

I. S. E. G.	
Biblioteca	
Ee.f.	36438
533-G.	

RESERVADO

HG3962
C68
1988



EDUARDO BARBOSA DO COUTO

GESTÃO DO RISCO DE CÂMBIO DE TRANSACÇÃO

UMA APLICAÇÃO AO CASO PORTUGUÊS

DISSERTAÇÃO PARA
MESTRADO EM GESTÃO NO
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA

Lisboa

A.4/e.23/y 3/y.410 1988 / 0.2233



AGRADECIMENTOS

- Ao Professor Doutor Mário Madureira pelo acompanhamento, disponibilidade, ajuda e esclarecimentos concedidos desde o início da elaboração da dissertação.
- Ao Doutor Couchinho Baptista pela grande utilidade da sua orientação e pelo esforço, dedicação, disponibilidade e conhecimentos sempre demonstrados.
- À minha esposa, Maria Olívia, pelo amor que sempre me dedicou, pela compreensão que manifestou e pela motivação que me deu durante todo o curso.
- Ao Instituto de Formação Bancária pelo apoio e colaboração que me forneceu a todos os níveis.
- A todos os amigos, colegas e especialistas que me ajudaram de algum modo na elaboração da dissertação.

NOTA: Quaisquer erros ou incorrecções existentes são unicamente da minha responsabilidade.



INDÍCE

Introdução

Objectivos do trabalho
Oportunidade da temática
Delimitação do tema

PARTE I - GESTÃO DO RISCO DE CÂMBIO DE TRANSACÇÃO

Página

Capítulo I - Definição de conceitos	1
1.1. Noção de risco de câmbio	1
1.2. Tipos de risco de câmbio	2
1.2.1. Risco económico	2
1.2.2. Risco de conversão	3
1.2.3. Risco de transacção	5
1.3. Posições de câmbio	8
1.3.1. Noção de posição de câmbio	8
1.3.2. Posições à vista e posições a prazo	9
1.3.3. Posições curtas e posições longas	9
1.3.4. Posição global	10
1.3.5. Posições de transacção	11
1.4. Cobertura do risco de câmbio	12
1.5. Especulação	13
1.6. Arbitragem	14

Capítulo II - Mercado de câmbios à vista	16
2.1. Funcionamento e características principais	17
2.2. A "eficiência" do mercado cambial	21
2.2.1. Consequências na taxa de câmbio a prazo .	21
2.2.2. Moedas a prêmio e a desconto	22
2.2.3. A "ineficiência" do mercado cambial	23
Capítulo III - Políticas face ao risco de câmbio	25
3.1. Factores condicionadores	26
3.2. Políticas de aceitação do risco	26
3.3. Políticas de eliminação e redução do risco	27
3.4. Políticas de cobertura do risco	28
Capítulo IV - Políticas de eliminação e redução do risco	31
4.1. Escolha da moeda de regularização	32
4.1.1. Escolha da moeda nacional	32
4.1.2. Escolha de moedas estrangeiras	34
4.2. Redução de prazos	36
4.3. Gestão dos prazos de regularização	38
4.4. Compensação	41
4.5. Desconto por antecipação da regularização	43
4.6. "Desconto sem recurso"	45
4.7. Fixação de preços	47
4.8. Utilização do mercado à vista na gestão do risco	48

Capítulo V	- Políticas de cobertura do risco	49
5.1.	Recurso ao euro-mercado	50
5.1.1.	Conceito e origem	50
5.1.2.	Características principais	51
5.1.3.	Obtenção e aplicação de fundos	53
5.1.4.	Cobertura de posições longas	54
5.1.5.	Cobertura de posições curtas	57
5.1.6.	Financiamentos em divisas e gestão de posições curtas	57
5.1.7.	Financiamentos "puros" em divisas.....	59
5.2.	Mercado de câmbios a prazo	60
5.2.1.	Características principais	60
5.2.2.	Cobertura de posições curtas	63
5.2.3.	Cobertura de posições longas	65
5.2.4.	Cálculo das cotações a prazo	67
5.3.	Mercado de futuros em divisas	72
5.3.1.	Características principais	72
5.3.2.	Cobertura de posições curtas	75
5.3.3.	Cobertura de posições longas	78
5.3.4.	Contratos de futuros cruzados	80
5.4.	Opções de câmbio	81
5.4.1.	Conceitos e tipos de opções	81
5.4.2.	Características gerais das opções	83
5.4.3.	O preço de exercício	86
5.4.4.	O preço das opções	87
5.4.4.1.	O valor intrínseco	88
5.4.4.2.	O valor tempo	89
5.4.4.3.	Considerações sobre o preço das opções	91
5.4.5.	Taxa efectivamente garantida	92
5.4.6.	Utilização das opções	92
5.4.7.	Cobertura de posições curtas	94
5.4.8.	Cobertura de posições longas	98

5.5. Contratos de seguro	100
5.6. Comparação entre as várias formas de cobertura .	101
5.6.1. O recurso ao euro-mercado "versus"	
contratos a prazo	101
5.6.2. Mercado de câmbios a prazo "versus"	
mercado de futuros	103
5.6.3. Contratos de opção "versus" contratos a	
prazo	105

**PARTE II - GESTÃO DO RISCO DE CÂMBIO DE TRANSACÇÃO NO CONTEXTO
LEGISLATIVO PORTUGUÊS**

Capítulo VI - Contexto legislativo cambial.

Regulamentação de base	108
------------------------------	-----

6.1. Aspectos gerais	109
6.2. Operações de mercadorias	111
6.3. Operações de invisíveis correntes	112
6.4. Operações de capitais	114

Capítulo VII - Mercado de câmbios à vista 117

Capítulo VIII - Políticas de eliminação e redução do risco 123

8.1. Escolha da moeda de regularização	124
8.2. Compensação	125
8.3. Redução de prazos	126
8.4. Gestão dos prazos de regularização	127
8.5. Desconto por antecipação da regularização	129
8.6. "Desconto sem recurso"	130

Capítulo IX - Políticas de cobertura do risco	132
9.1. O recurso ao euro-mercado	133
9.1.1. Considerações gerais	133
9.1.2. Cobertura de operações de exportação	134
9.1.3. Cobertura de operações de importação	138
9.2. Mercado de câmbios a prazo	140
9.3. Seguro de risco de câmbio da COSEC	143
9.3.1. Considerações gerais	143
9.3.2. Apólice global	144
9.3.3. Apólice especial	145
9.4. Contratos de fixação de câmbio com o Fundo de Garantia de Riscos Cambiais	146
9.5. Opções de câmbios e contratos de futuros de divisas	148
 Capítulo X - Conclusões	 150
 ANEXOS	 154
 Notas Explicativas por Capítulos	 155
Bibliografia	167

INTRODUÇÃO

- . Objectivos do trabalho
- . Oportunidade da temática
- . Delimitação do tema

INTRODUÇÃO

Objectivos do trabalho

Com o colapso a partir de 1971 do sistema de paridades fixas acordado em Bretton Woods, resultante de uma aglomeração de factores, nomeadamente, da inconvertibilidade do dólar (moeda central do sistema) e da crise económica associada à crise do petróleo, assistiu-se a significativas variações nos preços, nas taxas de juro e nas taxas de câmbio.

A generalidade dos países deparou com uma proliferação de riscos sem precedentes, que afectou profundamente, ainda que de forma desigual, todo o tipo de organização.

Em resposta, o sistema financeiro, apoiado e impulsionado nas novas tecnologias de informação, desenvolveu um vasto conjunto de inovações, traduzindo-se, entre outros aspectos, na multiplicação e diversificação das modalidades de cobertura de riscos.

Perante a instabilidade e a imprevisibilidade que caracterizam as taxas de câmbio da generalidade das divisas transaccionadas nos mercados cambiais, as empresas incorrem, presentemente, num risco de câmbio que pode afectar os seus resultados e até a sua própria continuidade.

As empresas portuguesas estão confrontadas com esta problemática e terão de conhecer, cada vez mais, as suas alternativas de actuação.

A legislação cambial portuguesa tem vindo a sofrer uma progressiva evolução liberalizadora nos últimos anos, pelo que actualmente, as empresas nacionais dispõem de um conjunto de importantes meios para ultrapassarem, em muitos casos, total ou parcialmente, a questão do risco de câmbio.

Os objectivos deste trabalho são, numa primeira parte, analisar e discutir a temática do risco cambial, considerando um contexto geral e teórico e, numa segunda parte, estudar a sua aplicação ao actual contexto legislativo cambial português.

A análise teórica do risco cambial tem como finalidade expor o conjunto de instrumentos de gestão do risco de câmbio ao dispor das empresas de outros países, sobretudo dos mais desenvolvidos, para podermos estabelecer, posteriormente, uma comparação com a situação actual das empresas portuguesas e analisarmos qual deverá ser a evolução previsível neste domínio em Portugal.

Tendo verificado nos contactos mantidos com pessoas colocadas em lugares de decisão, que existe um certo desconhecimento e, por vezes, uma certa insensibilidade ou confusão sobre esta temática, propus-me contribuir para esclarecer e organizar um vasto conjunto de informação e alternativas, recentes e dispersas, que se encontram ao dispor das empresas portuguesas.

Este trabalho tenta ser uma contribuição para o preenchimento de uma lacuna informativa actualmente existente, sobre as possibilidades de gerir o risco cambial, no actual contexto legislativo nacional.

Evidentemente que esta reflexão está longe de esgotar o tema e seria aconselhável e vantajoso que outras pessoas se debruçassem sobre esta temática, concorrendo para o seu aprofundamento.

Oportunidade da temática

Apesar da nossa integração na CEE e da possibilidade do escudo integrar o Sistema Monetário Europeu, sobretudo o mecanismo de câmbio, este trabalho não perde importância e parece-me oportuno.

Primeiramente, a integração do escudo no mecanismo de câmbio só deverá realizar-se após a superação de alguns problemas internos, designadamente problemas estruturais da nossa economia que possibilitem eliminar a desvalorização deslizando e reduzir os níveis de inflação interna para valores aceitáveis em termos comunitários.

Depois porque, mesmo que Portugal adira ao mecanismo de câmbio, o sistema estabelece um regime de câmbios flutuantes, embora limitados, permitindo uma variação máxima nas taxas de câmbio de 4,5%, o que deverá considerar-se um valor suficientemente significativo, para que as empresas se preocupem com as flutuações cambiais.

Além disso, não devemos esquecer as transacções em moedas diferentes das dos países da CEE, nomeadamente as operadas em dólares, cujos níveis actuais de instabilidade são verdadeiramente preocupantes. É que o Sistema Monetário Internacional funciona presentemente em regime de câmbios flutuantes, sem qualquer limite imposto às variações cambiais.

Esta é uma razão bastante justificativa para que se trate da temática do risco cambial, considerando até a hipótese de uma eventual unificação monetária na CEE, o que, a acontecer, levará ainda muito tempo, em virtude do simbolismo e interesse das moedas nacionais para os diversos países. O internacionalismo das economias dificilmente será suficiente para desmoronar o nacionalismo das moedas.

Delimitação do tema

Este estudo centra-se na análise e discussão do risco de câmbio de transacção, cujo significado e interesse pareceram-me mais determinantes para os objectivos que me propus alcançar. Reconheço, todavia, a interligação e interdependência do risco de transacção e dos riscos económico e de conversão e, conseqüentemente, a importância destes para uma análise global sobre o risco cambial. Além deste aspecto, existiriam outros também de grande relevância para análise, mas seria impraticável examinar tudo e, haveria que optar por alguma problemática mais específica.

Saliento também que a análise incide sobre as empresas, consideradas para efeito deste trabalho de uma forma simplista, como as instituições não monetárias e não financeiras

(designadamente empresas exportadoras e importadoras industriais e comerciais). O seu campo de actuação relativamente à actividade cambial é diferente do das instituições monetárias e financeiras. Sempre que se justificou uma abordagem à actividade destas instituições, foi no sentido de contribuir para o esclarecimento da actividade das restantes.

As empresas foram implicitamente consideradas, tomando-as como organizações autónomas e independentes, sem estarem inseridas num grupo económico internacional. Se as considerássemos integradas num grupo, chegaríamos a conclusões diferentes, em muitos aspectos.

Saliente-se finalmente que na análise não consideramos as tomadas de posição puramente especulativas, por parte das empresas, o que a ser feito teria implicações muito diferentes no decorrer do trabalho e nas conclusões finais.

PARTE I

GESTÃO DO RISCO DE CÂMBIO DE TRANSACÇÃO

CAPÍTULO 1 - DEFINIÇÃO DE CONCEITOS

1.1. Noção de risco de câmbio

1.2. Tipos de risco de câmbio

1.3. Posições de câmbio

1.4. Cobertura do risco de câmbio

1.5. Especulação

1.6. Arbitragem



1. Definição de conceitos

1.1. Noção de risco de câmbio

É possível encontrarem-se diversas definições sobre o risco cambial, sem com isso se poder afirmar que a maioria esteja incorrecta. Poderão existir várias perspectivas de estudo consoante os interesses de análise, pelo que se justificam diferenças de conceitos.

Para Simon [44, p.263]: "Les entreprises sont confrontées au risque de change car elles effectuent des opérations d'exportations et d'importations facturées dans une devise différente de celle utilisée pour l'établissement de leurs bilans et de leurs comptes d'exploitation". Trata-se, evidentemente de uma definição de âmbito restrito, virada apenas para os problemas das empresas, que efectuam operações de comércio externo.

Uma definição que alarga o âmbito de incidência do conceito, mas ainda incompleta, é-nos dada por Peyard [40, p.53]: "Il y a risque de change des que l'entreprise a négocié des contrats commerciaux ou financiers en devises étrangères ou qu'elle détient des actifs, ou a des engagements à l'étranger".

Uma definição de âmbito mais alargado e igualmente interessante é a de Marois [35, p.56]: "... on peut identifier les éléments constitutifs du risque de change: l'aléa et l'enjeu. L'aléa ou la perte sur l'enjeu, peut se décomposer en deux: la probabilité de sa survenance et son ampleur... L'enjeu représent, quant à lui, le montant net susceptible d'être affecté par l'événement".

Tygier [47, p.65] apresenta, uma definição de âmbito geral, mas extremamente sintética: "the foreign exchange risk can be defined as the risk incurred as the result of a foreign currency exposure".

Outra definição sintética e geral é a de Peynot [38, p.164]: "Le risque de change est le risque d'une variation, en hausse ou en baisse, du cours de change".

Poder-se-ia continuar a apresentação de muitos mais conceitos sobre o risco de câmbio, igualmente interessantes e

oportunos, mas pensamos ser possível e preferível reagrupá-los e definir, sintética e genericamente, o risco de câmbio de duas formas:

- o risco de câmbio, em sentido restrito, poderá definir-se como o risco de afectação negativa dos resultados das empresas, resultante da flutuação das taxas cambiais.
- o risco de câmbio, em sentido lato, poderá definir-se como o risco de afectação negativa ou positiva dos resultados das empresas, em face das flutuações das taxas de câmbio.

Saliente-se que, no prosseguimento deste trabalho, considerar-se-á o risco de câmbio em sentido lato, excepto considerações expressas em contrário.

1.2. Tipos de risco de câmbio

Numa análise mais pormenorizada, poderá distinguir-se três tipos de risco, associados às variações erráticas das taxas de câmbio:

- risco económico;
- risco de conversão;
- risco de transacção.

1.2.1. Risco económico

O risco económico poderá definir-se como um risco concorrencial, resultante da alteração do valor das moedas entre si, e que poderá modificar uma vantagem competitiva de uma empresa, em determinados mercados e em certas circunstâncias.

Trata-se de um risco indirecto e, por isso, muitas vezes esquecido, que, sobretudo a médio prazo, deve ser encarado. Consiste em melhorar ou piorar a posição da empresa em relação aos seus concorrentes, frente à desvalorização ou valorização da

moeda nacional face às moedas dos países com os quais a empresa realiza contratos.

Na maioria dos mercados, os preços dos bens e serviços são influenciados pelas flutuações das taxas de câmbio, e o seu reflexo faz-se sentir nas margens de comercialização e nas quotas de mercado das empresas.

Uma valorização da moeda nacional poderá tornar os produtos da empresa mais caros no exterior, o mesmo acontecendo com as desvalorizações registadas nas moedas dos países para onde realiza as suas vendas. Inversamente, uma desvalorização da moeda nacional poderá tornar os produtos mais baratos e, portanto, mais competitivos no exterior, o mesmo sucedendo com a valorização das moedas dos países com os quais a empresa negocia.

A ameaça poderá vir de dois lados: da concorrência local e da concorrência de países terceiros com moedas mais fracas. Qualquer dos casos poderá obrigar a empresa a baixar os seus preços, a fim de conservar a sua quota de mercado. Não devemos esquecer que, muitas vezes, a empresa está, no todo ou em grande parte, dependente de um mercado para vender os seus bens ou serviços.

Por outro lado, mesmo uma empresa que compra, produz e vende exclusivamente no mercado nacional, sem quaisquer relações directas com o exterior, poderá estar exposta ao risco económico, resultante das flutuações cambiais, se aparecer à empresa uma concorrência nova ou mais agressiva, oriunda de países de moedas em depreciação.

Assim torna-se importante, em termos de risco cambial, estudar a situação concorrencial e determinar a sua dependência das flutuações cambiais.

1.2.2 Risco de conversão

O risco de conversão, também chamado, muitas vezes, risco contabilístico, provém da necessidade de uma reavaliação, periódica ou ocasional, na moeda utilizada pela empresa na sua contabilidade, dos elementos activos e passivos expressos em

moeda estrangeira, sobretudo no caso de fecho ou consolidação de contas das filiais estrangeiras.

Uma empresa exposta ao risco de conversão tem uma dupla condição:

- o seu balanço tem elementos activos ou passivos que podem ser objecto, em determinadas datas, da sua conversão contabilística de valores em moedas estrangeiras, para valores em moeda nacional;
- as taxas de câmbio a serem utilizadas na conversão, poderão registar uma variação, entre a data da entrada no balanço desses elementos e a da sua reavaliação.

Este risco poderá resultar em perdas cambiais se a taxa de câmbio, na data da reavaliação for inferior à taxa na data de entrada no balanço, o que fará diminuir o valor em moeda nacional dos elementos activos expostos ao risco para efeitos de registo contabilístico. De igual modo, uma subida da taxa de câmbio, entre a data de registo no balanço e a de reavaliação, poderá aumentar o valor em moeda nacional dos elementos do passivo, expostos ao risco, originando o registo de perdas cambiais. Inversamente, uma alteração da taxa de câmbio entre as duas datas, que resulta num aumento do valor dos elementos do activo expostos, ou numa diminuição do valor dos elementos do passivo expostos, traduzir-se-á em ganhos cambiais. O apuramento contabilístico dos resultados cambiais dependerá das técnicas de registo utilizadas.

O valor das perdas ou dos ganhos cambiais poderá determinar-se da seguinte forma:

$$A \times (B - C)$$

sendo

A = valor dos activos e passivos expressos em moedas estrangeiras;

B = taxa de câmbio da data de entrada no balanço;

C = taxa de câmbio da data da conversão;

Os métodos utilizados para registo diferem de país para país, consoante a legislação em vigor, pelo que não iremos analisá-los aqui, apesar da sua importância. Além do mais, esta análise não se enquadra nos objectivos deste trabalho.

1.2.3. Risco de transacção

O risco de transacção poderá definir-se mediante a associação de três factores:

- existência de operações efectuadas em divisas estrangeiras, (existência de direitos ou obrigações expressos em moedas estrangeiras);
- diferimento existente entre a data do estabelecimento de um compromisso (originária de um direito ou obrigação) e a data da sua regularização;
- possibilidade de alteração das taxas de câmbio das divisas, referidas à moeda nacional.

O valor do risco será medido pela expressão:

$$A \times (B - C)$$

sendo

A = valor dos direitos ou obrigações expressos em moedas estrangeiras;

B = taxa de câmbio da data do contrato;

C = taxa de câmbio da data da regularização.

O risco de transacção corresponde ao risco derivado de operações em moedas estrangeiras procedentes de:

- actividades de comércio internacional;
- actividades financeiras;
- actividades de desenvolvimento estratégico multinacional;
- prestação de avales e garantias em moedas estrangeiras;
- actividades puramente especulativas (não consideradas na análise).

Nas actividades de comércio internacional, as empresas exportadoras e importadoras que negociam em moedas estrangeiras estão sujeitas ao risco de transacção.

Analisado em sentido restrito, o exportador corre um risco de receber um valor inferior na sua moeda, se a moeda nacional se valorizar face à moeda do contrato, entre a data de realização deste e a de recebimento do seu valor. Do mesmo modo, o importador corre um um risco de pagar um valor superior na sua moeda, se a moeda nacional se desvalorizar face à moeda do contrato, entre a data da sua assinatura e a da respectiva liquidação.

Analisado em sentido lato, o exportador não sabe ao certo quando irá receber na sua moeda, e o importador não sabe correctamente quando irá pagar, aquando da regularização do contrato.

Uma empresa participante em concursos internacionais também se encontra exposta ao risco de câmbio, correndo um risco duplo sobre a condicionalidade da operação e sobre a evolução das divisas sujeitas ao risco. Os valores são aqui condicionalmente expostos ao risco, e logo mais difíceis de gerir, pois a empresa só conhece a realidade depois do resultado do concurso. Se a empresa ganha e não está protegida dos riscos de variação das taxas de câmbio por nenhum processo, incorre realmente num risco cambial de transacção.

Nas actividades financeiras, as empresas mutuárias ou mutuantes com contratos em moedas estrangeiras também incorrem em risco.

Analisado em sentido restrito, a empresa que toma fundos corre o risco de ver valorizada a divisa do empréstimo relativamente à moeda nacional, e de ter de pagar, na data de vencimento, um valor superior, ao inicialmente previsto, pelo reembolso do capital mais os juros. Da mesma forma, uma empresa que cede fundos a título de empréstimo corre o risco de ver desvalorizada a divisa do contrato face à moeda nacional, que poderá, conseqüentemente, diminuir, ou mesmo eliminar, o rendimento previsto para a aplicação.

Analisado o risco de câmbio em sentido lato, quer uma empresa mutuante, quer uma empresa mutuária, não saberão exactamente os contravalores em moeda nacional que irão receber ou pagar, respectivamente, na data de regularização dos contratos.

Nas actividades de desenvolvimento estratégico multinacional, as empresas correm também riscos de transacção sobre valores referentes a dividendos a receber, patentes e outros rendimentos em divisas, dado que não sabem quais os valores exactos a receber na sua moeda. O risco de perdas ou ganhos cambiais vai depender da desvalorização ou valorização das moedas dos países onde investem.

Na prestação de garantias ou avales em moedas estrangeiras, existe um risco de câmbio condicional. Se a empresa for chamada ao cumprimento das suas responsabilidades, não sabe ao certo quanto vai dispendir na sua moeda.

A gestão do risco de câmbio de transacção deverá ser realizada com base num sistema contabilístico multi-divisas, fundamental para o seu êxito (o estudo desta situação seria muito interessante de realizar, mas não corresponde totalmente aos objectivos propostos).

Um método operacional de apreciação do risco de transacção poderá ser através da elaboração de um orçamento de tesouraria, dividido por períodos (o mais curto possíveis), e por divisas utilizadas. A duração dos períodos será função dos valores expostos ao risco e da instabilidade das divisas.

De qualquer forma, o trabalho tornar-se-á facilitado se a empresa tiver reduzido, o mais possível, o número de divisas em

que efectua as suas transacções, e houver estabelecido datas fixas para as efectuar.

Um orçamento de tesouraria deste tipo serve para medir a incidência das flutuações cambiais sobre as transacções e facilita a sua gestão.

O seu inconveniente reside na difícil praticabilidade em alguns casos, nomeadamente quando a empresa opera com numerosas divisas e datas de regularização.

1.3. Posições de câmbio

1.3.1. Noção de posição de câmbio

A posição de câmbio pode ser calculada divisa a divisa, ou, todas as divisas reunidas contra a moeda nacional.

A primeira forma parece-nos mais racional, apesar da segunda ser igualmente importante. Com efeito, num dado momento, todas as divisas tratadas pela empresa não apresentam os mesmos riscos de baixa ou as mesmas hipóteses de alta. Uma boa apreciação do risco de câmbio exige o cálculo de posições, divisa a divisa, e a sua correspondente gestão.

A posição de câmbio de uma empresa em relação a uma divisa numa determinada data corresponde ao saldo dos haveres mais os direitos de cobrança e obrigações de pagamento que empresa possui nessa data, relativamente à divisa em questão.

Esta posição de câmbio permite á empresa medir a amplitude do risco de câmbio e avaliá-lo qualitativamente, por datas e por divisas. Poderá ser visualizada através do orçamento de tesouraria, elaborado por prazos e por divisas.

O seu cálculo individualizado poderá realizar-se pela expressão:

Disponibilidades de tesouraria na divisa A	+	Débitos da clientela na divisa A	-	Créditos da clientela na divisa A
--	---	--	---	---

1.3.2. Posições à vista e posições a prazo

Uma posição à vista é uma posição com vencimento imediato, isto é, com data de vencimento não superior a 48 horas, da data em que nos colocamos.

Uma posição a prazo, por sua vez, corresponde a uma posição com vencimento futuro, superior a 48 horas, da data em que nos encontramos.

As posições à vista não comportam, em princípio, qualquer risco cambial de transacção. Pelo contrário, uma das condições para a existência deste tipo de risco, é tratar-se de posições a prazo. Por isso, a incidência da nossa análise recairá sobre estas posições.

1.3.3 Posições curtas e posições longas

Diz-se que uma empresa tem uma posição longa numa divisa, quando os haveres e direitos de cobrança nessa divisa são superiores às obrigações de pagamento.

Se os haveres e direitos de cobrança nessa divisa são inferiores às obrigações de pagamento, a posição diz-se curta.

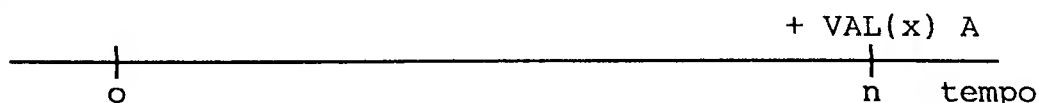
Se os haveres e direitos de cobrança são iguais às obrigações de pagamento, estamos perante uma posição nula ou quadrada. Este tipo de posição, como é óbvio, não acarreta risco de câmbio de transacção.

Pelo contrário, as posições curtas e longas a prazo, em moedas estrangeiras, originam sempre um risco cambial de transacção, e são designadas por posições em aberto.

Nos desenvolvimentos posteriores, representaremos esquematicamente uma posição curta na divisa A, no valor de X, vencível na data n por



e uma posição longa na divisa A, no valor de x, vencível na data n por



As posições curtas a prazo em divisas com perspectivas de valorização (chamadas divisas fortes) são um alerta para possíveis perdas cambiais, e as posições longas a prazo um alerta para ganhos potenciais de câmbio. Inversamente, nas divisas com perspectivas de depreciação (chamadas divisas fracas), as posições curtas a prazo indiciam ganhos potenciais de câmbio, enquanto as posições longas a prazo indiciam possíveis perdas cambiais.

1.3.4. Posição global

A posição global de câmbio de uma empresa corresponde à agregação das posições de câmbio relativas às divisas com que a empresa trabalha. Poderá definir-se, num dado momento, como a soma em módulo das posições nas diversas divisas.

Podemos por isso dizer que, a posição global dá-nos o valor monetário global exposto ao risco de câmbio, a cada momento.

Além de servir para avaliar a dimensão da exposição ao risco, é muitas vezes utilizada para efeitos de controlo dos limites permitidos por lei (alguns países obrigam os bancos e as empresas a não ultrapassarem certos limites nas suas posições globais).

Uma forma possível de apresentação da posição global de câmbio pode ser a seguinte:

Rubricas	Divisa	Activo Contravalor em moeda nacional	Passivo Contravalor em moeda nacional	Saldo
		Total	Total	Total (em módulo)

O último total dá-nos o valor exposto ao risco de câmbio. Desta posição devem excluir-se, para o efeito, os valores cobertos do risco (ou indicá-los no final), e convém separar as operações de curto prazo e de longo prazo.

Vários critérios poderão adoptar-se para obter os contravalores em moeda nacional, entre eles o das cotações do dia. Contudo, não desenvolveremos este assunto por se enquadrar mais no âmbito do risco de câmbio de conversão.

1.3.5. Posições de transacção

A possível origem das posições curtas e longas a prazo ligadas ao risco de transacção poderá ver-se resumidamente no quadro seguinte:

Actividades	Posições longas	Posições curtas
Comércio Internacional - Exportação - Importação - Concursos	X X(condicional)	 X X(condicional)
Financiamentos em divi- sas - Mutuário - Mutante	 X	 X
Desenvolvimento Multi- nacional - Rendimentos do exterior - Cauções	 X	 X(condicional)

1.4. Cobertura do risco de câmbio

A cobertura do risco de câmbio consiste em recorrer a uma terceira entidade, efectuando um contrato, que possibilita à empresa proteger do risco uma posição existente, sabendo exactamente qual o valor dessa posição, expresso em moeda nacional, na data do seu vencimento.

O recurso às diversas formas de cobertura pode vir:

- das empresas exportadoras que pretendem garantir o valor das suas exportações;
- das empresas importadoras que querem garantir o custo final das suas compras no estrangeiro;
- das empresas multinacionais que desejam proteger os valores dos seus dividendos, patentes, etc.;
- das empresas participantes em concursos internacionais que pretendem proteger-se de riscos resultantes da possível adjudicação do concurso;
- das empresas que cedem ou tomam fundos a título de empréstimo e que querem assegurar o valor do reembolso e do juro;

- em última análise, de todas as empresas que sabem que terão de entregar ou receber, numa data futura, valores em moedas diferentes das suas moedas nacionais, que receiam variações imprevistas desses valores e não estão dispostas a correr esse risco.

O princípio de uma política de cobertura consiste normalmente em tomar no mercado uma posição inversa à gerada pela actividade normal da empresa.

No entanto, uma política de cobertura pode impedir a empresa de aproveitar as oportunidades do mercado, dependendo do processo de cobertura.

1.5. Especulação

O termo especulação é susceptível de variadas interpretações e, por isso, tem gerado alguma polémica e confusão. Confunde-se muitas vezes especulação com arbitragem, e associa-se-lhe uma má reputação, sobretudo nos países latinos.

Retirando o conteúdo emocional e tomando o seu significado técnico, podemos definir especulação de duas formas:

- em sentido restrito, a especulação consiste em tomar posições, com intenção de invertê-las posteriormente, obtendo um lucro.
- em sentido lato, a especulação corresponde a qualquer posição exposta ao risco, e que portanto não seja coberta.

Repare-se que, interpretando-a em sentido lato, qualquer empresa que tenha posições em aberto estará especulando.

Apesar dos diversos mercados terem sido criados para satisfazer as necessidades das empresas que pretendem cobrir-se do risco de câmbio, podemos afirmar que a especulação tem demonstrado ser essencial ao funcionamento do mercado. O grande mérito do especulador é fornecer ao mercado contrapartidas às

necessidades de cobertura, e a justificação do seu ganho encontra-se na tomada do risco que ele assume livremente, contrariamente a quem faz operações de cobertura.

A principal censura feita ao especulador é que a sua actividade desestabiliza o mercado, imprimindo-lhe movimentos erráticos.

Mas não podemos esquecer que um dos princípios do mercado cambial é a quase concorrência perfeita, tal como a idealizaram os economistas clássicos, e que, por conseguinte, nenhum interveniente (só os bancos centrais, e muitas vezes, através apenas de acções concertadas de vários bancos) consegue influenciar de modo acentuado mercado. Se tivermos em conta este ponto, o especulador que obtém um ganho cambial pode considerar-se apenas um interveniente que fez boas previsões, e que, por isso, em vez de ser um destabilizador, poderia ser um guia.

1.6. Arbitragem

Uma operação de arbitragem consiste na realização de duas operações conjuntas e "simultâneas", na mesma moeda e de valor idêntico, mas de sentido inverso. Trata-se de uma operação de compra e outra de venda, ou vice-versa, com o objectivo de obter um lucro. Difere, no entanto, de uma operação de especulação, pois permite obter um lucro, sem assunção de qualquer risco, apenas beneficiando das imperfeições do mercado. O arbitragista, não arrisca nenhum capital e as suas operações, uma vez efectuadas, eliminam-se.

A sua utilidade é todavia primordial, pois possibilita a tendência à unicidade das taxas de câmbio entre os diversos lugares, relativamente aos diferentes mercados. Assim, a função da arbitragem é destruir sistematicamente as oportunidades de ganhos sem risco, gerados pelos desequilíbrios das cotações. A este título, podemos considerá-la um factor de consolidação de cada mercado e dos vários mercados entre si.

Note-se que as operações de arbitragem podem realizar-se apenas num mercado. É o caso, por exemplo, da arbitragem entre diferentes centros geográficos, no mercado à vista, que permite comprar uma divisa numa praça financeira, e revendê-la simultâneamente mais cara noutra. Actualmente, com o desenvolvimento dos meios de informação e comunicação torna-se cada vez mais difícil realizar este tipo de operações. Mas a arbitragem pode efectuar-se igualmente entre mercados "vizinhos", por exemplo, entre o mercado de futuros e o mercado de opções.

Geralmente as possibilidades de arbitragem produzem-se apenas por períodos extremamente curtos, pelo que a sua realização requer informações devidamente actualizadas, possibilidades de rápidas comunicações, rapidez e qualidade de execução.

CAPÍTULO 2 - MERCADO DE CÂMBIOS À VISTA

2.1. Funcionamento e características principais

2.2. A "eficiência" do mercado cambial

2. Mercado de câmbios à vista

2.1. Funcionamento e características principais

O mercado de câmbios funciona todos os dias úteis em cada país, através da utilização do telefone, telex ou outro sistema de comunicação (Reuter, Telerate, etc.), entre os vários intervenientes no mercado, geralmente constituído pelos bancos, corretores e clientes (1). Qualquer destes intervenientes tem a possibilidade de comprar ou vender divisas, durante as horas em que o mercado se encontra activo, desde que sejam respeitadas as normas cambiais do país.

Apesar de, internamente, num certo país, o mercado ter um horário diário de funcionamento, considerado a nível mundial funciona constantemente, isto é, 24 horas por dia, em virtude da diferença horária que existe entre as diversas partes do globo. Esta circunstância cria a possibilidade de permanentemente as taxas de câmbio poderem alterar-se, o que, com o mercado doméstico fechado, pode originar problemas graves a quem deixar posições em aberto de um dia para o outro.

A confrontação entre a oferta e a procura das várias moedas permite realizar o equilíbrio do mercado e obter os valores das taxas de câmbio entre as diversas moedas. Mas, este equilíbrio deve ser visto na perspectiva de que o mercado cambial é um mercado de dimensão mundial, e a possibilidade permanente de comunicação entre os diversos mercados nacionais é um factor decisivo para a tendência de unificação das taxas cambiais nas várias praças financeiras. Considerando apenas os mercados nacionais a funcionarem em circuito fechado, haveria mais vezes taxas diferentes e de maiores amplitudes entre os diferentes lugares.

O mercado cambial é extremamente complexo de estudar, envolvendo um número muito vasto de variáveis na sua análise. Esta grande complexidade, aliada ao número de transacções e às quantias envolvidas (2), faz dele um mercado de elevados riscos, onde a informação disponível e actualizada constitui um elemento fundamental. Os meios tecnológicos actualmente disponíveis permitem dispor rápida e constantemente de grande quantidade de

informação, fornecida pelos jornais, rádio, televisão e outras empresas especializadas em informação financeira. Todavia, a selecção que é necessário fazer de toda a informação, distinguindo a que nos interessa directamente, e, sobretudo, prevendo as suas consequências, é uma tarefa bastante difícil. Refira-se que, para além de um constante crescimento da quantidade de informação disponível, se tem vindo a registar uma crescente informação de características especulativas, o que vem acrescer as dificuldades de selecção da informação.

O mercado de câmbios à vista constitui o centro do mercado cambial e o ponto de referência de qualquer instrumento relacionado com a actividade cambial.

No mercado à vista, realizam-se operações de compra e de venda de divisas com data-valor de 2 dias, após a negociação do contrato. Esta margem é importante porque permite aos intervenientes, entre outros aspectos, confirmarem por forma escrita as operações efectuadas, verificarem as confirmações, estabelecerem os contactos e enviarem os avisos necessários ao cumprimento do contrato (avisos a bancos correspondentes, clientes, etc.). Isto é, permitir a movimentação dos fundos de forma segura.

As cotações no mercado à vista são feitas sob a forma de dois preços: uma taxa de compra e uma taxa de venda. A taxa de compra é o preço a que o banco, que fornece a cotação, se propõe comprar as divisas; a taxa de venda corresponde ao preço ao qual o banco está disposto a vender as divisas. A diferença entre as duas taxas representará, em princípio, a margem do banco. Esta margem variará, entre outros factores, consoante a política comercial do banco, a sua posição na divisa considerada, as características de estabilidade da moeda e do mercado e o valor das transacções. Nas cotações entre operadores profissionais as margens são mais apertadas do que nas cotações com os clientes. A diferença entre as taxas de compra e de venda é geralmente pequena, e muitas vezes, inferior a uma "figura" (3), podendo, no entanto, tornar-se maior, logo que os mercados demonstrem sinais de agitação ou dimensão limitada. Pode, nestas circunstâncias, atingir uma ou duas figuras.

As margens tenderão também a serem maiores, comparativamente, para transacções que envolvem pequenos valores, pois os custos administrativos são idênticos (4).

O dólar ocupa um papel central no mercado de câmbios, pois serve de eixo ao conjunto das transacções. Nas operações entre profissionais, todas as divisas são cotadas contra o dólar. As cotações entre as diversas divisas, exceptuando o dólar, são obtidas pelos chamados "rácios cruzados". Um operador, ao vender uma divisa A contra outra divisa B sem qualquer dela ser o dólar, estará na prática a efectuar duas operações contra o dólar:

- vendendo a divisa A e comprando dólares;
- comprando a divisa B e vendendo dólares.

O mesmo aconteceria se o objectivo fosse comprar a divisa A contra a divisa B. Como ambas as divisas estão cotadas contra o dólar, este serve de elo comum a uma cotação cruzada entre as divisas.

Apesar do processo de cotações e transacções sobre o mercado à vista ser contínuo, existe em certas praças financeiras um processo de fixação da cotação, conhecido internacionalmente por "fixing". Trata-se de uma sessão, onde se confrontam, momentaneamente, a procura e a oferta locais, através da presença dos vários operadores institucionais, e onde se cotam e transacionam um certo número de divisas, incluindo evidentemente as principais. A sessão permite obter cotações oficiais para as várias divisas, que servem como ponto de referência para os intervenientes no mercado e como possibilidade de taxas a utilizar pelas empresas e particulares, após a inclusão de uma margem para o operador da transacção.

Embora funcionando de forma diferente, diversas praças financeiras internacionais, como Milão, Francoforte, Madrid, Paris, Amesterdão, Bruxelas, Roma, Tóquio, etc., possuem uma sessão durante a qual as principais divisas são cotadas oficialmente. Contudo, este procedimento não abrange a totalidade das praças financeiras, pois praças importantes como Londres,

Zurique, Nova Iorque, etc., não possuem cotações oficiais de divisas, por inexistência de secções de "fixing".

O recurso das empresas e particulares ao mercado cambial difere de país para país, segundo o enquadramento legislativo. Na maior parte dos países desenvolvidos, a legislação permite, e por vezes estabelece como preferencial, efectuar as operações através de taxas acordadas entre os bancos e os seus clientes.

Há países onde é possível emitir ordens "ao melhor" ou a "taxa limite". As ordens "ao melhor" recebidas da parte da manhã, antes de estabelecida a cotação oficial, poderão ser executadas à taxa de compra ou de venda determinadas no "fixing" do dia, ou a uma taxa acordada entre o banco e o cliente. As ordens recebidas após o funcionamento da sessão de "fixing" terão também duas hipóteses de execução: ou são executadas à taxa de câmbio que vigora no momento no mercado, portanto estabelecida por acordo entre o banco e o cliente e que poderão evidentemente diferir das cotações oficiais ou transitam para o dia seguinte, e então, poderão executar-se às cotações oficiais, determinadas no "fixing" desse dia.

As cotações com "taxa limite" serão executadas, em qualquer das hipóteses, tendo em conta o seu limite: nas operações de compra será um limite máximo, e nas operações de venda será um limite mínimo.

Numerosas divisas de significado diminuto nas operações de comércio internacional não são cotadas nas principais praças financeiras, sendo objecto de transacção apenas no seu mercado interno e em algumas praças internacionais que possuem relações privilegiadas, por qualquer razão, com o país da divisa em questão. Para comprarem ou venderem essas moedas, os operadores dirigem-se a essas praças ou aos principais bancos da praça financeira doméstica. Contrariamente, as principais divisas do comércio internacional são cotadas em todas as praças financeiras e possuem um mercado muito activo, transacionando-se diariamente grandes quantidades dessas moedas.

2.2. A "eficiência" do mercado cambial

2.2.1 Consequências na taxa de câmbio a prazo (5)

Diz-se que um mercado é eficiente quando os preços do mercado reflectem toda a informação relevante disponível sobre o mesmo.

Existem várias teorias explicativas da eficiência do mercado cambial e uma vasta polémica sobre as suas consequências. Não iremos discutir neste trabalho as razões de cada teoria, por não se enquadrar nos objectivos propostos, mas por uma questão de operacionalidade, iremos seguir uma delas.

A teoria que servirá de base ao desenvolvimento do trabalho, foi enunciada por J.M.Keynes no seu livro "Tract on Monetary Reform" e retomada no livro "Treatise on Money" e é conhecida pela "Teoria da paridade das taxas de juro".

Esta teoria enuncia, que em situação de equilíbrio, a taxa a prazo é estabelecida a um nível tal, que o diferencial entre ela e a taxa à vista, deverá reflectir totalmente o diferencial das taxas de juro das divisas envolvidas, para o período considerado:

$$\frac{\text{taxa a prazo}}{\text{taxa à vista}} = \frac{1 + \text{taxa de juro da moeda nacional}}{1 + \text{taxa de juro da moeda estrangeira}}$$

Dito de outra forma, a diferença entre a taxa a prazo e a taxa à vista, expressa em percentagem da taxa à vista, deverá ser igual, ao diferencial das taxas de juro das duas divisas.

Se designarmos por:

- spot E/N - taxa à vista entre a moeda estrangeira e a moeda nacional
- out E/N - taxa a prazo entre a moeda estrangeira e a moeda nacional
- i_E - taxa de juro da moeda estrangeira para o período considerado

i_N - taxa de juro da moeda nacional para o período
podemos escrever:

$$\frac{\text{out E/N}}{\text{spot E/N}} = \frac{1 + i_N}{1 + i_E}$$

Se adicionarmos aos dois termos da equação precedente -1 e a simplificarmos, e se considerarmos que $1 + i_E$ é próximo da unidade, obtemos:

$$\frac{\text{out E/N} - \text{spot E/N}}{\text{spot E/N}} = i_N - i_E$$

O nível das taxas de juro em cada país deverá reflectir as respectivas taxas de inflação antecipadas.

O equilíbrio será assegurado desde que seja indiferente investir uma quantia em moeda nacional no mercado monetário interno, ou transformá-la em divisas, investi-la no mercado monetário estrangeiro e vendê-la a prazo acrescida dos respectivos juros.

As operações de arbitragens garantem este equilíbrio.

2.2.2 Moedas a prémio e a desconto

Considerando a teoria de J.M.Keynes, o diferencial das taxas de juro das moedas de dois países deverá reflectir-se na taxa de câmbio futura entre as duas moedas, resultando numa valorização ou desvalorização de uma em relação à outra.

Se a taxa de juro da moeda A é inferior da moeda B para um

período idêntico, então, a moeda A está em valorização face à moeda B. Neste caso, diz-se que a moeda A se encontra a prémio relativamente à moeda B.

Inversamente, se a taxa de juro da moeda A é superior à da moeda B para um período idêntico, então, a primeira está em desvalorização face à segunda. Neste caso, diz-se que se encontra a desconto relativamente à outra moeda.

Evidentemente que, na relação entre duas moedas, quando uma se encontra a prémio face à outra, é porque esta está a desconto em relação à primeira, e vice-versa.

O prémio ou o desconto correspondem à diferença entre a taxa a prazo e a taxa à vista.

As moedas estão ao par quando a taxa a prazo é igual à taxa à vista, não existindo obviamente nem prémio nem desconto, e sendo iguais as taxas de juro das duas moedas, para o mesmo período.

2.2.3. A "ineficiência" do mercado cambial (6)

Em primeiro lugar, há que assinalar que, se aceitássemos a hipótese da "eficiência" do mercado de câmbios, não teríamos razões para nos preocuparmos com a gestão do risco cambial, e as técnicas de cobertura perderiam a razão de existir. Os benefícios derivados da sua utilização seriam nulos, assim como as perdas cambiais de uma política de não protecção da exposição ao risco de qualquer empresa, numa determinada divisa. Se o mercado cambial fosse eficiente, as taxas de câmbio seriam as correctas, no sentido que a informação actualmente disponível não poderia alterá-las, sendo por isso desnecessário efectuarem-se previsões.

No entanto, as previsões e a gestão do risco de câmbio são extremamente relevantes, pois, não existe uma evidência empírica suficiente, para afirmar a eficiência do mercado. Por outro lado, basta apenas uma aproximação superficial ao funcionamento do mercado cambial, para se observar um conjunto de factores que podem impedir a sua eficiência:

- políticas monetárias dos vários países, com intervenção em variáveis macro-económicas influenciadores dos níveis de remuneração comparativos das diversas moedas;
- intervenções frequentes dos bancos centrais;
- limitações legislativas;
- os custos de transacção cobrados pelo mercado;
- os custos de obtenção de informação;
- etc.

É possível encontrar, periodicamente, e em certos segmentos do mercado, uma eficiência total, mas na generalidade dos casos, o mercado de câmbios apenas possui uma grande tendência para se tornar eficiente.

CAPÍTULO 3 - POLÍTICAS FACE AO RISCO DE CÂMBIO

3.1. Factores condicionadores

3.2. Políticas de aceitação do risco

3.3. Políticas de eliminação e redução do risco

3.4. Políticas de cobertura do risco

3. Políticas face ao risco de câmbio

3.1. Factores condicionadores

A decisão a tomar face à eventualidade da empresa ver-se obrigada a enfrentar o risco de câmbio dependerá de um vasto conjunto de factores, dos quais julgamos conveniente destacar :

- situação económico-financeira da empresa;
- dimensão dos valores expostos ao risco;
- conjuntura previsível do mercado cambial;
- estrutura administrativa da empresa;
- políticas pré-estabelecidas para situações de risco;
- qualificação dos recursos humanos da empresa;
- nível de interligação e coordenação dos vários departamentos, sobretudo do comercial e do financeiro;
- experiência anterior ligada ao mercado cambial;
- regularidade das operações com o exterior;
- grau de aversão ao risco pelos decisores da empresa.

De qualquer forma, será sempre conveniente a empresa ter planeado, ou pensado antecipadamente, qual ou quais as decisões a tomar face a situações de risco.

Podem considerar-se três grandes alternativas, pelas quais as empresas poderão optar:

- aceitar correr o risco;
- optar por políticas de eliminação e redução do risco;
- optar por acções de cobertura externa do risco.

3.2. Políticas de aceitação do risco

Uma política de aceitação de correr os riscos sistematicamente das posições em aberto, não utilizando qualquer política interna de gestão do risco e, sobretudo, não recorrendo a outras entidades para cobertura do risco, não deverá, em princípio, assumir-se.

Contudo, as empresas que diversificam as suas posições cambiais, distribuindo-as no tempo, combinando posições de sentidos opostos em múltiplas moedas, encontram-se mais bem situadas para assumir o risco.

As empresas que apenas ocasionalmente possuem posições cambiais abertas, e cuja importância é de natureza pouco significativa quanto a uma possível afectuação dos resultados, também poderão optar por esta política.

As empresas que possuem elevados valores expostos ao risco, cuja situação económico-financeira não permite aguentar grandes perdas cambiais, cuja experiência e regularidade da actividade do mercado cambial é pequena, assim como as empresas com baixa qualificação profissional nesta área, ou com estruturas inadequadas às exigências de uma boa gestão do risco cambial, deverão optar por outras políticas, acautelando a sua segurança.

3.3. Políticas de eliminação e redução do risco

As políticas de eliminação e redução do risco correspondem às políticas de gestão interna da exposição ao risco cambial, isto é, onde a sua execução passa apenas pelas partes contratantes, isolada ou conjuntamente, sem recurso a uma terceira entidade, ou recorrendo, não dando lugar ao estabelecimento de um novo contrato, completamente independente do contrato comercial.

Este tipo de políticas tem por objectivo evitar o aparecimento de posições cambiais, eliminá-las caso existam, reduzi-las a dimensões consideradas aceitáveis, ou transformá-las em situações à partida mais favoráveis, gerindo os seus valores e os seus prazos de vencimento.

A actuação sobre qualquer destas políticas dependerá das posições da empresa, do poder e capacidade negocial, da aversão ao risco, das condições do mercado e da comparação com as hipóteses alternativas de cobertura.

A prevenção contra o risco consiste essencialmente na escolha da moeda de facturação no acto do estabelecimento do contrato.

A eliminação de uma posição em risco poderá conseguir-se, passando-a de uma posição a prazo para uma posição à vista, ou seja, antecipando a data de movimentação dos fundos para o momento da decisão, ou fazendo coincidir o vencimento de duas posições de idêntico valor, na mesma divisa, mas de sentidos opostos.

A redução do risco será obtida, principalmente, através da gestão dos prazos e valores das posições, consoante as expectativas e a informação disponível pela empresa.

A adopção destas políticas implica que as empresas estejam alertadas e preparadas para a sua execução. Torna-se necessário uma estrutura devidamente adequada, qualificação e experiência profissional nesta área, um sistema de informações sobre as perspectivas de evolução do mercado cambial, uma boa gestão de tesouraria, e fundamentalmente, uma estratégia global da empresa com uma coordenação correcta entre os serviços comerciais e financeiros.

Algumas destas políticas poderão ser utilizadas simultaneamente e, em qualquer caso, devem ser pensadas antecipadamente, evitando recorrer a elas à pressa, sofrendo a pressão das circunstâncias.

3.4. Políticas de cobertura do risco

As acções de cobertura do risco cambial poderão considerar-se políticas externas de gestão do risco, e consistem em recorrer a terceiras entidades, estabelecendo novos contratos independentes, que sirvam como forma de garantia contra eventuais flutuações imprevistas das taxas de câmbio.

Existe um leque crescente de alternativas que têm procurado dar respostas, cada vez mais adequadas, às necessidades das empresas envolvidas em transacções no mercado internacional. A sua escolha passa certamente pelo seu conhecimento e domínio,

pelas condições do mercado e pelo tipo de gestão realizada nas empresas. Um conhecimento rápido, exacto e integral das posições é também indispensável.

Uma política organizada de cobertura do risco poderá ser feita de duas grandes formas:

- cobertura selectiva;
- cobertura sistemática.

A cobertura selectiva consiste em efectuar operações que se enquadrem dentro de determinados parâmetros:

- para certas importâncias;
- para determinados prazos;
- para certas divisas;
- em determinadas conjunturas.

A atenção incidirá onde se pensa poderem vir a existir grandes diferenças cambiais. No entanto, é uma política que pode ser conjugada com objectivos de especulação (em sentido lato), seleccionando as compras ou vendas de certas divisas, em momento de baixa ou de alta das suas cotações. Neste caso, torna-se fundamental tomar as decisões no momento oportuno, em função de previsões, que se julgam ser correctas, da evolução das taxas de câmbio dessas divisas.

A cobertura sistemática consiste em cobrir todas as posições expostas ao risco, e baseia-se na ideia de segurança para todas as operações.

As suas grandes vantagens são, por um lado, desviar a preocupação dos gestores de terem de tomar decisões, muitas vezes difíceis, libertando-os para outras acções, e, por outro, evitar dispendir demasiado tempo na procura de informações destinadas a apoiar as decisões.

Uma das suas limitações é revelar-se muito dispendiosa, nomeadamente quando há um número acentuado de transacções em que os custos administrativos e bancários podem tomar valores importantes.

Por outro lado, para certas moedas ou prazos e em determinadas conjunturas, pode tornar-se difícil, ou mesmo impossível, encontrar instrumentos adequados de cobertura.

As razões que conduzem as empresas a optarem por políticas de cobertura poderão ser as mais diversas, das quais destacamos:

- conjunturas difíceis;
- informações insuficientes ou pouco fiáveis;
- condições orgânicas e humanas da empresa inadequadas;
- importância das posições;
- situação económico-financeira difícil;
- ou simplesmente, aversão ao risco;

CAPÍTULO 4 - POLÍTICAS DE ELIMINAÇÃO E REDUÇÃO DO RISCO

- 4.1. Escolha da moeda de regularização
- 4.2. Redução de prazos
- 4.3. Gestão dos prazos de regularização
- 4.4. Compensação
- 4.5. Desconto por antecipação da regularização
- 4.6. "Desconto sem recurso"
- 4.7. Fixação de preços
- 4.8. Utilização do mercado à vista na gestão do risco

4. Políticas de eliminação e redução do risco

4.1. Escolha da moeda de regularização

A escolha da moeda da negociação reveste-se de uma importância considerável, pois terá um impacto sobre o risco de câmbio, sobre os meios de financiamento e sobre a rentabilidade das operações.

Embora não exista uma resposta única sobre qual deverá ser a moeda a escolher nas negociações, existe, contudo, um conjunto de regras gerais, que permitem compreender as vantagens e inconvenientes das alternativas de escolha.

Os critérios de escolha das moedas de contratação dependem de um grande número de factores, dos quais podemos destacar cinco fundamentais:

- a situação e estrutura das partes envolvidas na negociação;
- a natureza e as características do contrato;
- o poder de negociação das partes contratantes;
- as características das divisas;
- a legislação cambial de cada país.

Podemos considerar que cada empresa estará confrontada perante duas grandes alternativas, com diferentes consequências relativamente ao risco cambial:

- negociar na moeda do seu país;
- negociar em moedas estrangeiras.

4.1.1. Escolha da moeda nacional

A principal vantagem da contratação em moeda nacional consiste na eliminação à partida da existência de qualquer risco de câmbio de transacção.

A empresa que estabelece os seus débitos e créditos na sua moeda conhece imediatamente os valores que terá de receber ou

pagar numa data futura, e não tem grandes dificuldades em estabelecer preços para operações a realizar no exterior. As operações passam a ser tratadas identicamente no mercado interno e externo. Além disso, a empresa poderá beneficiar da exclusão de custos e problemas administrativos derivados das operações cambiais.

O grande inconveniente inerente à negociação em moeda nacional é o que resulta da transferência do risco cambial para o parceiro comercial. Este poderá não querer negociar nesta moeda e preferir procurar outra empresa interessada em negociar na sua moeda, ou noutra mais conhecida no mercado internacional.

Não se deve perder de vista que as empresas que operam no mercado internacional estão sujeitas às condições do mercado, o que poderá dificultar a escolha da moeda do contrato.

Há divisas que têm um lugar muito importante como moedas utilizadas no comércio internacional, enquanto outras são praticamente excluídas das negociações. Encontram-se, neste caso, sobretudo as moedas não convertíveis ou dificilmente convertíveis.

Além disso, certas empresas estrangeiras preferem negociar na moeda do seu país, porque:

- não dispõem de uma estrutura administrativa suficiente para gerir o risco de câmbio;
- não é permitido no seu país o recurso a instrumentos de cobertura;
- não é possível financiarem-se em moedas estrangeiras;
- tem dificuldades em negociar preços quando os contratos são expressos em moedas estrangeiras.

Torna-se, contudo, mais fácil negociar, em moeda nacional, com uma empresa estrangeira, quando, no caso de uma posição longa, a moeda nacional se encontra a desconto, face à moeda do país da outra empresa. Inversamente, tratando-se de uma posição curta, será mais fácil acordar a moeda nacional como moeda do contrato, se ela se encontrar a prémio relativamente à do país da outra parte contratante.

4.1.2. Escolha de moedas estrangeiras

Desde que os contratos sejam negociados em moeda estrangeira, a empresa sujeita-se ao risco de câmbio. Isto não significa que a empresa não possa ter interesse em negociar numa divisa estrangeira. Esta aceitação pode constituir um argumento comercial importante, possibilitando a negociação de outros pontos relevantes do contrato.

Além disso, se a empresa possui uma posição longa futura numa divisa estrangeira, que esteja a prêmio relativamente à moeda nacional, poderá beneficiar dessa valorização. Se se trata de uma posição curta a prazo, expressa numa divisa estrangeira que se encontra a desconto relativamente à moeda nacional, também a empresa poderá beneficiar da sua desvalorização. Por outro lado, certos contratos só se conseguem negociar em divisas estrangeiras, sobretudo nas mais importantes.

Várias divisas podem ser escolhidas:

- a divisa do país do parceiro comercial;
- uma terceira divisa;
- várias divisas;
- uma divisa composta.

A escolha da divisa do país do parceiro comercial tem à partida uma grande vantagem comercial: iliba-o de pensar em questões sobre o risco de câmbio e coloca a empresa em situação idêntica face às empresas concorrentes do mercado interno, aumentando-lhe os argumentos e as possibilidades de negociação.

A escolha de uma terceira divisa para os contratos coloca as duas partes sujeitas ao risco, embora possam surgir vantagens conjuntas derivadas unicamente da escolha da divisa. Neste caso, a escolha geralmente recai numa importante divisa, estável de preferência, que garanta facilmente a sua conversibilidade e transferência nas trocas internacionais, que seja objecto de um largo mercado de instrumentos de cobertura, e que seja fácil e rápido receber informações permanentes sobre a sua evolução.

Outra possibilidade é a escolha recair numa divisa em que as duas partes têm regulares recebimentos ou pagamentos.

A escolha de várias divisas tem por objectivo reduzir o risco de câmbio. A diversificação das divisas pode dar lugar à compensação das perdas numas com os ganhos de outras. Diversos processos podem ser utilizados para essa escolha. Por vezes, reparte-se o valor do contrato comercial, entre as moedas dos países das empresas negociadoras, dividindo desta maneira a exposição de cada empresa ao risco.

A escolha de várias divisas tem o inconveniente de obrigar a procurar mais informação e a seguir a política monetária e financeira dos respectivos países. Além disso, a repartição do valor do contrato entre várias divisas, diminui a capacidade de negociação das empresas sobre as taxas de câmbio a praticar. Os bancos preferem tratar um pequeno número de transacções de valores unitários elevados, do que um grande número de transacções de pequenos valores unitários.

A escolha de uma moeda composta, como o ECU, reduz à partida o risco de grandes variações no mercado de câmbios. A estabilidade demonstrada até à data pelo ECU, a que não serão alheios o facto de ser uma moeda composta e de enquadrar-se num sistema monetário funcional com limitações à flutuação das suas divisas, constitui importante argumento para a sua escolha. Além do mais, o ECU é hoje uma divisa com total conversibilidade, cotada em todas as importantes praças financeiras do mundo, com crescente âmbito de utilização e sobre a qual se obtém rápida e facilmente informações.

Em conclusão, será possível dizer que tratando-se de uma pequena empresa, que negoceia poucas vezes por ano com empresas estrangeiras, poderá ser preferível negociar em moeda nacional. A falta de pessoal especializado e experimentado, ou o custo, aconselhará a isso. Mas, tratando-se de uma empresa que regularmente negoceia com o exterior, poderá ser preferível negociar em moedas estrangeiras, beneficiando da sua experiência e capacidade negocial.

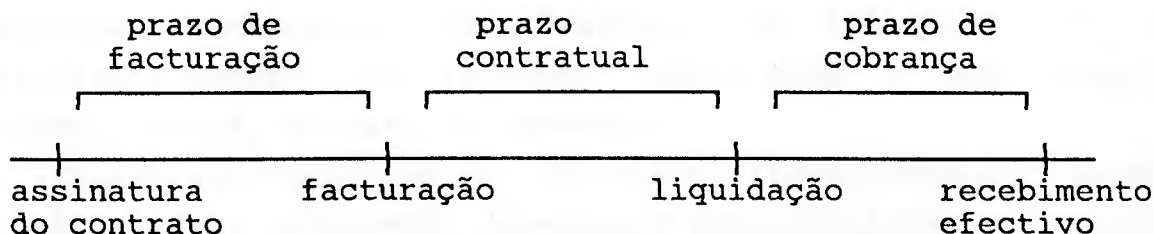
Tratando-se de um grupo multinacional de empresas, torna-se tudo muito mais fácil, pois normalmente existe um centro de decisões único que efectua a gestão da posição global do grupo.

4.2. Redução de prazos

Uma política interna de redução dos prazos envolvidos, desde o nascimento da posição cambial até à sua efectiva liquidação, poderá reduzir os valores expostos ao risco cambial, durante um certo espaço de tempo, ou, reduzir o tempo de exposição ao risco das posições da empresa.

Esta política torna-se mais pertinente em situações de grande instabilidade onde é difícil visualizar claramente qual a tendência de evolução para as divisas da empresa expostas ao risco. O mesmo acontece quando as posições expostas ao risco são longas e as divisas estão a desconto relativamente à moeda nacional, ou, em caso de posições curtas, quando as divisas estão a prémio relativamente à moeda interna.

Examinando pormenorizadamente o desenvolvimento de uma operação comercial (sobretudo exportações) desde a assinatura do contrato até ao pagamento ou recebimento dos fundos, é possível distinguir vários prazos, onde podemos incidir as acções de redução:



O prazo de facturação é o que separa a data de facturação da data da negociação do contrato comercial. As acções conducentes à sua redução deverão ter em conta a natureza e as exigências do contrato.

O prazo contratual é a duração do período que vai da data de facturação à data contratual de liquidação. Este é o prazo correspondente ao tempo de crédito concedido pelo credor ao devedor, e o seu conhecimento é importante para se poder utilizar certas formas de cobertura do risco cambial. A sua redução implicará negociações com a outra parte envolvida, ou o recurso a outras técnicas de gestão do risco.

O prazo de cobrança é o que decorre da data da liquidação feita pelo devedor até à data em que efectivamente o credor pode dispor dos fundos, a título de disponibilidades imediatas. É um prazo muitas vezes esquecido, mas de elevado interesse na gestão do risco de câmbio.

Com efeito, as operações de liquidação do comércio internacional são efectuadas, na generalidade, por intermédio dos bancos, que são as entidades autorizadas, em princípio, a converter as moedas no mercado de câmbios, exercendo o controlo das operações no plano legal.

As liquidações internacionais de posições curtas e longas, através do sistema bancário, têm por vezes um circuito longo e moroso, prejudicial às empresas. De facto, podem decorrer vários dias, ou mesmo semanas, entre o pagamento efectuado pelo devedor e o recebimento efectivo pelo credor.

Durante o prazo de cobrança as divisas poderão alterar os seus valores e, além disso, os fundos já liquidados pelo devedor, mas ainda não recebidos pelo credor, são improdutivos para as empresas. O conjunto destes capitais imobilizados nos circuitos bancários (conhecidos por "valores em trânsito" ou por "floating") deverá ser reduzido, assim como o seu tempo de duração, isto é, o prazo de cobrança.

Existe uma variedade de processos alternativos que poderão ser utilizados, oferecendo diferentes potencialidades e custos de gestão, que vão desde cheques, ordens de pagamento ou transferências bancárias, remessas documentárias, créditos documentários, até outros processos centralizadores, como as contas de intercepção e as caixas e cofres postais.

Interessa pois estar devidamente informado e escolher o processo que melhor se proporciona à gestão dos prazos e dos "valores em trânsito".

4.3. Gestão dos prazos de regularização

A gestão dos prazos de regularização das operações cambiais, consiste em jogar com os prazos de pagamentos e recebimentos, em função da evolução previsível do mercado à vista. Trata-se de retardar ou acelerar a liquidação de posições curtas ou longas, por forma a beneficiar das variações das taxas cambiais.

A gestão dos prazos de regularização exige negociar com a outra parte contratante (devedores ou credores), o que nem sempre é fácil, visto que os interesses podem ser divergentes face às previsões sobre a evolução das taxas de câmbio (mesmo que estas previsões sejam idênticas).

Assim, se uma empresa A tem um débito ou um crédito expresso em moeda nacional, será indiferente à empresa a evolução previsível do mercado de câmbios, pois ela não se encontra exposta ao risco cambial de transacção. Para a empresa A, relativamente à alteração dos prazos, e apenas por razões de tesouraria, o interesse será em acelerar o recebimento das posições longas e em retardar o pagamento das posições curtas. Mas, a outra parte contratante, a empresa estrangeira B, já não se afirma indiferente à evolução prevista da taxa de câmbio à vista entre as duas moedas.

Se a moeda do seu país mostra tendência de cotar a prazo, com prémio, relativamente à moeda do país da empresa A, então a empresa B terá interesse em acelerar o recebimento das suas posições longas e retardar o pagamento das suas posições curtas. Inversamente, se a moeda do seu país está a desconto, desejará alterações contrárias. Neste caso, existirá convergência de interesses entre as duas empresas quanto às vantagens de modificar os prazos de regularização.

Se as posições da empresa A estão expressas na moeda do país da outra parte contratante, a situação inverter-se-á

relativamente às duas empresas. Um acordo sobre alterações de prazos poderá ser agora mais facilmente negociado, se a moeda do país da empresa A se encontrar a desconto relativamente à moeda do país da empresa B.

Se as posições curtas e longas, quer da empresa A, quer da empresa B, estão expressas numa terceira divisa, as consequências a nível das negociações são bem diferentes:

- Se as duas divisas estiverem a desconto ou a prémio relativamente à terceira divisa, a situação nunca será favorável à partida, para uma possível convergência de interesses, qualquer que seja a conjuntura prevista.
- Se as duas divisas tiverem uma evolução previsível inversa relativamente à terceira divisa, isto é, uma encontrar-se a desconto e a outra a prémio, ou vice-versa, então, estamos numa situação sempre favorável a uma convergência de interesses, sobre o retardamento ou aceleração das liquidações entre as duas partes.

Se a instabilidade das moedas dos países das partes contratantes é grande, sendo difícil prever qual a tendência de evolução de cada uma, então qualquer das partes (ou unicamente a que se encontra exposta ao risco), tem interesse em reduzir os prazos de regularização, quer das posições longas, quer das posições curtas, para, desta forma, reduzir o tempo de exposição ao risco de câmbio.

Nas situações de convergência de interesses é necessário comparar se os ganhos cambiais originados pelas alterações das datas de vencimento das posições compensam os custos de tesouraria daí resultantes.

Nas situações de divergência de interesses relativamente aos potenciais ganhos a obter, pela alteração dos prazos de regularização, torna-se necessário na negociação, conceder compensações alternativas à parte prejudicada, normalmente compensações de ordem financeira, sobre a forma de juros a pagar aos credores ou de descontos a conceder aos devedores. É evidente que esta política apenas terá interesse, se os ganhos cambiais,

ou as perdas cambiais evitadas, forem superiores aos custos financeiros decorrentes das alterações.

Se bem que este princípio seja simples, a sua aplicação depara com dois grandes obstáculos:

- esta técnica exige negociar-se com o credor ou devedor, e os resultados dessa negociação vão depender de factores essenciais, tais como: a dimensão das empresas, o grau de dependência de cada uma em relação à outra, as características da exposição ao risco e das posições de cada uma das partes, as respectivas estratégias e políticas comerciais e financeiras, o grau de liquidez de cada empresa, as dificuldades e o custo de financiamento e o nível de consciência sobre o risco de câmbio.
- o segundo obstáculo deriva do controle cambial existente em cada país. Esta restrição obriga as empresas que pretendem utilizar esta técnica, a um conhecimento da legislação do seu país e da dos países com quem mantém transacções.

A legislação cambial de vários países proíbe ou restringe a actuação nesta área. As autoridades monetárias dos países de moedas fracas (com acentuadas desvalorizações) (1) receiam, normalmente, este tipo de políticas, sobretudo em períodos de crise, em virtude de estas provocarem desequilíbrios, por vezes significativos, no mercado cambial, relativamente às suas moedas. Isto resulta de um aumento da oferta dessas moedas e de uma simultânea redução da procura, o que acentua ainda mais as desvalorizações. Por isso surgem limitações relativamente:

- ao prazo de recebimento das exportações e de pagamento das importações;
- às obrigações de repatriamento e de recebimento dos valores exportados;
- ao enquadramento do crédito, criando dificuldades de tesouraria às empresas;
- ao prazo de compra e venda de divisas no mercado à vista e no mercado a prazo.

Torna-se, evidentemente, necessário que a empresa possua informação fiável e suficiente sobre a evolução da sua moeda relativamente às moedas dos países com que trabalha, no sentido de saber como negociar.

Este tipo de política será, obviamente, mais fácil realizar no interior de um grupo de implantação internacional, pois é possível obter uma calendarização das liquidações das empresas do grupo que permita a optimização dos ganhos cambiais.

4.4. Compensação

Trata-se de uma importante técnica, muito difundida, que consiste em tentar equilibrar os prazos de vencimento de posições longas e curtas. É de grande utilidade no caso das empresas que têm fluxos constantes nos dois sentidos.

O sistema de compensação pode ser utilizado para compensar trocas cruzadas entre duas empresas, ou, para compensar compras e vendas negociadas na mesma divisa.

O mecanismo de compensação pode realizar-se de duas grandes formas:

- sem transferência de fundos;
- com transferência de fundos.

O mecanismo de compensação sem transferência de fundos consiste em compensar trocas bilaterais entre duas empresas que são simultaneamente devedora e credora uma da outra, permitindo transferir apenas o saldo resultante dessa compensação.

Qualquer que seja a moeda de facturação entre as duas partes (divisa do país de uma das empresas, ou do país da outra, ou ainda uma terceira divisa), é possível determinar o saldo das operações efectuadas.

Contudo, torna-se imprescindível harmonizar as datas de vencimento e os valores das respectivas posições que irão compensar-se, fixando-as no mesmo dia em valores relativamente idênticos e procedendo à transferência do saldo nesse dia.

No caso de empresas pertencentes a um mesmo grupo, as datas de liquidação são geralmente uniformizadas e fixadas em um ou dois dias por mês.

O mecanismo de compensação com transferência de fundos consiste em compensar os fluxos de entrada com os fluxos de saída nas mesmas divisas. Uma empresa que possui uma posição longa em moeda estrangeira, com vencimento numa certa data, poderá utilizar as divisas recebidas pela regularização dessa posição para liquidar uma posição curta de valor idêntico, na mesma moeda e vencível na mesma data (ou em data próxima).

Também aqui é necessário harmonizar as datas de vencimento e os valores das posições longas e curtas, o que poderá ser facilitado pela possibilidade da empresa dispor das divisas durante algum tempo, em contas de depósito em moeda estrangeira, ou poder realizar outros empréstimos de curto prazo. O prazo durante o qual a empresa conservará as divisas depende das datas de vencimento das posições respectivas. Se se conseguir uma data única, facilita-se o sistema de compensação, eliminando o prazo de diferimento entre a data de vencimento das duas posições, e, por conseguinte, o eventual custo de imobilização dos fundos.

Várias vantagens decorrem da aplicação do sistema de compensação:

- Evita o risco de câmbio entre a data de vencimento de uma posição longa e a de uma posição curta e, conseqüentemente, reduz numerosas operações de cobertura;
- Suprime o desvio entre as taxas de compra e de venda;
- Elimina ou diminui as comissões cambiais e as despesas e comissões bancárias, dado que reduz os valores a transferir;
- Reduz os "valores em trânsito".

Todavia, o uso deste sistema é condicionado, quer pela legislação cambial, que restringe ou proíbe, muitas vezes, a sua utilização, quer pela necessidade de fazer coincidir, o mais possível, as datas, os valores e as moedas de recebimentos e pagamentos.

Tratando-se de um conjunto de empresas fazendo parte do mesmo grupo económico multinacional, a compensação deixa normalmente de ser bilateral, passando a ser multilateral. O objectivo é compensar os créditos, não apenas nas mesmas divisas, mas misturando um conjunto diverso de divisas.

O grupo deverá fixar uma data na qual as regularizações inter-grupo devem ser efectuadas, e será nessa data que se procederá à compensação. Existirá um órgão centralizador das operações (2), e cada empresa do grupo pagará ou receberá dele apenas os valores líquidos na sua moeda base. Esse órgão encarregar-se-á de negociar esses valores no mercado à vista.

É um sistema muito útil para os grupos multinacionais, em virtude de existirem numerosas ligações comerciais e financeiras entre as empresas do grupo e de o sistema permitir diminuir o valor e o número de transferências em divisas.

4.5. Desconto por antecipação de regularização

Uma empresa com uma posição longa, vencível numa data futura, poderá eliminar o risco de câmbio, acordando com o devedor um desconto por antecipação de pagamento. O valor desse desconto constituirá então, aparentemente, o custo de cobertura do risco cambial para a empresa. Contudo, como a empresa passa a dispor de maior liquidez, que pode utilizar cedendo-a no mercado a um determinado preço, tal significa que o custo real de cobertura corresponderá à diferença entre as:

taxa de desconto concedida pelo pagamento antecipado	-	taxa de custo do capital para a empresa
--	---	---

O recebimento a pronto de uma posição longa futura, apresenta para a empresa três vantagens significativas:

- evita o risco de câmbio;

- elimina o risco de crédito;
- permite um acréscimo imediato da tesouraria.

No entanto, não se poderá esquecer que o cálculo do desconto terá de efectuar-se de forma a trazer benefícios para o devedor estrangeiro, e para a empresa terá de ser comparado com outras alternativas de gestão do risco cambial. Por outro lado, a empresa só aceitará ou proporá o desconto se o valor deste for inferior ao custo de cobertura resultante de uma política desse género.

Note-se que, no caso das empresas com posições longas a prazo, quando a moeda de posição está a prémio relativamente à moeda nacional, o interesse sobre possíveis ganhos cambiais, centra-se no retardamento dos respectivos recebimentos, diminuindo desta forma a importância cambial da forma do desconto por antecipação de pagamento.

As empresas com posições curtas a prazo em divisas, que sejam contactadas, quanto à possibilidade de efectuarem pagamentos antecipados com descontos, poderão também eliminar o risco de câmbio dessas posições.

O valor do desconto constitui, então, não um custo de cobertura, mas um ganho cambial, que deverá ser devidamente ponderado com os custos de tesouraria originados pela antecipação do pagamento. O valor real do ganho resultará da diferença entre:

$$\begin{array}{r} \text{valor do desconto} \\ \text{obtido} \end{array} - \begin{array}{r} \text{custo do capital} \\ \text{para a empresa} \end{array}$$

Para as empresas com posições curtas a prazo, as vantagens de uma antecipação de pagamento resumem-se ao ganho obtido com o desconto e à cessão do risco cambial, embora tenhamos que ponderar o inconveniente da redução imediata das disponibilidades de tesouraria. Repare-se que, neste caso, quando a divisa da posição está a desconto relativamente à moeda nacional, o interesse da empresa será pagar mais tarde, o que deverá ser devidamente ponderado na decisão de pronto pagamento. Se a divisa

se encontra a prêmio, o interesse da empresa por esta forma de pagamento será reforçado.

4.6. "Desconto sem recurso" (3)

O desenvolvimento do comércio internacional, particularmente o crescimento das compras de bens de equipamento pelos países em vias de desenvolvimento, e o alargamento dos prazos de pagamento pedidos pelos compradores implicaram a necessidade para os exportadores de encontrarem técnicas que evitassem suportar, durante muito tempo, riscos comerciais, cambiais e políticos significativos. Foi por estas razões que surgiu, no início dos anos sessenta, o desconto sem recurso.

Podemos defini-lo formalmente como a compra, por um banco ou por uma instituição parabancária, sem recurso contra o titular, dos direitos de cobrança, titulados geralmente por letras de câmbio ou promissórias provenientes do comércio internacional.

A empresa exportadora que possua uma posição longa a prazo, titulada por letras ou promissórias, desejando, entre outros aspectos, eliminar o risco de câmbio, cede por endosso os direitos de cobrança destes títulos, incluindo uma cláusula "sem recurso", ao banco ou à instituição parabancária interessada em investir neste tipo de papel comercial.

A empresa verá a sua posição longa a prazo transformar-se numa posição à vista, recebendo imediatamente o valor dos títulos, descontados os respectivos juros, geralmente na modalidade de "juros à cabeça".

Da parte do exportador a transacção está completa, ficando livre de todas as responsabilidades pelo não cumprimento do importador ou do avalista.

O banco ou a instituição parabancária investidora, ficará encarregue, por sua conta e risco, da boa cobrança dos títulos, na data de vencimento. Alternativamente, poderá revendê-los, total ou parcialmente, a outros investidores, repartindo os seus riscos. Este tipo de operações pode tornar-se interessante, como forma de investimento, uma vez que, habitualmente, possui

incentivadoras taxas de rendimento. Note-se que, os títulos são avalizados, normalmente por um banco do país do importador, conhecido da sociedade financeira (ou banco) investidora, o que pode expressar, de certa maneira, a credibilidade do importador, além de constituir uma garantia complementar.

Este sistema proporciona, à empresa exportadora, um conjunto vasto de vantagens, além da eliminação do risco cambial:

- evita o risco de crédito resultante de eventuais dificuldades ou demoras de cobrança;
- permite um acréscimo imediato dos fluxos de tesouraria;
- constitui uma importante alternativa às formas tradicionais de financiamento das exportações;
- sendo geralmente financiamentos de médio prazo, negociados a taxas fixadas no momento do acordo, evita flutuações posteriores das taxas de juro;
- diminui as preocupações e os custos administrativos das cobranças;
- permite o desaparecimento dos débitos da empresa, quer existentes no balanço, na conta clientes, quer registados nas contas extra-balanço de Letras Descontadas. Essa circunstância, além de melhorar a situação financeira da empresa, reforça o seu poder de negociar em outras operações;
- a possibilidade de calcular antecipadamente os custos da operação permite, à empresa, repercuti-los nos preços dos produtos, se isso não afectar a sua posição concorrencial.

Note-se que, no caso de posições longas a prazo, em divisas com tendência de desvalorização relativamente à moeda nacional, o retardamento dos recebimentos seria, do ponto de vista cambial, negativo para a empresa.

O inconveniente principal apontado ao "desconto sem recurso", para as empresas que a ele recorrem, é o seu custo. A transferência de todos os riscos para a entidade "descontadora" faz com que esta tenha que se precaver devidamente, de forma a

tornar a operação financeiramente interessante.

O cálculo do custo de uma operação de "desconto sem recurso" é baseado em vários factores, sendo o mais significativo o custo do refinanciamento (4). A este custo-base é adicionado um valor para cobrir os riscos cambiais, comerciais, económicos e políticos envolvidos.

4.7. Fixação dos preços

Uma forma da empresa se proteger contra o risco de câmbio, sobretudo nas operações de comércio internacional, consiste em actuar ao nível da fixação dos preços dos bens e serviços negociados.

No caso das empresas com posições longas a prazo, esta possibilidade é muitas vezes utilizada, desde que, a empresa preveja uma desvalorização significativa da moeda do contrato, face à moeda nacional. A empresa fará crescer ao preço dos bens e serviços vendidos a diferença cambial desfavorável que prevê venha a acontecer.

O aumento dos preços tem como limite razões de competitividade, sobretudo em relação à concorrência interna. Além disso, poderá implicar para a empresa a cedência de contrapartidas, pelo que deverá comparar-se com as possibilidades de utilização de outras políticas e com os custos de possíveis políticas de cobertura.

Se a empresa prevê uma valorização da moeda do contrato face à moeda nacional, poderá servir-se desta situação favorável para aumentar a sua competitividade, diminuindo os preços dos bens e serviços, ou utilizá-la como argumento de negociação de outros pontos do contrato. Note-se que se trata de uma situação à partida favorável a uma negociação com êxito.

No caso de posições curtas, a empresa também poderá negociar os preços dos bens e serviços comprados, por forma a reduzir as diferenças cambiais desfavoráveis que prevê possam vir a acontecer. Isto resultará numa situação em que as previsões da empresa sobre a evolução das divisas das suas posições curtas,

relativamente à moeda nacional, apontam para uma valorização.

Esta negociação poderá obrigar a empresa a efectuar concessões a título de compensação, que terão de comparar-se com outras possibilidades de protecção contra o risco cambial.

4.8. Utilização do mercado à vista na gestão do risco cambial

Como vimos, o mercado à vista constitui o centro do mercado cambial e, por conseguinte, o ponto de referência de qualquer política de gestão do risco cambial.

O risco cambial de transacção apenas aparece nas posições a prazo, porque as posições à vista correspondem à data em que nos colocamos. Assim, sempre que, através de qualquer processo, conseguimos transformar uma posição a prazo numa posição à vista, estamos a solocionar o problema do risco cambial dessa posição. Por outro lado, sobretudo em conjunturas muito instáveis, a redução do prazo de uma posição em aberto, isto é, a sua aproximação para uma posição à vista, reduz, em princípio, o risco de maiores flutuações imprevistas das taxas de câmbio.

Por isso, algumas das políticas analisadas neste capítulo proporcionam uma eliminação ou redução do risco cambial. São os casos do desconto por antecipação de pagamento, do desconto sem recurso e da redução de prazos. Mas, convém salientar, que outras políticas semelhantes poderão ser encontradas e utilizadas com êxito na gestão do risco cambial de transacção.

CAPÍTULO 5 - POLÍTICAS DE COBERTURA DO RISCO

5.1. Recurso ao euro-mercado

5.2. Mercado de câmbios a prazo

5.3. Mercado de futuros em divisas

5.4. Opções de câmbio

5.5. Contratos de seguro

5.6. Comparação entre as várias formas de cobertura

5. Políticas de cobertura do risco

5.1. Recurso ao euro-mercado

5.1.1. Conceito e origem

O euro-mercado poderá definir-se como o mercado das euro-divisas, sendo estas as divisas que se encontram creditadas em contas sediadas em bancos não integrados no sistema bancário do país emitente da divisa. Assim qualquer divisa é susceptível de tornar-se em euro-divisa, desde que a regulamentação do país da sua origem, permita a sua convertibilidade externa. Uma euro-divisa é constituída, por conseguinte, pela fracção da massa monetária do país originário da divisa que se encontra no mercado externo.

O mecanismo de passagem de uma moeda do seu mercado interno para o mercado externo é muito antigo, pois está inerente a um sistema monetário internacional representado pela convertibilidade externa das moedas. Existiu, nos anos vinte, um mercado muito activo de depósitos em divisas fora do seu país, mas não resistiu à crise económica dos anos trinta.

Todavia, por volta dos anos cinquenta, estavam reunidas as condições para um ressurgimento desse mercado, começando pelo dólar e alargando-se posteriormente às outras moedas.

O aparecimento de um saldo negativo na balança de pagamentos dos Estados Unidos desde a guerra da Coreia originou a constituição de um elevado valor de créditos em dólares, no exterior. Os fundos em dólares vindos para a Europa com o Plano Marshall e, posteriormente, a ascensão das economias europeias a seguir à reconstrução após a segunda guerra estiveram também ligados ao aparecimento destes elevados créditos em dólares.

O desenvolvimento na Europa de um mercado de tomada e cedência de fundos em dólares esteve na origem da designação, para esses dólares, de "euro-dólares".

Posteriormente, esse mercado alargar-se-ia a outras zonas do globo, tornando-se de dimensão mundial, mas continuou a conhecer-se por "mercado dos euro-dólares".



As restrições impostas pelo Banco de Inglaterra, em 1957, à utilização da libra, pelos bancos ingleses, para financiamento do comércio internacional entre não residentes, conduziu os bancos da praça financeira de Londres a procurarem recursos substitutos, encontrando-os, naturalmente, nos depósitos em dólares, incentivando o mercado dos "euro-dólares". No entanto, a sua verdadeira expansão dá-se quando o governo dos Estados Unidos, a partir de 1961, toma uma série de medidas regulamentares, com objectivo de fazer face ao saldo negativo da sua balança de pagamentos. Este saldo, ao assumir um carácter de permanência e uma expressão considerável, assegurou o crescimento contínuo das disponibilidades do mercado dos euro-dólares.

O abrandamento das regulamentações nos países europeus e o retorno à conversibilidade das principais moedas europeias, nos anos de 1958 e 1959, fez alargar o mercado dos depósitos em dólares a outras moedas. Uma significativa expansão dos mercados do euro-marco e do euro-franco suíço registou-se a partir de 1971, quando, perante a expectativa de uma efectiva desvalorização do dólar, os seus detentores optaram por diversificar os seus haveres por outras moedas.

Hoje, estamos perante um vasto mercado de euro-divisas, incorporando um variado leque de moedas.

5.1.2. Características principais

O euro-mercado é um mercado bancário e sobretudo interbancário, onde participam os bancos comerciais de todos os países (1), especialmente as sucursais dos maiores bancos das principais praças financeiras, os bancos centrais, as empresas, os investidores institucionais e as pessoas singulares ricas.

Trata-se de uma mercado internacional e não apenas europeu, cujo desenvolvimento está fortemente ligado ao fenómeno de expansão da banca multinacional. É um mercado de tomada e cedência de fundos, muito agressivo, com ausência de restrições cambiais e de reservas obrigatórias sobre depósitos e com grande interligação ao mercado cambial.

O seu carácter internacional é reforçado por uma vincada tendência à unicidade das taxas de juro, por divisa e por prazos de vencimento, relativamente à totalidade das praças financeiras. Estas, com localizações geográficas marcadas, constituem centros especializados, com um papel determinante na redistribuição dos fundos circulantes do mercado. Londres constitui o maior centro mundial (sobretudo para os euro-dólares), mas existem igualmente outros centros de significativa importância e com maior especialização, por vezes, relativamente a outras divisas.

A oferta e a procura são confrontadas, quer pela acção dos vários bancos, quer pela acção dos corretores, que geralmente intervêm sobre o mercado de câmbios e sobre o mercado monetário do país onde se encontram instalados.

Os bancos centrais também intervêm, directa ou indirectamente (através de outros bancos), no sentido de influenciar a liquidez do mercado ou as taxas de juro, ou ainda, em certos casos, contraindo empréstimos para a resolução de problemas ligados à balança de pagamentos.

As empresas recorrem a este mercado com o objectivo de obter ou aplicar fundos, mas a maioria dessas operações, assim como a generalidade das operações no mercado das euro-divisas, são de curto prazo (2). As operações a mais de 1 ano são menos frequentes embora envolvam, muitas vezes, quantias superiores.

O mercado cobre uma gama de prazos de vencimentos, onde os mais correntes são: um dia (3), uma semana, um, dois, três, seis, nove e doze meses.

A imprensa financeira especializada publica diariamente (4) as taxas de juro para cada divisa, correspondentes a cada um dos prazos habituais do mercado. É contudo possível obter cotações para as chamadas "datas quebradas", que não correspondem a esses prazos comuns do mercado, mas muito possivelmente com valores comparativamente mais desfavoráveis. A maioria dos países europeus segue as taxas da Libor (5) como ponto de referência.

As divisas que compõem o mercado correspondem aproximadamente a duas dezenas, sendo objecto de um mercado à vista. O dólar americano ocupa uma posição preponderante, seguido do marco alemão, do franco suíço, da libra inglesa e do iene japonês. Para

estas moedas, é possível negociar por prazos fixos mais longos, que poderão ir de dezoito meses até cinco anos.

5.1.3 Obtenção e aplicação de fundos

Os bancos participam no euro-mercado para procurar ou empregar recursos (tomar ou ceder fundos), e os mais activos fazem-no nos dois sentidos, por prazos e divisas múltiplas.

Os recursos "tomados em depósito" (6) podem ter origens muito diversas:

- Depósitos em divisas dos particulares ou empresas residentes, nos limites permitidos pela legislação do país;
- Depósitos em divisas dos particulares e empresas não residentes;
- Empréstimos tomados de outros bancos, incluindo bancos centrais;
- Empréstimos tomados directamente dos bancos do país da divisa, se a regulamentação cambial desse país assim o permitir;
- Recursos obtidos através de operações de "troca" (7), se a legislação do país o permitir.

Esta origem de recursos possibilita, ao sistema bancário internacional, constituir um vasto mercado de capitais, que permite, por um lado, aos aplicadores de todas as nacionalidades, incluindo os Estados, obter aplicações de durações várias e, por outro, financiarem as suas necessidades.

Os bancos utilizam este mercado monetário internacional na sua gestão financeira e na cobertura das posições cambiais em aberto, e procuram também aí os recursos necessários para concederem empréstimos à sua clientela, para fins de financiamento de exportações ou importações, ou para outras operações, normalmente de curto prazo. Nas operações de médio prazo, encontram também os recursos necessários para concessão de empréstimos de médio

prazo, a realizar, geralmente, sobre a forma de empréstimos sucessivos de curto prazo, durante um prazo médio. Este tipo de empréstimo, em geral com taxas de juro variáveis, acarreta mais riscos para a clientela, pois não permite o conhecimento, à partida, da verdadeira taxa de remuneração do empréstimo.

5.1.4. Cobertura de posições longas

A tomada de fundos pelas empresas no euro-mercado possibilita-lhes cobrir as suas posições cambiais longas, resultantes de direitos a receber no futuro.

Se uma empresa possui uma posição longa numa moeda, com determinado vencimento futuro, para cobrir o risco dessa posição poderá contrair um empréstimo, na mesma moeda, com reembolso na data de vencimento da posição.

A contracção do empréstimo, com a mesma duração da posição, permite receber antecipadamente um valor em divisas "equivalente" (8) ao valor da posição, e vendê-lo no mercado à vista, à taxa do dia da recepção do empréstimo. A liquidação do empréstimo far-se-á, na data de vencimento, com as divisas recebidas pela regularização da posição inicial longa.

Para que se realize uma cobertura completa, deverá proteger-se o valor do capital e dos juros, não deixando subsistir qualquer quantia exposta ao risco.

Assim, possuindo uma empresa uma posição longa de transacção na divisa A de valor (x)



e querendo cobrir totalmente a posição com recurso apenas ao euro-mercado, deverá pedir um empréstimo no valor da posição existente, deduzidos os juros a liquidar.

Representando o valor do empréstimo na divisa A por E_A , a taxa de juro da divisa A para o período considerado (9) por i_A (expressa em %) e os juros por J_A , vem:

$$E_A + J_A = \text{VAL}(x)$$

como:

$$J_A = \frac{E_A \times i_A \times \text{no dias}}{360 \times 100} \quad (10)$$

vem:

$$E_A + \frac{E_A \times i_A \times \text{no dias}}{360 \times 100} = \text{VAL}(x)$$

$$E_A \left(1 + \frac{i_A \times \text{no dias}}{360 \times 100} \right) = \text{VAL}(x)$$

$$E_A = \frac{\text{VAL}(x)}{1 + \frac{i_A \times \text{no dias}}{360 \times 100}}$$

valor a tomar de empréstimo.

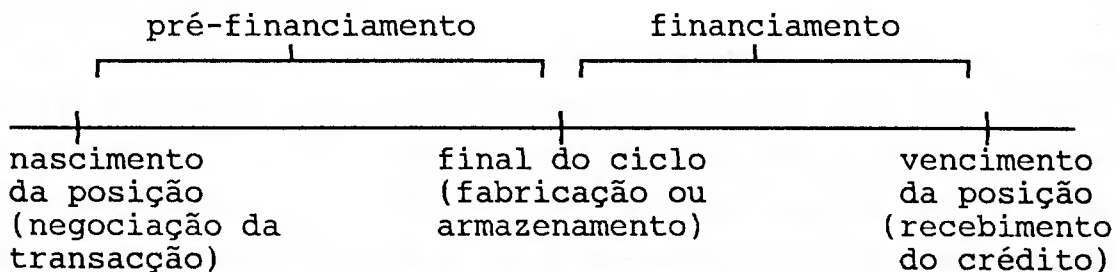
É evidente que, poder-se-á optar por outra solução igualmente viável do ponto de vista da cobertura do risco, nomeadamente, pedindo um empréstimo pelo valor da posição de transacção inicial e cobrindo os juros através de outra forma de cobertura

A obtenção de um empréstimo para cobertura de uma posição longa existente pode ser feita desde o nascimento da posição, isto é, desde o conhecimento da futura transacção. Neste caso,

poderão acontecer dois empréstimos:

- um a título de "pré-financiamento" em divisas, em que o objectivo será financiar o ciclo de fabricação ou de armazenamento, e cuja duração poderá ir desde o nascimento da posição até ao fim do ciclo, por exemplo, da data da encomenda até à data do envio da encomenda;
- outro a título de financiamento em divisas de um crédito concedido ao importador estrangeiro pelo prazo que irá desde o final do ciclo (11) até à data de vencimento do crédito.

Esquemáticamente



Se a necessidade de financiamento surge apenas posteriormente à nascença da posição, poderá cobrir-se o risco ao longo de todo o período, recorrendo ao empréstimo em divisas, para a fase em que é necessário um financiamento, e cobrindo o restante período por outro processo de cobertura. Se utilizarmos, por exemplo, o mercado de câmbios a prazo, teremos de negociar um contrato de venda a prazo, na data de nascimento da posição, com vencimento na data prevista para o empréstimo. O cumprimento do contrato a prazo far-se-á utilizando as divisas recebidas do empréstimo.

5.1.5. Cobertura de posições curtas

A cedência de fundos pelas empresas no euro-mercado a título de empréstimo faz criar uma posição cambial longa, a prazo, que permitirá cobrir uma posição curta a prazo já existente, desde que a data de reembolso do empréstimo coincida com a data de liquidação da posição curta.

Este equilíbrio de posições, resultante da existência de uma posição curta a prazo e da criação de uma posição de sentido inverso, através da aquisição das divisas no mercado à vista e sua cedência no euro-mercado, está limitado regulamentarmente em muitos países, pelo estabelecimento de um prazo para a compra das divisas, relativamente à data de liquidação da posição cambial curta, e pela impossibilidade, por vezes, da cedência das divisas a título de empréstimo.

Uma alternativa, muitas vezes possível, para estes casos, consiste em adquirir euro-obrigações, expressas na moeda da posição curta, o que leva à criação de uma posição longa no activo do balanço. A aquisição de euro-obrigações com prazos de reembolso coincidentes com a data de vencimento da posição curta, facilita a eliminação do risco cambial das cotações. A possibilidade de conservar as divisas provenientes dos reembolsos das euro-obrigações permite o prolongamento da posição longa, facilitando o ajustamento com a data de liquidação da posição curta.

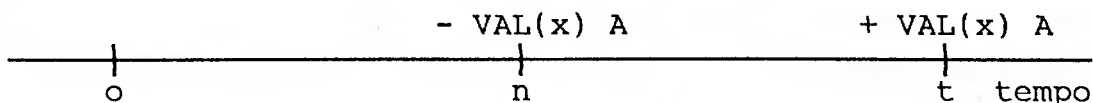
Também aqui, torna-se necessário ponderar o valor dos juros que resultarão dessa aplicação. O capital a aplicar será inferior ao valor da posição curta existente, na quantia relativa aos juros.

5.1.6. Financiamento em divisas e gestão de posições curtas

Um financiamento em divisas faz nascer a prazo uma posição curta, não permitindo por isso cobrir uma posição curta a prazo de transacção já existente. Pode, no entanto, possibilitar a gestão dessa posição, prolongando-a para lá da data do seu

vencimento, e fazendo-a, por exemplo, coincidir com a data de vencimento de um crédito na mesma moeda. O objectivo será, em princípio, eliminar o risco de uma descida da taxa de câmbio à vista da moeda da posição, entre a data da liquidação da posição curta e aquela que recebemos um crédito na mesma moeda.

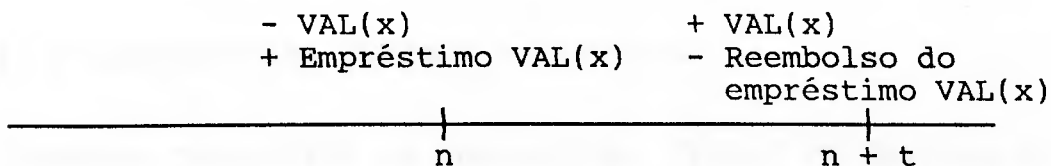
Se uma empresa tem uma posição de transacção curta, na divisa A, no valor (x), vencível no momento n



e se pede um empréstimo nesta data, na divisa A, vencível numa data t, em que irá receber de outra transacção um valor idêntico (12), isto é, possui no momento t uma posição longa, está eliminando o risco cambial de duas operações:

- a liquidação da posição curta vencível no momento n, que será efectuada com as divisas recebidas do empréstimo;
- o recebimento do valor da posição longa, cujas divisas servirão para liquidar o empréstimo

Esquemáticamente temos:



Além disso, este empréstimo irá funcionar como um financiamento à exportação durante um período que vai da data de liquidação do débito em moeda estrangeira até à de vencimento do crédito na mesma moeda.

Outra possibilidade que resulta da utilização de um financiamento em moeda estrangeira, no caso da existência de uma posição curta, é o facto de se poder modificar a exposição ao risco de câmbio, através da alteração da divisa da posição. Esta alteração pode ser desejável, desde que a posição resultante de um débito pagável a prazo esteja expressa numa moeda cujo risco de valorização tenha sido mal avaliado, ou julgado inaceitável, após a negociação do contrato que originou o referido débito.

Um financiamento contraído numa divisa cuja valorização relativamente à moeda nacional pareça menos provável, ou mais vantajosa, poderá permitir liquidar antecipadamente o débito, arbitrando no mercado à vista a moeda do empréstimo contra a moeda do débito. Esta possibilidade de arbitragem directa entre duas moedas estrangeiras está, por vezes, limitada pela legislação interna. Em todo o caso, é normalmente possível ultrapassar este aspecto, efectuando, não uma, mas duas operações cambiais:

- venda no mercado à vista da moeda empréstimo por contrapartida da moeda nacional;
- compra no mercado à vista da moeda do débito por contrapartida da moeda nacional.

Estas duas operações acarretam, em princípio, um custo mais elevado para as empresas, dado o desvio existente entre as taxas de compra e de venda.

5.1.7. Financiamentos "puros" em divisas

Podemos considerar um empréstimo "puro" em divisas como um empréstimo que foi contraído por questões de financiamento e não com a intenção de cobrir qualquer posição cambial já existente.

A contracção do empréstimo faz criar uma posição curta a prazo, dada a obrigação de o reembolsar na data do vencimento. A posição em aberto daí resultante poderá ser protegida pela

utilização de qualquer meio de cobertura. Devemos, contudo, não esquecer que, normalmente, estes empréstimos são de médio prazo, isto é, com reembolso a mais de um ano, pelo que é necessário verificar, se, para a moeda do empréstimo, existe possibilidade de efectuar um contrato de cobertura da posição, contra a moeda nacional, com vencimento a mais de um ano.

Convém salientar que, na hipótese de se verificar a "eficiência do mercado", e tratando-se de um empréstimo a uma taxa de juro fixa com reembolso apenas de uma só vez, o seu custo será, em princípio, equivalente a um empréstimo em moeda nacional a taxa fixa (não considerando as margens e custos bancários), com a mesma duração, desde que efectuada uma cobertura a prazo, o seu custo (o prémio ou o desconto) seja função do diferencial das taxas de juro entre as duas moedas, para o período considerado.

Se se trata de um empréstimo de médio prazo com vários financiamentos de curto prazo sucessivamente renováveis, utilizar-se-á para cada renovação uma taxa de juro, consoante as condições do mercado na data da renovação. Neste caso, cobrindo totalmente o risco cambial durante o período do empréstimo a médio prazo, o que se pagará pela cobertura será conhecido antecipadamente, mas dificilmente será igual ao que se pagaria por um empréstimo em moeda nacional. Tudo dependerá da evolução futura das taxas de juro das duas moedas. A aleatoriedade quanto aos valores das taxas de juro poderá ser coberta com recurso a uma técnica de gestão do risco de variação das taxas de juro.

5.2. Mercado de câmbios a prazo (13)

5.2.1. Características principais

No mercado de câmbios a prazo, os contratos de compra ou de venda de divisas são efectuados a uma taxa fixada no momento da sua negociação, mas reportam a uma data futura a movimentação dos fundos.

O mercado de câmbios a prazo é um mercado bancário e interbancário, dado que os contratos são negociados pelos bancos entre si e com os seus clientes. Estes, ao recorrerem aos bancos,

estabelecerão por acordo as várias condições do contrato, sendo-lhes portanto possível, ajustá-los às suas necessidades. Existe uma grande liberdade de se operar neste mercado às taxas, prazos, moedas e valores julgados como favoráveis, dentro das possibilidades oferecidas pelo mercado.

Em geral, os bancos centrais têm como política não intervir sobre as cotações do mercado a prazo, mesmo que seja para lutar contra a especulação. Do facto desta ausência de intervenção dos bancos centrais, as cotações a prazo poderão registar flutuações mais importantes que as cotações à vista, pelo menos teoricamente. Na prática, a existência de fortes ligações entre os dois mercados limita bastante as variações das taxas de câmbio a prazo.

Em períodos de estabilidade, as operações a prazo são menos importantes, e o mercado muitas vezes é esclarecido e mostra claramente a sua tendência. Neste caso, torna-se difícil encontrar contrapartidas, pois as moedas fortes são pouco oferecidas e as moedas fracas pouco procuradas.

Por outro lado, em períodos de instabilidade, o mercado de câmbios a prazo assume mais significado, mas os bancos para efectuarem operações, por vezes, exigem um depósito garantia ou outra garantia suplementar.

No mercado de câmbios a prazo, as transacções são efectuadas, geralmente, por prazos curtos, onde os mais comuns são os que constam do quadro seguinte.

Dias	Meses	Anos
4	1	1
5	2	1,5 *
6	3	2 *
7	9	5 *

* excepções

Embora seja possível negociar contratos para outros prazos diferentes destes, é, no entanto, preferível negociar um destes prazos usuais do mercado. O estabelecimento de um contrato para outros prazos acarreta, normalmente, custos comparativamente mais elevados, pois o sistema bancário poderá necessitar de cobrir o risco que lhe é transferido pelo cliente, e ver-se-á obrigado a procurar no mercado um contrato de características semelhantes, embora de sentido contrário, o que, por vezes, é difícil de encontrar.

Todas as moedas convertíveis, em princípio, podem ser negociadas a prazo, mas as situações mais usuais do mercado são aproximadamente as seguintes:

- para prazos compreendidos entre 3 e 6 meses, é geralmente possível negociar contratos a prazo para todas as moedas habitualmente utilizadas nas trocas internacionais;
- para prazos de 12 a 24 meses, é difícil negociar contratos a prazo para divisas menos importantes, nomeadamente: o escudo, a peseta, a lira, o franco belga, o xelim e as moedas dos países nórdicos;
- para prazos superiores a 2 anos, apenas se consegue obter contratos em dólares, marcos, francos suíços e libras inglesas.

As taxas de câmbio a prazo diferem segundo os vencimentos, mas não de uma forma proporcional à duração dos prazos. O facto de certos prazos serem, num certo momento, mais procurados, conjugado com questões de ordem técnica e financeira, explica essas diferenças. De qualquer forma, as empresas de informação financeira, como a Reuter, a Telerate, etc. publicam constatemente informações sobre as taxas a prazo, para os prazos mais comuns do mercado. Os grandes jornais financeiros também nos fornecem diariamente essa informação.

Refira-se que os operadores profissionais obtêm das agências especializadas em informação financeira apenas a informação das cotações dos chamados "preços dos swap" para prazos que habitualmente trabalham. Os "preços dos swap" correspondem apenas

às diferenças existentes entre as taxas à vista e as taxas a prazos (14).

5.2.2. Cobertura de posições curtas

A utilização do mercado a prazo como outro instrumento de intervenção no mercado cambial possui três importantes objectivos:

- realização de uma operação especulativa;
- realização de uma operação de arbitragem;
- realização de uma operação de cobertura.

Às empresas e particulares apenas é permitido, na maior parte dos casos, recorrer ao mercado a prazo para efeitos de cobertura do risco cambial, pelo que apenas nos vai interessar o estudo e a análise de operações de cobertura, embora, obviamente, o mercado funcione globalmente com uma forte interligação dos três tipos de operações.

A existência de uma posição cambial de transacção curta, resultante de um débito a liquidar numa data futura, pode ser compensada pela criação de um fluxo financeiro de entrada, na data de vencimento da posição, através da negociação de um contrato de compra de divisas a prazo.

Esta negociação permite-nos estabelecer, à partida, qual o valor que aceitamos como perda cambial fixa, no caso da moeda nacional se encontrar a desconto, ou o valor fixo que aceitamos como ganho cambial futuro, no caso da moeda nacional se encontrar a prémio.

Mas a efectivação de uma perda ou de um ganho cambial como resultado da operação de cobertura só será inteiramente conhecida, na data de vencimento da posição, mediante a comparação da cotação a prazo fixada aquando da negociação e da cotação registada entre as duas moedas (moeda nacional e moeda de cobertura) nessa data, no mercado à vista. Isto é, se uma empresa possui uma posição curta numa moeda e efectua um contrato de

compra a prazo nessa moeda, com determinado vencimento correspondente ao vencimento da respectiva posição, e se a entidade bancária que realiza o contrato prevê que a moeda nacional está a desconto relativamente à divisa, então, a empresa está perante três situações possíveis de acontecer na data de vencimento:

- a) A moeda nacional cota no mercado à vista, relativamente à moeda de posição, ao valor previsto no contrato a prazo; neste caso, o custo de cobertura previsto antecipadamente corresponderia a uma perda cambial, que se registaria na data de vencimento da posição.
- b) A moeda nacional cota no mercado à vista, relativamente à moeda da posição, com prémio; neste caso, a empresa não só suportaria um custo de cobertura, como ainda perderia ganhos cambiais que obteria, caso não utilizasse a cobertura. A acção de cobertura revelar-se-ia desnecessária e desvantajosa.
- c) A moeda nacional cota no mercado à vista, relativamente à moeda de posição, com desconto maior que o previsto no contrato a prazo; então, o resultado da cobertura para a empresa tornar-se-ia num ganho, estabelecido pela diferença entre a taxa de câmbio efectivamente registada no mercado à vista, na data de vencimento da posição, e aquela prevista no contrato de compra a prazo.

Convém salientar que o processo de cobertura poderia ter lugar também no caso da moeda nacional se mostrar com tendência de cotar a prazo com prémio relativamente à moeda da posição. Neste caso, a empresa que optasse pela cobertura estaria garantindo um ganho cambial antecipadamente. Todavia, se a evolução for no sentido de o prémio vir a revelar-se maior que o previsto no contrato de compra a prazo, então a empresa, apesar de realizar um ganho cambial, poderia ter conseguido um ganho de valor mais elevado se não efectuasse a cobertura.

Mas, na maior parte dos casos, as preocupações das empresas com posições curtas, abertas durante um certo espaço de tempo,

centram-se no caso das previsões indicarem que a moeda nacional se encontra com tendência de cotar a prazo com desconto, relativamente às moedas das respectivas posições em aberto. Daí, a nossa opção por desenvolver mais o raciocínio ligado ao caso do desconto. Parece-nos mais pertinente, no caso de posições curtas.

5.2.3. Coberturas de posições longas

No caso de uma empresa possuir um crédito em moeda estrangeira, que origine uma posição cambial de transacção longa, com vencimento numa data futura, poderá cobri-la utilizando um contrato de venda a prazo, na moeda e com a duração da posição, que criará um fluxo financeiro de saída, originário de uma posição cambial curta, com a mesma data de vencimento, que compensará a posição longa.

O estabelecimento de uma taxa de câmbio a prazo fixa, através da realização do contrato de venda a prazo, define antecipadamente qual a perda cambial que aceitamos, no caso da moeda nacional se encontrar com tendência de cotar a prémio relativamente à moeda da posição, ou qual o ganho fixo que aceitamos, no caso de a moeda nacional se encontrar a desconto.

Mas, também neste caso, o futuro nos revelará, posteriormente, se a negociação do contrato a prazo foi vantajosa do ponto de vista cambial. A comparação entre a taxa do contrato e a que vigorar no mercado à vista na data do seu vencimento permitir-nos-á encontrar essa resposta.

Assim, uma empresa que, possuindo uma posição longa numa certa moeda, efectua um contrato de venda a prazo dessa moeda, com data de vencimento idêntica à da posição a cobrir, na base da ideia que a moeda nacional cotará com prémio, nesta data, relativamente à moeda da posição, confrontar-se-á, também, com três situações possíveis na data da regularização do contrato:

- a) A moeda nacional cota no mercado à vista, relativamente à moeda da posição, à taxa prevista no contrato; neste caso, a acção de cobertura revelar-se-ia de uma eficácia

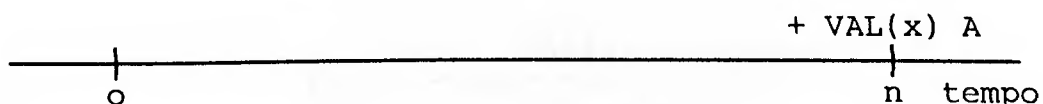
5.2.4. Cálculo das cotações a prazo

Considerando a hipótese de total "eficiência" do mercado, os operadores profissionais utilizam uma fórmula de cálculo de cotações a prazo, estritamente ligada às operações de tomada e cedência de fundos, que lhes permite darem cotações, cobrindo-se contra o risco de câmbio, que lhes é transferido pela entidade com quem celebram o contrato a prazo.

O raciocínio que conduz ao estabelecimento de uma cotação a prazo entre duas moedas tem subjacente uma operação de tomada de fundos numa das moedas e outra de cedência de fundos na outra moeda, durante um período idêntico, correspondente ao prazo a que se refere a cotação. Os fundos recebidos da operação de tomada serão vendidos no mercado à vista contra a outra moeda. O produto daí resultante será aplicado, através de uma operação de cedência, durante o período. No final deste, estamos perante duas posições de sentido inverso, cuja compensação permitir-nos-á determinar o valor da taxa de câmbio para essa data.

Exemplificamos genericamente para o caso de uma empresa que efectue uma exportação facturando na divisa A, mas que elabora as suas contas na divisa B, moeda nacional. Ao dirigir-se a um banco a pedir a realização de um contrato de venda a prazo da divisa A (para o banco trata-se evidentemente de um contrato de compra a prazo da divisa A), a empresa estará transferindo, para este, o risco resultante de uma eventual flutuação da taxa de câmbio entre as duas moedas.

O banco, por seu lado, possuirá várias alternativas de cobertura, entre as quais se encontra o raciocínio acima descrito. Neste caso, colocado perante o problema de criar uma posição longa a prazo na divisa A de valor (x)



o banco pedirá um empréstimo na divisa A, de valor igual ao da posição menos os juros que terá que pagar, por dispor dos fundos durante o prazo n.

Considerando:

E_A - valor do empréstimo

i_A - taxa de juro anual da divisa A, para um prazo n

i_B - taxa de juro anual da divisa B, para um prazo n

spot A/B - taxa de câmbio à vista entre as divisas A e B
(no momento o)

out A/B - taxa de câmbio a prazo entre as duas divisas,
para o momento n

n - número de dias de prazo do contrato

o valor do empréstimo a obter será:

$$E_A + \text{Juros} = \text{VAL}(x) A$$

como

$$\text{Juros} = \frac{E_A \times i_A \times n}{360 \times 100}$$

vem:

$$E_A + \frac{E_A \times i_A \times n}{36000} = \text{VAL}(x) A$$

$$E_A \left(1 + \frac{i_A \times n}{36000} \right) = \text{VAL}(x) A$$

$$E_A = \frac{\text{VAL}(x)}{1 + \frac{i_A \times n}{36000}}$$

$$\text{out } A/B \times E_A \left(1 + \frac{n i_A}{36000}\right) = E_A \times \text{spot } A/B \left(1 + \frac{n i_B}{36000}\right)$$

dividindo ambos os membros da equação por E_A e resolvendo-se em ordem a Out A/B, vem:

$$\text{out } A/B = \frac{\text{spot } A/B \left(1 + \frac{n i_B}{36000}\right)}{1 + \frac{n i_A}{36000}}$$

adicionando e subtraindo no numerador a expressão $\frac{n \times i_A}{36000}$ vem :

$$\text{out } A/B = \frac{\text{spot } A/B \left(1 + \frac{n i_B}{36000} + \frac{n i_A}{36000} - \frac{n i_A}{36000}\right)}{1 + \frac{n i_A}{36000}}$$

o que é o mesmo que:

$$\text{out } A/B = \frac{\text{spot } A/B \left(1 + \frac{n i_A}{36000}\right) + \text{spot } A/B \left(\frac{n i_B}{36000} - \frac{n i_A}{36000}\right)}{1 + \frac{n i_A}{36000}}$$

simplificando:

$$\text{out } A/B = \text{spot } A/B + \frac{\text{spot } A/B (i_B - i_A) \frac{n}{36000}}{1 + \frac{n i_A}{36000}}$$

fórmula utilizada para cálculo das cotações a prazo pelos bancos que trabalham com um sistema de cálculos informatizados, e que permite cobrir o risco cambial quer dos valores envolvidos quer dos juros.

Contudo, a maioria dos operadores (15) utiliza a seguinte fórmula de cálculo, mais simplista, cujo cálculo aproximativo é considerado, na generalidade, como satisfatório:

$$\text{out } A/B = \text{spot } A/B + \frac{\text{spot } A/B (i_B - i_A) n}{36000}$$

Note-se que, em qualquer dos casos, constituem variáveis importantes no cálculo das cotações a prazo, o diferencial das taxas de juro entre as duas moedas e a respectiva taxa à vista.

A taxa a prazo calculada por qualquer da referidas fórmulas constituirá a taxa de câmbio de equilíbrio, que colocará o banco numa situação de cobertura sem risco (se o banco realizar aquele conjunto de operações), mas numa posição de nem perder nem ganhar.

No mercado, os bancos, após este cálculo, adicionam ou subtraem um valor consoante se trate, respectivamente, da venda ou da compra de divisas, que constitui a sua margem de lucro; esta margem varia em função dos prazos envolvidos, da situação e características da moeda, da concorrência, da política comercial e das posições a prazo, entre outros factores.

Como a maioria dos operadores trabalha com base no mesmo raciocínio, tendo como premissa a "eficiência" do mercado, a taxa de câmbio a prazo tende para a situação de equilíbrio. Momentaneamente, e quando tal não acontece, surgem operações de arbitragem que imediatamente levarão à reposição do equilíbrio.

Diga-se, também, que os bancos têm, obviamente, outras hipóteses de cobertura de posições de risco a prazo resultantes de contratos de compra ou de venda a prazo de divisas.

O processo mais simples que permite efectuar um contrato a prazo sem risco será realizar, na mesma altura, um contrato de valor idêntico, com a mesma duração e na mesma moeda, mas de sentido inverso. Este é, aliás, o processo mais fácil qualquer que seja o instrumento de cobertura.

5.3. Mercado de futuros em divisas

5.3.1. Características principais

A intenção deste capítulo é descrever as técnicas de base, indispensáveis para compreender, posteriormente, como podemos cobrir o risco de câmbio de transacção através deste instrumento, e verificarmos quais as vantagens que apresenta comparativamente aos restantes instrumentos de cobertura. Não constitui, portanto, nossa propósito analisar um conjunto de técnicas e de estratégias de utilização deste mercado, na perspectiva de tomadas de posições puramente especulativas ou de arbitragem.

Depois do começo dos anos oitenta, com a crescente volatilidade das taxas de câmbio e de juro, o mercado de futuros conheceu um progresso considerável, no seguimento do desenvolvimento de técnicas financeiras mais flexíveis e mais adaptadas às actuais características dos mercados cambial e monetário.

Os contratos de futuros sobre divisas constituem instrumentos de transferência de riscos, sem geralmente transferirem os activos monetários ou financeiros aos quais se prende o risco de câmbio. As transacções são "desmaterializadas", dado que as negociações são sobre os contratos e não sobre as divisas. Trata-se de uma extensão dos princípios do mercado de futuros de matérias-primas às divisas. A matéria-prima dos contratos passa a ser uma quantidade de moeda estrangeira, sendo o contrato pagável noutra moeda.

Os contratos são negociados em bolsas e, no momento da sua negociação, são fixados os seus preços, sendo a entrega ou liquidação efectuada no vencimento. A fixação dos preços é debatida em leilão, segundo a oferta e a procura transmitidas

pelos corretores, os únicos intervenientes geralmente autorizados a negociar directamente nas bolsas.

Os contratos poderão ser negociados até à data do seu vencimento e são diariamente objecto de cotação. Toda a informação necessária é tornada pública através da imprensa especializada.

Os contratos são padronizados quer relativamente aos valores, quer no que respeita aos vencimentos. Os valores fixos são geralmente pouco elevados, possibilitando um melhor ajustamento às necessidades de cobertura e o acesso ao mercado pelos pequenos especuladores. As datas de vencimento são também fixas e limitadas a quatro por ano, normalmente, num dia fixo dos meses de Março, Junho, Setembro e Dezembro.

Os intervenientes, através dos corretores, tratam directamente com uma câmara de compensação, que regista obrigatoriamente todas as transacções, substituindo-se ao comprador e ao vendedor, constituindo-se como única contrapartida. A existência da câmara de compensação permite aos intervenientes não precisarem de procurar a entidade com quem estabeleceram inicialmente o contrato, para que possam efectuar o seu desbloqueamento. Uma empresa que tenha adquirido um contrato pode vendê-lo a uma terceira entidade. A empresa que o tinha vendido em primeiro lugar continua vendedora de um contrato, existindo agora outra empresa na situação de compradora, isto é, apenas se verificando uma mudança de comprador.

A câmara de compensação garante desta forma a boa execução dos contratos, aumenta a segurança dos operadores e permite anular rapidamente posições anteriormente tomadas.

O recurso aos contratos de futuro faz-se mediante a prestação de uma garantia: a constituição de uma conta de depósito, aberta junto dos corretores agregados à câmara de compensação. O valor desse depósito corresponde a uma pequena fracção do valor do contrato, variando segundo as condições do mercado e a instabilidade das moedas (16). Note-se que os corretores podem exigir somas mais elevadas para certas moedas e certos clientes.

Diariamente são calculadas as perdas e os ganhos sobre os contratos em curso, comparando o valor a que foram negociados com a sua cotação diária, e fazendo o ajustamento dos valores dos depósitos. Logo que um depósito, por exemplo, é reduzido por perdas, é efectuada imediatamente uma chamada de atenção, pelo que será reconstituído o saldo mínimo permanentemente exigido. O número de contratos que podem ser negociados pela mesma entidade encontra-se apenas limitado pelo valor dos depósitos garantia.

Existem duas formas possíveis de desbloquear um contrato. A mais comum é uma empresa desfazer-se de um contrato, efectuando uma inversão da posição inicial. Um comprador que tenha adquirido um contrato encontrando-se numa posição curta neste mercado, vende um contrato, com o mesmo vencimento e na mesma moeda, e cria uma posição longa, que irá equilibrar a posição anterior. Por sua vez, um vendedor que possui uma posição longa compra um contrato com o mesmo vencimento e na mesma moeda, equilibrando, também, as suas posições.

O outro processo possível de desbloquear um contrato será cumprindo as obrigações nele estipuladas, entregando ou recebendo as divisas. Embora seja um método pouco utilizado (17) e pouco prático tem, no entanto, extrema importância como ligação entre o mercado a prazo interbancário e o mercado de futuros.

De facto, a grande originalidade destes contratos de futuros está na possibilidade das empresas ou outras entidades receberem ou pagarem apenas a diferença entre os preços dos dois contratos. As liquidações referem-se, na sua maioria, apenas a um saldo resultante da diferença entre os preços de compra e de venda: se o preço de compra é menor que o de venda, estamos em presença de um saldo positivo; caso contrário, será um saldo negativo. O desvio entre os dois preços será função das taxas de câmbio à vista.

Se o objectivo é realizar uma operação de cobertura do risco de câmbio, a diferença registada constituirá uma perda ou um ganho destinada a contrabalançar um ganho ou uma perda cambial sobre um direito ou uma obrigação expresso em moeda estrangeira.

As moedas transaccionadas através de contratos de futuros variam um pouco consoante os centros financeiros. No

Internacional Money Market de Chicago, onde as transacções são mais significativas, cotam-se contratos sobre sete moedas contra o dólar: marco alemão, franco suíço, iene japonês, libra inglesa, dólar canadiano e franco francês.

Em todo o caso, apenas os contratos em marcos, francos suíços, ienes e libras dão lugar a trocas importantes.

As cotações diárias dos contratos não se desviam muito das taxas de câmbio do mercado a prazo. Esta tendência de idêntica evolução e significativa aproximação entre os dois mercados faz com que os contratos de futuros possam ser também um instrumento de cobertura do risco cambial. A não existência de uma evolução idêntica das cotações nos dois mercados permitiria às empresas efectuarem operações de arbitragem, que conduziriam à igualdade de cotações.

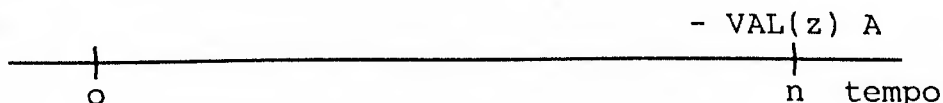
Por outro lado, a possibilidade de, no vencimento, acontecer uma entrega ou uma aquisição efectiva das divisas torna-se condição necessária à unicidade de preços, na data de vencimento do contrato, entre o preço das divisas no mercado de câmbios à vista e num contrato de futuro. Esta característica da unicidade de preços no vencimento estabelece uma estreita ligação entre os dois mercados.

5.3.2. Cobertura de posições curtas (18)

Se uma empresa possui uma posição de transacção curta na divisa A, resultante da existência de obrigações exigíveis nesta moeda numa data futura (data n), poderá utilizar o mercado de futuros de divisas para cobertura dessa posição.

Se a posição curta na divisa A é no valor de z , vencendo-se na data n ,

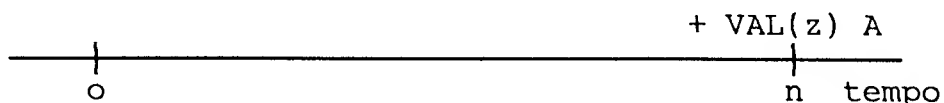
posição curta de transacção



Posição de transacção



Posição no mercado de futuros



Registando a taxa à vista, entre a divisa A e o dólar, nesta data, o valor

spot A/USD $x + d$

com

$d > c$

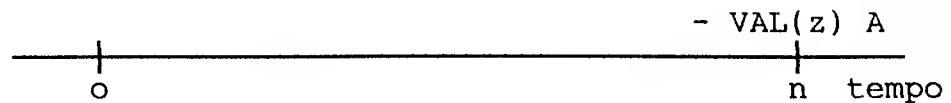
isto é, sendo o valor do desconto maior que o previsível na data de cobertura, significa que um contrato de futuro poderá ser negociado, nesta data, pelo valor A/USD $x + d$

A empresa poderá então vender um contrato de futuro a esse preço, equilibrando desta forma a sua posição relativamente ao mercado de futuros

compra de um contrato



venda de um contrato



A diferença $d - c$ equivale a um ganho cambial (caso $d < c$, equivaleria a uma perda cambial) que permite repor uma parte da diferença entre as taxas à vista na data da cobertura e na data do vencimento

$$\text{Spot A/USD } x + d - \text{Spot A/USD } x$$

Isto é, uma maior perda cambial que a prevista inicialmente no momento de cobertura é compensada por este ganho cambial obtido no mercado de futuros, pelo que o custo de cobertura da operação será muito aproximado do previsto na data de cobertura.

5.3.3. Cobertura de posições longas (24)

Se uma empresa possuir uma posição de transacção longa, na divisa B, resultante de direitos adquiridos nessa divisa e regularizáveis numa data futura (data n), poderá recorrer ao mercado de futuros de divisas para efectuar a cobertura dessa posição.

Considerando que a posição longa na divisa B é no valor de z e que se vence na data n

posição longa de transacção



a cobertura será realizada através da venda hoje de um contrato de futuro, na divisa B, vencível na data n, que irá criar uma posição curta para a empresa relativamente ao mercado de futuros. O preço do contrato aproximar-se-à do preço de um contrato a prazo no mercado interbancário, pelo que o custo de cobertura equivalerá aproximadamente ao valor do prémio ou do desconto existente entre a moeda B e o dólar. Representando por c esse valor, e sendo a taxa à vista no momento da cobertura

spot B/USD y

então, a taxa de câmbio fixada no contrato de futuro seria cerca de

B/USD y - c

Chegando à data n e sendo a taxa à vista

spot B/USD y - d

significa que a empresa poderia comprar um contrato de futuro por esta cotação.

Considerando que o valor c representa o valor de um prémio entre a divisa B e o dólar (25), então estaríamos perante três casos possíveis de acontecer:

a) $d = c$

A existência para a empresa de uma posição de compra e outra de venda, na mesma moeda, em relação ao mercado de futuros não acarretaria ganho ou perda cambial.

b) $d > c$

Resultaria num ganho cambial que serviria para contrabalançar a perda verificada pela regularização da posição de transacção, através do recurso a mercado à vista.

c) $d < c$

Resultaria numa perda cambial que encontraria contrapartida, num ganho cambial verificado na regularização da posição de transacção, através do recurso ao mercado à vista.

De uma maneira geral, qualquer que seja a posição a cobrir e quer a moeda da posição esteja a desconto ou a prémio em relação ao dólar, a cobertura no mercado de futuros acarretará uma compensação da perda ou do ganho sobre esse mercado por um ganho ou perda sobre outro mercado.

Convém realçar que nada obriga a que um contrato de futuro sobre uma divisa, não dê lugar à entrega efectiva no seu vencimento, o que o torna um mercado paralelo ao mercado interbancário a prazo.

5.3.4. Contratos de futuros cruzados

A existência de contratos em várias divisas contra o dólar abre a possibilidade de se cobrir uma posição de transacção numa divisa que não seja aquela, através de outra divisa, (26) por um cruzamento de contratos.

Para isso, é suficiente comprar ou vender (consoante a posição de transacção em aberto), um ou mais contratos na moeda de posição contra o dólar, ao vencimento escolhido, e vender ou comprar, no mesmo vencimento, um ou mais contratos na moeda de cobertura.

A venda ou a compra da moeda de posição (corresponderá ao

inverso em relação ao dólar) será compensada pela compra ou venda da moeda de cobertura, e o resultado será a empresa encontrar-se compradora ou vendedora da moeda da posição de transacção e vendedora ou compradora da moeda de cobertura.

Como existem contratos em várias divisas tendo o dólar como moeda de regularização, é possível anular o risco de câmbio dessas moedas, umas contra as outras.

5.4. Opções de câmbios

5.4.1. Conceitos e tipos de opções

Embora as motivações que levam ao recurso às opções de câmbio possam ser várias, apenas nos vai interessar, para efeitos deste trabalho, a procura de opções como instrumento de cobertura de posições cambiais resultantes de operações comerciais ou financeiras. Motivações ligadas aos operadores actuando como investidores (especuladores), os quais pretendem investir num activo financeiro particular para retirar um lucro, ou ligadas a operações de arbitragem entre o mercado de opções e o mercado dos activos subjacentes, não serão objecto de análise, por não se enquadrarem totalmente nos objectivos do trabalho.

As opções de câmbio nasceram no começo dos anos oitenta, numa época com considerável desenvolvimento dos mercados de futuros, procurando dar uma resposta mais adaptada às necessidades de protecção contra a flutuação das taxas de câmbio.

Inspiradas nas opções sobre valores mobiliários, que existem à longa data nas bolsas de valores, as opções de câmbios são um instrumento mais flexível, que veio acrescentar uma nova dimensão aos meios de cobrir riscos cambiais.

Uma opção de câmbio é um contrato, que dá o direito, mas não a obrigação, ao seu detentor, de comprar ou vender, uma posição à vista ou futura de divisas, até ou num certo vencimento, chamado data de exercício, e a uma taxa de câmbio fixada no momento da negociação, chamada preço de exercício.

A opção de câmbio é pois um termo genérico que designa um conjunto de contratos constituídos sobre o princípio do exercício

condicional, e reagrupa uma grande variedade de instrumentos financeiros.

Os contratos de opção distinguem-se pelo sentido da operação condicional, pelas modalidades de exercício e pela natureza do activo subjacente.

O sentido da operação condicional refere-se aos dois tipos básicos de opções: as chamadas opções de compra e opções de venda (27). Uma opção de compra é um contrato, que dá o direito de comprar, ao seu detentor, uma posição à vista ou futura de divisas, a uma taxa fixada a quando da negociação. Esse direito pode ser exercido até ou na data de vencimento da opção. Por sua vez, uma opção de venda dá o direito, ao seu detentor, de vender uma posição à vista ou futura de divisas, a uma taxa de câmbio fixada no momento da negociação, podendo o direito ser exercido até ou na data de vencimento da opção.

As modalidades de exercício referem-se a duas formas possíveis de o detentor do contrato exercer o seu direito. Se o contrato pode ser exercido apenas na data do seu vencimento estamos perante a chamada opção europeia. Se o contrato pode ser exercido em qualquer momento até à data do seu vencimento, inclusive, estamos perante uma opção americana.

A natureza dos activos subjacentes refere-se ao activo que efectivamente é trocado se o contrato é exercido pelo seu detentor. Há três activos actualmente a serem negociados em contratos de opção: divisas à vista, contratos de futuro e contratos de câmbios a prazo.

As opções sobre divisas à vista constituíram o início de todos os contratos de opção actualmente existentes, e são as mais difundidas e utilizadas (28). Uma opção sobre uma divisa à vista, também chamada opção sobre a taxa à vista, dá o direito, ao comprador da opção, de receber ou entregar, uma quantidade de uma determinada divisa, contra uma quantidade de outra divisa, chamada divisa de contrapartida. A entrega far-se-á ao preço de exercício, através de uma operação à vista, isto é, 48 horas úteis após a data de exercício.

Uma opção sobre um contrato de futuro, dá, ao detentor do contrato de opção, o direito de comprar ou vender um contrato de

futuro, ao preço de exercício da opção, na data de seu vencimento ou em qualquer altura até essa data. As opções sobre futuros são necessariamente negociadas nas bolsas onde são negociados os contratos de futuros respectivos. Actualmente, apenas o mercado de Chicago oferece este tipo de opções (29). As datas de vencimento são também em Março, Junho, Setembro e Dezembro, mas as opções vencem-se alguns dias antes da data de vencimento dos respectivos contratos de futuros.

As opções sobre contratos a prazo são as mais recentes e estão ainda pouco difundidas. Uma opção sobre um contrato a prazo dá o direito ao seu detentor de comprar ou vender, até ou na data de vencimento da opção, uma divisa a prazo, isto é, onde a sua entrega se realizará apenas numa data posterior à data de exercício, superior a 48 horas.

Negociadas pelos bancos entre si e com os seus clientes, este tipo de opções poderá vir a registar, nos próximos anos, um desenvolvimento significativo, em consequência de um melhor ajustamento às necessidades das empresas, em certas situações. É o que acontece, por exemplo, quando uma empresa entra num concurso internacional e pretende proteger-se contra a variação da taxa de câmbio a prazo, entre a data da entrega da proposta e a da adjudicação.

5.4.2. Características gerais das opções

Apesar da existência de vários tipos de opções, é possível encontrar entre elas um conjunto de características fundamentais que lhes são comuns e que permitam distingui-las de outros instrumentos de cobertura.

As opções podem ser compradas ou vendidas em transacções organizadas nas bolsas ou em transacções "fora da bolsa".

As opções "fora da bolsa" surgiram antes das organizadas em bolsas. Consta que os bancos americanos e suíços ofereceram opções sobre divisas ajustadas às necessidades dos seus clientes, antes de elas começarem a ser comercializadas nos mercados organizados, iniciando o surgimento de um mercado interbancário

de opções sobre divisas. A sua negociação em mercados organizados é mais recente, tendo começado, em Dezembro de 1982, na Bolsa de Valores de Filadélfia, e alargando-se posteriormente a outras bolsas (30).

Os contratos negociados em mercados organizados são padronizados relativamente aos valores, datas de vencimento e moedas de contrapartida, sendo apenas tratados contratos de compra e venda de divisas contra dólares. Um contrato padronizado pode ser facilmente comprado ou vendido e o seu preço pode ser menor.

Os contratos negociados em mercados "fora de bolsa" são animados pelos bancos e possuem a vantagem de poderem ajustar-se às necessidades específicas dos vários operadores. Contudo, a diversidade de contratos de opção existentes "fora de bolsa" significa que não são facilmente negociáveis, e que o cancelamento de uma transacção exige o acordo da parte contratante original.

As divisas negociadas nos mercados "fora de bolsa" têm geralmente como contrapartida o dólar, embora todas as combinações de divisas entre si sejam teoricamente possíveis. Existem contratos cuja divisa do contrato e a de contrapartida não são o dólar. Nestes "contratos cruzados", as divisas mais negociados são libra/marco e libra/franco suíço. É evidente que à compra de uma divisa corresponde sempre a venda de outra divisa e, por conseguinte, uma opção de compra numa divisa tem sempre como contrapartida uma opção de venda noutra divisa.

A um comprador corresponde necessariamente um vendedor, mas este não tem uma posição "equivalente" à daquele. É o comprador da opção que tem o poder de exercício do direito de compra ou de venda das divisas, ao preço de exercício. Por esse direito, o comprador paga ao vendedor, aquando da negociação do contrato, um valor a título de custo da opção, chamado prémio de exercício. O comprador pode ou não exercer a opção, mas não a exercerá caso a taxa à vista evolua favoravelmente face à taxa prevista no contrato. O vendedor está por conseguinte sujeito à decisão do comprador.

Os ganhos e as perdas potenciais para ambos são diferentes:

- o comprador está em situação de risco limitado (no máximo perderá o valor do prêmio) e de ganho em teoria ilimitado;
- o vendedor está em situação de risco em teoria ilimitado e de ganho limitado.

O risco cambial é transferido do comprador para o vendedor da opção, o qual a vende porque lhe parece ser razoavelmente compensador o valor do prêmio relativamente ao risco potencial de perda que ele corre. Se ele estima um risco elevado, exigirá também um prêmio elevado.

Nos mercados organizados o prêmio é pago em dólares, enquanto, nos mercados "fora de bolsa", a escolha da divisa de pagamento é livre, mas na generalidade é adoptada a divisa de contrapartida.

Embora existam vários tipos de opções, a apresentação dos contratos baseia-se em princípios semelhantes. Na apresentação de uma cotação, é indicada a taxa à vista entre a divisa subjacente e a de contrapartida. As taxas à vista são expressas na divisa de contrapartida por unidades da divisa subjacente, mas a forma como é estabelecida essa relação depende das divisas.

São propostos por opção vários preços de exercício, consoante a importância internacional da divisa.

Os prémios das opções de compra e de venda são cotados segundo a data e o preço de exercício. Nos mercados organizados, o prazo de vencimento mais longo é de 9 meses. Nas opções europeias, existem quatro datas de exercício por ano, nos meses de Março, Junho, Setembro e Dezembro, mas os dias precisos dependem das bolsas. As opções americanas podem ser exercidas até à data do seu vencimento, sendo por isso um instrumento mais flexível e conseqüentemente de preço mais elevado. Nos mercados "fora de bolsa", desde que se encontre contrapartida, é possível negociar qualquer data de exercício.

Note-se que as opções são negociáveis e podem ser terminadas de três formas:

- revendendo a opção antes do seu vencimento, existindo neste caso uma simples liquidação da diferença de prémios. Haverá perda ou ganho consoante a evolução da taxa de câmbio à vista;
- exercendo a opção, o que implica, segundo a forma de opção, a compra ou a venda, junto do vendedor, do activo a que se refere a opção, ao preço de exercício;
- abandonando a opção na data do seu vencimento, o que acarreta a perda do prémio.

A revenda das opções antes do seu vencimento interessa sobretudo aos especuladores, que recorrem a este instrumento como um activo de investimento em condições de risco. Apesar dos riscos, os lucros poderão ser consideráveis.

O exercício ou o abandono das opções é mais característico dos operadores com posições abertas, que pretendem cobrir-se contra uma evolução desfavorável das taxas de câmbio, sem, contudo, perderem a hipótese de tirar proveito de uma eventual evolução favorável.

5.4.3 O preço de exercício

O preço de exercício é a taxa de câmbio fixada no contrato de opção e à qual é permitido comprar ou vender as divisas (os activos subjacentes) do contrato.

A escolha do preço de exercício entre os vários possíveis por divisa é efectuada aquando da negociação do contrato e constitui um elemento fundamental na gestão das opções.

Nos mercados "fora de bolsa", a escolha do preço de exercício é livremente negociada entre as partes contratantes.

Nos mercados organizados, os preços de exercício são padronizados, e separados uns dos outros por um desvio idêntico.

A relação entre o preço de exercício e a taxa à vista permite classificar as opções em três tipos:

- opções "ao preço";
- opções "abaixo do preço";
- opções "acima do preço" (31).

As opções "ao preço" são aquelas em que o preço de exercício é igual à taxa à vista, quer se trate de opções de compra ou de venda.

As opções "acima do preço" são as que permitem, ao seu detentor, transaccionar as divisas a um preço mais desfavorável do que a taxa à vista. Nas opções de compra será um preço de exercício superior à taxa à vista, enquanto nas opções de venda será um preço de exercício inferior à taxa à vista. O comprador deste tipo de opções não age irracionalmente, pois ele espera revendê-las mais caras, ou segurar-se contra uma taxa de câmbio futura muito desfavorável.

As opções "abaixo do preço" permitem ao seu detentor transaccionar as divisas a um preço mais favorável do que a taxa à vista. Nas opções de compra, será um preço de exercício inferior à taxa à vista e nas de venda um preço superior. O comprador deste tipo de opções pagará um prémio, pelo menos, de valor igual à diferença entre a taxa à vista e o preço de exercício.

Em qualquer caso, o valor do prémio a pagar será diferente consoante o preço de exercício escolhido.

Certos autores afirmam ser mais fácil comprar opções "ao preço", dada a possibilidade de comparação directa entre o custo da operação e o ganho esperado. Embora correcto, este raciocínio é limitativo no que respeita a um melhor aproveitamento do potencial oferecido pelas opções.

A escolha do preço de exercício permite, ao comprador, por um lado, construir ele próprio o seu perfil de risco e de resultado, isto é, determinar antecipadamente quais as suas potencialidades de obter ganhos ou perdas cambiais, e reflecte de algum modo, por outro lado, o seu grau de aversão ao risco.

5.4.4. O preço das opções

O preço da opção, isto é, o prémio que o comprador paga ao vendedor, representa o custo de compra ou de cobertura, no caso

da opção ser utilizada com o objectivo de proteger o risco cambial.

O valor do prémio é estabelecido pela oferta e procura no mercado das opções, tendo em conta um "valor teórico" determinado com base num certo número de factores. No seu cálculo, são utilizados modelos matemáticos, programados informaticamente, que permitem obter de imediato o preço das opções europeias e americanas das divisas que seleccionarmos.

O modelo de referência é o chamado "Black and Sholes" do qual existem várias versões, sendo a mais utilizada a de "Garman and Kohlhagen". Em qualquer caso, o valor do prémio é determinado com base em dois elementos fundamentais: o valor intrínseco e o valor tempo.

5.4.4.1 O valor intrínseco

O valor intrínseco (VI) tem como variáveis constitutivas principais o preço de exercício escolhido e a taxa à vista ou a prazo, consoante o tipo da opção.

Nas opções americanas, o V.I. representa para o comprador o ganho, se a opção for exercida imediatamente, e corresponde à diferença entre a taxa à vista (spot) e o preço de exercício (pe) nas opções de compra, e à diferença entre o preço de exercício e a taxa à vista nas opções de venda.

Opções de compra:

$$V.I. = \text{spot} - \text{pe}$$

Será: > o para as opções "abaixo do preço";
= o para as opções "ao preço";
< o para as opções "acima do preço" (32).

Opções de venda:

$$V.I. = \text{pe} - \text{spot}$$

Será: > o para as opções "acima do preço";
 = o para as opções "ao preço";
 < o para as opções "abaixo do preço" (32).

Nas opções europeias, interessa ao comprador comparar o preço de exercício (pe) com a taxa de câmbio a prazo (out), correspondente ao vencimento da opção, pois, é apenas nesta data, que ele pode exercê-la.

Assim:

Opções de compra V.I. = out - pe
 Opções de venda V.I. = pe - out

Nas opções de venda, será positivo no caso do $pe > out$ e nulo quando $pe < out$ (32), enquanto, nas opções de compra, acontecerá o inverso. Mas o cálculo correcto do V.I., neste caso, deverá ter em conta a actualização do ganho, e portanto deverá ser:

$$\begin{array}{l} \text{opções de compra} \quad V.I. = \frac{\text{out} - \text{pe}}{(1 + i)} \\ \text{opções de venda} \quad V.I. = \frac{\text{pe} - \text{out}}{(1 + i)} \end{array}$$

em que i representa a taxa de actualização do período que vai do momento de compra da opção e o do seu vencimento.

5.4.4.2 O valor tempo

O valor tempo (VT) representa o "valor efectivamente pago" pelo comprador e é obtido pela diferença entre o valor do prémio (p) e o valor intrínseco (VI). $V.T. = p - V.I.$ Destina-se a compensar a perda que suportará o vendedor da opção, se o comprador exercer o seu direito, o que este só fará se a evolução da taxa de câmbio à vista lhe for desfavorável.

O estudo do valor tempo é realizado através da análise das suas variáveis constituintes: a duração da opção, o diferencial das taxas de juro e a volatilidade antecipada da taxa à vista das divisas.

A duração da opção, isto é, o período durante o qual o vendedor está dependente da decisão do comprador, tem um reflexo directo no valor do prémio: quanto maior o prazo, mais tempo estará o vendedor exposto, e por conseguinte, maior será o valor tempo; e quanto maior este, maior será o valor do prémio.

O diferencial das taxas de juro, da divisa subjacente e da de contrapartida, à data a que se realiza o contrato, aumenta ou diminui o valor tempo, consoante a divisa subjacente está a prémio ou a desconto. Quanto mais elevado é o valor do prémio, maior é o valor tempo de uma opção de compra, e menor é o de uma opção de venda; por outro lado, quanto maior é o valor do desconto menor é o valor tempo de uma opção de compra e maior o de uma opção de venda.

A volatilidade antecipada demonstra-nos o grau de instabilidade da divisa da opção, previsto para o período entre o momento da negociação da opção e o do seu vencimento.

É a variável da determinação do valor tempo e do preço da opção mais complexa de calcular. Determina-se através de extrapolações do passado, medindo estatisticamente a amplitude e a frequência das flutuações da moeda da opção em torno da média. Representa, pois, uma hipótese possível entre muitas outras. Repare-se que os restantes elementos (o preço e a data de exercício, a duração da opção, o diferencial das taxas de juro e a taxa à vista) são conhecidos com exactidão, enquanto a volatilidade não. Todavia, é o elemento com maior incidência no cálculo do valor tempo e do "valor teórico" do prémio. Quanto maior a instabilidade prevista, maior será o valor do prémio da opção e, inversamente, quanto maior a estabilidade menor o valor do prémio.

5.4.4.3 Considerações sobre o preço das opções

O preço de uma opção depende, entre outros factores, do seu prazo de vencimento. Quanto maior for este, maior será o tempo de exposição do vendedor às variações da taxa de câmbio à vista, e, portanto, maior será o preço da opção. Tratando-se de uma opção americana, o risco será ainda mais elevado, atendendo à possibilidade do comprador exercê-la a qualquer momento até ao seu vencimento. Por isso, as opções americanas são mais caras do que as europeias.

Outro elemento de influência no preço das opções é o preço de exercício. Quanto mais baixo for este nas opções de compra e quanto mais alto nas opções de venda, maior será o preço da opção. Logo, as opções "abaixo do preço" são mais caras do que as "ao preço" e, por maioria de razão, do que as "acima do preço".

Mas as opções "abaixo do preço" proporcionam maiores probabilidades de obter, ganhos potenciais mais rapidamente, através do seu exercício, bastando apenas uma ligeira subida na taxa à vista nas opções de compra, ou uma ligeira descida nas opções de venda.

Contrariamente, as opções "acima do preço" proporcionam menores hipóteses de obter rapidamente, maiores diferenças cambiais favoráveis, pelo exercício da opção. Só se a taxa à vista subir muito nas opções de compra ou descer muito nas de venda.

Note-se que quando a divisa da opção está a desconto, o valor intrínseco mais o preço de uma opção de venda devem ser, pelo menos, igual ao valor do desconto. Se a divisa está a prémio, então, o preço de uma opção de compra deverá ser pelo menos igual ao valor do prémio mais o valor intrínseco. Caso isso não aconteça, haverá operações de arbitragem entre o mercado de opções e o mercado a prazo (compra de opções de venda e negociação de contratos de compra a prazo ou compra de opções de compra e negociação de contratos de venda a prazo). O equilíbrio será estabelecido através da subida do preço das opções.

5.4.5. Taxa efectivamente garantida

O comprador de uma opção garante uma taxa de compra ou de venda, durante ou num certo vencimento, mas ele só exercerá essa garantia, se tiver a possibilidade de obter um ganho, o que acontecerá se a evolução da taxa à vista lhe for desfavorável. Neste caso, ele assegura uma taxa máxima de compra ou mínima de venda, a chamada "taxa efectivamente garantida" (Teg).

Esta taxa é definida como a que é efectivamente obtida em caso de exercício da opção : é igual ao preço de exercício (pe) mais o prémio (p) nas opções de compra, e ao preço de exercício menos o prémio, nas opções de venda (33).

Opções de compra Teg = pe + p

Opções de venda Teg = pe - p

O comprador pode e deve elaborar o quadro das "taxas efectivamente garantidas" por opção. Assim, se ele pretender cobrir uma posição curta, terá várias taxas máximas de compra ao seu dispor, e se pretender cobrir uma posição longa, terá várias taxas mínimas.

Note-se que a "taxa efectivamente garantida" na compra de opções é sistematicamente superior à taxa de compra a prazo e, nas operações de venda, inferior à taxa de venda a prazo. Caso isso não suceda, realizar-se-ão operações de arbitragem entre o mercado de opções e o mercado a prazo que restabelecerão a hierarquia das taxas.

5.4.6. Utilização das opções

A inovação significativa trazida pelas opções de câmbio foi a introdução da flexibilidade na gestão do risco de câmbio.

A opção permite cobrir o risco de câmbio de transacção, na base de um custo fixado antecipadamente, mas oferece, para além disso, a possibilidade, ao seu detentor, de poder recorrer ao mercado à vista, na data do seu vencimento ou antes, consoante o

tipo de opção, se a taxa à vista for mais vantajosa do que a taxa de cobertura garantida pela opção, isto é, o seu preço de exercício.

A opção torna-se, desta forma, um importante instrumento de cobertura, que se adapta perfeitamente a qualquer situação de risco, mas que assume maior importância nas situações de cobertura de posições aleatórias.

Uma posição de transacção é aleatória quando a sua existência tem um carácter apenas potencial, isto é, depende de uma situação incerta, em que não sabemos quando ou mesmo se essa posição será uma realidade. É o que acontece às empresas que participam em concursos internacionais, às que vendem sobre catálogos, ou as empresas que têm de repatriar dividendos em moeda estrangeira.

As empresas que entram em concursos, dos quais dependerá a realização de operações em moeda estrangeira, incorrem num risco de câmbio, entre a data da remessa da oferta e a da adjudicação do concurso. A compra de uma opção de venda (34) poderá proteger a empresa no caso de vir a ganhar o concurso, sem contudo a prejudicar caso isso não venha a acontecer. Se a empresa ganhar o concurso, as divisas que receber poderão ser vendidas, na pior das hipóteses, ao preço de exercício; mas, caso a empresa venha a perder o concurso, poderá abandonar (ou revender) a opção, e o custo da operação de cobertura fica reduzido ao valor do prémio (35).

As empresas que vendem por catálogo, estabelecendo os seus preços em moeda estrangeira anualmente, podem negociar opções de venda, para a totalidade ou parte das divisas obtidas (36). Se realizarem as vendas, as divisas são vendidas ao preço de exercício ou à taxa à vista, dos dois o mais alto; mas caso isso não aconteça, a empresa perderá apenas o prémio.

Em qualquer dos casos, o custo de cobertura é conhecido antecipadamente e poderá ser incorporado nos preços de venda.

As empresas que têm de proceder ao repatriamento de dividendos e não sabem ao certo quando nem quando também poderão recorrer às opções como forma de cobertura.

As operações cambiais de troca da moeda nacional pela moeda estrangeira serão efectuadas a um preço garantido, o preço de exercício, ou a outro mais favorável, a taxa à vista.

Nestes casos de incerteza, um compromisso firme de comprar ou vender divisas numa data fixada poderia levantar problemas no cumprimento do contrato e originar perdas cambiais elevadas e desnecessárias.

Refira-se ainda que qualquer empresa que efectue compras ou vendas ao estrangeiro (sobretudo se as faz habitualmente), regularizando-as em moeda diferente da moeda nacional e não sabendo ao certo as datas e os valores envolvidos, poderá beneficiar das opções como meio de cobertura.

Embora a sua utilização não esteja ainda generalizada, as opções parecem oferecer um grande potencial, como indica o desenvolvimento que têm sofrido (aumento do volume negociado, aumento do número de moedas de negociação, aumento do número de praças financeiras a negociá-las), e estão a tornar-se um importante instrumento financeiro de facilitação do comércio internacional, complementando os meios tradicionais de cobertura do risco cambial.

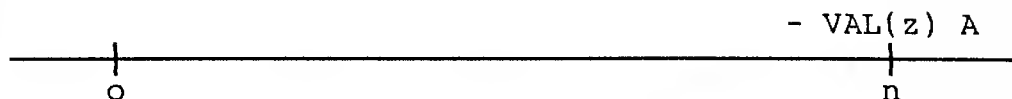
Vários factores poderão incrementar o desenvolvimento futuro do mercado de opções, nomeadamente: a rapidez das comunicações, a permissão da volatilidade das taxas de câmbio, o crescimento do comércio internacional, a procura de alternativas mais flexíveis de investimento e a crescente familiaridade com esses instrumentos.

5.4.7. Cobertura de posições curtas

Por razões de clarificação da análise, os desenvolvimentos seguintes serão implicitamente construídos sobre opções de câmbio com taxa à vista, embora se apliquem de forma similar às opções de futuros e contratos a prazo.

Se uma empresa possui uma posição curta a prazo, na divisa

A, no valor de z , vencível na data n ,



poderá cobrir o risco de câmbio dessa posição, comprando uma opção de compra, no valor da posição, e vencível na data de vencimento desta ou posteriormente, se se tratar de uma opção americana.

Se a moeda de elaboração das contas da empresa (normalmente a moeda nacional) é a divisa B, a opção será de compra da divisa A e venda da divisa B.

Suponhamos por uma questão de simplificação, que a empresa adquira uma opção europeia sem valor intrínseco, com vencimento na data n , pagando de prêmio o valor b .

A taxa à vista no momento da negociação do contrato (momento 0) é

$$\text{spot A/B} \quad x$$

e a taxa de câmbio a prazo, para o prazo n , é

$$\text{out A/B} \quad x + a$$

em que a representa o desconto da divisa B relativamente à divisa A (37).

A empresa assegura, desta forma, uma "taxa efectivamente garantida" no valor de $x + a + b$.

Atingindo a data n , de vencimento da opção, a empresa poderá:

- exercer a opção ao preço de exercício, neste caso, à taxa de câmbio $\text{A/B} \quad x + a$;
- abandonar a opção, perdendo unicamente o valor prêmio;

- revender a opção, recebendo, ou não, um valor residual (hipótese mais provável numa estratégia especulativa do que numa estratégia de cobertura).

A decisão da empresa dependerá obviamente da comparação entre a taxa à vista na data n e o preço de exercício, podendo acontecer uma de três situações:

- a) a taxa à vista é igual ao preço de exercício

$$\text{spot A/B} = x + a$$

Para a empresa é indiferente exercer ou abandonar a opção, pois a taxa de câmbio de compra da divisa A será a mesma. A alteração da taxa de câmbio entre o momento o e a data n não trouxe ganhos nem perdas cambiais, mas a empresa suportou um custo b , referente ao prêmio da opção;

- b) a taxa à vista é superior ao preço de exercício

$$\text{spot A/B} > x + a$$

Neste caso, a empresa exerce a opção e compra o VAL(x) da divisa A à taxa de câmbio $x + a$, entregando em contrapartida o contravalor na divisa B.

A empresa recuperará o valor do prêmio, desde que a diferença entre a taxa à vista e o preço de exercício (seria o que ela pagaria se não cobrisse a posição) seja maior que o valor do prêmio, referido à data n .

$$\text{Spot A/B} - \text{preço do exercício} > b/(1 + i)$$

em que i representa o custo do capital, durante o período n , do valor pago como prêmio, no momento de compra da opção.

Analisando de outra forma, a cobertura revelar-se-á proveitosa para a empresa, se a taxa à vista na data de

vencimento da posição for superior à "taxa efectivamente garantida";

c) a taxa à vista é inferior ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B < x + a$$

Neste caso, a empresa não exerce a opção e compra as divisas no mercado à vista a um valor inferior ao preço de exercício. Também aqui a empresa poderá recuperar o valor total ou parcial do prémio, e obterá um ganho líquido quando a taxa à vista for inferior a $(x + a - b)$

$$\text{spot } A/B < x + a - b$$

A empresa poderia optar pela não cobertura da posição curta, deixando-a em aberto até à data de vencimento. Neste caso, se a taxa à vista nesta data fosse igual ou inferior ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B \leq x + a$$

a empresa ficaria em melhor situação, uma vez que a opção que ela poderia ter comprado, não teria sido exercida, mas a empresa teria pago o prémio da opção. Todavia, no caso da taxa à vista ser superior à "taxa efectivamente garantida", a empresa teria de suportar diferenças cambiais negativas, pelo que os seus responsáveis poderiam não estar interessados em correr esse risco.

Se a empresa optasse por uma cobertura no mercado a prazo, garantiria uma taxa de câmbio A/B no valor $x + a$. Se a taxa à vista, na data de vencimento da posição fosse igual ou superior ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B \geq x + a$$

a empresa ganharia com a realização do contrato a prazo,

comparativamente à hipótese de optar por uma opção de compra. Contudo, perderia qualquer possibilidade de beneficiar da taxa à vista se esta viesse a registar um valor inferior a $x + a$.

Esta falta de flexibilidade dos contratos a prazo pode tornar a opção de câmbio numa forma preferida de cobertura do risco de câmbio, relativamente aos contratos a prazo.

5.4.8. Cobertura de posições longas

Se uma empresa possui uma posição longa na divisa A, no valor de z , vencível na data n ,



poderá cobrir-se do risco de câmbio comprando uma opção de venda no valor da posição e vencível na data do seu vencimento, ou posteriormente, consoante o tipo de opção.

Suponhamos, simplificando a análise, que a empresa escolhe uma opção de venda europeia, sem valor intrínseco, com vencimento na data n , e cuja divisa de contrapartida é a moeda nacional (divisa B).

Considerando a taxa à vista, no momento da compra da opção

$$\text{spot } A/B \times$$

e a taxa a prazo, para o prazo n

$$\text{out } A/B \times - a$$

sendo a o valor do prémio da divisa A relativamente à divisa B (38).

A empresa paga pelo contrato de opção o valor b , e assegura uma "taxa efectivamente garantida" de $x - a - b$.

Atingida a data n , a empresa será confrontada com uma das três situações seguintes:

a) a taxa à vista é igual ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B = x - a$$

Assim, o exercício da opção ou o seu abandono teriam o mesmo resultado para a empresa, que em qualquer caso suportaria o custo da opção.

b) a taxa à vista é superior ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B > x - a$$

Neste caso, a empresa não exerce a opção e vende a divisa à taxa à vista. Recuperará totalmente o valor do prémio se:

$$\text{spot } A/B = x - a + b$$

e conseguirá ganhos líquidos se:

$$\text{spot } A/B > x - a + b$$

c) a taxa à vista é inferior ao preço de exercício

$$\text{spot } A/B < x - a$$

Então, a empresa exerce a opção e vende as divisas ao preço de exercício $x - a$, mas recebe, na realidade, o valor pela "taxa efectivamente garantida" $x - a - b$. O processo de cobertura resultará num ganho para a empresa se:

$$\text{spot } A/B < x - a - b$$

Realce-se que, se a empresa optasse por não cobrir a posição até à data do seu vencimento, beneficiaria dessa situação, se a taxa à vista, nessa data, fosse:

$$\text{spot } A/B > x - a - b$$

mas, em caso contrário, incorreria em perdas cambiais.

Se a empresa recorresse a um contrato de venda a prazo, venderia a divisa A à taxa de câmbio $z - a$, quaisquer que fossem as circunstâncias do mercado à vista.

Se a taxa à vista, no vencimento da posição, fosse inferior a $x - a$, teria sido vantajoso o recurso ao contrato a prazo, enquanto que na situação inversa, a cobertura pela opção teria sido preferível.

Analisando antecipadamente, a preferência pelo contrato de opção, pelo contrato a prazo ou pela ausência de cobertura, dependerá das previsões quanto às taxas futuras e do grau de aversão ao risco do decisor.

5.5. Contratos de seguro

É possível, em muitos casos, negociar contratos de seguro que permitam segurar certas transacções contra eventuais prejuízos, resultantes de variações desfavoráveis da taxa de câmbio.

O tipo de contratos, as circunstâncias em que é possível realizá-los e as situações que eles cobrem, variam muito de país para país, consoante os enquadramentos legislativos.

Contudo, trata-se normalmente de contratos que estipulam uma taxa fixa de câmbio a prazo, que só se aplicará em condições perfeitamente definidas. Estes contratos condicionais cobrem, geralmente, riscos ligados a actividades de comércio externo, sobretudo quando existem políticas de incentivo à exportação ou a actividades com elevado interesse para o país.

Além disso, os contratos de seguro relativos a risco cambiais aparecem, por vezes, enquadrados em esquemas mais



globais de seguro, que englobam também seguros para outros fins.

É possível, também, em certos casos, utilizá-los para segurar riscos de posições aleatórias, resultantes de situações de incerteza, como são, por exemplo, os concursos internacionais.

Daí que não seja fácil, por vezes, as situações das empresas adaptarem-se facilmente às condições exigidas para a sua realização.

Não podemos esquecer que se trata de contratos de seguro e que normalmente não prevêm a possibilidade da empresa beneficiar de uma evolução favorável da taxa de câmbio. A situação mais comum é a empresa seguradora indemnizar as perdas cambiais, mas garantir para si eventuais ganhos cambiais.

Os prémios de seguro são quase sempre inferiores ao custo de outras formas de cobertura, mas é necessário notar que a natureza dos contratos é bem diferente. O seguro é sujeito, na maior parte dos casos, ao pagamento de uma franquia, que vem agravar o seu custo comparativamente a outras alternativas de cobertura.

Por tudo isso, e pela variedade de possibilidades existentes, consoante o país, torna-se difícil estabelecer uma comparação com outros processos. Só mediante a análise concreta de cada caso.

5.6. Comparação entre as várias formas de cobertura

5.6.1. O recurso ao euro-mercado "versus" contratos a prazo

Os contratos a prazo permitem de forma idêntica cobrir posições curtas ou longas futuras, apenas mediante a negociação de um contrato de compra ou de venda. Não existe qualquer fluxo financeiro de entrada ou de saída aquando da negociação (42).

O recurso ao euro-mercado com objectivos de cobertura tem consequências diferentes, consoante se trate de posições curtas ou longas.

Na cobertura de uma posição longa, a empresa negocia um financiamento, que lhe permite receber imediatamente um valor em moeda estrangeira, que será vendido no mercado à vista nessa data. Assim, existe um fluxo imediato, efectivo, de entrada de

caixa, no momento da negociação, e existirá um fluxo efectivo, de saída de caixa, na data de reembolso do financiamento, que será compensado com o fluxo de entrada derivado da regularização da posição longa.

Na cobertura de uma posição curta, a situação é diferente, pois implica primeiramente um fluxo efectivo de saída de caixa, na data da negociação (o que requer disponibilidades de tesouraria), correspondente ao valor em moeda estrangeira que é necessário adquirir no mercado à vista. A cedência a título de empréstimo dessa moeda, até à data de vencimento da posição, cria uma posição longa a prazo que equilibrará com a posição curta.

Consequentemente, na cobertura de posições longas com recurso ao euro-mercado, a empresa beneficia de acréscimos imediatos de tesouraria, enquanto na cobertura de posições curtas é obrigada a possuir ou a obter disponibilidades de tesouraria.

Na cobertura de posições longas, a empresa pode retirar dos financiamentos no euro-mercado um duplo proveito: por um lado, cobrir o risco cambial e, por outro, resolver necessidades de tesouraria, situação a que os contratos a prazo não conseguem dar resposta.

Na gestão das posições curtas, quando se pretendem adiamentos dos vencimentos das posições para datas futuras, coincidentes com vencimentos de posições longas, nas mesmas moedas e de valores idênticos, é possível com apenas um contrato de financiamento no euro-mercado obter benefícios simultâneos:

- eliminar o risco de variação da taxa à vista entre as datas de vencimento das duas posições;
- obter um financiamento em moeda estrangeira, durante o período.

Se recorrêssemos a outro processo de cobertura, teríamos de efectuar uma operação à vista, pela taxa de venda da divisa, e outra a prazo, pela taxa de compra, com o conseqüente e desfavorável desvio entre as duas taxas.

Note-se que, no caso de se verificar a "eficiência do mercado" e a empresa precisar efectuar um financiamento ou uma

aplicação, a obtenção ou a cedência de fundos no euro-mercado, devidamente cobertos no mercado a prazo, teriam um resultado idêntico a um financiamento ou uma aplicação em moeda nacional. Mas, como por vezes não se verifica a condição da "eficiência do mercado", a empresa deverá estar atenta às possibilidades de ganhos, resultantes da substituição de operações de tomada ou cedência de fundos em moeda nacional por operações semelhantes em moeda estrangeira.

Saliente-se ainda que a cedência ou tomada de fundos no euro-mercado faz aparecer claramente expressos na contabilidade os custos financeiros da cobertura, enquanto os contratos a prazo dão origem unicamente a um registo extra-contabilidade e o valor das perdas ou ganhos cambiais só será efectivo aquando da realização da operação cambial.

5.6.2. Mercado de câmbios a prazo "versus" mercado de futuros

Em qualquer dos mercados, aquando das negociações dos contratos, são fixadas as taxas de câmbio que vigorarão numa data futura, mas a liquidação do contrato só será efectuada nesta data.

Apesar desta semelhança básica essencial, os contratos de câmbio a prazo divergem em diversos aspectos dos contratos dos futuros.

Os contratos de futuros são essencialmente contratos de transferência de riscos, sem na maior parte dos casos serem transferidos os activos monetários negociados. As negociações são efectuadas sobre os contratos e não propriamente sobre as divisas, como acontece com os contratos de câmbio a prazo.

Nestes, as transacções são executadas com a entrega efectiva das divisas, enquanto poucos contratos de futuros terminam dessa forma. A forma mais comum de desbloquear um contrato de futuro é inverter a posição inicial, pagando ou recebendo um saldo correspondente à diferença de preço entre a compra e a venda. O facto dos contratos serem negociados em bolsas, portanto com existência de um mercado secundário, permite aos seus detentores

alterarem rapidamente a sua estratégia, quando assim o pretenderem.

Os contratos de futuros são padronizados relativamente aos valores, moedas e prazos de vencimento, sendo por isso mais difíceis de adaptar às necessidades das empresas que pretendem cobrir completamente as suas posições cambiais.

Os contratos de futuros existem relativamente a um número restrito de divisas (as mais importantes), pelo que as empresas da maioria dos países estão privadas de recorrerem a eles para efeitos de cobertura de riscos cambiais.

Os preços padronizados dos contratos limitam as capacidades de negociação das empresas, sobretudo das com maior dimensão. O tratamento é único e os preços são iguais, tanto para as empresas que negociam ocasionalmente e em pequenos valores, como para as que negociam regularmente e em valores significativos.

A padronização dos prazos de vencimento dos contratos de futuros, limitados a quatro por ano, pode constituir obstáculos ao ajustamento com as datas de regularização das posições cambiais.

Embora os contratos de futuros não obriguem à negociação de valores muito elevados, a existência de valores fixos pode originar, também, problemas de ajustamento aos valores das posições cambiais a cobrir.

Os contratos de câmbio a prazo permitem uma livre negociação dos vários elementos entre as partes contratantes e poderão, conseqüentemente, ajustar-se mais facilmente às necessidades das empresas, cuja estratégia seja a cobertura do risco.

Os contratos de futuros são negociados nas bolsas em leilão, com um preço único. As ordens de compra ou venda são dadas através dos corretores autorizados, os quais cobram pequenas comissões, consoante as operações, a importância das ordens e os serviços por eles prestados.

Os contratos de câmbio a prazo são negociados pelos bancos, através do telefone, telex ou outro sistema de comunicação, com indicação de um preço de compra e outro de venda. Os bancos são remunerados pelo desvio entre os dois preços.

Os contratos de futuros exigem um depósito garantia, com um valor indexado ao valor do contrato, o que obriga a um ajustamento diário do valor do depósito, provocando uma complicação administrativa e contabilística maior. As perdas e os ganhos dos contratos em curso são calculados e debitados ou creditados diariamente. O custo real da cobertura é delicado de calcular, pois deverá ter em conta esse aspecto.

Os contratos de câmbio a prazo, geralmente, não obrigam à prestação de garantias, mas caso isso aconteça, raramente se fazem ajustamentos, pelo que é um processo mais simples administrativa e contabilisticamente, assim como em relação ao cálculo do custo real de cobertura.

Em conclusão, podemos dizer que os contratos de futuros se adaptam melhor às actividades especulativas, enquanto os contratos de câmbio a prazo se adaptam melhor às necessidades das empresas que pretendem cobrir o risco cambial.

5.8.3. Contratos de opção "versus" contratos a prazo (40)

A par de algumas características comuns, nomeadamente a de permitirem a cobertura do risco cambial de transacção, tanto de posições longas como curtas, os contratos de opção e os contratos a prazo são instrumentos de cobertura com potencialidades de gestão muito diferentes.

As opções são instrumentos de gestão do risco cambial mais flexíveis porque acarretam uma escolha e não uma obrigação. Como forma de protecção, a opção limita o risco de uma evolução desfavorável da taxa de câmbio, fixando-o na "taxa efectivamente garantida", mas concede simultaneamente a possibilidade de tirar proveito de qualquer evolução favorável, uma vez que não é obrigatório o seu exercício.

Um contrato a prazo (ou contrato de futuro) acarreta uma obrigação, independentemente da evolução do mercado cambial, e obriga o detentor ao seu cumprimento, recebendo ou entregando a moeda do contrato unicamente à taxa estabelecida inicialmente.

A cobertura pelas opções suprime a rigidez da cobertura a prazo, permitindo usufruir das vantagens da ausência de cobertura, sem contudo, implicar uma sujeição ao risco. A opção é o único instrumento capaz de combinar as vantagens da cobertura a prazo e as da ausência de cobertura.

As opções prestam-se para cobrir o risco cambial sempre que há incerteza quanto a uma futura transacção em moeda estrangeira, o que os contratos a prazo não conseguem dar resposta. Se a empresa utiliza um contrato a prazo, e as transacções não se realizarem, será obrigada ao cumprimento do contrato. As perdas cambiais podem ser elevadas e, para além disso, serão desconhecidas até à confirmação da não efectivação das transacções.

Acrescente-se a esta situação uma vantagem adicional das opções americanas, que permitem uma maior flexibilidade quanto à oportunidade de entrada ou saída de moeda estrangeira.

A escolha do preço de exercício é muitas vezes indicada como outra vantagem das opções, pois a existência de vários preços permite ao comprador escolher um certo grau de risco, e, por conseguinte, definir as suas potencialidades de ganhos cambiais, consoante a previsão de diversas taxas de câmbio para a data de vencimento das suas posições.

Mas, há quem partilhe a ideia que a escolha do preço de exercício funciona como um inconveniente, pois levanta problemas delicados a quem tem de decidir. A escolha permite diversos graus de cobertura, e o preço de exercício pode ir da taxa à vista à data de compra da opção até à taxa a prazo para a data de vencimento, ou mesmo a uma taxa superior (se a moeda está a prémio) ou inferior (se a moeda está a desconto). Note-se que o valor do prémio a pagar depende também do preço de exercício escolhido.

O inconveniente mais frequentemente apontando para as opções é o seu custo elevado. Se interpretarmos unicamente a opção como mero instrumento de cobertura, verificaremos que é mais caro que um contrato a prazo. Mas, se interpretarmos a opção simultaneamente como instrumento de cobertura e de investimento, verificaremos que, comparativamente às suas potencialidades, não

será um instrumento caro. Saliente-se que, a opção é um direito enquanto o contrato a prazo é uma obrigação.

O pagamento imediato do prêmio parece constituir também um obstáculo, sobretudo de ordem psicológica, ao desenvolvimento do mercado de opções, e poderá ajudar a explicar a preferência pelo mercado de câmbios interbancário ou pelo mercado de futuros.

Uma significativa vantagem dos contratos a prazo aparece sobretudo ligada aos subscritores dos contratos, pois aqueles permitem recorrer a outras alternativas de cobertura, nomeadamente decompondo as operações de compra e venda a prazo em operações à vista e em operações de tomada e cedência de fundos no euro-mercado.

De qualquer forma, não devemos considerar, sem mais, a opção melhor ou pior que o contrato a prazo, pois a comparação dependerá de vários factores, entre eles, o grau de risco do decisor, o tipo de posição, as características da moeda e as condições de tendência do mercado.

PARTE II

**GESTÃO DO RISCO DE CÂMBIO DE TRANSACÇÃO
NO CONTEXTO LEGISLATIVO PORTUGUÊS**

CAPÍTULO 6 - CONTEXTO LEGISLATIVO CAMBIAL. REGULA- MENTAÇÃO DE BASE

6.1. Aspectos gerais

6.2. Operações de mercadorias

6.3. Operações de invisíveis correntes

6.4. Operações de capitais

6. Contexto legislativo cambial. Regulamentação de base

6.1. Aspectos gerais

A legislação cambial portuguesa foi condensada em 1983, no decreto-lei nº 227/83, de 27/5, que constitui o documento principal do contexto legislativo cambial, sendo complementado por diplomas regulamentares, despachos, avisos e instruções técnicas nele previstos.

O referido decreto prevê (1) quais as operações consideradas como cambiais. Podemos genericamente agrupá-las em operações expressas em escudos, moedas estrangeiras ou unidades de conta entre residentes e não residentes, que envolvam ou não liquidação de operações de mercadorias, invisíveis correntes ou capitais, designadamente:

- operações de compra e venda de moedas estrangeiras;
- operações de abertura e movimentação de contas estrangeiras ou contas nacionais em moedas estrangeiras.

Desta descrição sobressaem dois aspectos fundamentais na legislação portuguesa. O primeiro diz respeito à divisão estabelecida no tipo de transacções. As transacções estão repartidas em três grandes grupos:

- mercadorias;
- invisíveis Correntes;
- capitais.

Os fluxos monetários das empresas, de entrada ou saída, derivados destas operações, estão ao abrigo de diferentes aspectos legislativos, pelo que o primeiro passo na análise de uma operação é saber-se em qual dos grupos ela se enquadra.

O segundo aspecto significativo é o que define residentes e não residentes. A legislação portuguesa consagra um critério de residência (e não de nacionalidade) para as diferentes formas de sujeição à lei. Consoante a classificação em residentes e não

residentes, as empresas poderão ou não efectuar certas operações. Para esse efeito, são havidas como residentes, as empresas cuja sede se situa em Portugal e que aqui exerçam a sua actividade principal (2). As empresas com sede em Portugal, mas cuja actividade principal se situa no estrangeiro, também são havidas como residentes quanto à actividade aí exercida (3).

A realização de operações cambiais por empresas residentes, deverá ser efectuada, por norma, por intermédio de uma instituição de crédito residente, autorizada a exercer o comércio de câmbios (4). As empresas públicas ou privadas poderão exercer o comércio de câmbios por forma restrita, se especialmente autorizadas pelo Ministro das Finanças e do Plano, sob proposta do Banco de Portugal. O âmbito desse exercício é limitado e definido na autorização especial que for concedida (5).

Outro aspecto significativo da legislação cambial portuguesa é o que se refere ao controlo cambial de cada operação. As operações poderão, sob este prisma, agrupar-se de duas formas:

- operações liberalizadas;
- operações não liberalizadas.

Chamamos **operações liberalizadas** aquelas que estão apenas sujeitas à verificação prévia da sua natureza e realidade (6), a qual pode ser efectuada pelo Banco de Portugal ou, como acontece na quase totalidade destas operações, pelo sistema bancário, uma vez que aquele banco tendo vindo a delegar competência para tal nas instituições de crédito (7).

Consideramos **operações não liberalizadas** aquelas que, para a sua realização, necessitam de autorização prévia e especial do Banco de Portugal. O controlo cambial destas operações está, normalmente, centralizado nesse banco.

Refira-se, finalmente, que o controlo cambial é diferentemente regulamentado e efectuado consoante as operações sejam de mercadorias, invisíveis correntes ou capitais.

6.2. Operações de mercadorias

A adesão à C.E.E. trouxe impreterivelmente implicações na legislação portuguesa, marcando um ponto de viragem significativo. O regime legal anterior sobre operações de comércio externo, contemplava numerosas restrições e uma acentuada intervenção do Banco de Portugal.

Contrastando com o centralismo anterior, o novo regime é bastante liberal, pois a generalidade das operações de mercadorias estão liberalizadas, não carecendo, os seus pagamentos ou recebimentos, de autorização cambial especial do Banco de Portugal. Com efeito, salvo raras excepções (8), para a regularização das operações de mercadorias é suficiente verificar a natureza e realidade das transacções, dos pagamentos ou recebimentos respectivos e da legitimidade das empresas intervenientes. Além do mais, a competência para essa verificação foi delegada nas instituições de crédito, que viram aumentadas as suas capacidades de actuação e, conseqüentemente, as suas responsabilidades. Cabe-lhes agora efectuarem o controlo cambial da maior parte das operações de mercadorias, fazendo respeitar a legislação cambial, e comparando os valores dos desalfandegamentos (expressos no documento único), com os valores das liquidações, de e para o exterior, realizados pelas empresas. Para tal, foi criado o regime de domiciliação bancária (9), que obriga as empresas, quando os valores das transacções ultrapassam certos limites (10), a escolherem uma instituição de crédito, para controlar as operações, a qual ficará encarregue do respectivo controlo cambial. Esta escolha deverá ocorrer sempre em data anterior a qualquer liquidação, e será feita mediante o preenchimento do documento de domiciliação bancária (DDB). Contudo, isto não se torna impedimento, no caso de uma operação implicar várias liquidações, para que as empresas optem livremente por outra instituição de crédito diferente da instituição domiciliária, para efectuarem aí as restantes liquidações subsequentes à primeira.

Refira-se que, a par deste regime cambial cuja fiscalização cabe ao banco central, existe um regime de comércio externo da

competência da Direcção Geral de Comércio Externo. Este regime prevê, como regra geral, o registo prévio das operações de mercadorias com o exterior. Contudo, para as mercadorias sujeitas a regimes restritivos (produtos contingentados) obriga à obtenção de licenças de importação e exportação. Neste caso, as empresas poderão, eventualmente, ser impedidas de efectuarem exportações e sobretudo importações por razões alheias à legislação cambial.

6.3. Operações de invisíveis correntes

O novo quadro legal das operações de invisíveis correntes, adaptado às obrigações impostas pela adesão à C.E.E., introduziu importantes alterações ao regime anterior. O regime base actual destas operações encontra-se definido no decreto-lei nº 351-c/85, de 26/8, que consagra um regime único, aplicável a todas as operações de invisíveis correntes.

As transacções e transferências respeitantes a invisíveis estão agrupadas em duas grandes rubricas: Serviços e Transferências Unilaterais, que por sua vez se dividem da seguinte forma:

Serviços

- . Viagens
- . Transportes
- . Seguros e resseguros
- . Rendimentos de capitais
- . Estado
- . Outros serviços e pagamentos de rendimentos

Transferências Unilaterais

- . Remessas de emigrantes
- . Outras transferências
- . Privadas
- . Transferências públicas

Podemos considerar as normas actuais bastante liberais, pois prevêem, para a realização da generalidade das operações de invisíveis, que apenas se torna necessário verificar a natureza e realidade das operações, a legitimidade dos intervenientes e o

cumprimento da legislação em vigor. Esta verificação, da competência do Banco de Portugal, foi delegada nas instituições de crédito, dentro de limites e condições previstos no Manual de Instruções Técnicas daquele banco.

A regulamentação das transferências para o exterior resultantes da liquidação de operações de invisíveis está descrita no referido Manual, num conjunto de anexos, os quais estabelecem os limites e as condições para cada tipo de operação.

Dentro desses limites e respeitando as condições estabelecidas, as empresas podem realizar operações de invisíveis, sem que seja necessário autorização do banco central. As operações acima desses limites e algumas operações especiais devidamente definidas, continuam centralizadas no Banco de Portugal, pelo que nestes casos as empresas poderão ter maiores tempos de espera (embora não significativos) para efectuarem as operações, ou serem eventualmente impedidas de as efectuar.

A regulamentação de transferências do exterior em liquidação de operações de invisíveis correntes está evidentemente mais liberalizada. As empresas podem realizar as operações com controlo apenas da instituição de crédito onde se dirigem e, portanto, sem qualquer intervenção do Banco de Portugal, desde que justifiquem os valores e a natureza das operações.

Saliente-se que as transferências do exterior em liquidação de operações de invisíveis correntes (assim como as operações de mercadorias e capitais) expressas em escudos foram recentemente alteradas em termos legislativos. Na situação anterior, as empresas portuguesas não podiam receber do exterior valores expressos em escudos acima de um limite extremamente baixo (11), excepto nos casos de "Seguros" e "Transferências privadas". Esta situação foi alterada pelo aviso nº 6/88 do Ministério das Finanças, que modificou as Directivas Monetárias, permitindo às empresas residentes facturarem em escudos os bens e serviços exportados, assim como as respectivas liquidações serem efectuadas em escudos.

6.4. Operações de capitais

As operações de capitais que, de uma forma empírica, têm sido definidas como as que não são de mercadorias ou de invisíveis correntes, devem, no entanto, ser expressas, objectivamente, como as que constam do Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da O.C.D.E., ou as que a C.E.E. definiu como tal, no decreto-lei 326/85, de 7 de Agosto, e que constam das listas dos anexos I e II do referido diploma. Englobam importantes rubricas que vão desde operações de investimento e financiamento, abertura e movimentação de contas, cauções e outras garantias, etc., até movimentos de capital de carácter pessoal.

O impacto da adesão à C.E.E. também aqui se fez sentir fortemente, provocando significativas alterações ao sistema anterior, totalmente centralizado e demasiado restritivo. Portugal aceitou no seu acordo de adesão à Comunidade, a liberalização progressiva destas operações, o que originou a criação de dois regimes sobre operações de capitais.

A importância e o impacto que este tipo de operações pode ter na economia nacional fizeram as autoridades monetárias acautelarem-se relativamente a muitas das operações.

Actualmente, podemos considerar a existência de um regime geral, aplicável nas operações entre residentes e não residentes de países que não sejam da Comunidade Europeia, e de um regime especial para as operações entre residentes em Portugal e residentes nos países da C.E.E.

No regime geral, a regra básica continua a ser a não liberalização e a centralização no Banco de Portugal do controlo cambial e do licenciamento das operações. Contudo, há algumas excepções, pois certas operações são permitidas dentro de determinadas condições e limites previamente estabelecidos nas instruções técnicas do Banco de Portugal, sem ser necessário autorização especial e prévia. São os casos das operações de:

- crédito externo;

- abertura e movimentação de contas estrangeiras;
- operações sobre títulos nacionais efectuadas por não residentes;
- operações sobre títulos estrangeiros efectuadas por residentes;
- investimento português no estrangeiro;
- "movimentos de capitais de carácter pessoal" e "outros movimentos de capitais".

Em qualquer destes casos, estão definidas as condições de livre movimentação (12), enquanto que fora destas condições se mantém a regra do licenciamento prévio.

Outra situação diferente neste regime geral é a correspondente ao investimento estrangeiro em Portugal (13). Neste caso, as empresas não residentes interessadas em investir em Portugal deverão entregar uma declaração prévia de investimento no Instituto de Investimento Estrangeiro, que possui 60 dias para se pronunciar sobre o processo e pedir parecer ao Banco de Portugal. Decorrido esse prazo, a operação fica tacitamente aprovada (esta situação do investimento estrangeiro em Portugal vai ser alterada a muito curto prazo).

O regime especial com a C.E.E. é substancialmente diferente e menos restritivo. O decreto-lei que o rege (14) estabelece dois graus de liberalização, abrangendo duas listas de operações, especificadas em anexo.

As operações constantes do anexo I estão apenas dependentes de prévia verificação pelo Banco de Portugal da respectiva natureza e realidade. São pois operações totalmente liberalizadas.

As operações constantes do anexo II poderão agrupar-se em:

- operações liberalizadas gradualmente, isto é, onde a sua liberalização depende dos valores envolvidos e obedece a um calendário que vai até 1992;
- operações liberalizadas ao fim de certo período.

Contudo, existem algumas operações sobre as quais não há ainda um compromisso definitivo de prazos de liberalização e, portanto, onde Portugal, com o acordo da C.E.E., poderá, até 1996, manter restrições à liberalização. Destas operações destacamos, pela importância que podem assumir na gestão do risco de câmbio, a abertura e movimentação de contas à ordem e a prazo em moedas estrangeiras, por residentes, os financiamentos puros de curto prazo e as aplicações de curto prazo em instrumentos do mercado monetário interno e externo.

**CAPÍTULO 7 - MERCADO DE CÂMBIOS
À VISTA**

7. Mercado de câmbios à vista

No mercado à vista em Portugal, participam as instituições de crédito que operam em território nacional, o Banco Central e a chamada clientela, que incorpora as restantes empresas e organismos públicos ou privados e as pessoas singulares.

As possibilidades de participação de cada qual no mercado são muito diferentes, assim como, o tipo de operações que poderão realizar. Uma panorâmica geral poderá ver-se no quadro seguinte, onde se representam as operações que uma instituição de crédito pode fazer no mercado interno, com cada interveniente, assim como, as ligações possíveis ao mercado externo.

Operações à Vista

operações de: operações com:	Venda m.e / esc.	Compra m.e / esc.	Compra e venda m.e./m.e
Clientes	SIM	SIM	<u>NÃO</u>
B.P.	SIM	SIM	SIM
Outras I.C. residentes	SIM	SIM	SIM
Outras I.C. não residentes	<u>NÃO</u>	<u>NÃO</u>	SIM
Sucursais no Exterior e Correspondentes Estrangeiros	<u>NÃO</u>	SIM	SIM

Como se pode verificar não são permitidas entradas de escudos livremente (excepto através da liquidação de operações), assim como as saídas de escudos apenas se poderão efectuar para as sucursais ou filiais dos bancos portugueses no exterior e para os seus correspondentes no estrangeiro.

Do ponto de vista das empresas residentes, são-lhes impostas duas condições para a realização de operações cambiais:

- só podem efectuar operações de moeda estrangeira contra escudos;
- e apenas quando essa moeda estrangeira se destina ou seja proveniente da liquidação de operações de mercadorias, invisíveis correntes ou capitais, devida e comprovativamente autorizadas, nos termos da legislação em vigor.

Além disso, os residentes não podem deter meios de pagamento líquidos em moeda estrangeira, vindos de liquidações de mercadorias, invisíveis correntes e capitais, devendo proceder à sua venda a uma instituição de crédito autorizada a exercer o comércio de câmbios (salvo autorização especial e prévia do Banco de Portugal). Daqui se depreende, que às empresas residentes não é permitido a tomada de posições especulativas (em sentido restrito).

O recurso das empresas ao mercado faz-se através do sistema bancário, e as taxas de câmbio a aplicar nas operações à vista são determinadas de duas formas:

- por acordo entre a empresa e o banco;
- aos câmbios oficiais, de compra ou de venda, resultantes da sessão de "fixing".

No caso da escolha recair nos câmbios oficiais, as operações propostas pelas empresas, da parte da manhã (até cerca das 11:45 h), realizar-se-ão aos câmbios oficiais do dia a praticar à clientela. As operações propostas da parte da tarde serão

indexadas à sessão de "fixing" do dia seguinte, realizando-se às taxas oficiais desse dia.

As moedas para as quais existem câmbios oficiais são as negociadas na sessão de "fixing", e envolvem as dos países com os quais Portugal tem mais intensas relações comerciais e financeiras e, ainda, as mais importantes em termos internacionais.

O cálculo dos câmbios oficiais é feito na sessão de "fixing", que se efectua nas instalações do Banco de Portugal, todos os dias úteis em que o mercado de câmbios de Lisboa esteja aberto, e onde podem participar todas as instituições de crédito residentes autorizadas a exercer o comércio de câmbios por forma plena.

A sessão tem início com as cotações de abertura do Banco de Portugal para o dólar-escudo, que constituem preços de intervenção, e que por isso, estabelecem os limites máximos e mínimos de cotações dólar-escudo. Mas, a compra e venda de dólares contra escudos faz-se a preços livremente acordados entre os intervenientes, dentro daqueles limites. Efectuadas estas transacções, seguir-se-ão as operações nas restantes moedas contra o dólar. As cotações destas moedas contra o escudo serão estabelecidas através de rácios cruzados.

Para cada moeda são calculados os câmbios base face ao dólar, através da média aritmética ponderada das operações realizadas durante a sessão, tendo em conta as quantidades e os preços a que as operações foram efectuadas.

Considerando:

C_b USD/A - Câmbio base do dólar contra a moeda A

$Spot_k$ USD/A - Taxa à vista entre o dólar e a moeda A

V_k - Valor de cada transacção efectuada

n - nº de transacções efectuadas

vem:

$$C_b \text{ USD/A} = \frac{\sum_{k=1}^n V_k \times \text{spot}_k \text{ USD/A}}{\sum_{k=1}^n V_k}$$

A este câmbio base será adicionada ou subtraída uma margem de 2%, respectivamente, para a venda ou compra, obtendo-se os câmbios oficiais a praticar à clientela. A margem de lucro do operador poderá ser igual, menor ou maior que esta margem, dependendo da taxa de câmbio a que ele efectuar a operação na sessão.

Esta margem é suficientemente justificativa para que empresas residentes com experiência, conhecimentos e informações sobre o mercado cambial e, sobretudo, com poder ou capacidade negocial, não estejam muitas vezes interessadas, em realizar as suas operações aos câmbios oficiais, preferindo negociar uma taxa com o banco.

Note-se que o esquema de funcionamento actual da sessão de "fixing" portuguesa tem sofrido algumas críticas por parte dos operadores profissionais.

O funcionamento actual não permite aos operadores margens de lucro certas nas operações realizadas com os clientes que escolhem os câmbios oficiais para as suas operações. De qualquer forma, pensamos que a margem de lucro destas operações, embora não fixa, é suficientemente incentivadora para os bancos, visto que, aproximar-se-á, em princípio, de 2% .

Outra das críticas tem a ver com a realização das operações a taxas livremente acordadas, não contra o escudo, mas contra o dólar. De facto, apenas no início da sessão o escudo é transaccionado contra o dólar, entre os intervenientes, mas condicionado pelas cotações de abertura do Banco de Portugal.

Aliás, este é um dos objectivos do actual esquema de funcionamento da sessão, que garante de alguma forma, ao Banco de Portugal, o controle das cotações do escudo, para cumprimento dos objectivos da política económica.

No entanto, refira-se que, na realidade, é possível a qualquer banco realizar operações em qualquer moeda estrangeira transaccionada na sessão, contra escudos, aos câmbios oficiais do Banco de Portugal, para quaisquer valores, esgotadas que estejam as hipóteses de comprar ou vender essa moeda contra o dólar. Só que, neste caso, a margem de lucro do operador, nas operações efectuadas com as empresas aos câmbios oficiais, é diminuída e fixada em 0,5%.

CAPÍTULO 8 - POLÍTICAS DE ELIMINAÇÃO E REDUÇÃO DO RISCO

8.1. Escolha da moeda de regularização

8.2. Compensação

8.3. Redução de prazos

8.4. Gestão dos prazos de regularização

8.5. Desconto por antecipação da regularização

8.6. "Desconto sem recurso"

8. Políticas de eliminação e redução do risco

8.1. Escolha da moeda de regularização

Até meados de Dezembro de 1988, as empresas portuguesas estiveram impedidas de realizar livremente recebimentos em escudos, derivados de operações de mercadorias, invisíveis correntes ou capitais. As Directivas Monetárias então existentes apenas incorporavam o escudo nas operações de saída de fundos. Isto obrigava qualquer empresa residente, nas negociações com o exterior sobre posições longas, a correr o risco de câmbio de transacção. Mesmo nas operações de saída de fundos, era difícil por vezes negociá-las em escudos, dada as restrições à entrada de escudos e as limitações do mercado externo do escudo, a todos os níveis, o que ainda permanece parcialmente.

Esta situação foi alterada recentemente através do aviso nº 6/88 de 17/12, que revogou as Directivas Monetárias, estabelecendo que as operações de qualquer tipo podem ser regularizadas em escudos ou em divisas cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal. A utilização de outras moedas carece de autorização prévia.

Portanto, as empresas portuguesas poderão negociar livremente a moeda dos seus contratos, na maior parte dos casos, mas devemos ter em atenção as considerações anteriormente feitas sobre esta matéria, nomeadamente sobre os interesses em negociar posições curtas ou longas, em escudos ou em moedas estrangeiras, consoante as suas tendências de valorização ou desvalorização.

A integração de Portugal na Comunidade Europeia e, no campo monetário-cambial, a sua adesão ao FECOM (de que resultou a detenção pelo Banco de Portugal de ECU's oficiais, criados por contrapartida da entrega ao FECOM de 20% das reservas em dólares e em ouro), a que se seguirá (eventualmente em Setembro de 1989) a inclusão do escudo no cabaz de moedas que integram o ECU, constituem passos significativos para uma maior estabilidade do escudo, a par das alterações que haverá que introduzir nas políticas monetário-cambial tendentes ao aprofundamento da sua internacionalização. A aplicação destas políticas, quando o

escudo vier a observar as regras de flutuação determinadas no mecanismo cambial do SME, obrigará a uma maior utilização dos instrumentos monetário-cambiais.

8.2. Compensação

As políticas de compensação não são permitidas pela legislação cambial portuguesa, como forma de regularização, total ou parcial, das transacções de mercadorias, invisíveis correntes ou capitais, excepto mediante autorização especial do Banco de Portugal (1).

Para a concessão dessa autorização são requisitos necessários (2), desde que assim o justifiquem:

- a natureza, características e relevância da actividade principal da empresa;
- a importância e frequência das transacções da empresa com o estrangeiro;
- a diversidade dos países com que a empresa negocia.

A autorização especial poderá compreender a abertura de contas de depósito à ordem em moeda estrangeira, e que poderão eventualmente utilizar-se na regularização das posições (3).

Não é permitido pois livremente às empresas residentes qualquer tipo de compensação, seja sem transferência de fundos, seja com transferência de fundos. Além disso, não é possível às empresas portuguesas disporem livremente de fundos líquidos em moeda estrangeira durante algum tempo, que lhes permitissem um ajustamento mais fácil, entre as datas de vencimento de posições longas e curtas, nas mesmas divisas.

Contudo, é possível ultrapassar estas restrições e evitar o risco de câmbio de posições inversas, nas mesmas divisas, vencíveis nas mesmas datas e de valores idênticos. As divisas recebidas neste caso, de regularização de posições longas, são vendidas no mesmo momento em que são adquiridas as divisas para

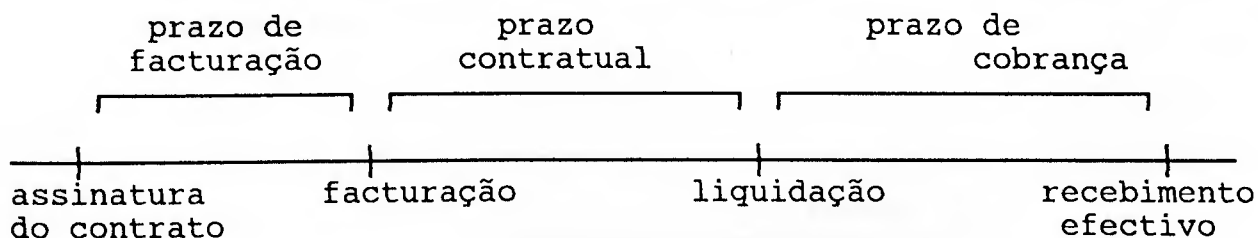
liquidação das posições curtas. As taxas de câmbio a aplicar apenas diferirão no valor do desvio existente no momento entre as taxas de compra e de venda. É obviamente uma solução mais cara do que a compensação realizada com as próprias divisas, visto que não elimina o desvio entre as taxas de compra e de venda, nem as comissões e despesas bancárias.

Mas, o problema principal da compensação consiste na dificuldade de harmonizar as datas de vencimento e os valores de posições de sentido inverso. Contudo, a sua aproximação pode ser facilitada pela escolha dos meios de regularização das posições. Por exemplo, uma empresa que recebe um cheque bancário em moeda estrangeira, em regularização de uma posição longa, poderá escolher o melhor momento para o transformar em moeda nacional e fazer coincidir esse momento com o de liquidação de uma posição curta, vencível num futuro próximo. Será uma forma mais cara de ultrapassar, em alguns casos, a impossibilidade de dispor e gerir fundos em contas de depósito à ordem em moedas estrangeiras.

8.3. Redução de prazos

A legislação cambial portuguesa não cria dificuldades à execução de uma política de redução de prazos.

Analisando os prazos anteriormente considerados, nomeadamente para as operações de exportação:



verificamos que qualquer destes prazos pode ser reduzido, sem que para tal seja necessário alguma autorização especial,

independentemente da transacção que está na sua origem.

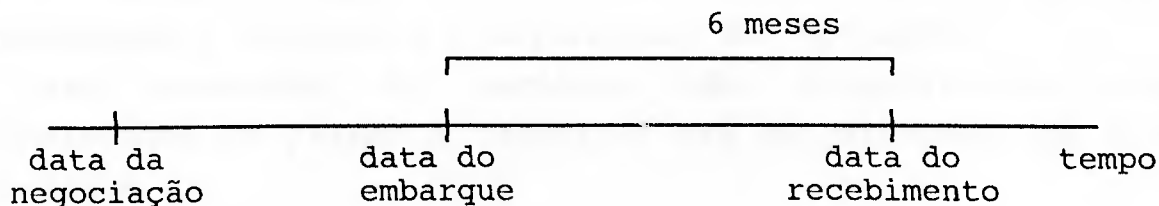
Sobre o prazo de cobrança e os "valores em trânsito", podemos considerar que existem meios disponíveis de liquidação, com pleno funcionamento em Portugal, que possibilitam a sua redução. Por outro lado, o sistema bancário português tem praticamente acesso, fácil e rápido, a qualquer outro país, sobretudo aos países com os quais mantemos relações comerciais regulares, e está apetrechado dos meios tecnológicos suficientes para exercer, em boas condições, a sua função de intermediação entre o mercado interno e o mercado externo. Saliente-se, por exemplo, o grande número de bancos correspondentes que o sistema bancário português possui, e a sua ligação à importantíssima rede internacional de comunicações interbancárias SWIFT.

8.4. Gestão dos prazos de regularização

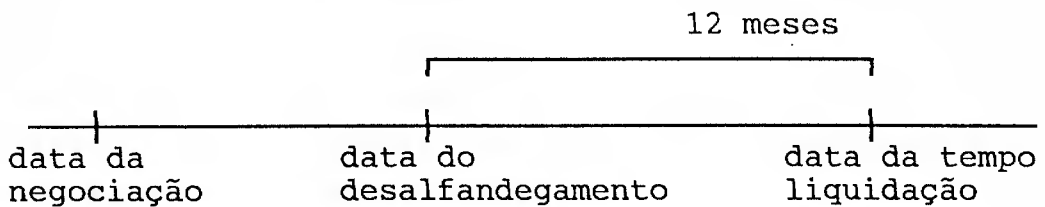
A política de gestão dos prazos de regularização não se encontra grandemente restringida no nosso país. Com efeito, as limitações à aceleração ou ao retardamento da regularização das posições cambiais em aberto são poucas e de importância pouco significativa.

Nas operações de mercadorias, a limitação imposta aos prazos de regularização refere que:

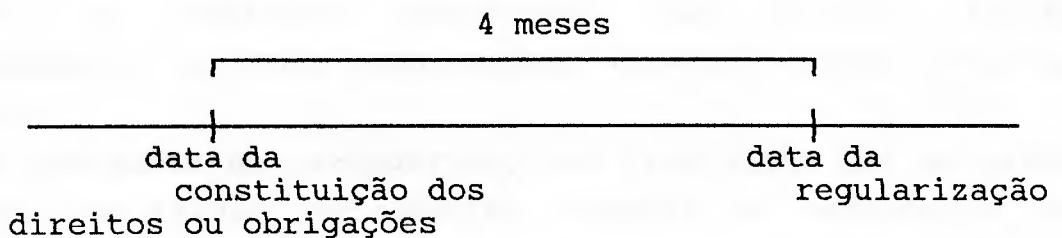
- as exportações devem ser liquidadas no prazo de seis meses a contar da data do embarque efectivo das mercadorias;



- as importações deverão ser liquidadas no espaço de doze meses a contar da data do desalfandegamento.



Nas operações de invisíveis correntes, os recebimentos deverão ter lugar nos 4 meses seguintes à constituição dos direitos que originaram as posições, e os pagamentos deverão realizar-se também nos 4 meses seguintes à constituição das obrigações. Em termos esquemáticos:



Nas operações de capitais liberalizadas não estão estabelecidos prazos para as respectivas regularizações, salvo uma ou outra exceção (4), cujo o significado é reduzido, considerando o conjunto e a diversidade das operações.

Nas operações de capitais não liberalizados ficam estabelecidos os prazos a respeitar nas autorizações que forem concedidas.

Podemos pois dizer que os limites impostos aos prazos de regularização, quando existem na legislação cambial portuguesa, não constituem impedimento significativo para as empresas residentes retardarem ou acelerarem a regularização das suas posições, face à informação que possuem sobre a evolução previsível das taxas de câmbio.

Saliente-se que mesmo os limites apontados não são impeditivos, caso se justifique, de serem ultrapassados, mediante autorização do Banco de Portugal.

8.5. Desconto por antecipação da regularização

No caso das empresas com posições longas, o desconto a conceder ao devedor por este antecipar o pagamento não encontra obstáculos na legislação portuguesa.

A entrada de fundos no país em regularização antecipada de posições abertas pode operar-se livremente, qualquer que seja o tipo de operação.

Para as empresas residentes que desejam liquidar antecipadamente as suas transacções existem alguns limites a observar.

Nas operações de mercadorias, uma liquidação que se efectue antes do exportador estrangeiro expedir a mercadoria para Portugal só poderá processar-se livremente, isto é, sem autorização especial do banco central, mediante o cumprimento das seguintes condições:

- o prazo entre a data do pagamento antecipado e a prevista para a expedição das mercadorias não deverá ultrapassar 3 meses;
- tratando-se de bens de equipamento, o valor da liquidação não deverá exceder 25% do valor dos bens;
- se forem outros bens, o valor da liquidação não deverá ser superior a 10% do valor da transacção;

- até 500 contos, independentemente do valor da transacção e do tipo de bens.

Nas operações de invisíveis correntes, os pagamentos antecipados em relação às datas de pagamento contratadas deverão ser submetidos ao Banco de Portugal.

Relativamente às operações de capitais, estas poderão ser liquidadas depois de autorizadas, ou, tratando-se de operações com competência delegada, depois de ser apresentada a necessária documentação.

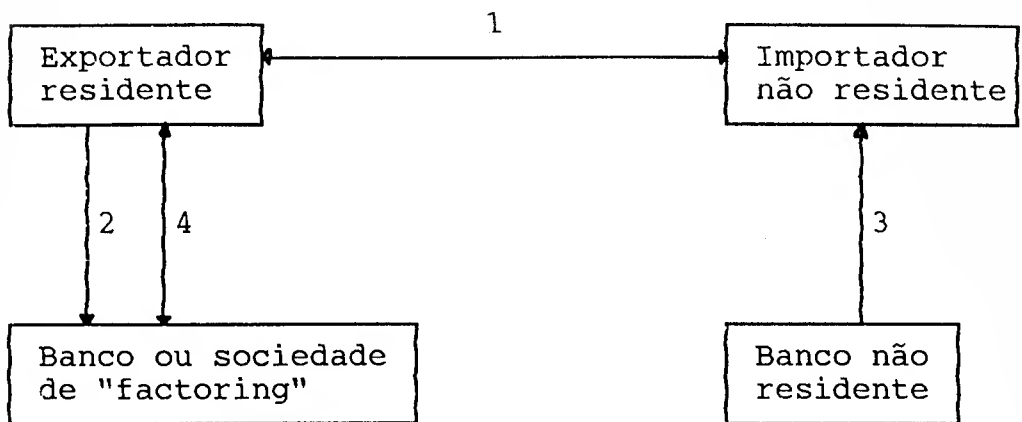
8.6. "Desconto sem recurso" (5)

Apesar de ser um processo de eliminar o risco de câmbio sem desenvolvimento no passado em Portugal, encontra-se hoje ao dispor das empresas portuguesas. A falta de tradição e experiência entre nós poderá constituir um forte obstáculo ao seu desenvolvimento, mas será de acreditar que o progresso económico do país e a maior aproximação às economias dos países mais desenvolvidos levarão à escolha e utilização dos meios por elas já utilizados.

A maior liberalização e a permissão para maior número de empresas financeiras estrangeiras actuarem em Portugal conduzirão à apresentação dos novos meios de gestão e transferência de riscos.

Os bancos ou as sociedades de "factoring" poderão ter interesse em tomar direitos de cobrança das empresas residentes em Portugal sobre empresas não residentes, sem recurso sobre o titular desses direitos. Isto acontecerá, sobretudo, quando existir uma garantia ou aval de pagamento destes créditos, prestado por um banco não residente, normalmente do país da empresa devedora.

Esquemáticamente:



- 1 - contrato de compra e venda, titulado por letras ou promissórias em moeda estrangeira;
- 2 - proposta de "desconto sem recurso";
- 3 - aval ou outra garantia de um banco não residente (preferencialmente não sendo uma filial do banco que procede ao desconto);
- 4 - cedência dos direitos de cobrança e recebimento dos respectivos valores.

Têm, pois, as empresas portuguesas exportadoras, a possibilidade de recorrerem ao "desconto sem recurso" como forma de eliminarem o risco de câmbio dessas operações, além de beneficiarem de outras importantes vantagens, como deixamos expresso na parte anterior.

CAPÍTULO 9 - POLÍTICAS DE COBERTURA DO RISCO

- 9.1. O recurso ao euro-mercado
- 9.2. Mercado de câmbios a prazo
- 9.3. Seguro de risco de câmbio da COSEC
- 9.4. Contratos de fixação de câmbio com o Fundo de
Garantia de Riscos Cambiais
- 9.5. Opções de câmbio e contratos de futuros de divisas

9. Políticas de cobertura do risco

9.1. O recurso ao euro-mercado

9.1.1. Considerações gerais

A legislação portuguesa sobre esta matéria sofreu recentemente profundas alterações. Até meados de 1988, existiram grandes restrições, para a maior parte das empresas residentes, em recorrerem ao euro-mercado para a obtenção ou aplicação de divisas. O regime então vigente estabelecia que as operações de financiamentos em moedas estrangeiras, não se poderiam efectuar livremente, isto é, sem autorização especial e prévia do Banco de Portugal (salvo algumas excepções impostas obrigatoriamente apenas a alguns sectores especiais).

A legislação actualmente em vigor demonstra preocupações importantes de liberalização e simplificação dos procedimentos administrativos, eliminando os pedidos de autorização (BAICP) para um conjunto de operações previamente definidas.

A legislação define dois regimes de licenciamento, consoante a natureza e as condições aplicáveis:

- um regime de autorização genérica;
- um regime de autorização prévia.

O regime de autorização prévia enquadra as operações que não se englobam no âmbito do regime de autorização genérica e sujeita a autorização prévia do Banco de Portugal todas essas operações.

No regime de autorização genérica enquadram-se:

- a contratação de financiamentos, **internos ou externos**, em moeda estrangeira destinados a antecipar receitas de exportação de mercadorias ou de serviços e as correspondentes operações cambiais;
- a contratação de financiamentos **externos** em moeda estrangeira destinados à liquidação de importações de mercadorias ou de serviços e as correspondentes operações cambiais (1).

Estas operações, desde que efectuadas com intervenção de uma instituição de crédito e respeitando os limites e condições estabelecidos nas instruções técnicas do Banco de Portugal, encontram-se liberalizadas, não carecendo a sua realização, por conseguinte, da intervenção do banco central que, para o efeito, delegou competência no sistema bancário, para verificar a natureza e realidade das operações e controlar o cumprimento da legislação cambial em vigor.

9.1.2. Cobertura de operações de exportação

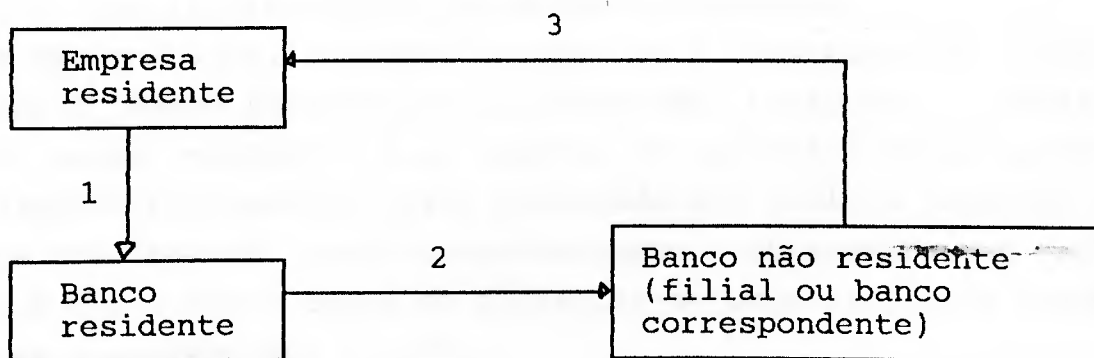
As posições longas que poderão ser livremente cobertas do risco cambial através do recurso a financiamentos no euro-mercado são as resultantes de operações de exportação de mercadorias ou de serviços.

Os financiamentos poderão operar-se em qualquer das divisas cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal, mas é evidente que, para efeitos de cobertura do risco, deverão efectuar-se na moeda da posição longa que é objecto de cobertura.

O recurso das empresas a este financiamento poderá processar-se de duas formas distintas:

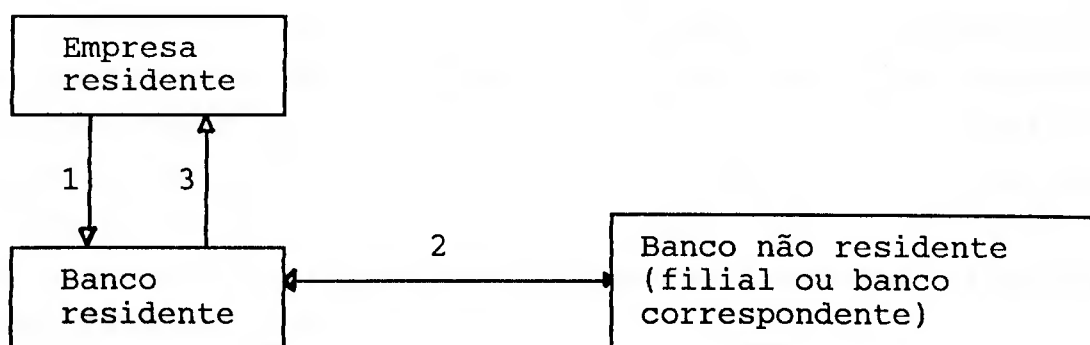
- recorrendo a bancos não residentes, isto é, realizando o que se designa por um financiamento externo.

Esquemáticamente:



- 1 - pedido de financiamento pela empresa;
 - 2 - contactos estabelecidos pelo banco residente para que um banco não residente ceda fundos à empresa;
 - 3 - cedência dos fundos (contrato de mútuo).
- recorrendo a bancos residentes, ou seja, realizando o que se chama um financiamento interno.

Esquemáticamente:



- 1 - pedido de financiamento pela empresa;
- 2 - tomada de fundos pelo banco (contrato de mútuo);
- 3 - cedência de fundos à empresa (contrato de mútuo).

No primeiro caso, estamos em presença de apenas um contrato de mútuo, estabelecido entre a empresa residente e o banco não residente, com intermediação de um banco residente.

No segundo caso, estamos perante dois contratos de mútuo: um, entre o banco residente e o banco não residente, e outro, entre o banco residente e a empresa. O primeiro mútuo poderá eventualmente não existir, mas, atendendo aos limites impostos às posições dos bancos residentes em moeda estrangeira, o mais natural é que o banco tenha de financiar-se primeiro, para depois financiar a empresa sua cliente.

O valor em moeda estrangeira a obter através do financiamento por operação está sujeito à condição de não ultrapassar o maior dos valores seguintes:

- o valor "líquido" da posição (valor facturado, deduzidas comissões, fretes, juros de financiamento e outros encargos);
- 85% do valor facturado deduzido de quaisquer recebimentos já verificados.

Refira-se que, embora se possa compreender a origem e a intenção desta condição, a forma como foi estabelecida, é contudo, incoerente, pois, permite às empresas financiarem-se por valores superiores aos valores "líquidos" das suas posições, quando estes sejam inferiores em mais de 15% ao valor inicial da exportação, o que cria um paradoxo com o objectivo para que estes limites foram criados.

As operações de financiamento deverão respeitar ainda duas condições suplementares:

- a data do respectivo reembolso deve coincidir com a data de liquidação da posição longa, isto é, com a data contratada para o recebimento do valor da exportação;
- o prazo do empréstimo não deverá ultrapassar doze meses, a contar da data do embarque efectivo das mercadorias ou da facturação dos serviços exportados.

Se a posição longa não for liquidada no prazo previsto, poderá ser prorrogado o financiamento até que se efective aquela liquidação, desde que se cumpra o prazo de doze meses.

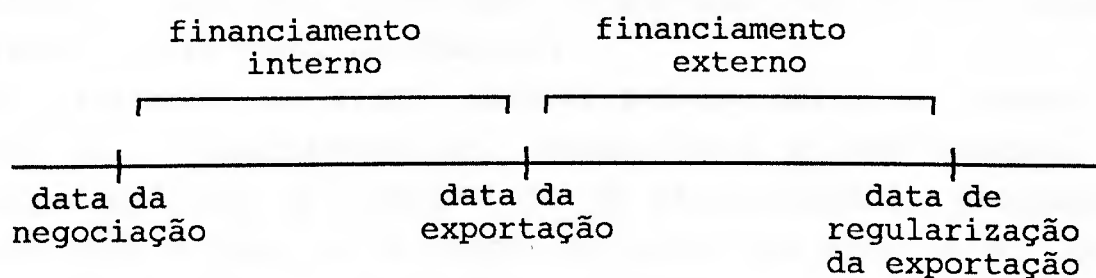
Nos casos em que as empresas não recebem os valores das suas posições longas inicialmente previstas, ou quando o façam fora dos prazos fixados, o reembolso dos financiamentos far-se-á com recurso ao mercado à vista, pelo que reaparecerá o risco cambial.

Se as empresas pretenderem reembolsar antecipadamente os financiamentos, apenas o poderão fazer, se o recebimento das suas

posições longas ocorrer antes das respectivas datas de vencimento. Neste caso, deverão negociar, com o banco mutuante, as condições de reembolso antecipado, ou alternativamente, negociar a aplicação dos fundos até à data contratada inicialmente para a liquidação do financiamento.

Quando as empresas tiverem necessidade de obter um financiamento antes de realizada a exportação, isto é, o que, nas instruções técnicas do Banco de Portugal, se convencionou chamar "pré-financiamento", este só poderá ser um financiamento interno em moeda estrangeira, obtida na base de uma encomenda firme devidamente comprovada. Não existindo ainda qualquer disponibilidade constituída sobre o exterior, este financiamento interno está sujeito aos limites decorrentes do enquadramento do crédito interno, o que, no actual contexto monetário português, é um condicionalismo de relevo. Uma vez efectuada a exportação, o financiamento poderá desenquadrar-se dos limites de crédito. O mais natural é que, quando efectuada a exportação, a empresa obtenha um novo financiamento, mas externo, cujos fundos servirão para a liquidação do financiamento interno.

Esquemáticamente:



Note-se que o "pré-financiamento" poderá ter uma duração de 6 meses e, caso a exportação não se concretize, as empresas poderão reembolsá-lo antecipadamente.

9.1.3. Cobertura de operações de importação

A cobertura das posições curtas, originadas pelas operações de importação com pagamento diferido relativamente à data da negociação, poderá efectuar-se mediante a aquisição, no mercado à vista, das divisas das posições, e a sua cedência, a título de empréstimo, durante o período em que a posição existe.

As empresas residentes em Portugal estão impossibilitadas de efectuarem livremente estas operações, pois a aquisição de moeda estrangeira só pode realizar-se no vencimento da posição, isto é, quando é necessário proceder à sua liquidação. Além disso, não é permitido às empresas efectuarem empréstimos em moeda estrangeira, dado que esta tarefa é exclusiva do sistema bancário. Por conseguinte, é mais difícil cobrir uma posição curta no actual contexto legislativo português, através do recurso ao euro-mercado. No entanto, é possível gerir as posições curtas de forma a transformar a exposição ao risco cambial mediante as expectativas, e em certos casos, a eliminá-lo completamente.

A transformação da exposição ao risco poderá obter-se através da alteração da divisa da posição, mediante um financiamento obtido na data de liquidação da importação. Este financiamento pode ser contratado em qualquer das moedas cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal.

A eliminação do risco cambial poderá obter-se quando as empresas são, simultaneamente, importadores e exportadores, e conseguem, mediante a obtenção de um financiamento, prorrogar, para uma data futura, a obrigação de pagar uma quantia em moeda estrangeira, desde que, nessa data, recebam uma quantia idêntica, na mesma moeda.

As normas portuguesas prevêm um prazo de 6 meses para estes financiamentos e impõem três condições a cumprir:

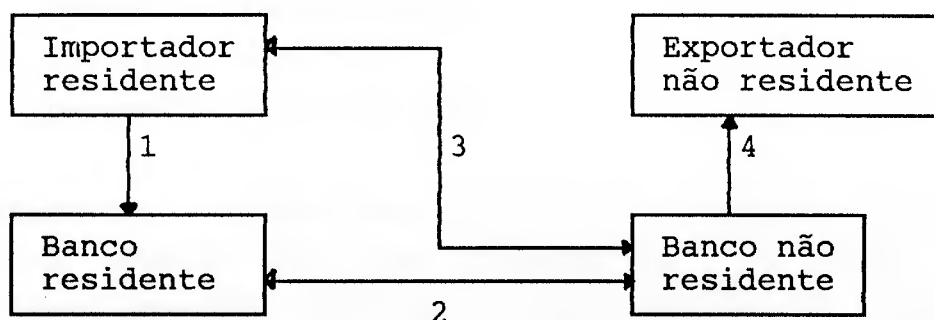
- a tomada do financiamento deverá ocorrer na data de liquidação de importação;
- os fundos do financiamento têm de ser aplicados obrigatoriamente nessa liquidação;

- o valor do financiamento não poderá exceder o valor da importação, deduzido de quaisquer descontos obtidos ou pagamentos já efectuados.

O recurso das empresas residentes a estes financiamentos, poderá processar-se de duas formas:

- mediante intermediação de um banco residente, que tratará de obter um financiamento de um banco não residente, a mutuar directamente pelo importador ao banco não residente.

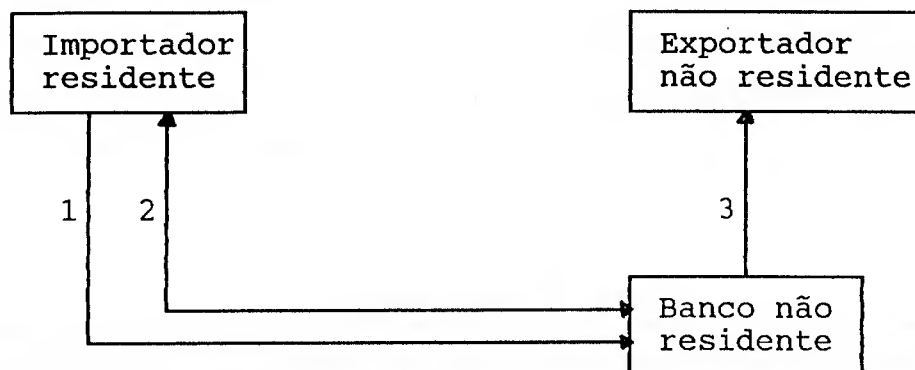
Esquemáticamente:



- 1- pedido de financiamento;
- 2- intermediação bancária;
- 3- contrato mútuo;
- 4- pagamento ao exportador.

- mediante pedido e negociação directos com um banco não residente, fazendo desaparecer do circuito os serviços do banco residente.

Esquemáticamente:



- 1 - pedido de financiamento;
- 2 - contrato de mútuo;
- 3 - pagamento ao exportador.

Finalmente, saliente-se que, em qualquer dos casos, tratar-se-á sempre de um financiamento externo, ou um financiamento interno, mas com contrapartida de um financiamento externo.

9.2. Mercado de câmbios a prazo

Até Fevereiro de 1987, as empresas portuguesas estiveram impedidas de recorrer ao mais tradicional instrumento de cobertura do risco de câmbio de transacção: os contratos de câmbio a prazo.

A regulamentação e abertura do mercado de câmbios a prazo em Portugal tornaram-se necessárias, para possibilitar, aos diferentes agentes económicos que transaccionam em moeda estrangeira com o exterior, a cobertura do risco cambial de transacção. Esta abertura passou a ser possível após o mercado à

vista ter funcionado cerca de um ano, o que proporcionou ao sistema bancário a necessária experiência, e prosseguiu o movimento de liberalização crescente da legislação cambial.

No mercado a prazo português, participam três intervenientes, cada qual com possibilidades de actuação diferentes e funções específicas. Um breve resumo do tipo de operações que cada um pode efectuar poderá visualizar-se através do quadro seguinte, em que se mostram as operações que um banco pode realizar com cada interveniente.

Operações a Prazo

operações com: / operações de:	Venda m.e/esc.	Compra m.e/esc.	Compra e venda m.e/m.e
Clientes residentes	SIM	SIM	<u>NÃO</u>
Outras I.C. residentes (MIC)	SIM	SIM	SIM
Outras I.C. não residentes	<u>NÃO</u>	SIM	SIM

A relação directa do Banco de Portugal apenas acontece com o sistema bancário, para a realização de qualquer tipo de operações, desde que, tenha interesse para o banco central, ou, se enquadre na sua acção estabilizadora do mercado. De qualquer forma, a actuação do Banco de Portugal é normalmente reduzida a nível das operações e indirecta ao nível da determinação das taxas cambiais a prazo. A negociação das taxas é livre, em qualquer caso, não existindo, portanto, câmbios oficiais a prazo.

O recurso das empresas residentes aos contratos de câmbio a prazo poderá efectivar-se, se houver como suporte uma transacção

comercial ou financeira, nomeadamente uma importação ou exportação de mercadorias, serviços ou capitais. A negociação do contrato a prazo será sempre contra escudos, e o seu vencimento deverá coincidir com o vencimento da posição de transacção resultante da operação subjacente.

Os contratos podem ser negociados em qualquer das moedas cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal, mas a moeda de um determinado contrato deverá ser a moeda de liquidação da operação subjacente. A liquidação do contrato a prazo far-se-á na moeda contratada.

O prazo máximo para as operações a prazo é actualmente de doze meses.

Convém chamar a atenção para duas situações com muitas probabilidades de virem a acontecer, sobretudo no caso de posições longas:

- o incumprimento, parcial ou total, dos contratos;
- a possibilidade de antecipar a liquidação do contrato.

A situação de incumprimento surge quando, na data de vencimento, a empresa não cumpre as condições estipuladas no contrato. Quando uma empresa possui uma posição longa, está dependente da outra parte contratante, no que respeita ao recebimento da moeda estrangeira, que terá de entregar para liquidação do contrato a prazo. Se o seu cliente não cumprir o pagamento na data contratada, a empresa não possuirá a moeda estrangeira necessária. Neste caso, a liquidação do contrato a prazo far-se-á com recurso imediato ao mercado à vista, originando diferenças cambiais, e reaparecendo, por conseguinte, o risco de câmbio. Se as diferenças cambiais forem negativas, elas serão suportadas pela empresa, mas eventuais diferenças cambiais positivas não devem reverter para qualquer das partes contratantes, constituindo receita do Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (2).

Uma alternativa possível a esta situação é a negociação (3) com o banco, nos 15 dias subsequentes, de um novo contrato a

prazo, com vencimento na data prevista para a regularização da posição cambial, desde que o prazo total de cobertura, contado desde o início do primeiro contrato, não exceda 12 meses.

A possibilidade de liquidar antecipadamente o contrato a prazo existe tanto nas posições curtas como nas longas, através da negociação com o banco de uma nova taxa de câmbio.

No caso das posições longas em que o cliente não residente liquida antecipadamente a transacção, a empresa residente, além da possibilidade anterior, e dado que pode não lhe interessar a "renegociação" do contrato, poderá colocar a moeda estrangeira numa conta não mobilizável, até ao vencimento do contrato (4), cumprindo assim o acordado anteriormente com o banco.

Em conclusão, as empresas residentes em Portugal têm ao seu dispor o mais utilizado instrumento de cobertura, tanto para posições longas como para posições curtas, com regras definidas e consideradas normais relativamente à maioria dos países onde funciona o mercado de câmbios a prazo.

9.3. Seguro de risco de câmbio da COSEC

9.3.1. Considerações gerais

As empresas portuguesas exportadoras que pretendem cobrir o risco de câmbio das suas exportações poderão fazê-lo, em determinadas condições, recorrendo a um contrato de seguro com a Companhia de Seguro de Créditos, EP (COSEC).

As empresas exportadoras têm à sua disposição dois tipos de seguros:

- uma apólice, que engloba vários tipos de seguros, entre os quais se enquadra um seguro de risco de câmbio;
- uma apólice especial, que engloba um seguro de risco de câmbio, para a fase de fabrico.

9.3.2. Apólice global (5)

As empresas exportadoras nacionais podem negociar com a COSEC um contrato de seguro que lhes garanta o pagamento de uma indemnização pelos prejuízos resultantes das flutuações cambiais da moeda estrangeira de pagamento prevista no contrato que ocorram entre o dia da concessão da garantia e do vencimento do crédito. Entende-se, para efeitos do contrato, como flutuação cambial, a diferença entre o mais baixo câmbio oficial de compra do dia de vencimento do crédito garantido e o mais baixo câmbio oficial de compra do dia da concessão da garantia, qualquer deles estabelecido contra o escudo (6).

O recurso das empresas exportadoras a este contrato de seguro está condicionado por dois requisitos básicos:

- 1 - Só se deverá recorrer ao contrato de seguro da COSEC, desde que não seja possível obviar, por outros meios, ao risco de câmbio, nomeadamente escolhendo o escudo como moeda do contrato, estabelecendo cláusulas de paridades fixas no contrato ou recorrendo aos contratos de câmbio a prazo do sistema bancário.
- 2 - A empresa segurada é obrigada a submeter a seguro de créditos todas as suas operações de exportação e reexportação a efectuar durante o período de validade do contrato de seguro.

Qualquer destes requisitos implica importantes limitações à aplicação destes contratos e explica, de alguma forma, a diminuta procura que eles tiveram até agora.

Para além destes dois requisitos essenciais, existem ainda duas condições significativas a considerar:

- a garantia concedida pela COSEC é a correspondente a uma percentagem estipulada nas condições da apólice;
- em caso de haver um benefício cambial, este reverterá para a COSEC, na proporção da percentagem de garantia.

Por outro lado, será de considerar a possibilidade que a empresa segurada tem de ceder o direito à indemnização a terceiros, não se desobrigando, contudo, das suas obrigações assumidas no contrato.

O prazo dos contratos será o estabelecido nas condições da apólice e a moeda do contrato deverá ser uma das cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal.

9.3.3. Apólice especial

O risco de câmbio coberto por esta apólice especial assegura à empresa exportadora uma indemnização por prejuízos cambiais ocorridos durante a execução contratual.

O risco coberto define-se pela variação do câmbio da moeda do contrato face ao escudo, tomando por referência um câmbio garantido, fixado antecipadamente nos termos da respectiva apólice (7).

Os benefícios ou os prejuízos são, respectivamente, pagos ou recebidos à COSEC, na parte que exceda a franquia que for estabelecida (8).

Com a emissão da apólice a empresa fica obrigada ao pagamento de prémio e adicionais, na sua totalidade, em principio antecipadamente e de uma só vez. O prémio é calculado tomando por base o plano de recebimentos previsto no contrato de exportação, e será ajustado em conformidade com os valores efectivos das exportações e correspondentes datas de liquidação.

A taxa de prémio é indicada nas condições da apólice e incide sobre o valor máximo indemnizável expresso em escudos (9).

Também nesta apólice o segurado pode transmitir, a terceiro, a totalidade ou parte do direito à indemnização, não ficando desobrigado dos seus deveres.

O prazo vigente para este contrato de seguro é o que for estipulado na apólice, e a moeda será uma das cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal.

9.4. Contratos de fixação de câmbio com o Fundo de Garantia de Riscos Cambiais

A criação do Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (F.G.R.C.)(10) deveu-se à inexistência de um mecanismo de fixação de taxas de câmbio e às suas eventuais consequências negativas na economia nacional, sobretudo nas operações de importação de bens de investimento, dadas as desvalorizações significativas do escudo, nessa época. A finalidade da sua criação foi garantir os riscos resultantes da variação das taxas de câmbio, nas operações de crédito externo de relevante interesse nacional. A imposição da obrigatoriedade do recurso a estes contratos nas operações de exportação teve como finalidade impedir os atrasos nas respectivas liquidações e, eventualmente, seria intenção do legislador, compensar os prejuízos cambiais do F.G.R.C. originados pelos contratos de fixação de câmbio nas operações de importação.

Assim, podemos enquadrar no âmbito dos contratos do F.G.R.C., dois grandes tipos de operações:

- os créditos a médio e longo prazos concedidos pelos exportadores nacionais aos seus clientes estrangeiros, créditos que deverão obrigatoriamente ser objecto de contratos de fixação de câmbio com o F.G.R.C., na parte em que são financiados por instituições de crédito actuando em território nacional;
- as operações de grande relevância para o desenvolvimento económico do país, nomeadamente nos casos de importação de capital para investimento, poderão, facultativamente, ser objecto de contratos de fixação de câmbio com o F.G.R.C..

O câmbio fixado contratualmente, em qualquer caso, será o da data de aprovação pelo Fundo das condições do respectivo contrato de fixação de câmbio.

As diferenças cambiais serão apuradas pela comparação entre o câmbio de venda, no caso das posições curtas (operações de importação ou assimiladas), ou o câmbio de compra, no caso das posições longas (operações de exportação ou assimiladas), do dia da utilização, e o câmbio fixado no contrato.

Nas posições longas, resultantes das operações de créditos à exportação a médio e longo prazo, o procedimento será o seguinte: as empresas entregam as diferenças cambiais positivas ao F.G.R.C., ou recebem as diferenças negativas.

Note-se que, relativamente às taxas de juro, também, as empresas recebem ou pagam ao F.G.R.C., as diferenças positivas ou negativas, respectivamente, calculadas mediante a comparação entre a taxa de juro do financiamento interno e a taxa de juro do crédito externo concedido ao importador estrangeiro.

Nas posições curtas, resultantes de operações de importação ou assimiladas, é fixada uma margem admissível de variações cambiais de 3% sobre o câmbio fixado no contrato (11). Se as diferenças cambiais forem superiores a 3%, as empresas entregam ou recebem essas diferenças do F.G.R.C., consoante se trata de uma diferença positiva ou negativa, respectivamente (12).

Nas operações de crédito à exportação a médio e longo prazo, a fixação de câmbio abrangerá, obrigatoriamente, todo o período de duração da operação, a partir da data do contrato com o F.G.R.C..

Com excepção destas operações, os câmbios são fixados por períodos até um ano, a contar da data da fixação, podendo, no entanto, o F.G.R.C. proceder sucessivamente a novas fixações de câmbio, cada uma das quais por períodos não superiores a um ano.

Se, findo o período de fixação de câmbio, o débito ou o crédito da empresa não estiver extinto e não houver nova fixação de câmbio, o F.G.R.C. reembolsará a empresa das diferenças cambiais negativas ou receberá desta as diferenças cambiais positivas, efectivamente verificadas durante o período de fixação.

Para o estabelecimento destes contratos, as empresas deverão pagar um prémio ao F.G.R.C., assim como, comissões ou sobretaxas.

O Banco de Portugal, através de um Aviso (13), determinou o seguinte sobre os prémios:

- nas operações de importação ou equiparadas, o prémio por garantia de risco de câmbio será, no mínimo, de 0,5% ao ano, sobre o contravalor em escudos da moeda estrangeira, objecto da fixação de câmbio.

Além deste prémio, as empresas deverão entregar ao F.G.R.C., a diferença entre a taxa máxima de juro, vigente à data na legislação nacional, para operações de crédito de igual duração e, a taxa de juro efectiva cobrada na respectiva operação de crédito, pelo credor estrangeiro, deduzindo-se 0,5% sempre que o remanescente assegure, pelo menos, a margem do prémio.

- Nas operações de financiamento das exportações, o prémio a cobrar será de 1% anual sobre o contravalor da parcela de capital garantida.

As moedas em que o F.G.R.C. fará estes contratos serão, em princípio, as cotadas oficialmente pelo Banco de Portugal.

9.5. Opções de câmbios e contratos de futuros de divisas

A legislação portuguesa não permite actualmente às empresas residentes a negociação de contratos de opção de câmbio, nem de futuros de divisas, qualquer que seja a moeda e local de transacção.

A impossibilidade de negociar contratos de opções de câmbio poderá constituir um vazio, nomeadamente na situação das posições aleatórias, derivadas das participações em concursos internacionais, das vendas sobre catálogos ou de outras situações análogas. É que não existe para estes casos, nenhum outro instrumento adequado de cobertura e, por isso, as opções constituem um importante complemento aos tradicionais instrumentos de cobertura do risco cambial.

Os contratos de futuros serão menos importantes para as empresas importadoras e exportadoras, como forma de cobertura do risco cambial, até porque existe uma alternativa semelhante que são os contratos de câmbio a prazo. Os contratos de futuros assumirão talvez maior importância, como forma de investimento, para as empresas com menor grau de aversão ao risco, e para o sistema bancário como processo de cobertura do risco dos contratos de câmbio a prazo.

Em qualquer caso, mesmo que se permita legislativamente a negociação deste tipo de contratos, dificilmente eles poderão ser utilizados pelas empresas nacionais, como forma de cobertura do risco cambial, dado que será pouco previsível a médio prazo, que apareçam instituições interessadas em negociá-los em escudos. As moedas habitualmente utilizadas nos contratos são apenas as de maior relevância em termos internacionais.

A negociação por qualquer instituição destes contratos depende da existência de um mercado de contratos de características semelhantes, como protecção contra os riscos que eles provocam.

A possibilidade de utilização dos contratos actualmente existentes nas várias praças financeiras que os negociam apenas poderá interessar às empresas portuguesas, como forma de investimento ou de alteração das moedas das posições em risco.

CAPÍTULO 10 - CONCLUSÕES

10. Conclusões



Algumas importantes conclusões podem retirar-se desta análise sobre os condicionalismos impostos pela legislação cambial portuguesa às possíveis políticas de gestão do risco cambial de transacção.

Sobre as restrições cambiais impostas à realização das operações, podemos dizer que a situação actual demonstra níveis de liberalização bastante elevados, sobretudo no que respeita às operações de mercadorias e de invisíveis correntes. Relativamente às operações de capitais e dada a sua importância, o processo de liberalização tem sido mais lento e cauteloso. Contudo, progressivamente têm sido operadas algumas mudanças necessárias, designadamente nas operações com os países da CEE e da OCDE, e, no futuro próximo, irá, certamente, prosseguir este processo de liberalização, ao abrigo do previsto no tratado de Adesão de Portugal à Comunidade Europeia.

No tocante às possibilidades de aplicação de políticas de eliminação e redução do risco, é permitido às empresas portuguesas optarem entre negociarem a regularização dos seus contratos em escudos ou em moedas estrangeiras, embora a dimensão do mercado externo do escudo possa representar um obstáculo às negociações em escudos.

A utilização de políticas de redução de prazos, gestão de prazos de regularização e desconto por antecipação da regularização é também possível, na generalidade dos casos, sem grandes impedimentos legislativos.

As operações de "desconto sem recurso" não têm tradição em Portugal, e esta falta de experiência será um significativo obstáculo ao seu desenvolvimento. Deverá ser superado, no entanto, pela eventual entrada de novas instituições financeiras estrangeiras (ou mesmo nacionais) nesta área, que originarão, provavelmente, um arrastamento das actuais instituições monetário-financeiras que actuam em território português.

O caso mais premente sobre as políticas de eliminação do risco é a compensação. O processo de compensação bilateral entre

duas empresas, sem movimentação de fundos, cria, em princípio, maiores dificuldades de controlo das liquidações às autoridades monetárias, pelo que mais dificilmente será liberalizado. Mas, o processo de compensação com movimentação de fundos, que não levanta tantos problemas de controlo, deverá ser liberalizado, pois constituiu, de alguma forma, uma injustiça para com as empresas que movimentam regularmente fundos em moedas estrangeiras nos dois sentidos. Haverá que eliminar, nestes casos, o desvio desfavorável, para as empresas, entre as taxas de compra e de venda, para além de eventuais comissões e impostos devidos. Por outro lado, a eventual liberalização das contas de depósito à ordem em moedas estrangeiras, para estas empresas, iria facilitar-lhes a gestão dos fundos nessas moedas. É possível que esta liberalização venha a verificar-se brevemente.

As empresas nacionais exportadoras de mercadorias e serviços poderão recorrer ao euro-mercado, para cobertura do risco de câmbio das suas posições longas, através de operações de tomada de fundos, dentro de um conjunto de condições previamente estabelecidas. A importância destes financiamentos em moedas estrangeiras assume hoje particular relevo, em virtude das restrições impostas pela política de enquadramento do âmbito do crédito interno. As empresas ligadas ao comércio externo têm vindo a recorrer cada vez mais a estas operações.

Por outro lado, as empresas importadoras nacionais estão impossibilitadas de recorrer ao euro-mercado para cobertura das suas posições curtas. Necessitam para isso de poderem ceder fundos em moeda estrangeira, pelo que uma solução possível, passa pela liberalização das contas de depósito de residentes em moeda estrangeira. Poderão, contudo, modificar a moeda de risco, mediante a obtenção de financiamentos noutras moedas.

As empresas simultaneamente importadoras e exportadoras poderão gerir de maneira diferente as posições curtas, reduzindo o risco que lhes está associado.

Mas, a forma mais tradicional das empresas cobrirem o risco de câmbio de transacção são os contratos de câmbio a prazo. As empresas portuguesas podem negociar contratos de compra ou de

venda a prazo de divisas, com vencimentos até um ano, desde que associados a operações de mercadorias, serviços ou capitais.

Para as posições condicionais, resultantes de situações incertas, as empresas não possuem actualmente meios adequados de cobertura, pois não é possível recorrer ao mercado de opções, e mesmo que fosse, dificilmente se encontrariam opções negociadas em escudos.

Para as empresas exportadoras, existe a possibilidade de obterem um contrato de seguro da COSEC, sobre risco de câmbio, conjunta ou separadamente com contratos de seguros de créditos, nos casos em que não seja possível ultrapassar, por outros meios, o risco cambial, designadamente, mediante o recurso ao mercado a prazo. Isto poderá suceder sobretudo em operações a mais de uma ano.

Por outro lado, nas operações de exportação a médio e longo prazo, na parte em que são financiadas por bancos residentes, existe a obrigatoriedade de recorrer aos contratos de fixação de câmbio do F.G.R.C..

Em operações consideradas de interesse para o desenvolvimento da economia, as empresas poderão recorrer a estes contratos de fixação de câmbio, em condições normalmente bastante vantajosas.

Em última análise, podemos afirmar que os instrumentos de gestão do risco cambial de transacção estão hoje, em grande parte, à disposição das empresas portuguesas negociadoras de operações regularizáveis em moedas estrangeiras, e é previsível que o leque de alternativas aumente a curto e médio prazo.

ANEXOS

NOTAS EXPLICATIVAS POR CAPÍTULOS

BIBLIOGRAFIA

NOTAS EXPLICATIVAS POR CAPÍTULOS

- . Notas explicativas (capítulo 2)
- . Notas explicativas (capítulo 4)
- . Notas explicativas (capítulo 5)
- . Notas explicativas (capítulo 6)
- . Notas explicativas (capítulo 8)
- . Notas explicativas (capítulo 9)

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 2)

- (1) Normalmente os corretores servem apenas de intermediários entre os vários bancos, não estando autorizados a negociar por conta própria. Trabalham geralmente com base numa comissão por transacção, e a sua função é encontrarem um banco disposto a comprar e outro disposto a vender, a mesma moeda, ao mesmo preço.
Os clientes (empresas, particulares e outras entidades oficiais ou particulares) habitualmente apenas estão autorizados a efectuarem as suas operações através do sistema bancário.
- (2) O mercado cambial possui uma extraordinária liquidez e movimenta milhões de dólares, marcos, libras, francos, etc. por dia.
- (3) A "figura" é um termo utilizado pelos operadores profissionais para definir o segundo algarismo depois da vírgula. Note-se que as cotações no mercado internacional são feitas, normalmente, com quatro casas decimais.
- (4) Poder-se-á considerar transacções de pequenos valores, no mercado internacional, operações que envolvam valores inferiores a 1.000.000 de dólares. No mercado interno português com valores abaixo de 500.000 dólares.
- (5) Outro desenvolvimento desta teoria será efectuado aquando do estudo do mercado a prazo, recorrendo ao euro-mercado e à livre transferência de capitais, demonstrando simultaneamente a relação entre dois instrumentos de cobertura do risco cambial: a tomada e a cedência de fundos no euro-mercado e os contratos de câmbio a prazo.
- (6) Convém salientar que esta não é uma questão pacífica, pois, existe uma longa polémica sobre a eficiência ou ineficiência do mercado cambial e suas consequências.

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 4)

- (1) Consequências desfavoráveis poderão também surgir com a utilização desta técnica para os países de moedas fortes (com acentuadas valorizações). Um grande aumento da procura e simultaneamente uma grande redução da oferta poderão acentuar ainda mais as valorizações.
- (2) Existem vários sistemas organizativos através dos quais é possível efectuar a compensação multilateral.
- (3) Uma situação idêntica a esta é o "factoring", que consiste em ceder, a uma terceira entidade, uma sociedade especialista em cobranças, os direitos de cobrança sobre os clientes da empresa, a um preço estabelecido segundo contrato. A sociedade de cobranças encarrega-se de cobrar aos clientes assumindo o risco da operação.
Embora as vantagens e inconvenientes sejam idênticas ao "desconto sem recurso", as operações de "factoring" não são individualizadas, pois a cedência dos direitos de cobrança faz-se, normalmente, para a globalidade dos créditos, durante um certo período. Além disso, o pagamento à empresa pela sociedade de cobrança pode não ser feito imediatamente, pelo que neste caso, seria de certa forma irrelevante para a gestão do risco de câmbio, dado que não garantia uma taxa de câmbio conhecida.
- (4) Utilizam-se geralmente taxas médias do euro-mercado da respectiva divisa, para períodos idênticos ao do crédito, como taxas de referência.

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 5)

- (1) Incluindo os bancos dos Estados da Europa de Leste.
- (2) Segundo D. Panoy na sua obra "Gestion Financière Internacio-
nal des Entreprises": « O volume das operações a muito curto
prazo, até um mês, é predominante. Atendendo a certas estima-
tivas, perto de 50% do mercado, percentagem alargada a 85% se
nós juntarmos as operações inferiores ou iguais a 6 meses».
- (3) As operações de um dia mais comuns são :
- operações de "hoje para amanhã" (overnight - O/N)
 - operações de "amanhã para depois de amanhã" (tomorrow
- next - T/N)
 - operações de "depois de amanhã para o dia seguinte"
(spot - next - S/N)

As datas - valor destas operações relativamente à data da
negociação são as seguintes :

tipo de operação	data da operação	entrega dos fundos	recebimento dos fundos
O/N	t	t	t + 1
T/N	t	t + 1	t + 2
S/N	t	t + 2	t + 3

- (4) As empresas especializadas em informação financeira, com
redes informatizadas de comunicação (como a Reuter, a
Telerate, etc.) fornecem essa informação constantemente.
- (5) As taxas da LIBOR são as de oferta do mercado interbancário
de Londres, como a própria designação indica (LIBOR - London
Interbank Offered Rate).

- (6) Os profissionais chamam depósitos tanto à tomada como à cedência de fundos.
- (7) Conhecidos em linguagem anglo - saxónica por operações de SWAP.
- (8) Em princípio, não será exactamente o mesmo valor, pois devemos contar com a liquidação dos juros do empréstimo.
- (9) Note-se que as taxas da LIBOR utilizadas como ponto de referência são taxas nominais convertíveis.
- (10) A utilização neste quociente de 365 ou 360 dias depende da divisa. Para a generalidade das divisas utilizam-se 360 dias. Uma das excepções é a libra inglesa que é uma moeda de importância significativa no euro-mercado.
- (11) Poderá evidentemente não ser esta a data da contratação do segundo financiamento.
- (12) Também aqui haveria que ter em consideração os juros a pagar pelo empréstimo.
- (13) Saliente-se que chamaremos apenas "contratos de câmbio a prazo" aos contratos não padronizados, negociados pelo sistema bancário. Chamaremos aos contratos de câmbio a prazo, padronizados e negociados nas Bolsas de Comércio, "contratos de futuros", para os diferenciarmos. Aliás, esta é a terminologia comumente empregue por quem se debruça sobre esta temática.
- (14) Embora não tenham a indicação se o "preço swap" é de sinal positivo ou negativo, os operadores possuem duas regras fundamentais que lhes permitem obter imediatamente essa informação :
 - 1º numa cotação o preço de venda é sempre superior ao preço de compra;

- 2º o desvio existente entre os preços de venda e de compra é sempre maior quanto maior for o prazo considerado.

- (15) No caso português, a generalidade dos operadores utiliza a fórmula aproximada mais simples.
- (16) Segundo Yves Simon no seu livro "Techniques Financières Internacionales: «normalmente o depósito representa 1 a 3% do valor dos contratos».
- (17) Segundo Yves Simon no seu livro "Techniques Financières Internacionales": "apenas 2% dos contratos de futuros dão lugar efectivamente à entrega de divisas".
- (18) Dado que actualmente apenas existem contratos de futuros contra o dólar, vamos considerar, para efeitos de simplificação da exposição, que a empresa A é americana e que a divisa A é uma divisa estrangeira na qual é possível negociar contratos de futuros.
Também poderíamos efectuar o mesmo raciocínio considerando a empresa A de um país em que é possível encontrar contratos de futuros na sua moeda, e que a posição a cobrir estava expressa em dólares.
- (19) Sendo valores fixos normalmente pequenos, por vezes é necessário adquirir vários contratos para se atingir o valor da posição de transacção que se pretende cobrir.
- (20) Os contratos actualmente existentes são todos negociados contra o dólar.
- (21) Hipótese simplificadora que facilita a análise, mas não altera as suas conclusões. Um contrato de futuro pode ser negociado todos os dias úteis até à data do seu vencimento.

- (22) Idêntico raciocínio podia ser feito com o dólar a prêmio.
- (23) Preço de uma unidade da divisa A expresso em unidades do dólar.
- (24) Faremos a mesma simplificação que foi feita relativamente à cobertura de posições curtas.
- (25) O raciocínio também pode ser feito considerando-se c como o valor de um desconto entre a divisa B e o dólar, embora no caso de uma posição longa, o prêmio possa assumir maior significado, quando se trata de acções de cobertura.
- (26) Se o objectivo for cobrir o risco terá de ser a moeda nacional (sendo esta a moeda em que a empresa tem expressas as suas contas). Não sendo a moeda nacional apenas existirá uma transferência do risco de uma moeda para outra.
- (27) Conhecidas pela generalidade dos operadores por "call" (opção de compra) e "put" (opção de venda).
- (28) Na Bolsa de Valores de Filadélfia, o primeiro mercado organizado de opções e o que maior volume de contratos transacciona, são oferecidas opções sobre seis divisas: libra, marco, franco suíço, iene, dólar canadiano e franco francês.
- (29) No Internacional Money Market de Chicago, são tratadas opções sobre contratos de futuros relativos a três divisas: libra, marco e franco suíço.
- (30) Hoje, a negociação de contratos de opção em bolsa estende-se a outros centros financeiros importantes como a Bolsa Mercantil de Chicago, a Bolsa Europeia de Opções de Amsterdam, a Bolsa de Montreal, a Bolsa de Valores de Londres e o LIFFE, entre outros.

- (31) Tradução razoável das expressões utilizadas pelo conjunto dos operadores profissionais relativas, respectivamente, às opções:
- "at-the-money";
 - "in-the-money";
 - "out-of-the-money".
- (32) Considera-se negativo apenas teoricamente, porque, na prática, será um valor nulo, dado o direito de não exercer a opção.
- (33) O comprador da opção poderá obter uma taxa superior à "taxa efectivamente garantida" se optar por revender a opção em vez de exercê-la; assegura assim um valor tempo residual.
- (34) Poderia eventualmente ser também uma opção de compra, se, no caso da adjudicação ser entregue à empresa, implicar pagamentos em moeda estrangeira.
- (35) Note-se que o risco tanto pode relacionar-se com alterações da taxa à vista ou da taxa a prazo, dependendo das condições do contrato que é objecto de concurso. O mais provável é que esteja relacionado com uma eventual operação de divisas a prazo. Neste caso, poderia negociar-se um contrato de opção sobre taxa à vista, ou um contrato de opção sobre um contrato a prazo ou de futuro.
- (36) As empresas nestas circunstâncias podem recorrer às opções apenas para a parte das vendas que consideram aleatória, recorrendo a outro meio de cobertura, eventualmente mais barato, para a parte que consideram como certa.
- (37) Poderia efectuar-se idêntico raciocínio com a divisa A a prémio relativamente à divisa B.

- (38) Poderia considerar-se também a divisa A a desconto relativamente à divisa B; o raciocínio subjacente seria idêntico.
- (39) Eventualmente poderá ser exigida uma garantia correspondente a uma parcela do valor do contrato.
- (40) Os comentários referem-se às vantagens e inconvenientes dos contratos de opção comparativamente aos contratos de câmbio a prazo e de futuros.

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 6)

- (1) Dec.-Lei 227/83, de 27 de Maio, artº 4, nº 1.
- (2) Dec.-Lei 227/83, de 27 de Maio, artº 7, nº 1.
- (3) Dec.-Lei 227/83, de 27 de Maio, artº 7, nº 2.
- (4) Dec.-Lei 227/83, de 27 de Maio, artº 15, nº 1 e 2.
- (5) Dec.-Lei 227/83, de 27 de Maio, artº 19, nº 1 e 2.
- (6) Note-se que a superintendência do mercado cambial é da competência do Ministro das Finanças, mas cabe ao Banco de Portugal, sob a sua orientação, regular o funcionamento do mercado, coordenar e fiscalizar as instituições de crédito.
- (7) Apenas algumas destas operações de capitais necessitam de uma prévia verificação do Banco de Portugal. As restantes somente lhe são comunicadas após a sua realização.
- (8) Em princípio, apenas algumas operações especiais devidamente regulamentadas precisam de autorização especial e prévia do Banco de Portugal para a sua realização.
- (9) Portaria nº 324/88, de 20 de Maio.
- (10) Segundo o artº 4, nº 2, da Portaria nº 324/88, de 20 de Maio, apenas as importações de valores superiores a 1000 contos e as exportações de valores superiores a 100 contos estão sujeitas a domiciliação bancária.
- (11) O limite era de 250.000\$00 por operação.
- (12) O Banco de Portugal emitiu instruções técnicas sobre todos estes casos.

(13) Dec.-Lei nº 197-D/86, de 8 de Julho.

(14) Dec.-Lei nº 326/85, de 7 de Agosto.

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 8)

- (1) Dec.-Lei nº 227/83, de 27 de Maio, arts 35 e 36 nº1
- (2) Dec.-Lei nº 227/83, de 27 de Maio, artº 37 nº2
- (3) Dec.-Lei nº 227/83, de 27 de Maio, artº 38 nº1
- (4) É o caso do crédito externo cujos pontos serão abordados quando analisarmos o recurso ao euro-mercado.
- (5) Um processo semelhante é a actividade das empresas de "factoring". Esta actividade está regulamentada pelo decreto-lei nº 56/86, de 18 de Março, que a define, grosso modo, como a tomada, por um intermediário financeiro, dos créditos a curto prazo que as empresas fornecedoras de bens e serviços constituem sobre os seus clientes.
Os objectivos que conduziram à publicação da regulamentação visaram a cobertura dos riscos de crédito e o financiamento a curto prazo das empresas, e não propriamente a cobertura do risco de câmbio.
As formas possíveis previstas de pagamento pelas empresas de "factoring" aos seus clientes reforçam essa ideia. Os pagamentos serão efectuados nas datas dos vencimentos dos créditos transmitidos ou na data de um vencimento médio presumido, embora também o possam ser antecipadamente a essas datas. Não há, pois, um sentido expresso de liquidez no momento da negociação, eliminando o risco cambial.

NOTAS EXPLICATIVAS (Capítulo 9)

- (1) Exceptuam-se as mercadorias em regime de trânsito internacional.
- (2) Se dentro dos 30 dias subsequentes à data do incumprimento, a empresa entregar a moeda estrangeira ao banco, poderá solicitar ao F.G.R.C. as diferenças cambiais positivas.
- (3) Apenas é possível uma renovação.
- (4) Trata-se de uma conta à ordem, indisponível, que poderá ser remunerada.
- (5) Ver seguro de Crédito Externo - Crédito à Exportação - Risco de Câmbio, da Companhia de Seguros de Créditos, EP.
- (6) Em caso de retardamento no pagamento pelo importador estrangeiro e do câmbio do dia de pagamento ser maior do que o da data prevista para o pagamento, a flutuação cambial será unicamente a diferença entre o mais baixo câmbio oficial da moeda estrangeira de pagamento do dia da concessão da garantia e idêntico câmbio do dia de pagamento.
- (7) Na determinação do câmbio garantido, a COSEC leva em consideração um conjunto vasto de factores de diversa natureza.
- (8) A COSEC estabelecerá uma franquia para cada contrato e poderá, além disso, fixar um limite máximo de variação cambial, a partir do qual os prejuízos ou os benefícios cabem integralmente ao segurado.

- (9) O valor máximo indenizável determina-se através do produto do valor contratual em risco pelo intervalo entre a franquia e o limite máximo de variação cambial, definidos nas condições particulares da apólice, tomando por base o câmbio garantido.
- (10) Dec.-Lei nº 75-D/77, de 28 de Fevereiro e Dec.-Lei nº 418/77, de 3 de Outubro.
- (11) Podemos considerar que se trata de um processo semelhante à franquia estabelecida no contrato de seguro da COSEC.
- (12) O contrato poderá cobrir o valor integral das diferenças cambiais, se o F.G.R.C. considerar as operações de excepcional interesse nacional, e pedir autorização ao Ministro das Finanças para o fazer.
- (13) Aviso publicado no Diário da República I série, nº 64, de 18/03/83.

BIBLIOGRAFIA

- [1] - AFTALION, Florin - "Volatilités et Calculs des Premiums d'Options", La Revue Banque, nº 473, Junho 1987, pág. 596 - 599
- [2] - ANTIL, B, et at - The Management of Foreign Exchange Risk, Euromoney Publications, 1982.
- [3] - ARMEMGAUD, Maryvonne - "Les Mécanismes de la Couverture des Risques de Taux", Revue Française de Gestion, nº 59, Setembro-Outubro 1986, pág. 50 - 55.
- [4] - BANCO DE PORTUGAL - Manual de Instruções Técnicas, Lisboa, Banco de Portugal.
- [5] - BANQUE DE FRANCE - Le Marché des Changes de Paris: les Opérations au Comptant, Paris, Banque de France, nota de informação nº 54, Junho 1983.
- [6] - BANQUE DE FRANCE - Le Marché des Changes de Paris: les Opérations à Terme, Paris, Banque de France, nota informativa nº 55, Agosto 1983.
- [7] - BANQUE DE FRANCE - Taux de Change et Mouvements de Capitaux, Paris, Banque de France, 1980.
- [8] - BERGÉS, Angel; ONTIVEROS, Emilio - "El ECU como Alternativa de Diversificación en las Operaciones Financieras Internacionales", Informacion Comercial Española, nº 629, Janeiro 1986, pág. 79 - 90.
- [9] - BOURGUINAT, Henri, et at - L'Entreprise Française Face aux Variations de Change: Dollar Contre SME, Paris, Economica, 1985.
- [10] - BRUCKERT, Xavier; RIGAL, Laurence - "Option de Change et Gestion de Portefeuille", La Revue Banque, nº 484, Junho 1988, pág. 654 - 662.

- [11] - CARDINEAU, Guy; PORTIER, Georges - Comment Comprendre et Mieux Utiliser de Marché des Changes, Paris, Dunod, 1987.
- [12] - CHAMBRE DE COMÉRCIO INTERNACIONALE - La Gestion des Risques de Change, nº 422, Paris, ICC Publishing, 1985.
- [13] - CHAMPION, Pierre; TRAUMAN, Jacques - Mécanismes de Change et Marché des Euro-dollars, Paris, Economica, 1982.
- [14] - CHAREYRE, Pierre - "Le Forfaitage", La Revue Banque, nº 476, Outubro 1987, pág. 911 - 924.
- [15] - COULBOIS, Paul - Finance Internationale: le Change, Paris, Éditions Cujas, 1979.
- [16] - DAGONET, Gilbert; LOUVET, Marc - Gestion de la Trésorerie en Divises, Paris, Clet, 1981.
- [17] - DUFEY, G.; GIDDY, I.H. - "La innovación en los Mercados Financieros Internacionales", Información Comercial Española, nº 629, Janeiro 1986, pág. 17 - 35.
- [18] - DUFLOUX, Claude; KARLIN, Michel - "Les Marchés de Futures et d'Options en Europe Continentale", La Revue Banque, nº 480, Fevereiro 1988, pág. 166 - 171.
- [19] - DUQUESNE, Pierre - "L'Option de Devises et le Change", La Revue Banque, nº 480, Fevereiro 1988, pág. 153 - 204.
- [20] - FITZGERALD, Desmond - Financial Futures, Londres, Euromoney Publications, 1983.
- [21] - FITZGERALD, Desmond - Financial Options, Londres, Euromoney Publications, 1987.

- [22] - FRIES, Nicolas - Les Déterminants Théoriques des Prix des Contrats à Terme «Forward» et «Futures» de Devises, Paris, IEP, 1984.
- [23] - GEORGE; A.M; GIDDY, I.H. - Internacional Finance Handbook, tomo 1 e 2, Nova Iorque, John Willey, 1983.
- [24] - GILLOT, Patrick; PION, Daniel - Le Nouveau Cambisme, Paris, ESKA, 1987.
- [25] - GRANDJEAN, Paul - Précis de Gestion Financière Internationale, Paris, Les Éditions d'Organisation, 1986.
- [26] - HERRERA, Duran; LAMOTHE, Prosper - Gestion Financiera Internacional de la Empresa: Analisis del Riesgo de de Cambio, Madrid, Instituto de Planificacion Contable, 1985.
- [27] - JANSON, Georges - "La Protection de l'Entreprise Contre les Risques de Change", Revue de la Banque, Bruxelles, Maio 1982.
- [28] - KLEIN, Jean; MAROIS, Bernard - Gestion et Stratégie Financières Internationales, Paris, Dunod, 1985.
- [29] - KOEDIJK, Kees; OTT, Mack - "Rish Aversion, Efficient Markets and the Forward Exchange Rate", Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 69, nº 10, Dezembro 1987, pág. 5-13.
- [30] - LEDDET, Joseph - "Pratique des Options de Change", La Reve Banque, nº 488, Novembro 1988, pag. 1109-1114.
- [31] - LEVASSEUR, Michel; SIMON, Yves - Marchés de Capitaux et Nouveaux Contrats à Terme, Paris, Dalloz, 1980.

- [32] - LEVI, Maurice - Internacional Finance, McGraw-Hill, Nova Iorque, 1983.
- [33] - LEVICH, R., et al - Exchange Risk and Exposure Current Developments in International Financial Management, Lexington, D.C. Heath, 1980.
- [34] - LOMBARD, Odile; MARTEAU, Didier - Les Options de Change, Paris, Eska, 1986.
- [35] - MAROIS, Bernard; SEIGNEUR, Olivier - Risque de Change et Gestion de Trésorerie Internationale, 2ª edição, Paris, Dunod, 1982.
- [36] - MARTEAU, Didier, et al - Les Marchés à Terme d'Instruments Financiers, Paris, Eska, 1985.
- [37] - MEPUIS, Jean-Michel; SCHREIBER, Claude - "La Gestion des Risques: une Opportunité", La Revue Banque, nº 483, Maio 1988, pág. 501-509.
- [38] - PEYNOT, Daniel - Gestion Financière Internationale des Entreprises, 3ª edição, Paris, Montchrestien, 1987.
- [39] - PEYNOT, Daniel - "Les Marchés à Terme d'Instruments Financiers et la Gestion du Risque de Change et de Variation des Taux d'Intérêt", Banque, nº 446, Janeiro 1985, pág. 59-68.
- [40] - PEYRARD, J. - Risque de Change et Gestion de l'Entreprise, Paris, Librairie Vuibert, 1986.
- [41] - RICHARD, Bertrand - "Les Options sur Contrats Matif", La Revue Banque, nº 469, Fevereiro 1987, pág. 150-157.

- [42] - RICOLFI, Bruno - "Banque et Entreprise: Connaissance et Gestion des Positions de Change, Couverture des Risques de Change", Banque, nº 444, Novembro 1984, pág.1131-1135.
- [43] - SCHWEIZER, B.; MATHÉ, A.J. - L'Euro-marché: un Marché sans Frontières, Paris, UBS, 1982.
- [44] - SIMON, Yves - Techniques Financières Internationales, 2ª edição, Paris, Economica, 1986.
- [45] - SOLNIK, Bruno; ROLL, Richard - Système Monétaire Internationale et Risque de Change, Paris, Economica, 1978.
- [46] - STERN, J., et al - New Developments in International Finance, Nova Iorque, Basil Blackwell, 1988.
- [47] - TYGIER, Claude - Basic Handbook of Foreign Exchange, Londres, Euromoney Publications, 1983.
- [48] - WAPLER, Nicolas - Les Changes: Cambisme et Trésorerie en Devises, Paris, Dalloz, 1987.

