real
02/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,8649	R\$ 2,8655	---
03/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9045	R\$ 2,9051	+1,38%
04/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9798	R\$ 2,9804	+2,59%
05/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9925	R\$ 2,9931	+0,43%

Fonte: Adaptado pelo autor com base em BACEN, índice PTAX. (2015).

A taxa PTAX citada na tabela é, pelas palavras de Luz (2011, pg. 123), “a média aritmética tomando por base quatro consultas realizadas em momentos distintos do dia, sempre ouvidas todas as instituições credenciadas como *dealers*”. *Dealers*, ainda seguindo a obra do autor, são intermediários financeiros, como corretoras de investimentos ou bancos comerciais, que recebem quantias de pagamento por seus serviços referente a processos financeiros que efetuam para seus contratantes.

Complementa Keedi (2010) que a troca de moeda entre as partes estrangeira e nacional deve ser vinculada a uma instituição financeira, pois o pagamento recebido por uma exportação em dólares americanos deve ser vendido a um banco nacional, assim recebendo o equivalente da taxa cambial acertada entre os negociantes, ou do dia em moeda nacional. O inverso ocorre para uma importação, onde o comprador deve comprar os dólares americanos em uma instituição financeira nacional para efetuar o pagamento internacional com a moeda estrangeira.

Sobre as formas de entrega do câmbio à contraparte, Luz (2011) conceitua o câmbio manual como sendo um deles, relacionado à troca de moeda em espécie ou em *travellers check*, que segundo Carvalho (2007) são os cheques de viagem que valem como dinheiro e são aceitos em todas as partes do mundo, emitido por empresas como Visa e MasterCard. Já o câmbio sacado é relacionado à moeda escritural, através de débito ou crédito entre contas bancárias.

Em decorrência das duas modalidades conceituadas anteriormente por Keedi, surgem as posições cambiais:

[...] registro que retrata o volume das operações de compra e venda de moedas estrangeiras, efetuadas pelas instituições que operam com câmbio durante dado período, englobando todas as operações (câmbio manual e sacado), nas diversas moedas transacionadas, independentemente do prazo de entrega.

A posição de câmbio pode estar:

Nivelada (zerada) – quando o total de compras é igual ao total das vendas;

Comprada – quando o total de compras é superior ao total de vendas;

Vendida – quando o total das vendas é superior ao total das compras.

(RATTI, 1994, pg. 117 *apud* MENDONÇA, 2009, pg. 41).

Antigamente, havia um limite de US\$ 6 milhões para a posição comprada dos bancos, a fim de evitar que estes especulassem (venda ou compra de moeda

estrangeira em momentos que o câmbio oscilava a favor da instituição financeira para esta lucrar com a diferença). Na posição vendida, também colocava limites, para evitar que o patrimônio dos correntistas fosse prejudicado. Porém, o Banco Central do Brasil liberou a posição em 2005 baseando-se na estratégia de competitividade dos bancos e caixas econômicas (LUZ, 2011), havendo apenas limites para os demais integrantes do Sistema Financeiro Nacional. (VIEIRA, 2013).

Para regular todo o sistema da variação da taxa cambial, os bancos centrais dos países possuem os chamados regimes cambiais:

[...] as taxas podem ter a seguinte classificação:

Taxas fixas – São taxas fixadas pela autoridade monetária, sem sofrer oscilações previstas pelo mercado [...];

Taxas Estáveis – São taxas que podem variar, mas dentro de pequenos limites. Exemplo: regime de bandas cambiais; [...]

Taxas Flexíveis – São taxas que são reajustadas regularmente pelo Governo. [...] Exemplo: minidesvalorizações diárias na época do regime militar no Brasil;

Taxas Flutuantes – São taxas que oscilam livremente de acordo com o mercado, baseado na Lei da Oferta e da Procura. Existe a chamada **flutuação suja**, onde o Governo intervém no caso de ocorrência de oscilações exageradas. Exemplo: atual sistema brasileiro. (LUZ, 2011, pg. 122, grifo do autor).

Para a taxa cambial referente aos procedimentos de comércio exterior e procedimentos interbancários do dia passar à população, o Banco Central do Brasil, após as 19hs de cada dia útil, divulga a taxa PTAX em seu site e em outros veículos de comunicação. Esta taxa PTAX, geralmente, é a taxa inicial utilizada no dia seguinte ao fechamento do dia anterior, ainda que as taxas possam ser pactuadas entre as partes envolvidas. (GONÇALEZ, 2012).

Para Lunardi *apud* Gonçalves (2012), a taxa pronta (também chamada de *spot*) é a taxa utilizada para efetuar liquidação do contrato em até dois dias após a data da contratação do câmbio. Para prazos superiores, existe também, relevante para apresentar neste estudo, a taxa futura (*forward*). Gonçalves (2012) disserta que esta taxa é o preço da moeda estrangeira para liquidações de operações de câmbio no futuro, possuindo prazos superiores a $D(\text{dia atual útil} = \text{dia do contrato}) + 2(\text{dias úteis})$.

2.2.1 Formação da taxa de câmbio

Segundo diversos autores das áreas de comércio internacional e câmbio, entre eles Gonzalez (2012, pg. 119), “pode-se afirmar que a demanda de uma moeda é maior quando o seu preço é menor e de forma inversa, a demanda é menor quando seu preço for maior”. Para confirmar tal conceito, Keedi (2007, pg.31) pressupõe que “a moeda estrangeira [...] está sujeita às leis de oferta e procura.”.

Porém, há autores que informam outros fatores que formam o câmbio:

Embora diversos fatores econômicos e políticos possam influenciar a movimentação das taxas de câmbio, a explicação mais importante para suas variações de longo prazo está na diferença da taxa de inflação entre os dois países. As moedas de países de inflação elevada perdem valor (sofrem depreciação) frente às de países com taxas de inflação menores. (GITMAN, 2010, pg. 695.).

As abordagens de Gitman não são as únicas relacionadas ao estudo da flutuação e da formação da taxa de câmbio. Através de estudos econômicos de correlação com base em dados do câmbio à vista e futuro da BM&FBovespa, Rossi (2014) chegou à conclusão que é a especulação cambial que efetivamente dita os rumos da taxa cambial:

Esses resultados são compatíveis com a hipótese de que os estrangeiros e investidores institucionais formam tendências no mercado de câmbio futuro com objetivo de obter ganhos especulativos, e que os bancos atuam para realizar ganhos de arbitragem transmitindo a pressão especulativa oriunda do mercado futuro para o mercado a vista. (ROSSI, 2014, pg. 98).

O autor também conclui em seu estudo de variação cambial que caso houver oferta especulativa de dólar, ocorrerá uma apreciação da taxa futura. Com esse desequilíbrio, surgem as arbitragens bancárias, pois os bancos compram dólar futuro, buscando empréstimos no exterior para vender as divisas no mercado à vista, o que causa pressão na taxa cambial vigente.

Oreiro (2006) em seu estudo de movimentação de capitais internacionais cita que algumas variações bruscas de câmbio podem surgir por espontaneidade na economia, onde, após a verificação de indicadores econômicos, os investidores não acreditam que o governo local está com a política econômica alinhada com a taxa de

retorno dos seus investimentos, ocasionando a fuga de capitais do país. Então, conseqüentemente, pode ocasionar o chamado “movimento de manada”, que seria o fenômeno de fuga em massa de capitais do país por diversos investidores terem o mesmo parecer. Este “movimento de manada” citado é característico em países que acabam por perder graus de investimentos de instituições classificadoras, que servem como base para os investidores terem noção de onde investir.

2.2.2 Apreciação/valorização do real frente ao dólar

As oscilações cambiais geram valorizações ou desvalorizações, que podem ser temporárias (em regimes de câmbio flutuante) ou permanentes (em regimes de câmbio fixo). (GONÇALEZ, 2012). O autor exemplifica:

Quando a conversão da moeda dólar para real está mantendo um determinado padrão, por exemplo, R\$3,10 para cada USD 1.00, e, em consequência de fatos econômicos, políticos ou especulativos, a taxa passa a ser R\$2,90 para cada USD 1.00, diz-se que ocorreu a valorização do real em relação ao dólar. (GONÇALEZ, 2012, pg. 129).

Gitman (2010) afirma que a estratégia empresarial da organização deve estar adequada para frequentes variações cambiais, com planos de ação para eventuais episódios bruscos das taxas. Ademais, a valorização do real pode ser um bom momento para focar nas importações, pois de acordo com Vieira (2013), o preço do produto estrangeiro fica mais barato, podendo também ser adquiridas mercadorias e matéria-prima com melhor qualidade.

Porém, a valorização do real, interpretando Cano (2014), afeta negativamente o setor industrial brasileiro, pois este além de ser o principal norte das políticas de desenvolvimento do país, principalmente falando do comércio exterior, desestimula o preço final das mercadorias brasileiras na concorrência internacional com outras nações, pois os produtos brasileiros lá fora ficam mais caros, ocorrendo ainda o confronto com aspectos de *dumping*, que seria a diminuição dos preços internacionais das mercadorias para estimular a compra ou a venda, segundo Carvalho (2007).

2.2.3 Depreciação/desvalorização do real frente ao dólar atualmente

Apesar da teoria de diversos autores demonstrarem – com ressalvas – que uma moeda desvalorizada auxilia nas exportações, pelo preço do produto nacional ser mais competitivo no estrangeiro, isso pode não ser necessariamente uma verdade absoluta para as atuais condições da economia brasileira. Segundo Costa (2015, texto digital) “[...] Embora ao longo da história a depreciação de taxas de câmbio tenha ajudado algumas vezes a alimentar o crescimento econômico por baratear as exportações dos países, está sendo difícil encontrar benefícios nesse momento”. Para ele, não há mais a relação de crescimento mundial ligada à desvalorização cambial do país para aumentar exportações no futuro, não há como prever corretamente o resultado da economia do país para o fenômeno, somente haverá retorno se for uma grande e forçada desvalorização.

A despeito dessa mudança de variável para as desvalorizações, há duas causas: constantemente os países estão desvalorizando suas moedas – o que também as deixam competitivas -, além das mudanças da estratégia importadora da China, onde ela está demandando localmente produtos estrangeiros primários (retirando a possibilidade de outros mercados entrarem nesse ramo). Outro ponto sobre a desvalorização cambial recente, não aumentando os fatores de comércio, é a queda mundial dos preços de *commodities* exportadas pelo Brasil e outros países, pois caso esses preços caiam, menor é o retorno nas exportações.

Para demonstrar de forma prática um período de desvalorização cambial, verifica-se o mês de março de 2015, dados BACEN.

Tabela 3 – Desvalorização do real frente ao dólar em março de 2015

Data	Quantidade em USD	Compra em R\$	Venda em R\$	Varição em relação ao Real
02/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,8649	R\$ 2,8655	Ponto inicial
03/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9045	R\$ 2,9051	1,38%
04/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9798	R\$ 2,9804	2,59%
05/03/2015	USD 1.00	R\$ 2,9925	R\$ 2,9931	0,43%
06/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,0360	R\$ 3,0366	1,45%
09/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1012	R\$ 3,1018	2,15%
10/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1293	R\$ 3,1299	0,91%
11/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1156	R\$ 3,1162	-0,44%
12/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1165	R\$ 3,1171	0,03%
13/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2258	R\$ 3,2264	3,51%
16/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2251	R\$ 3,2257	-0,02%
17/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2677	R\$ 3,2683	1,32%
18/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2512	R\$ 3,2518	-0,50%
19/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2635	R\$ 3,2642	0,38%
20/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2417	R\$ 3,2423	-0,67%
23/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1793	R\$ 3,1800	-1,92%
24/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1304	R\$ 3,1310	-1,54%
25/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1469	R\$ 3,1476	0,53%
26/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,1909	R\$ 3,1915	1,40%
27/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2253	R\$ 3,2259	1,08%
30/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2595	R\$ 3,2601	1,06%
31/03/2015	USD 1.00	R\$ 3,2074	R\$ 3,2080	-1,60%
Total da variação no período pesquisado				+11,51%

Fonte: Adaptado pelo autor baseado em BACEN, índice PTAX (2015).

As formas de proteção existentes disponibilizadas por instituições financeiras para as empresas operadoras de comércio exterior para o caso acima de

desvalorização cambial demonstrado foram relatadas no capítulo final de proteções cambiais deste referencial.

2.2.4 Legislações reguladoras do câmbio brasileiro atualmente

De 14 de março de 2005 a 02 de fevereiro de 2014, o câmbio brasileiro era regulado pelo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), instituído através da Circular 3.280/05. Porém, esta legislação foi substituída em 03 de fevereiro de 2014 por: a) Circular 3.689/13: regulamentam, no âmbito do Banco Central do Brasil, as disposições sobre o capital estrangeiro no país e sobre o capital brasileiro no exterior; b) 3.690/13: dispõe sobre a classificação das operações no mercado de câmbio e c) 3.691/13: regulamenta a Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008, que dispõe sobre o mercado de câmbio e dá outras providências. Tal revogação se dá devido a estas circulares estarem atualizadas para o Novo Sistema de Câmbio, a atual e padrão forma virtual de registros de contratos de câmbio. (BACEN, 2015).

Para Gonzalez (2012), o Novo Sistema de Câmbio foi criado para simplificar e modernizar a estrutura do mercado de câmbio brasileiro. Este sistema proporciona quase 70% de economia para instituições em geral comparando com o sistema Sisbacen do Banco Central do Brasil. Funciona através de mensagens padronizadas, e instituiu um modelo único de contrato de câmbio, que serve tanto para compra quanto para venda.

2.2.5 Contratos de câmbio

Conforme a Circular BACEN Nº 3.691/13, em seu Título III, Capítulo I, o contrato de câmbio é o documento firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira, onde constam todas as características da operação e as suas condições. Os dados relativos à operação são registrados no Sistema Câmbio do

Banco Central do Brasil, sendo que a data de registro do contrato de câmbio deve corresponder ao dia da celebração do contrato.

Ainda de acordo com a Circular referida, há a possibilidade das assinaturas de ambas as partes (comprador e vendedor) serem virtuais, porém necessitando prévia anuência do Departamento de Tecnologia da Informação (Deinf) do Banco Central do Brasil. São dois os tipos de contratos: compra – referindo-se às operações de compra de moeda estrangeira sendo realizada pelas instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio – e venda – referindo-se às operações de venda de moeda estrangeira também realizada pelas instituições autorizadas a operar no mercado cambial.

No mercado de câmbio, conforme Borges (2012), os contratos de câmbio com a designação “pronto” equivalem à compra ou venda de moeda estrangeira para entrega imediata (D+2, onde D+0 é o dia da contratação do câmbio e D+2 é o dia de liquidação do câmbio, ou seja, dois dias úteis). Já os contratos de câmbio designados “futuro” equivalem à compra ou venda de moeda estrangeira para entrega em data posterior a esses dois dias úteis mencionados. Ambos os tipos de contratos são utilizados no mercado de *hedge*, como será apresentado na etapa 2.5 deste referencial.

Com estas prévias demonstrações do mercado cambial brasileiro/mundial e das oscilações das taxas cambiais consequentes do seu dia-a-dia das operações, comenta-se a seguir sobre as empresas de comércio exterior, suas atribuições no mercado e como são suas formas de operações junto a esse mercado cambial.

2.3 Comércio exterior brasileiro

Para Borges (2012), o comércio internacional tem cada vez mais relevância para as empresas que atuam diretamente ou indiretamente com importações e/ou exportações, devido às mudanças frequentes dos procedimentos básicos para negociações (como legislação, documentação, riscos, vantagens, etc.). É preciso

ficar claro que tais conhecimentos de comércio exterior fazem a diferença para as empresas competirem neste mundo globalizado.

Quanto a esta manutenção da competitividade a nível mundial, o governo precisa estar atrelado a este meio e ter a ciência da importância para a nação como um todo:

Ante um cenário tão desafiador, o Brasil necessita, doravante, eleger concretamente o comércio exterior como uma prioridade para o país, debater uma diretriz clara e seguir um plano de trabalho bem definido para se reposicionar adequadamente no tabuleiro do comércio. O planejamento deve ser elaborado e monitorado de forma a se adaptar às rápidas transformações do mundo (crises econômicas, novas tecnologias, acordos bilaterais, guerras, intempéries climáticas). (RIZZO, 2014, pg. 23).

2.3.1 Estrutura e organograma da governança do comércio exterior brasileiro

De acordo com Luz (2011), no estudo do comércio exterior brasileiro se deve obrigatoriamente constar como parte do conteúdo a apresentação das instituições intervenientes.

Mendonça (2009) explana algumas atribuições: a Câmara de Comércio Exterior (CAMEX) é um órgão regulador e coordenador de atividades relativas ao comércio exterior brasileiro de bens e serviços, onde possui a competência de, entre outras tarefas, definir diretrizes e procedimentos de política comercial visando a inserção competitiva do Brasil na economia internacional e orientar órgãos que possuem competências no comércio exterior. Também, compete à Camex formular diversas diretrizes para o meio de política de comércio exterior.

Atualmente, a Secretaria de Comércio Exterior (SECEX) possui cinco departamento específicos de execução de suas políticas: DEINT, DECEX, DECOM, DEAEX e DECOE. Os três primeiros terão suas competências baseadas em Mendonça (2009) e os dois últimos pelo Assessor de Comunicação Social do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) – órgão superior ao SECEX - no seu site, André Diniz (2013):

a) Departamento de Negociações Comerciais – DEINT – negociador em tratados internacionais de comércio exterior e formulador de propostas de alteração de Tarifa Comum do MERCOSUL;

b) Departamento de Operações de Comércio Exterior – DECEX – responsável por atuar diretamente nas operações de comércio exterior, como por exemplo, deferindo registros de exportação;

c) Departamento de Defesa Comercial – DECOM – responsável por proteger os interesses brasileiros no comércio exterior, quando há ocasiões de *dumping*, por exemplo;

d) Departamento de Estatística e Apoio à Exportação – DEAEEX – responsável por propor políticas de comércio exterior visando o desenvolvimento da nação, estimulando a cultura da exportação, além de divulgar as estatísticas de comércio exterior;

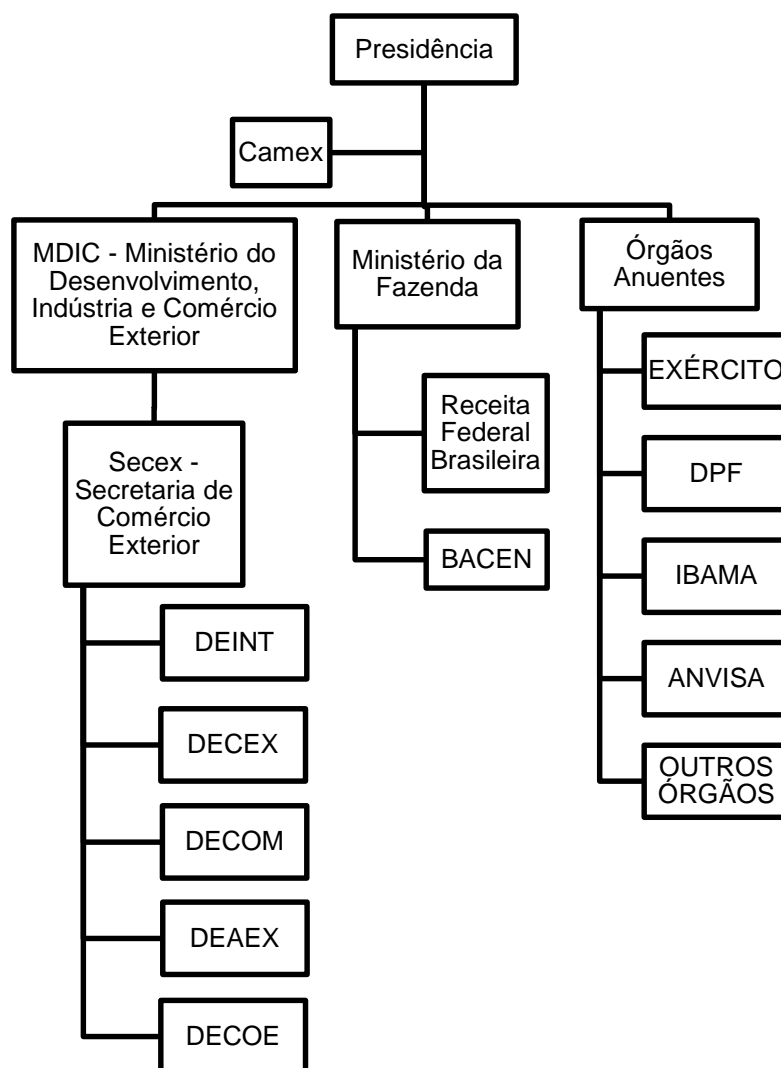
e) Departamento de Competitividade no Comércio Exterior – DECOE – que possui a competência de aumentar a competitividade internacional através de novas propostas para o Banco Central e para o MDIC.

Além destes, possui a responsabilidade pela gestão do Sistema Integrado de Comércio Exterior (SISCOMEX), sistema virtual único para confeccionar os documentos de comércio exterior.

Luz (2011) relata que o controle administrativo é realizado pelos órgãos anuentes (Secex, Min. da Saúde, da Agricultura) relacionados às autorizações para importações e exportações. O controle aduaneiro é realizado pela Receita Federal, que verifica as mercadorias que são originadas do exterior ou que tem ele como destino, além de verificar se os tributos foram recolhidos corretamente e o despacho realizado conforme deve ser. Já o controle cambial é realizado pelo Banco Central do Brasil, autarquia federal que verifica o cumprimento das normas cambiais relacionadas ao comércio exterior.

A seguir, o organograma da governança do comércio exterior brasileiro, representando estas dimensões.

Figura 1 – Organograma da governança do comércio exterior brasileiro



Fonte: Adaptado pelo autor baseado em Luz (2011) e Diniz (2013).

2.3.2 Importância das exportações e importações

Keedi (2010) considera a importância da importação como a diversificação de mercados, onde as empresas deixam de atuar necessariamente no mercado interno em suas aquisições, ocorrendo o aumento do leque de produtos, variedades e soluções tecnológicas diferenciadas.

O autor interpreta que a relevância da ocorrência de exportações se mantém sob o fato de ocorrer melhora no conhecimento da empresa exportadora quando esta trabalha com a diferenciação de mercados e a importância de possuir clientes que não podem ser afetados pelas crises internas, enfatizando a redução de riscos governamentais (como alteração de tarifas incidentes internamente), além de receber estímulos para efetuar tais operações.

2.3.3 Risco de câmbio em empresas de comércio exterior

Gitman (2010) afirma que empresas inseridas no comércio internacional, independente do seu porte, enfrentam os riscos da variação cambial. De acordo com Silva (2006), é a chance de ocorrer perdas ou ganhos nos valores dos ativos ou passivos das divisas estrangeiras como causa de uma variação no valor de mercado dessas divisas. Este risco acontece de forma natural e que pode ser influenciada por aspectos políticos e econômicos (como já foi informado anteriormente).

A variação da cotação das divisas produz um efeito sobre os fluxos de caixa da empresa, produzindo, portanto, perdas ou ganhos no valor entre o que se fixou no contrato que originou o fluxo e os valores observados na realização da transação cambial. (SILVA, 2006, pg. 14).

2.3.4 Formas de pagamento

Quanto às formas de pagamento das exportações e importações, Assis, Carvalho e Joaquim (2006) explanam:

a) Recebimento antecipado de exportação – após conclusão do negócio entre exportador e importador, o importador vai ao banco no qual tem conta do seu país e solicita que este credite na conta do banco do exportador no país dele o montante negociado. Normalmente este tipo de pagamento é realizado entre os mesmos grupos econômicos, pois incide grande confiança entre as partes, em

decorrência do pagamento ocorrer antes do embarque da mercadoria (risco maior ao importador).

b) Remessa sem saque – após formalização da negociação entre as partes, o exportador providencia a emissão do Registro de Exportação (RE), a averbação do Despacho Aduaneiro e embarca as mercadorias, remetendo os documentos originais diretamente ao exterior. Com a posse dos documentos, o importador retira-os da alfândega no destino e no seu banco solicita o pagamento ao banco do exportador no país estrangeiro. Também esta modalidade é normalmente realizada entre empresas do mesmo grupo econômico (risco grande ao exportador).

c) Cobrança documentária – regulamentada pela Câmara de Comércio Internacional (CCI), nesta modalidade, após a conclusão do negócio entre o importador e o exportador, o exportador efetua o RE, a averbação do Despacho Aduaneiro e embarca as mercadorias para o exterior, deixando em cobrança bancária os documentos originais (conhecimento de embarque, etc). Após envio pelo banco cobrador no Brasil ao exterior dos documentos, para que este informe o importador sobre eles, o importador efetua o pagamento ao banco (independente se for à vista ou a prazo) de seu país e retira os documentos, assim tendo a possibilidade de retirar a carga na alfândega.

d) Carta de crédito/Crédito documentário – também regulamentado pela CCI, as cartas de crédito são instrumentos emitidos por um banco (banco emitente) por conta de seu cliente (importador), autorizando determinado beneficiário (exportador) a sacar, sob determinadas condições nas cláusulas do documento, o valor negociado entre as partes, no seu banco. O banco emitente utilizará os serviços de um banco do país do exportador (banco avisador), para avisá-lo da abertura e existência do crédito. O banco avisador, após verificar a autenticidade do documento, entregará a carta de crédito ao exportador, que deverá preencher os requisitos propostos durante a negociação e acordadas no próprio documento. Caso não for possível, emendas de alteração serão propostas por ele, até haver acordo entre as partes para as exigências serem realizadas.

Então, quando as partes estiverem de acordo, o exportador emite o RE, a averbação do Despacho Aduaneiro, embarca as mercadorias e encaminha ao banco

negociador da carta de crédito todos os documentos internacionais exigidos. Então, com a posse dos documentos, o banco negociador confere-os, dando o parecer “ok” para a continuação do processo ou informando se há discrepância no preenchimento dos requisitos.

Caso houver discrepância, o banco informa esta situação ao banco emitente para que ele comunique o importador, e verifica se este último aceita a condição do exportador. Com os documentos em boa ordem, o banco emitente liquidará o compromisso financeiro diretamente ao banco negociador, devendo este debitar na conta do banco negociador indicando o exportador como beneficiário.

Visando estas formas de pagamento, as partes devem escolher a forma que mais lhe convém, levando em conta o risco e a liquidez de mercado:

Os importadores e exportadores devem escolher a modalidade de pagamento que lhes dê maior segurança. Para os importadores, o que lhes interessa é receber as mercadorias adquiridas no prazo combinado e em perfeito estado. Para os exportadores, a certeza de receber o pagamento pela mercadoria vendida. Ambas as partes também devem levar em consideração a relação custo/benefício. Os importadores e exportadores utilizam os serviços bancários para viabilizar as formas de pagamento que combinaram com seus fornecedores e clientes. (GONÇALEZ, 2012, pg. 116).

Como enfatizado, é necessário que as empresas de comércio exterior possuam intermediários para efetuar seus pagamentos internacionais, que são, geralmente, bancos, virtualmente. Estes bancos e estes sistemas virtuais são organizados eletronicamente e hierarquicamente pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN), que dita a organização das finanças brasileiras. A seguir, os membros deste sistema e suas atribuições no câmbio.

2.4 Sistema Financeiro Nacional - Instituições financeiras operadoras de câmbio

Já mencionado, é através do Sistema Financeiro Nacional (SFN) que as operações de câmbio ocorrem. Instituído pela lei nº 4.595/64, com o rigoroso controle cambial existente no Brasil, somente instituições que estiverem

credenciadas pelo Banco Central do Brasil que podem operar em câmbio. (GONÇALEZ, 2012).

De acordo com Vieira (2013), todas as operações de câmbio devem estar conectadas a bancos que possuem a “carteira” de câmbio autorizada pelo BACEN, assim como devem possuir profissionais capacitados para entenderem os rumos políticos e econômicos, nacionais e internacionais, com vistas à ciência das abordagens necessárias para lidar com possíveis variações cambiais.

Resumidamente são repassadas algumas atribuições destas instituições.

2.4.1 Bancos comerciais

Segundo Kerr (2011), os bancos comerciais, que são os principais operadores de câmbio, são instituições que fazem a intermediação entre os agentes que emprestam recursos e os agentes que tomam recursos, além de prestarem diversos serviços como recebimento de impostos e tarifas, cobranças diversas, transferência de fundos, ordens de pagamento, entre outras questões. Gonzalez (2012, pg. 50) afirma que entre “as modalidades que um banco comercial pode realizar, destacam-se as operações de câmbio de importação e exportação transacionadas no comércio internacional brasileiro”. Não possuem limite operacional de transações.

2.4.2 Bancos múltiplos

São instituições financeiras públicas ou privadas que surgiram após a união de instituições financeiras de um mesmo grupo, tendo personalidade jurídica única. É constituído de, no mínimo, duas carteiras (comercial e investimentos, por exemplo), organizado pela forma de sociedade anônima e regido pela resolução CMN 2.099/94. (KERR, 2011). No âmbito do câmbio, possui as mesmas atribuições

dos bancos comerciais, pois em sua maioria os bancos comerciais operadores de comércio exterior são bancos múltiplos. (GONÇALEZ, 2012). Não possuem limite operacional de transações.

2.4.3 Bancos de investimentos

Regulados pela Resolução CMN 2.624/99, possuem como principais competências no câmbio:

[...] b) operar em bolsas de mercadorias e futuros, bem como em mercados de balcão organizados; c) operar em todas as modalidades de concessão de crédito para financiamento de capitais fixo e de giro; c) operar em câmbio, mediante autorização específica do Banco Central do Brasil; [...] Os bancos de investimentos, ainda de acordo com a Resolução 2.624, estão autorizados a captar recursos por meio de: [...] recursos oriundos do exterior, por meio de repasses interbancários; [...]. (KERR, 2011, pgs. 24-25)

2.4.4 Bancos de câmbio

Kerr (2011) explana que os bancos de câmbio são instituições especializadas em operações de compra e venda de moeda estrangeira, transferências de recursos do exterior e para ele, financiar as exportações e importações, realizar operações de adiantamento sobre contratos de câmbio (ACC) e demais operações relacionadas ao câmbio. São reguladas pela Resolução CMN 3.426/06.

2.4.5 Caixas Econômicas

Atualmente, a única caixa econômica brasileira vigente e atuando em câmbio é a Caixa Econômica Federal. Gonzalez (2012) afirma que ela possui as

mesmas atribuições dos bancos comerciais e múltiplos para atuar no câmbio. Sua diferença para os bancos comerciais principais são: a natureza social, empresa 100% pública, possuir o monopólio da loteria federal e do penhor comercial.

2.4.6 Outras instituições

Segundo Borges (2012), existem outras instituições financeiras que possuem vínculo com o comércio exterior, como os bancos de desenvolvimento, capazes de promover o desenvolvimento do estado em que atuam, suprir a demanda da sociedade por crédito, além de desenvolverem projetos e programas para atender os interesses econômicos dos estados.

Outras instituições, ainda de acordo com o autor, são as sociedades corretoras de câmbio, que operam no mercado de câmbio na intermediação da operação de compra e venda da moeda estrangeira entre o seu cliente exportador ou importador ou qualquer pessoa física ou jurídica que precise negociar, as agências de turismo (que operam em câmbio, porém com limite de US\$200.000,00) e os meios de hospedagem de turismo, que possuem como limite US\$100.000,00.

Para que os derivativos de câmbio e seus contratos possam surtir efeito, precisam de uma intermediação não somente bancária, e sim de bolsa. Lagioia (2011) destaca a importância da BM&Fbovespa, única bolsa de valores brasileira, que tem como um de seus objetivos principais fornecer os meios técnicos e o ambiente necessário para a compra, venda e liquidação dos títulos derivativos em questão no estudo.

Como visto até agora neste estudo, buscou-se apresentar as variáveis que interferem na forma em que as empresas trabalham o câmbio de comércio exterior e como recebem as transferências internacionais e as interferências da macroeconomia. A seguir, este contexto pula para as proteções cambiais, tema do estudo que se remete diretamente à saúde financeira de toda a organização inserida

no mercado cambial brasileiro e de comércio exterior, onde se exemplificam a seguir seus processos.

2.5 Derivativos, conceito de *hedge* e as proteções cambiais

Quando se fala em *hedge* ou “proteção cambial”, necessariamente se fala sobre o mercado de derivativos. Abreu (2014) explica que os derivativos são instrumentos financeiros provenientes de ativos na bolsa de valores ou indicadores. O retorno do seu investimento está associado aos indicadores-base (taxa do dólar, taxa PTAX, por exemplo). Caso um derivativo estiver atrelado ao dólar, os ganhos dos investidores serão baseados no resultado da variação cambial, o que caracteriza os derivativos como contratos celebrados entre duas partes, sendo uma compradora e a outra vendedora, em que ambas se comprometem a realizar determinada operação com a outra.

Ainda, seguindo a linha de pensamento do autor, os derivativos são “poderosas ferramentas para a gestão de riscos financeiros, reduzindo importantes problemas associados a variações de preços, câmbio, taxas de juros e outros fatores que afetam as finanças empresariais.” (pg. 226).

Gitman (2010) explica que estas formas de proteção baseadas em derivativos que as empresas operadoras de comércio exterior possuem em sua disponibilidade tem sua origem no planejamento estratégico organizacional, conhecidas como estratégias de *hedging*.

Estratégias de *hedging* são técnicas usadas para contrabalançar ou fornecer proteção contra riscos. Na gestão internacional de caixa, essas estratégias abrangem iniciativas como tomar ou conceder empréstimos em diferentes moedas; firmar contratos nos mercados a termo, de futuros e/ou opções; e realizar operações de *swap* de ativos/passivos com outros participantes do mercado. (GITMAN, 2010, pg. 705).

A seguir, um quadro com um resumo de das operações possíveis em *hedge* com derivativos.

Quadro 1 – Resumo das ferramentas de *hedging* de risco de câmbio

Ferramentas	Descrição	Impacto sobre o risco
Contratos futuros	Contratos padronizados oferecidos em bolsas organizadas; basicamente ferramenta semelhante a contratos a termo, porém, menos flexíveis por causa da existência de mercado secundário; possuem custos iniciais (comissões).	Podem eliminar o risco de perda, além disso, a posição pode ser cancelada, criando a possibilidade de ganho.
Contratos a termo	Contratos elaborados 'sob medida', representando uma obrigação de compra/venda, envolvendo acordo entre as partes sobre o valor, taxa e prazo de vencimento; baixo custo inicial.	Podem eliminar o risco de perda, mas também eliminam qualquer possibilidade de ganho.
Swap cambial	Duas partes trocam principais em moedas diferentes; fazem os pagamentos de juros uma à outra e, depois, desfazem a troca de principais numa taxa de câmbio prefixada na data de vencimento.	Permitem que as empresas troquem a estrutura de moedas de seus ativos/passivos.
Opções	Contratos sob medida ou padronizados que conferem o direito de comprar ou vender certo volume de moeda, a um preço determinado, durante um prazo especificado; tem custo inicial (prêmio).	Podem eliminar o risco de perda, preservando a possibilidade de ganho ilimitado.

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Gitman (2010, pg. 706).

Nos mercados brasileiro e mundial, são estes os tipos principais de derivativos: contratos em mercado futuro, contratos em mercado a termo, contratos de *swap* atrelados à taxas combinadas com instituições financeiras e contratos no mercado de opções. São sobre estes instrumentos derivativos que resultam em *hedge*/proteção cambial que este estudo analisa seus níveis de efetividade com exemplos de situações locais.

A seguir, alguns exemplos de utilização dessas proteções de acordo com a literatura.

2.5.1 Mercado a termo

Os contratos do mercado a termo são os tipos de derivativos mais simples existentes no mercado, onde neste tipo de contrato um comprador e um vendedor “se obrigam a negociar um determinado ativo ou índice em uma data futura por um preço combinado na ocasião da assinatura do contrato.” (ABREU, 2014, pg. 227).

O autor comentado cita o seguinte exemplo de contrato a termo: supõe-se um contrato a termo entre um produtor de laranjas e uma indústria, onde o preço da caixa de 40,8kg de laranja esteja custando cerca de R\$6,00 e que a colheita do produto esteja marcada para os próximos seis meses. Porém, até chegar a data da colheita, poderão ocorrer desastres naturais, crises econômicas que alteram a demanda, além da variação cambial abrupta que prejudicaria exportadores e importadores do produto, alterando seu preço de compra e venda. Para evitar este risco de alteração, poderia ser feito um contrato de compra e venda por um preço determinado na data de hoje. O agricultor, então, fecha um contrato para efetuar a venda de, por exemplo, duas mil caixas de laranja ao preço fixo de R\$ 5,90 ao final de seis meses.

O preço acertado pode ser um pouco menor que o de hoje, porém, a venda será na época da safra, quando existirá uma grande oferta de tais produtos por outros agricultores do ramo. Caso naquela data ocorrer ou tiver ocorrido uma queda

do preço da caixa, por exemplo, estar em R\$4,00, o agricultor estará protegido, pois efetuou o contrato a termo e não sofrerá com isso. Mas, caso o preço da caixa ir à R\$9,00 na data da safra, ele deverá abdicar deste ganho a mais. A grande vantagem é o produtor poder ter a garantia de venda em determinado valor fixo, protegendo-o, também, da oscilação cambial.

Já para a indústria, que compraria a fruta como matéria-prima para seus processos, pode ser ou favorável ou desfavorável: favorável caso o preço da fruta aumente na data da safra, pois pagará menos para adquiri-la do produtor que fez o contrato a termo, e desfavorável caso o preço da fruta seja menor na data da safra, pois a indústria deverá desembolsar mais para adquirir o produto. O autor ainda afirma que “[...] A realização dessa operação, apesar de eliminar o risco de prejuízo para ambas as partes, também elimina o ganho especulativo. Dessa forma, uma operação de *hedge* não objetiva proporcionar lucro para nenhuma das partes, mas reduzir risco”. (ABREU, 2014, pg. 229).

O autor ainda comenta que, seguindo o exemplo acima, existem dois tipos de entrega do produto, a física (*Deliverable Forward* – DF, onde ocorre a troca normal do produto) e a apenas contratual (*Non deliverable Forward* – NDF, onde o preço é fixado, mas qualquer um pode ser o comprador). Neste sistema de NDF, caso o preço da laranja aumentar no dia da safra, a diferença da primeira cotação (a fixada) e a atual (da safra) irá para o comprador, e se diminuir, esta diferença irá para o vendedor, tornando este contrato mais flexível ao agricultor, que não precisa encontrar uma contraparte.

2.5.2 Mercado futuro

Conforme Fortuna *apud* Pereira (2013), o mercado futuro tem como objetivo inicial a proteção de agentes econômicos (instituições financeiras, investidores, comerciantes, industriais, produtores primários) contra as variações dos preços dos seus produtos e dos seus investimentos. Como principal característica deste mercado, atribui-se a ocorrência de um compromisso em vender ou comprar uma

quantidade de certo ativo por um preço estipulado, para a liquidação em data futura. Estes compromissos firmados são ajustados diariamente de acordo com o andamento do mercado, quando se referem ao preço futuro daquele bem/mercadoria. Este ajuste é a referencia do cálculo da apuração de perdas e ganhos.

A vantagem desse mercado é a facilidade que o interessado tem em conhecer e ter acesso à sistemática de negociações, com o auxílio de uma corretora, que intermediaria as partes compradora e vendedora. Como principal importância do mercado futuro, há a possibilidade da busca por bons preços no mercado físico e a chance do planejamento estratégico das organizações repensarem seus curtos, médios e longos prazos. Como desvantagem, há a necessidade do depósito de uma garantia pela parte contratante, o que, dependendo o tamanho da operação, pode onerar o valor final e não o tornando interessante.

Tratando-se da diferença com os contratos a termo, consta-se da necessidade dos contratos futuros serem operados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), enquanto os contratos a termo são operados em mercados de balcão. Também, os contratos futuros podem ser encerrados em qualquer momento (criando liquidez), diferentemente dos a termo que precisam esperar até o vencimento, o que explica uma maior quantidade de contratos futuros. Estes contratos são padronizados; o exemplo a seguir do produto café arábica demonstra. (ABREU, 2014).

Quadro 2 – Padrão resumido de contrato de café arábica

Café Arábica: Mercado futuro para proteção de preço (<i>commoditie</i>).	
Código	ICF.
Objeto de negociação	Café arábica em grão, tipo 6 ou melhor, bebida dura ou melhor.
Tamanho do contrato	100 sacas de 60 kg líquidos.

(Continua...)

(Continuação...)

Cotação	Dólares dos Estados Unidos da América por saca líquida de 60 kg.
Varição mínima de apregoação	USD 0.05 por saca de 60 kg líquidos (este é o ajuste diário por posição –vendida ou comprada - anteriormente citado).

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Abreu (2014, pg. 232).

Como o exemplo acima citado é uma *commodity*, seu preço inicial está necessariamente atrelado ao preço mundial da data da ocasião de abertura do contrato, utilizando como início da negociação o valor acordado entre as partes (vendedor/bolsa).

2.5.3 Swap

Conforme Luz (2011), o *swap* cambial tem como características a celebração de dois contratos de câmbio: um de compra e o outro de venda; um contrato pronto (liquidação D+2) e o outro, futuro. Ambos os contratos envolvem equivalentes valores de duas moedas.

Exemplo do autor para empresas de grande porte: A mineradora Vale está necessitando de R\$ 200 mil para aplicar em investimentos no Brasil. Caso ela buscar o empréstimo no mercado nacional, acabará sofrendo com a alta taxa de juros. Como há a possibilidade da organização conseguir recursos no exterior, existirão juros menores, mais vantajosos. Para fins de exemplificar o cálculo, opta-se por US\$ 1 = R\$ 2, onde a empresa toma um empréstimo de US\$ 100.000,00 em um banco estrangeiro para quitar em três meses. Como se trata de um *swap* (existência de dois contratos) é necessário a contratação de duas operações cambiais. O primeiro contrato de câmbio converterá os dólares em reais para utilizar no motivo

do empréstimo. O segundo será para devolver o dinheiro com juros para o banco no exterior, quitando tal empréstimo.

Para efetivar o *swap* cambial nesta situação proposta, é firmado hoje o contrato pronto de compra para receber os reais e, ao mesmo tempo, o contrato futuro de venda. Nas palavras do autor, esta “compra casada do ‘bilhete de ida’ com o ‘bilhete de volta’, dá segurança à empresa.” (pg. 124). Independente de o dólar saltar de preço entre a aquisição do empréstimo e a quitação dele, não acarretará em diferença de custos para a empresa, pois já existe um contrato previamente celebrado com a taxa combinada.

Este tipo de operação é considerada a mais complexa de ser estruturada no campo do *hedge*, podendo incidir alguns custos financeiros à parte (como IOF e IR), porém, quando é efetiva e possui apoio de profissionais qualificados, traz grandes benefícios para a organização que buscava a proteção.

2.5.4 Mercado de opções

Pereira (2013) explica que as opções são contratos que determinam direitos ao comprador e deveres ao vendedor de futuros de compra (*call*) ou a venda (*put*) de ativos a um preço anteriormente definido. Para gozar deste direito, o comprador paga um prêmio ou o preço da opção. Este valor de prêmio é negociado entre a parte compradora e vendedora, normalmente através de corretoras de bolsa de valores. O vendedor tem a obrigação de efetuar a compra ou de vender determinado ativo de acordo com o preço referido, caso for exercido em certa data. Tendo essa obrigação, o vendedor da opção recebe um prêmio, que é pago pelo comprador.

Opção de compra (*call*) compreende o direito de comprar o ativo por um determinado preço, se assim desejar o investidor; opção de venda (*put*) é o direito de vender o ativo por um determinado preço. [...] Prêmio: corresponde ao preço da negociação da opção definido pelo mercado, ou seja, é o preço que o comprador paga pela opção ao vendedor. O prêmio é pago no ato da negociação, sem direito à devolução. (PEREIRA, 2013, pg. 116-117).

Quadro 3 – Comparativo entre mercado futuro e de opções

Mercado Futuro	Mercado de opções
O cliente compra ou vende contratos para a entrega ou recepção futura de algum ativo.	O cliente compra uma opção de compra/venda (<i>call/put</i>) sobre algum ativo, a um preço de exercício para um período determinado.
O cliente que não desejar entregar ou receber o ativo físico na data futura especificada poderá liquidar seus contratos no mercado em que são negociados esses futuros.	O cliente paga ou recebe um prêmio pela compra ou venda da opção, podendo liquidar sua posição antes do exercício, com operações contrárias à original.
O cliente deve depositar uma garantia específica como margem inicial; geralmente, entre 5% e 20% do valor do contrato.	As ordens são negociadas em mercados específicos e podem ser liquidadas sem a necessidade de exercê-las.
A margem poderá ser ajustada diariamente em função da variação dos preços dos contratos abertos à negociação; tanto quando o comprador ou o vendedor depositam margem.	A compra de uma opção carrega, como risco máximo, o prêmio. Não existe requisito de depósito de margem para a mesma.
A opção de entrega é do vendedor.	A opção de entrega é do comprador.
O cliente recebe um crédito pelo ganho ou pela perda referente ao ajuste diário de preços do ativo objeto.	A venda de uma opção a descoberto, que corresponde à falta de valor monetário imediato, pode representar exposição aos riscos que o ativo está exposto e requerer depósito de margem.

Fonte: Hull *apud* Pereira (2013, pg. 118).

Krugman e Obstfeld (2010) demonstram um exemplo prático da utilização do mercado de opções: supõe-se que há insegurança quanto ao recebimento em determinada data em moeda estrangeira de um pagamento. Pode-se evitar o risco da perda deste pagamento comprando uma “**opção de venda** que lhe dê o direito de vender a moeda estrangeira a uma taxa de câmbio reconhecida a qualquer momento naquele mês.” (pg. 249, grifo nosso). Porém, caso se espera fazer algum pagamento num determinado dia que prefere no mês, uma “**opção de compra** que lhe dê o direito de comprar moeda estrangeira para fazer o pagamento a um preço conhecido pode ser atraente”. (pg. 249, grifo nosso).

2.5.5 ACC, ACE como *hedge*

Com os fins de demonstrar outras formas variadas de *hedge* existentes no mercado financeiro, esta sessão explana a possibilidade das organizações buscarem o financiamento junto às instituições financeiras para operacionalizar a sua produção. São elas: Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC), Adiantamento sobre Cambiais Entregues (ACE). As seguintes explicações acerca destes modos de financiamento são de autoria de Luz (2011).

A) Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC): ACC trata-se de uma antecipação parcial ou completa do preço em moeda nacional da moeda estrangeira comprada para entrega futura de uma operação de exportação (pré-embarque), com a possibilidade da concessão ocorrer em qualquer momento, a critério das partes que acordaram. Normalmente ocorre quando a empresa brasileira precisa de recursos para a produção do bem a ser exportado, ou para capital de giro. Essa recepção dos valores da operação antes ocasiona um *hedge* para o exportador, que já saberá o quanto terá de retorno na operação para poder proceder com o seu fluxo de caixa. Difere-se de uma proteção por derivativos pois não utiliza, inicialmente, a figura da especulação, é apenas feita a conversão dos valores pelo banco na data da liquidação.

B) Adiantamento Sobre Cambiais Entregues (ACE): Pós-embarque, assemelha-se a um desconto de duplicatas no mercado interno, neste caso sendo o desconto de letras de câmbio da operação. Comenta Gonzalez (2012) que o ACE é considerado pelo mercado como menor risco justamente pela mercadoria já ter sido embarcada.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo são tratadas as formas de abordagem do estudo, bem como a sua vinculação ao método escolhido para a análise dos dados.

A metodologia é, conforme Barros e Lehfeld (2007), um conjunto de procedimentos adotados pelos pesquisadores a fim de obterem conhecimento. Trata-se de aplicar um método, seguindo processos e técnicas pré-estabelecidas, o que garantirá que o saber obtido é legitimamente de caráter científico. Entende-se como “o estudo da melhor maneira de abordar determinados problemas no estado atual de nossos conhecimentos.” (pg. 2).

3.1 Tipo de pesquisa

Quanto ao tipo de pesquisa, trata-se de qualitativa, que segundo Malhotra (2012) e Vergara (2010) proporciona melhor visão e compreensão sobre o problema, além de normalmente não ser utilizado em amostras muito representativas, possuindo coleta de dados não estruturada.

Optou-se pelo método qualitativo pois o assunto ainda é de pouco estudo no âmbito regional, somente teórico, tendo o pesquisador verificado a necessidade de buscar apoio junto à extensa bibliografia de finanças existente na Univates.

Inclusive, há poucos exemplos práticos de sua utilização na região, que foi demonstrado na análise de dados do capítulo 4.

3.2 Natureza da pesquisa

Quanto aos procedimentos de pesquisa, neste projeto foram utilizadas as naturezas exploratória e aplicada, conseqüentemente etapas um e dois.

A natureza exploratória, de acordo com Malhotra (2012), ajuda a compreender o problema enfrentado pelo pesquisador, usada em casos nos quais é necessário definir o problema com mais precisão, identificando cursos relevantes de ação ou obter fontes de informações adicionais antes de se desenvolver uma abordagem, o que foi efetuado através de: a) pesquisas bibliográficas; b) na rede mundial de computadores (*internet*), c) documentais e d) questionário aberto. Estas pesquisas citadas – com exceção do questionário – foram adaptadas com o referencial teórico, como forma de sustentar o estudo.

A natureza aplicada, segundo Vergara (2010), motiva-se pela necessidade da resolução de problemas concretos, que possui a finalidade prática. Esta natureza foi de encontro com uma das finalidades deste projeto: programar ferramentas de proteção cambial quando se julgar possível. Esta natureza aplicada faz parte da segunda etapa do trabalho: o teste das ferramentas de proteção cambiais nas empresas respondentes do questionário interessadas no mercado de derivativos de câmbio para o comércio exterior.

3.3 População e amostra do estudo

A população de uma pesquisa, de acordo com Malhotra (2012), é o agregado, ou a soma, de todos os elementos que possuem características compartilhadas em algum meio; trata-se do universo ao qual o problema está

inserido. Já a amostra é “um subgrupo de uma população selecionado para participação do estudo”.(pg.270)

Quanto à abrangência do estudo, se tratou de amostra não-probabilística intencional e/ou de seleção racional, que segundo Barros e Lehfeld (2007) são as amostras escolhidas através de uma estratégia pré-estabelecida. Ainda, teve uma abordagem direta, que de acordo com Malhotra (2012) não é disfarçada, é revelado o objetivo do projeto aos respondentes de questionários, ou então tal objetivo fica já evidente assim que são lidas as questões.

A população-alvo dos questionários, inicialmente, foram empresas operadoras de comércio exterior de pequeno, médio e grande porte das seguintes cidades: Alto Feliz, Capela de Santana e São Sebastião do Caí (Vale do Caí), Arroio do Meio, Encantado, Imigrante, Lajeado e Teutônia (Vale do Taquari); Guaporé (Serra Gaúcha); Novo Hamburgo (Vale dos Sinos); Santa Cruz do Sul e Venâncio Aires (Vale do Rio Pardo).

Estas cidades com determinadas empresas escolhidas como amostra foram selecionadas a partir do apoio do núcleo Peiex (Programa Extensão Industrial Exportadora: núcleo que faz parte da Apex, Agência Nacional de Promoção às Exportações, filiado ao MDIC) do Centro Universitário Univates – que fez uma “filtragem inicial” de empresas que estariam aptas a responder o questionário – e a partir do conhecimento de empresas que estariam aptas a responder via informações do orientador e do pesquisador.

Assim, foi possível detectar 18 (dezoito) empresas aptas, porém com o retorno efetivo de 5 (cinco) delas, das seguintes cidades: Santa Cruz do Sul, Venâncio Aires, Novo Hamburgo, Guaporé e Lajeado, que foram brevemente caracterizadas de forma genérica (Alfa, Beta, Gama, Delta e Épsilon, por questões éticas) no capítulo 4 do estudo. Tal número baixo de respondentes vai ao encontro do comentado por Malhotra (2012): em média 25% dos questionários apenas voltam preenchidos e/ou com participação dos respondentes.

3.4 Coleta e tipos de dados

Tendo em vista ser uma pesquisa qualitativa de caráter exploratória, foi redigido um questionário com perguntas abertas, não extensas, evitando causar fadiga do respondente com *feedbacks* dispersos e irreais (Gil, 2002). Este questionário teve o intuito de descobrir, entre outros pontos: o nível de conhecimento das empresas e interesse quanto ao uso de derivativos financeiros em busca da proteção cambial; se a empresa utiliza o mercado de derivativos para evitar problemas com a variação cambial e caso ela teria interesse em repassar alguma operação de seu dia-a-dia para serem testados derivativos cambiais para análise de viabilidade. Tais questionários foram aplicados via *e-mail*, tendo em vista a praticidade pela distância das amostras.

Juntamente com o preenchimento dos questionários pelas empresas interessadas, foi necessário pelas empresas o repasse de algumas características de operações internas de contratos de câmbio, que demonstrassem as empresas efetuando exportações e/ou importações, para o pesquisador poder efetuar os cálculos referidos na ferramenta *Microsoft Excel*.

3.5 Análise dos dados

Em posse dos questionários de entendimento das empresas sobre as ferramentas de proteção cambial, assim como com o auxílio dos cálculos determinados de instrumentos derivativos, os dados foram interpretados através de análise de conteúdo.

A análise de conteúdo, segundo Bardin (2011), pressupõe um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens indicadores (sejam eles quantitativos ou não) que permitam a inferência (racionalização) de conhecimentos relacionados às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) dessas

mensagens. Complementando, consiste na explicação e sistematização do conteúdo das mensagens e da expressão deste conteúdo. Também, como característica da análise de conteúdo em pesquisas qualitativas, Bardin (2011) comenta que a inferência (racionalização) deve ser fundamentada na presença do tema central da pesquisa, e não sobre a frequência da sua aparição em cada comunicação individual.

Após então da análise do conteúdo dos respondentes dos questionários, foi feito comparativos dos processos de comércio exterior das empresas respondentes, de como era a forma de operações dela (fechando a cotação no dia e/ou com ACC, sem ferramentas derivativas), com a nova forma através de proteções cambiais de derivativos, assim chegando nas conclusões de viabilidade ou inviabilidade das operações.

3.6 Limitação do método

Como entendimento das limitações do estudo, tem-se:

A) a falta de interesse e a resistência das empresas em expor seus dados internos e externos de mercado, que foram grandes empecilhos para o pesquisador deste trabalho;

B) tempo limitado para análise perfeita dos dados brutos e afirmações dos questionários, que poderão não ser comparados com teóricos suficientes;

C) o universo de análise, por ser não-probabilístico e escolhido de forma selecionada, pode não representar as características gerais de outras empresas, cidades e estados;

D) há formas de proteções cambiais que só existem para certos tipos de produtos e poderão não ser alvo dos questionários;

E) o entendimento do pesquisador limitado em seu primeiro estudo científico na área finita o foco de atuação e uma abordagem perfeita.

4 CARACTERIZAÇÃO DAS ORGANIZAÇÕES

Nesta seção do trabalho foram, de forma breve, contextualizadas as organizações respondentes, porém, com o advento de proteger a sua razão social, visto que são discutidos dados primários, optou-se por utilizar uma linguagem genérica (alfabeto grego) ao mencioná-las.

Os dados utilizados para formular este capítulo foram secundários, retirados dos *websites* oficiais das empresas, além de dados quantitativos acerca das exportações e importações verificadas via DEAEX – MDIC, do ano de 2014 disponível para consulta.

4.1 Alfa Jóias

Fundada em meados dos anos 1990, a Alfa Jóias é uma indústria de jóias em prata e semi-jóias. Possui uma infraestrutura de cerca de 1500m², além de lojas físicas de varejo na sua cidade sede, Guaporé (Serra Gaúcha) e representantes comerciais em outras partes do país.

Como exportações em 2014 disponíveis pelo MDIC para consulta, a empresa exportou na faixa de valor de até US\$1.000.000,00, porém sem registro de ter realizado importações neste ano citado.

4.2 Beta Tabacos

A organização Beta Tabacos, representante de Santa Cruz do Sul no questionário, foi fundada no início dos anos 2000, sendo uma das maiores empresas da cidade no processamento de fumo *in natura*, destinado à exportação. Possui uma infraestrutura de aproximadamente 30.000m² e representantes comerciais em mais de 10 países.

Por faixa de valor de exportações, vendeu ao exterior na faixa de US\$ 10.000.000,00 até US\$ 50.000.000,00, e importou até US\$ 1.000.000,00.

4.3 Gama Couros

A organização Gama Couros é uma fábrica de beneficiamento e comercialização em mercado externo e interno de couros e tapetes de couro, localizada no município em Novo Hamburgo (Vale do Sinos). Atua há mais de 20 anos nos processos de couro acabado. Como responsabilidade ambiental, segue as exigências dos órgãos responsáveis, aproveitando 100% da água do processo de produção e o restante dos resíduos de couro sendo encaminhados para a produção de fertilizantes.

Não foi encontrado nos registros do MDIC sua faixa de valor de exportação, porém de importação constou-se até US\$1.000.000,00 em 2014.

4.4 Delta Assessoria em Comércio Exterior

A representante de Lajeado (Vale do Taquari) não seria uma indústria em si, e sim uma empresa agenciadora de comércio exterior, fazendo o intermédio para empresas interessadas em exportar e/ou importar. Fundada em 1994, visando as oportunidades da época, que carecia de agenciamento de comércio exterior no Vale do Taquari. Possui o departamento comercial, que efetua as compras ou vendas internacionais para os clientes, e o departamento operacional, que fica encarregado da formulação dos documentos necessários para os trâmites de comércio exterior.

Sendo uma agenciadora, sua receita de exportações e importações baseiam-se nas comissões, sendo que não foi possível verificar os dados de exportações via MDIC, somente as importações de 2014 que alcançaram até US\$ 1.000.000,00. Porém, sabe-se que exportações são o carro chefe da organização.

4.5 Épsilon Fundição

A representante de Venâncio Aires (Vale do Rio Pardo), Épsilon Fundição, iniciou seus trabalhos em 1986, começando na fundição de painéis e assadeiras. Também, a partir de 1995, começou a produzir linhas de garimpo e irrigação. Prezando a qualidade, conseguiu expandir sua linha para a exportação, que a mantém até hoje.

Nos registros do MDIC, não foi possível averiguar as faixas de valor de exportação e importação da referida empresa.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

Neste setor do estudo foram analisados os questionários respondidos pelas cinco empresas, no âmbito da contextualização das respostas, verificando as suas pertinências quanto ao tema estudado, assim como foram feitas críticas construtivas quando se mostrou possível.

Levou-se em conta o ambiente competitivo do setor no qual as empresas estão inseridas, seus ideais, suas políticas internas, quando assim se tinha a informação. Assim, os aspectos técnicos relacionados ao dia-a-dia da organização também foram levados em conta, visando uma possível obtenção de proposições em sequencia para a melhora dos processos de proteção cambial.

Inicialmente, comenta-se sobre os efeitos da volatilidade cambial nas organizações, como elas estão lidando com a situação; em sequência, sobre o uso de instrumentos gerais bancários utilizados pelas empresas para lidar com a variação cambial. Após, fala-se sobre o alcance de novas metas de compras e vendas devido aos valores cambiais estarem mudando constantemente, além de verificar, ainda, se as empresas estudadas conheciam e/ou operavam no mercado de derivativos e se elas gostariam, por fim, de simular operações neste meio.

5.1 Efeitos da volatilidade cambial nas organizações estudadas

Sendo esta abordagem relacionada à primeira questão do questionário, houveram opiniões diversas acerca do assunto nas cinco empresas estudadas.

A Alfa Jóias colocou que “o custo da matéria-prima subiu muito”, demonstrando a preocupação com os efeitos da depreciação do real no universo de tempo da pesquisa. Sendo uma empresa de jóias e semi-jóias que, de acordo com eles, possui grande parte de seu público-alvo no mercado interno, houve a necessidade da organização mudar sua estratégia quanto às compras de matérias-primas internacionais, visto que a desvalorização do real está “dificultando a competitividade”, de acordo com a posição destes sobre o tema.

Keedi (2010) comenta que, existindo uma maior concorrência entre os produtos importados no mercado, acaba por haver uma diminuição dos preços dos produtos, o que confirma a assertiva. Porém, o autor cita que também é visto que “a importação pode abrir campo para a exportação, pois nunca se deve esquecer que comércio é uma via de duas mãos, portanto, comprar pode abrir espaço para negociação para a exportação dos produtos do país importador”. (2010, pgs. 25-26).

Já no ramo de tabacos, sendo o Brasil o país líder em exportações mundiais segundo o Sindicato Interestadual da Indústria do Tabaco (2015), conhecida como Sinditabaco, a organização Beta Tabacos espera que o Dólar continue sendo mais valorizado que o Real, para continuar competitiva no mercado: “Sendo uma empresa exportadora de grande porte este fator [desvalorização do real] está ajudando muito a empresa no ano de 2015”, respondeu a companhia.

Gama Couros informou, de forma semelhante à Beta Tabacos, sobre as vantagens que encontraram com a desvalorização cambial no período: “o faturamento de nossa empresa é em cima da exportação, portanto não estamos tendo nenhum tipo de desafio ou perda”. Confirmando este ponto citado pelas duas empresas, Gonzalez (2012, pg. 133) informa que ocorrendo uma “valorização da moeda americana em relação à moeda nacional, as exportações são beneficiadas e o produtor nacional consegue competir de forma mais agressiva no mercado

internacional”. Porém, vale reafirmar a contraposição de Costa (2015), onde este comenta que não há mais a possibilidade da empresa ater-se somente à desvalorização cambial como fator de competitividade nas exportações, pois os meios macroeconômicos e políticos internos e externos influenciam diretamente nesta relação.

A organização Delta Assessoria de Comércio Exterior explanou as suas questões de volatilidade cambial com conceitos clássicos de comércio exterior, especificamente no retorno das comissões de agenciamento:

Por se tratar de uma empresa cujo principal enfoque é o de agenciamento de mercadorias no mercado internacional, a organização recebe comissões em moedas estrangeiras. Com a flutuação do câmbio, ao se converter as comissões em US\$ para R\$, há alterações no montante a ser recebido. O mesmo efeito ocorre tanto nas comissões sobre exportações e importações. No entanto, quando o Real desvaloriza, ocorrem menos importações e mais exportações. Tudo isso afeta o faturamento da empresa. (Delta Assessoria de Comércio Exterior).

Com relação ao agenciamento de comércio exterior, os autores Gama e Lopez (2002) comentam que a remuneração de seus serviços é normalmente deduzida em percentuais sobre o valor da venda ou da compra, onde são estudados os parâmetros máximos de cada operação, confirmando a estratégia da organização das suas comissões. A organização demonstrou que pode haver um grau de dificuldade para intermediários de comércio exterior que não adaptam suas receitas corretamente à volatilidade cambial.

A empresa Épsilon Fundição reportou que é uma empresa predominantemente exportadora, que, em contrapartida das outras organizações que estão conseguindo tirar proveitos da desvalorização do real, está sendo afetada por estarem “liquidando operações de ACC contratadas nos meses anteriores”. Esta situação relatada vai de encontro ao exposto por Gonzalez (2012), que informa que existe o risco de variação cambial nos juros de ACC e ACE, pois estes são calculados com base no valor em moedas estrangeiras na data da liquidação da operação de câmbio. Portanto, demonstra-se que a Épsilon Fundição acabou por ser afetada pela desvalorização do real pelo pagamento de juros talvez maiores do que esperavam, visto que no universo temporal do estudo houve uma forte desvalorização.

Além deste ponto citado dos juros de ACC e ACE na empresa Épsilon, a organização também explana que estão sofrendo com a alta do preço da matéria-prima de produção, visto o nível de inflação atual estar afetando o setor de fundidos.

5.2 Procedimentos financeiros utilizados pelas organizações estudadas para saldar valores cambiais

Nesta etapa, comentou-se sobre as respostas da segunda questão do questionário, onde foram repassadas os tipos de procedimentos utilizadas pelas empresas para lidar com as variações cambiais.

As empresas Alfa Jóias e Delta Assessoria de Comércio Exterior informaram que não utilizam procedimentos diferenciados para lidar com a volatilidade cambial, somente procedimentos genéricos bancários. Tavares (2014) comenta que o crédito bancário para empréstimos faz parte da vida corporativa, em que todas as empresas acabam por se envolver com essa atividade, seja por meio de vendas a prazo que precisam conceder créditos a seus clientes, seja quando precisam contratar operações de empréstimos e financiamentos, que caracterizam-se como operações genéricas. A autora ainda cita que o crédito bancário auxilia as empresas nas necessidades de trabalhar o seu capital de giro, equilíbrio do fluxo de caixa ou na realização de projetos de investimentos.

Beta Tabacos mencionou que “a empresa tem por procedimento buscar capital de terceiros tendo várias questões que influenciam nessa decisão, podem sim as variações cambiais ser um deles”, o que reafirma a menção de Tavares (2014) em que poucas empresas conseguem se manter na situação denominada “autofinanciamento”, onde esta utiliza apenas as fontes operacionais e seus lucros retidos para a manutenção das atividades do dia-a-dia. Porém, a autora cita que a maior parte das empresas requer fontes externas, “nem que seja para um empréstimo momentâneo ou equilíbrio de necessidades sazonais”. (pg. 130). Ainda seguindo a ideia da autora, esta esclarece que as empresas precisam ter uma política de financiamentos a curto prazo, sendo as estratégias para tal definidas na

captação de recursos e levando em consideração o custo das operações e as garantias envolvidas.

A empresa Gama Couros mencionou que se beneficiou dos produtos bancários Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) e Adiantamento de Cambiais Entregues (ACE), para aumentar o capital de giro da empresa, porém não utilizaram empréstimos em geral. Já a empresa Épsilon Fundição comentou que utiliza apenas ACC, como foi citado quando a mesma informou que estava sendo afetada pela alta do dólar no preço dos juros sobre este produto bancário.

5.3 Metas para combater ou aproveitar a volatilidade cambial nas empresas estudadas

Por unanimidade as empresas estudadas comentaram que a melhor forma para se adaptar à volatilidade cambial do período, tendo em vista o universo temporal do estudo de março de 2015 à setembro de 2015, seria aumentando a meta de exportações, com foco total. A empresa Épsilon Fundição, porém, comentou também que foi preciso renegociar com fornecedores, devido ao aumento do custo das suas matérias-primas.

As empresas Alfa Jóias e Gama Couros, além de terem informado sobre o aumento das metas para a exportação, visto o câmbio favorável para tal, explanaram que as compras de importados para revenda ou importações delas próprias (matérias-primas) foram reduzidas. Quanto ao ponto do aumento das exportações, Gama e Lopez (2002) mencionam que o exportador, na condição de um comerciante e não um profissional atuante direto do mercado financeiro, precisa contratar o câmbio quando notar que a cotação irá retornar a lucratividade desejada, mesmo que isso seja feito logo que a venda for concretizada, assim, eliminariam-se os efeitos da variação cambial.

A empresa Beta Tabacos destacou a importância do processo decisório do núcleo administrativo para se adequar ao padrão de mercado atual, onde o quanto antes elas possam fechar as vendas de tabaco, melhor, devido a este grau de

volatilidade favorável às exportações, que segundo a companhia é uma “possibilidade de lucro [...] oferecido pela oportunidade”. Quanto ao processo decisório organizacional da maximização de lucros com o aumento de oferta de produto com preço mais competitivo, Certo *et al.* (2010, pg. 138) comentam que se uma organização planeja melhorar seu lucro líquido induzindo o aumento da demanda do produto, “os administradores devem saber com clareza os resultados esperados de uma ação em particular. Somente assim é possível determinar se o que foi previsto realmente está ocorrendo e quais mudanças serão necessárias para garantir resultados”.

A Delta Assessoria de Comércio Exterior destacou que está recebendo mais foco de seus clientes para a realização de exportações do que nas importações. Além disso, comentaram que “a organização faz uma gestão do câmbio de forma a evitar perdas com a variação cambial”. Sobre esta gestão cambial de valores, Gama e Lopez (2002) afirmam que compete ao exportador buscar parâmetros que melhor reflitam os seus interesses.

A Épsilon Fundação enfatizou a necessidade do contínuo foco geral das exportações: “Continuamos trabalhando forte para sermos competitivos nos mercados que atendemos para amenizar a desvalorização de nossa moeda”. Quanto ao ponto de competitividade, Gama e Lopes (2002) informam que nos mercados menos procurados, por conta da menor concorrência, as chances de se alargar as margens de lucro e por conseguinte os preços são maiores. Porém, nos locais com concorrência mais acirrada, o exportador tem que repensar o seu preço, recalculando a sua margem de lucro, podendo torná-la não a desejável, mas somente a possível de continuar a competição no mercado. Esta margem menor está indiretamente ligada ao problema mencionado da empresa na renegociação com fornecedores devido à inflação nas matérias-primas da área.

Mitsutani (2014) sobre este fator de relacionamento com fornecedores comenta que a compra em si não é interessante, e sim o fornecimento, onde na hora de se resolver um fornecimento crítico, o relacionamento com o vendedor faz toda a diferença, que enquadra-se como a melhor garantia que o comprador pode possuir de que a necessidade do serviço ou produto será atendida.

5.4 Conhecimento e atuação das empresas estudadas no mercado de derivativos de proteção cambial

Visto que se buscou neste estudo uma visão de proteção cambial em especial com derivativos, mostrou-se necessário entender se as empresas respondentes conheciam este meio, e como eram suas operações nesta ênfase, caso existissem.

Somente a Beta Tabacos informou que faz o uso de instrumentos derivativos. Segundo a empresa, ela “utiliza dessa [não foi repassado qual produto de derivativo financeiro seria] ferramenta para otimizar o capital de giro, facilitar troca de mercadorias em garantia para exportações”. Alfa Jóias destacou que não conhece as ferramentas derivativas para proteção cambial, assim como a empresa Gama Couros, que são as companhias que tiveram o interesse em simular operações das suas áreas. A Delta Assessoria de Comércio Exterior não realiza operações na área, porém não deixou de demonstrar possuir uma pequena parcela de participação, nem que seja com informações aos seus clientes:

A empresa não utiliza o mercado de derivativos diretamente, pois ela presta assessoria e não exporta ou importa diretamente (na maioria das situações). No entanto, a empresa tem conhecimento de determinadas operações, como no caso de *swaps* cambiais, e indica tais operações para seus clientes quando julga que essas podem ser úteis para os mesmos. (Delta Assessoria de Comércio Exterior).

Épsilon Fundição informou que possui conhecimento no ramo de derivativos, porém por uma questão de política empresarial, não é permitido o seu uso. Com relação às políticas empresariais e seu meio, Certo *et al.* (2010) comentam que os administradores sempre buscam maneiras de otimizar as diretrizes e objetivos da organização, selecionando estratégias diversas, funcionais ou negociais, visando a disponibilidade financeira e as atitudes frente aos riscos, onde neste último algumas empresas querem assumir o mínimo de risco, independente do nível de retorno que for possível.

5.5 Simulações e proposições possíveis de derivativos em operações de comércio exterior das empresas concordantes

Neste setor do estudo foram simuladas operações de *hedge* com derivativos para as empresas Alfa Jóias e Gama Couros, que deram parecer favorável a testar operações de suas áreas com contratos futuros, contratos a termo (NDF), *swap* e mercado de opções, comparando após com fechamentos com o dólar do dia do vencimento da liquidação e com o mecanismo ACC.

Alfa Jóias repassou os três seguintes dados para efetuar as simulações:

- A) Exportação com carta de crédito;
- B) Operação USD (Dólar dos Estados Unidos) no valor de USD27.000,00;
- C) Destino: Paraguai.

Visto que são derivativos, e estes dados não seriam suficientes para efetuar os cálculos, foi necessário adicionar a seguinte observação para a simulação:

D) Os prazos das operações levaram em conta o período do estudo, de março de 2015 até setembro de 2015, especificamente nos dias 02 de cada mês, fechando aproximadamente 180 dias desde a data das negociações até o vencimento dos contratos. Portanto, foi estimado que a carta de crédito estudada tratava-se de ser a prazo e por este período de seis meses, isto para elucidar a variação no período.

E) As taxas de câmbio utilizadas na data de negociação (02/03/2015) e de liquidação (02/09/2015) foram baseadas nas cotações diárias do Banco Central do Brasil (BACEN), sendo R\$2,8655 e R\$3,7614 respectivamente.

Como explicado no referencial teórico, os contratos futuros são contratos firmados na BM&FBovespa, padronizadas e com a possibilidade de liquidação em qualquer momento, porém com o advento de ser depositada uma margem inicial para as posições serem cobertas pela variação cambial. Simulou-se que esta margem inicial seria um valor de 5% sobre o valor total do contrato em dólares (USD 27.000,00), totalizando R\$4.252,50, pois a taxa de câmbio de *hedge* para a operação contratada seria de R\$3,15.

Em outras palavras, até a data de vencimento do contrato dia-a-dia esta margem seria utilizada para cobrir eventuais oscilações cambiais. Caso o dólar se valorizasse em determinado dia, a diferença soma para a margem, porém caso o dólar se desvalorize, esta margem cobre a diferença até a variação cambial de *hedge* que a simulação buscou, que são os R\$3,15/USD1.00. Como citado no Quadro 3 do referencial teórico, os contratos futuros possuem a vantagem de poderem ser liquidados antes do período, vendo o exportador alguma taxa de câmbio diária atrativa, porém a operação retratada demonstrada no Quadro 4 seguinte teve a sua liquidação na data acordada.

Quadro 4 – Simulação de exportação com *hedge* futuro de dólar da Alfa Jóias e Gama Couros

Mercado de Contratos futuros de dólar - Alfa Jóias e Gama Couros- Exportação			
Valor da Op. USD	Data negociação	U\$ na data	Valor em Reais
\$27.000,00	02/03/2015	\$2,8655	\$77.368,50
	Data do vencimento	U\$ na data	Valor em Reais
	02/09/2015	\$3,7614	\$101.557,80
Valor de Margem para posições USD (5% do valor total)	Taxa de Hedge futuro acordado em 02/03	Margem de ajuste em Reais para ajustar posições	Valor em Reais com Hedge (Valor da Op. USD x Taxa)
\$1.350,00	\$3,15	\$4.252,50	\$85.050,00
Ajuste com o Hedge =	Valor em R\$ no Vencimento com o valor total do Hedge - Valor em Reais total no Vencimento + Margem inicial de ajuste de posições		
Ajuste com o Hedge =	R\$85.050,00 - R\$101.557,80 + R\$4.252,50 = Prejuízo de - R\$12.255,30		

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Silva Neto (2002) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Como houve uma grande desvalorização cambial no período, de cerca de 23,81%, a operação de contrato futuro de dólar se mostrou não interessante, visto que acarretou em prejuízo ao exportador de R\$12.255,30, comparativamente a fechar normalmente o câmbio da carta de crédito na liquidação. Porém, caso fosse uma importação, e fosse feito um contrato futuro padronizado para poder comprar a operação a uma taxa de câmbio de USD1.00,00/R\$3,15, após a empresa depositar a margem à instituição financeira, no dia do vencimento a margem seria utilizada no dia-a-dia para compensar as oscilações. Se a margem fosse zerada em decorrência

da oscilação, haveria a possibilidade de compensação da diferença na liquidação do contrato ou quando o importador se interessasse. O Quadro 5 citou a operação de importação, onde devido a oscilação cambial houve ganho ao importador que pagou uma taxa menor acordada pelos dólares (R\$3,15) do que a vigente na data de liquidação (R\$3,76).

Quadro 5 – Simulação de importação com *hedge* futuro de dólar da Alfa Jóias e Gama Couros

Mercado de Contratos futuros de dólar - Alfa Jóias e Gama Couros – Importação			
Valor da Op. USD	Data negociação	U\$ na data	Valor em Reais
\$27.000,00	02/03/2015	\$2,8655	\$77.368,50
	Data do vencimento	U\$ na data	Valor em Reais
	02/09/2015	\$3,7614	\$101.557,80
Valor de Margem para posições USD (5% do valor total)	Taxa de <i>Hedge</i> futuro acordado em 02/03	Margem de ajuste em Reais para ajustar posições	Valor em Reais com <i>Hedge</i> (Valor da Op. USD x Taxa)
\$1.350,00	\$3,15	\$4.252,50	\$85.050,00
Ajuste com o <i>Hedge</i> =	Valor em Reais total no Vencimento - Valor em R\$ no Vencimento com o valor total do <i>Hedge</i> - Margem inicial de ajuste de posições		
Ajuste com o <i>Hedge</i> =	R\$101.557,80 - R\$85.050,00 + R\$4.252,50 = Ajuste positivo de R\$12.255,30		

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Silva Neto (2002) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Silva Neto (2002), porém, comenta que incide imposto de renda retido na fonte (IRRF), *spread* bancário e emolumentos quando são negociados contratos futuros, o que inviabiliza as operações que não forem bem estudadas. Neste exemplo não foram deduzidos impostos gerais pois as alíquotas diferem dependendo do regime tributário da empresa, que não foi o intuito de ser pesquisado com os entrevistados.

Na operação simulada de mercado a termo foi utilizado o sistema *Non-Deliverable Forward* (NDF) mencionado no referencial teórico, onde não há a entrega física das mercadorias, e sim o contrato financeiro apenas com a instituição financeira.

De acordo com Abreu (2014), sendo o mercado a termo o primeiro tipo de derivativo existente e possuir a característica de ser mais simples de se operar,

poder ser qualquer tipo de produto e quantidade, além dos ajustes serem fixos no final do vencimento, há o porém de normalmente não poderem ser liquidados antes da data de negociação. A lógica das variações, neste exemplo, portanto, seguiu a dos contratos futuros, com exceção do valor da margem inicial de 5% sobre o contrato a termo não ser necessário, como foi no caso anterior. A simulação da Tabela 4 demonstra resumidamente uma exportação. Sendo uma exportação, o comprador (banco, instituição financeira referente ou o próprio importador) obteve o ganho de ajuste de R\$16.507,80 (sem descontar impostos) sobre a operação devido o preço do dólar no vencimento ser R\$3,7614. Já o exportador vendeu a sua mercadoria no preço acordado, R\$3,15 como taxa de câmbio, totalizando R\$85.050,00.

Tabela 4 – Simulação de exportação com *Hedge* de mercado a termo NDF para Alfa Jóias e Gama Couros

Data da neg.	Taxa do dólar em R\$ na data de negoc.	Valor da operação em USD	Valor da op. em R\$	Taxa do dólar no venc. em 02/09	Valor da op. em R\$ no venc.	Taxa de câmbio <i>Hedge</i> acord.	Total da op. em R\$ com <i>Hedge</i>	Ajuste para o comp. ou vend. em Reais
02/03/2015	\$2,87	\$27.000,00	\$77.368,50	\$3,76	\$101.557,80	\$3,15	\$85.050,00	\$16.507,80

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Abreu (2014) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Para a simulação do mercado de opções, foi utilizada a opção *put* (venda de dólares a uma taxa pré-determinada), que de acordo com Silva Neto (2002) e Abreu (2014) é a utilizada pelos exportadores que visam se proteger da variação cambial negativa. Então, nesta simulação a empresa exportadora comprou em alguma instituição financeira a opção de venda, com o valor de “prêmio” (semelhante à comissão dos contratos futuros) sendo R\$0,10 da variação cambial do *hedge*, e fechou o acordo aceitando a proposta da taxa de proteção cambial ser a diferença, R\$3,05.

A Tabela 5 abaixo ilustra o resultado da operação de exportação.

Tabela 5 – Simulação de compra de opção de venda (*put*) no mercado de opções para as empresas Alfa Jóias e Gama Couros

Taxa do dólar no dia do vencimento	Prêmio pago em USD x exercício	Resultado do exercício	Venda a mercado	Valor final	Valor final R\$
\$2,8655	\$0,10	\$0,2845	\$2,8655	\$3,0500	\$82.350,00
\$2,9900	\$0,10	\$0,1600	\$2,9900	\$3,0500	\$82.350,00
\$3,1100	\$0,10	\$0,0400	\$3,1100	\$3,0500	\$82.350,00
\$3,1500	\$0,10	\$0,0000	\$3,1500	\$3,0500	\$82.350,00
\$3,3940	\$0,10	\$0,0000	\$3,3940	\$3,2940	\$88.938,00
\$3,7614	\$0,10	\$0,0000	\$3,7614	\$3,6614	\$98.857,80

Fonte: Adaptador pelo autor com base em Silva Neto (2002) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Na simulação acima, foram demonstrados seis cenários distintos para o fim da operação, sendo o último o efetivo. Silva Neto (2002) comenta que não é interessante ao comprador da opção de venda (o exportador) exercer a opção no vencimento caso a taxa cambial for maior que a acordada no *hedge*, podendo deixar de exercer a operação com o vendedor da opção tendo pago somente o “prêmio” específico na data da negociação. Portanto, nesse caso, a opção não seria exercida, pois o exportador poderia optar por apenas pagar o prêmio e exportar com a taxa de R\$3,7614.

Caso fosse uma operação *call* (onde um importador, por exemplo, adquire o direito de comprar dólares com determinada taxa de câmbio), o importador exerceria a opção na data de vencimento, visto que pagaria o preço de *hedge* (R\$3,05+R\$0,10 de prêmio à contraparte), menor ao da data de liquidação. Para a contraparte, haveria prejuízo pois perderia a taxa cambial especulativa dos dólares que estava vendendo, mesmo tendo recebido um prêmio pela operação.

O Gráfico 1 confirma o enunciado da exportação com opções de venda *put*, onde o resultado ao comprador da opção não se mantém constante caso ela fosse exercida na data de vencimento, visto que a taxa cambial na data de vencimento retornaria o ajuste entre R\$3,7615 e o *hedge* previamente calculado R\$3,15.

Gráfico 1 – Ajuste financeiro na data de vencimento ao contratante



Fonte: Adaptado pelo autor com base em Silva Neto (2002).

Para operações de *swap*, houve complexidade na simulação. Como citado no referencial teórico, *swap* se trata de uma celebração dupla de contratos. Para deixar a simulação mais próxima ao contexto das organizações estudadas, optou-se por não utilizar *swap* de moedas, e sim com indicadores utilizados no dia-a-dia no mercado financeiro, como os indicadores de Certificado de Depósito Interbancário (CDI), a taxa de juros atual, etc. Silva Neto (2002, pg. 70) comenta que no *swap* “as partes trocam o fluxo financeiro de uma operação sem trocar o principal”, sendo que são acordadas taxas pré ou pós fixadas para as negociações. Após análise inicial, verificou-se que utilizar taxa CDI como referencial de cálculos seria mais apropriado para o momento.

Para os cálculos serem efetuados, utilizou-se consulta no Banco Central do Brasil da taxa CDI da data de 02/03/2015 (12,02%), marco inicial da negociação do *swap* entre as partes.

Na simulação da Tabela 6 seguinte foi calculada a operação da Alfa Jóias tanto para uma exportação quanto para uma importação, a título de conhecimento. Na exportação, a empresa iniciou a operação com o valor da CDI (12,02%) como pagamento para efetuar a troca de rentabilidade, caso o dólar se valorizasse no período. Na importação, a empresa iniciou a negociação com a divisão entre as taxas finais de câmbio, vezes 2,5% ao ano, como margem ao banco. Ao fim das operações na data de vencimento, o que mandaria qual tipo de rentabilidade seria repassada ao banco seria a variação cambial ser negativa ou positiva. Estes valores iniciais são demonstrados na Tabela 6 e explicados a seguir.

Tabela 6 – Simulações de *Swap* exportação e importação para Alfa Jóias e Gama Couros vinculadas à CDI

Dados/Tipo de processo	Exportação	Importação
Valor da operação USD	\$27.000,00	\$27.000,00
Data de neg. e Data de venc.	02/03/2015 e 02/09/2015	02/03/2015 e 02/09/2015
taxa R\$/USD na data negoc.	\$2,8655	\$2,8655
Valor da Operação R\$	\$77.368,50	\$77.368,50
CDI na data da negoc.	12,02%	12,02%
Total bruto à empresa R\$ na negoc.	$\$77.368,50 \times (1+12,02\%) =$ \$86.668,19	$\$77.368,50 \times [(3,7614/2,8655) \times$ $(1+2,5\%)] = \$104.096,07$
Taxa R\$/USD final venc.	\$3,7614	\$3,7614
Total bruto do banco R\$	$\$77.368,50 \times [(3,7614/2,8655) \times$ $(1+2,5\%)] = \$104.096,07$	$\$77.368,50 \times (1+12,02\%) =$ \$86.668,19
Ajuste no vencimento	Ajuste negativo à empresa de $\$86.668,19 - \$104.096,07 = -$ \$17.427,88	Ajuste positivo à empresa de $\$104.096,07 - \$86.668,19 =$ \$17.427,88 - 20% IRRF = \$13.942,30
Total do recebimento/pagamento final R\$	$\text{USD } 27.000,00 \times \$3,7614 =$ $\$101.557,80 - \$17.427,88 =$ \$84.129,92	$\text{USD } 27.000,00 \times (3,7614+2,5\%$ $\text{a.a.}) = \$104.096,07 -$ $\$13.942,30 =$ \$90.153,77
Taxa cambial equivalente no fim da op.	$\$84.129,92/\$27.000,00 =$ R\$3,1159	$\$90.153,77/\$27.000,00 =$ R\$3,3390

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Silva Neto (2002) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Visto que a taxa da data final de negociação da exportação obteve uma variação cambial positiva, o banco utilizou o critério de divisão das taxas cambiais e cobrou mais 2,5% sobre o valor cheio da operação, ocasionando um ajuste negativo de R\$17.427,88 contra a empresa, que foi subtraído da multiplicação da operação em dólares com a taxa cambial do dia do vencimento, resultando assim em uma taxa cambial média de *hedge* no fim do período de R\$3,1159, demonstrando um baixo retorno ao exportador. Já na importação, como a empresa assumiu a divisão da variação cambial mais 2,5% do total da operação em contrapartida do banco ter assumido o valor cheio mais CDI (12,02%), houve um ajuste positivo à empresa, pois o valor total de índice destes foi maior.

Sendo *swaps*, Silva Neto (2002) informa que é obrigatório cobrar imposto de renda sobre ajustes, caso existirem (após pesquisa junto à Receita Federal Brasileira, o imposto teve no período da negociação como valor 15% sobre o ajuste). Assim, o banco repassou ao importador o valor total como sendo da operação em dólares vezes a taxa final de câmbio vezes 2,5% menos o ajuste, resultando em R\$90.153,77, tornando atrativa a importação com *swap*.

5.5.1 Comparativos de rendimentos cambiais

Tendo os cálculos dos derivativos estudados concluídos, neste setor se buscou comparar os resultados com a livre flutuação da moeda, ou seja, verificar se as operações de derivativos com *hedge* do câmbio foram vantajosas para as companhias comparativamente com o fechamento normal de câmbio na data final da operação.

A Tabela 7 demonstra qual o tipo de derivativo empregado no cálculo, os ajustes das posições em exportações e importações, as comissões (prêmios) para as contrapartes, o resultado dos *hedges* nas operações e, para simplificar, em quanto ficou a taxa média final no final das operações.

Tabela 7 – Comparativos das simulações com a livre flutuação do período estudado dos derivativos

Derivativo	Ajuste na expo R\$	Ajuste na impo R\$	Comissão R\$	Resultado Hedge expo R\$	Resultado Hedge impo R\$	Taxa média final expo R\$/USD	Taxa média final impo R\$/USD
Mercado Futuro	(\$12.255,30)	\$12.255,30	\$4.252,50	\$85.050,00	\$85.050,00	\$3,15	\$3,15
Mercado a termo (NDF)	(\$16.507,80)	x	x	\$85.050,00	x	\$3,15	
Mercado de opções	(\$2.700,00)	\$2.700,00	x	\$82.350,00	\$82.350,00	\$3,05	\$3,05
Swap CDI	(\$17.427,88)	\$13.942,30	x	\$84.129,92	\$90.153,77	\$3,11	\$3,33
Livre Flutuação	x	x	x	\$101.557,80	\$101.557,80	\$3,76	\$3,76

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Silva Neto (2002) e taxas de câmbio BACEN (2015).

Tendo em vista o contexto em que as organizações Alfa Jóias e Gama Couros estão inseridas, sendo empresas de pequeno/médio porte com operações por vezes de valores menores e sem contato com a BM&Fbovespa e empresas de investimentos, além da não utilização de derivativos e instrumentos financeiros diferenciados, com exceção de ACC, a utilização destes derivativos testados para estas empresas neste período de oscilação cambial não teria sido interessante para ambas, tendo em vista a flutuação cambial sendo padrão em desvalorização.

5.6 Proposições

Buscando auxiliar as organizações a atingirem melhores patamares de adaptação ao mercado influenciado pelas variações cambiais, é válido levar em conta as observações de autores da área financeira e inferências do pesquisador quanto aos resultados da pesquisa, no que se trata ao risco da exposição à derivativos e câmbio, além das já comentadas anteriormente.

Nos quatro cenários de derivativos estudados, o valor agregado para a exportação foi abaixo do que as organizações conseguiriam caso fechassem o câmbio com ACC, pois este não acarreta em ajustes de posições com imposto de rendas caso existirem ajustes positivos e nem corretagem de investimentos.

Para exemplificar, pode-se comparar uma operação de ACC com estes derivativos. Seguindo uma exportação citada na obra de Gonçalves (2012), caso as organizações fechassem com um banco escolhido um ACC no valor de 100% da operação, a por exemplo uma taxa de juros (deságio) de 8% ao ano, com este prazo de seis meses do estudo, nas mesmas taxas de câmbio, o exportador teria o valor adiantado de $USD27,000.00 \times R\$2,8655 = R\$77.368,50$, com os seguintes critérios para cálculos do juros ao banco: $USD27.000,00 \times 8\%a.a. = USD2,160.00 / 360$ dias = $USD6.00 \times 180$ dias da operação = $USD1,080.00 \times R\$3,7614$ do dia da liquidação do contrato = $R\$4.062,31$, onde deixaria uma operação líquida final de $R\$77.368,50 - R\$4.062,31 = R\$73.306,19$.

O valor anteriormente citado, mesmo sendo abaixo do menor retorno dos derivativos, que foi detectado ser no mercado de contratos futuros, tendo em vista a burocracia dos prêmios e ajustes, acabaria por ser interessante à empresa por não haver margens iniciais de depósito, nem ajustes, nem prêmios, que complicam as operações para empresas, inclusive, que não possuem *know-how* na área para uma perfeita gestão destes riscos de variações. Somando a isto, Gonzalez (2012, pg. 181) informa que “o exportador ao receber o ACC poderá aplicar estes recursos no mercado financeiro ou honrar seus compromissos no período em que não estará utilizando-os no processo produtivo”.

Quanto ao capital de giro empresarial resultado do uso destes produtos bancários de exportação, Gama e Lopez (2002) mencionam que pode o exportador sair favorecido em relação à venda interna, ao conseguir que o capital gire em prazo menor, uma vez que a venda interna ocorre com postergação do prazo de pagamento em relação à entrega do produto. Os autores também colocam que “as linhas de financiamento à exportação [ACC, neste exemplo] possuem custos bem inferiores aos das oferecidas para mercado interno, razão pela qual somente se entende viável financeiramente a adoção desta hipótese para venda destinada ao exterior”. (pg. 416).

Sobre a questão de importações, como houve em todos os cenários calculados um ganho pela desvalorização cambial caso as empresas tivessem usado derivativos, tendo ainda a possibilidade de quitar antes do momento da liquidação, como no mercado futuro e em opções *call*, as empresas poderiam economizar efetuando *hedge* no início da operação de importação. Cabe ressaltar, porém, a disponibilidade que a companhia deveria possuir em caixa para depósitos das margens ou desembolso de ajustes às contrapartes para iniciar a trabalhar com tais derivativos, algo que não seria necessário caso ela simplesmente fechasse o câmbio normalmente quando mais lhe conviesse dentro deste prazo.

Como ponto adicional ao fator estratégico das companhias para gerenciar as exportações e importações, Silva Neto (2002) comenta que as organizações ou investidores podem implantar sistemas chamados de Gestão de Risco, que podem ser *softwares*, ou mesmo empresas de analistas terceirizados, que focam diariamente no preço das posições dos ajustes dos derivativos, que estudam dia após dia qual seria a melhor posição para fechar as operações, vendo o ambiente macroeconômico. Além disso, as empresas operadoras de derivativos para se protegerem devem ter a ciência dos riscos inerentes existentes até mesmo quando se efetua *hedges*, pois os custos de contratação e desvalorizações ou valorizações muito significativas, sem a devida análise de impacto dentro da empresa, podem inviabilizar as operações e acarretar prejuízos financeiros.

Estes prejuízos acabam por espantar os operadores, que não buscam mais estes tipos de produtos financeiros, mesmo com ambientes macroeconômicos favoráveis. Ainda sobre a gestão de risco, o autor menciona que, não somente sendo um *software*, mas o pensamento focado neste sistema de risco deve ser uma atitude institucional filosófica da organização, que vai desde o mais baixo patamar da empresa, até os diretores, todos devem estar norteados para manter a sanidade financeira da organização.

Pereira (2013) comenta que administrar riscos é o mesmo que auxiliar a organização a formular estratégias que poderão medir, gerenciar os riscos e controlá-los. É um processo contínuo para identificar e otimizar oportunidades que evitem exposições desnecessárias e alcance resultados satisfatórios para as operações das empresas. Neste âmbito, o autor comenta que no gerenciamento de

riscos há a necessidade de haver supervisão pela alta administração; política empresarial conectada diretamente ao meio, procedimentos padrões e limites, onde são estabelecidas as ferramentas de acompanhamento utilizadas. Também, quais são as regras que deverão ser seguidas mediante os limites permitidos para exposição aos riscos e mensurar através de relatórios, com informações atualizadas de mercado, as evoluções dos riscos aos quais os investidores estão constantemente expostos.

Além dos pontos citados anteriormente, não é interessante às empresas utilizarem derivativos com fins de *hedge* em apenas operações pontuais, entende-se que adaptar certas porcentagens da receita das operações da organização com derivativos de *hedge* deixam o *know-how* com estes instrumentos cada vez mais efetivos, além de projetarem os ganhos das empresas a longo prazo, visto que as taxas foram acordadas previamente e não há a existência de “susto” não somente das oscilações cambiais, mas das oscilações de inflação, juros, e outros indicadores econômicos. Portanto, cabe às organizações verificarem qual seu nível de risco, até que ponto estas querem ou podem chegar para obterem o entendimento do mercado financeiro de derivativos com fins de *hedge*.

No capítulo 6 “Conclusões” a seguir foram debatidos os pontos específicos gerais deste estudo, respondendo ao problema e elencando os seus objetivos ao tema geral do trabalho.

6 CONCLUSÃO

A partir dos conhecimentos inferidos nesta pesquisa, buscou-se demonstrar a necessidade que as empresas operadoras de comércio exterior tem em gerenciar as suas operações se baseando no estudo de proteção contra as oscilações cambiais, tendo como ponto de vista principal o mercado de derivativos financeiros, pouco aproveitado na região de estudo. As companhias que entendem a necessidade de se interessarem nos aspectos financeiros do câmbio podem muito bem possuir ganhos de escala, visto que as ferramentas financeiras estão disponíveis para todas as organizações, cabe a elas possuírem políticas de usufruto neste meio.

O objetivo principal deste trabalho foi de analisar as ferramentas de proteção cambiais (*hedge*) disponíveis nas instituições financeiras para operações de empresas previamente selecionadas de comércio exterior do Rio Grande do Sul, com foco nos derivativos cambiais, no intervalo de tempo do estudo, março de 2015 a setembro de 2015. Como objetivos específicos, para facilitar o entendimento do tema, explanou-se a infraestrutura e o contexto em que as empresas de comércio exterior brasileiras estão inseridas, somando à verificação do entendimento destas quanto ao uso de proteções cambiais diversas existentes nas instituições financeiras do país. Para estes pontos, utilizou-se de pesquisa exploratória com caráter bibliográfico para ser redigido os aspectos teóricos inerentes ao tema, além de questionário aberto com uma abordagem qualitativa para as empresas selecionadas responderem abertamente sobre os seus comportamentos diante das frequentes

variações cambiais e da utilização de instrumentos derivativos para se protegerem destas variações, em que se buscou o interesse das empresas para simular operações de *hedge* a partir de operações delas próprias.

Verificou-se nas respostas dos questionários que as empresas já operadoras de comércio exterior, em tempos de variações cambiais visivelmente pendendo para a desvalorização do real, focam suas metas em exportações, assim como diminuem suas importações e renegociam as matérias-primas com seus fornecedores que foram afetados por estas desvalorizações cambiais. Além desses pontos, inferiu-se que há resistência em nível de planejamento da política empresarial quanto ao uso de derivativos de câmbio, além de que algumas organizações nem conheciam instrumentos de *hedge* a partir destes instrumentos financeiros, mas demonstraram interesse em conhecer.

A partir das aplicações de operações de comércio exterior com derivativos às empresas interessadas neste meio, constatou-se que no período analisado, existindo forte desvalorização do real perante o dólar, precaver-se com instrumentos de *hedge* no início das negociações e manter estas posições poderia causar prejuízos a longo prazo para empresas exportadoras, comparativamente a fechamentos de câmbio simples no dia da liquidação ou utilizando Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC) bancários no início destes contratos, mesmo pagando altos juros na data de liquidação, além deste último proporcionar capital de giro e financiamento à produção das companhias, como mencionado pelas organizações. Todavia, caso as empresas realizassem no período importações de suas matérias-primas necessárias, poderia haver no final das operações ganho por ocasião destas desvalorizações cambiais, elas teriam ajustes positivos a seu favor, ou seja, o *hedge* contra a variação cambial seria efetivo.

Como importância de estudo deste tema, após analisar os padrões de comportamento com as variações cambiais das organizações e as simulações propostas, entendeu-se que o meio precisa de mais interesse por parte das organizações que operam no comércio exterior, visto que empresas que mais exportam em tempos de desvalorização cambial eventualmente poderão importar mais em tempos de valorização cambial e se protegerem com *hedge* para exportar com os meios derivativos existentes propostos. Somando a isto, reconheceu-se a

necessidade de uma gestão de risco nas organizações, um apoio analítico quanto aos riscos para uma empresa poder ter sustentabilidade ainda no seu meio.

Entendeu-se como um limitador para este trabalho a falta de mais empresas respondentes do questionário, aparentemente pela resistência às pesquisas acadêmicas neste formato, aliando ao fato de derivativos e *hedge* não serem terrenos planos que as empresas da região estudada terem o costume de atuar. Somando-se a este ponto, a aversão das empresas quanto a expor seus dados internos e contábeis para simulações acadêmicas, mesmo que o resultado destas análises possam ser interessantes para o seu dia-a-dia organizacional, limita o foco de estudo para respostas curtas em questionários abertos, sem uma possibilidade de grandes aprofundamentos. Quanto aos cálculos, um limitador da abordagem reconhecido foi da não consideração do regime tributário das empresas, o que acarretaria a diferentes ajustes de posições, porém, mesmo se destacando este ponto, cabe às organizações decidirem adaptar suas receitas aos tributos, como são feitos em quaisquer outras operações financeiras das empresas.

O problema deste estudo foi respondido efetivamente após as empresas relatarem os seus comportamentos e formas de atuação perante as variações cambiais, especificamente falando da época do estudo. Com os meios teóricos disponíveis e inferidos para a pesquisa das proteções cambiais financeiras existentes, testando-os, reconheceu-se que há momentos diferentes que as empresas podem utilizar distintas operações, ou mesmo não utilizarem derivativos e focarem somente em instrumentos como ACC para lidar com as volatilidades cambiais.

Para finalizar, espera-se que este estudo possa repassar à sociedade e à comunidade acadêmica do Centro Universitário Univates e outras universidades interessadas no tema uma compreensão inicial, com um ar não tão complexo, de como operam empresas de comércio exterior perante as variações cambiais, além de elucidar em que ambientes de comércio exterior estas empresas estão inseridas e como elas podem trabalhar seus meios financeiros concomitantemente com derivativos para *hedge*, esperando-se que outros estudos sobre este tema sejam feitos, em outros ambientes, com outras amostras, para enriquecer o meio.

REFERÊNCIAS

ABREU, Ari Ferreira de. **Aquisições e reestruturações empresariais**. 1ª Ed. Curitiba: InterSaberes, 2014. E-book. Disponível em <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 17 maio 2015.

ASSIS, Marcelo Gonçalves; CARVALHO, Dênis Muniz da Silva; JOAQUIM, Tarcisio Rodrigues. **Mercado de câmbio brasileiro e câmbio de exportação**. 1ª Ed. São Paulo: Lex Editora, 2006.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica**. 3ª Ed. São Paulo: Pearson Prendice Hall, 2007. E-book. Disponível em: <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 17 maio 2015.

BORGES, Joni Tadeu. **Financiamento ao comércio exterior: o que uma empresa precisa saber**. E-book. 1ª Ed. Curitiba: InterSaberes, 2012. Disponível em: <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 14 maio 2015.

_____. **Câmbio**. E-book. Curitiba: InterSaberes, 2012. Disponível em: <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>> Acesso em: 18 maio 2015.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Circulares que sucederam a RMCCI desde 03/02/2014**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/Rex/LegCE/Port/circulares.asp>>. Acesso em: 07 maio 2015.

_____. Circular BACEN Nº 3.690, de 16 de dezembro de 2013. **Dispõe sobre a classificação das operações no mercado de câmbio**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Rex/legce/port/Circular3690.asp?idpai=CAMBIOREGULA>>. Acesso em: 05 maio 2015.

_____. Circular BACEN Nº 3.691, de 16 de dezembro de 2013. **Regulamenta a Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008, que dispõe sobre o mercado de câmbio e dá outras providências**. Disponível em:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2013/pdf/circ_3691_v3_P.pdf>. Acesso em: 05 maio 2015.

_____. Resolução Normativa CMN Nº 3.568, de 29 de maio de 2008. **Dispõe sobre o mercado de câmbio e da outras providências.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2008&numero=3568>>. Acesso em: 05 maio 2015.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo.** São Paulo: Edições 70, 2011.

CANO, Wilson. **(Des)industrialização e (sub)desenvolvimento.** *Instituto de Economia da Unicamp.* 2014. pg. 1-35. ISSN 0103-9466. Disponível em: <<http://centrocelsofurtado.org.br/congresso2014/arquivos/file/Artigo%20Wilson%20Cano.pdf>> Acesso em: 06 maio 2015.

CARVALHO, Genésio de. **Introdução às finanças internacionais.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CERTO, Samuel C. *et al.* **Administração estratégica:** planejamento e implantação de estratégias. 3ª Ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010.

CHEMIN, Beatriz Francisca. **Manual da Univates para trabalhos acadêmicos:** planejamento, elaboração e apresentação. 3ª. Ed. Lajeado, Ed. da Univates, 2015.

COSTA, Fernando Nogueira da. Insuficiência da depreciação cambial. **Cidadania & Cultura,** Campinas, 20 abr. 2015. Disponível em: <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2015/04/20/irrelevancia-da-depreciacao-cambial/>>. Acesso em: 14 maio 2015.

DIMENSÕES do setor. **Sindicato Interestadual das Indústrias de Tabaco:** Sinditabaco. 2015. Disponível em: <<http://sinditabaco.com.br/sobre-o-setor/dimensoes-do-setor/>>. Acesso em 20 set. 2015.

DINIZ, André. **Secex reestrutura-se para melhor desempenho de funções.** Brasília, 01 out. 2013. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/portalmDIC/sitio/interna/noticia.php?area=5¬icia=12699>>. Acesso em 25 jul. 2015.

EMPRESAS brasileiras exportadoras e importadoras. **Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.** 2015. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=603>>. Acesso em 22 out. 2015.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira.** 12ª Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GAMA, Marilza; LOPEZ, José M. C. **Comércio exterior competitivo**. 1ª Ed. São Paulo: Aduaneiras, 2002.

GONÇALEZ, Orivaldo. **Câmbio, exportação e importação**: fundamentação teórica e rotina bancária. 2ª Ed. São Paulo: Lex Editora, 2012.

HOLLAND, Márcio; PILLATTI, Cláudia Theresa. **Regimes cambiais e intervenções no mercado de câmbio brasileiro**: uma análise a partir da tese do “medo de flutuar”. *A Economia em Revista – AERE*. V. 17, n. 2, 2009. ISSN 2236-2029. Disponível em: <<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/13064>>. Acesso em 06 maio 2015.

KEEDI, Samir. **ABC do comércio exterior**. 3ª Ed. São Paulo: Aduaneiras, 2010.

KERR, Roberto Borges. **Mercado financeiro e de capitais**. E-book. 1ª Ed. São Paulo: Prendice Hall, 2011. Disponível em <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 17 maio 2015.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional**: teoria e política. E-book. 8ª Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. Disponível em <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 16 maio 2015.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos de mercado de capitais**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LUZ, Rodrigo. **Comércio internacional e legislação aduaneira**. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MALHOTRA, Naresh. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 6ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

MITSUTANI, Cláudio. (Org.). **Compras estratégicas**: construa parcerias com fornecedores e gere valor para seus negócios. 1ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

OREIRO, José Luís. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: FERRARI FILHO, Fernando; SICSÚ, João. (Orgs.). **Câmbio e controle de capitais**: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. P. 29-56.

PEREIRA, Cleverson Luiz. **Mercado de capitais**. E-book. 1ª Ed. Curitiba: InterSaberes, 2013. Disponível em: <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 16 maio 2015.

RIZZO, André A. de P. **Comércio Exterior – quatro temas para debate**. *Revista Brasileira de Comércio Exterior [online]*. 2014. Nº 120. Pg. 22-29. Disponível em: <<http://www.camex.gov.br/public/arquivo/arq1412713772.pdf>>. Acesso em: 06 maio 2015.

ROSSI, Pedro. **Especulação e arbitragem no mercado brasileiro de câmbio futuro**. *Rev. econ. contemp.* vol.18, n.1, pp. 84-98. 2014, ISSN 1415-9848.

Disponível em: <www.scielo.br/pdf/rec/v18n1/1415-9848-rec-18-01-00084.pdf>. Acesso em: 07 maio 2015.

_____. **Institucionalidade do mercado de câmbio e a política cambial no Brasil**. *Econ. soc.*, vol.23, n.3, pp. 645-667. 2014, ISSN 0104-0618. Disponível em: <www.anpec.org.br/.../i6-276b5633de4bd85b728cb84abfbf8e4e.pdf>. Acesso em: 08 maio 2015.

SILVA, Cristiano Köhler. **Estudo da racionalidade dos instrumentos de hedge oferecidos pelo banco Santander Banespa**. 2006. 61 f. Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/24470>>. Acesso em 13 maio 2015.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SOUZA, Luís Fabiano de. **Análise de instrumentos de hedge utilizados no mercado cambial: um estudo com base nas práticas do banco Santander**. 2008. 82 f. Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/18076>>. Acesso em 13 maio 2015.

TAVARES, Rosana. **Operações de crédito: produtos e serviços bancários**. E-book. 1ª Ed. Curitiba: InterSaberes, 2014. Disponível em: <<http://univates.bv3.digitalpages.com.br/>>. Acesso em: 20 setembro 2015.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 12ª Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

VIEIRA, Aquiles. **Importação: práticas, rotinas e procedimentos**. 5ª Ed. São Paulo: Aduaneiras, 2012.

APÊNDICE

Questionário destinado às empresas para análise dos dados.

1 – O faturamento das empresas que possuem operações de comércio exterior, principalmente que utilizam importações para funcionar estão observando diversos desafios nos últimos meses. A empresa está atualmente sofrendo os efeitos da volatilidade cambial? Se sim, quais são eles no faturamento da empresa?

2 – Por vezes, não somente para saldar passivos, mas para adaptar o seu capital de giro ao novo contexto econômico do dólar, é necessário buscar empréstimos em instituições financeiras. A empresa efetua procedimentos financeiros - como empréstimos - para saldar valores referentes às variações cambiais?

3 – Em março de 2015, o dólar efetivamente começou a oscilar mais que o normal e não parou até hoje, sempre com a tendência de elevação. Como a empresa está, desde esta data, lidando com estas questões pontuais de elevação, dia após dia? Estabeleceram metas de vendas e compras diferenciadas de acordo com essas variações?

4 – O mercado de derivativos financeiros está em evidencia nos últimos anos, apesar do medo ainda existente quanto aos seus efetivos resultados. A empresa conhece e/ou atua com o mercado de derivativos financeiros (contratos de mercado futuro, de opções, de *swaps* cambiais e o de mercado a termo) de apoio ao risco de câmbio? Já fizeram alguma operação neste meio?

4.1 – Se a resposta da questão número 4 for **sim e conhece mas não atua**, por qual(is) motivo(s) não o faz?

4.2 – Se a resposta da questão número 4 for **sim e atua**, como a empresa atua com estes mercados? Com exportações ou importações? Utiliza uma ferramenta das quatro existentes específica ou varia de acordo com a necessidade?

4.3 – Se a resposta da questão número 4 for **não atua e não conhece**, estaria interessado em conhecer e descobrir as formas que as instituições financeiras podem proteger os operadores de comércio internacional na proteção da variação cambial?

5 – A empresa estaria disposta a disponibilizar uma operação cambial, com o prazo da operação, para ela ser simulada com as ferramentas de proteção cambial existentes, com fins de verificar uma possível viabilidade ou inviabilidade da empresa para com estas questões financeiras? Seria testada a operação nas quatro formas de proteção cambiais em derivativos.