

Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes¹

MARYSE FARHI

e ROBERTO ALEXANDRE ZANCHETTA BORGHI

Introdução

A RECENTE CRISE financeira internacional iniciada em meados de 2007 com a elevação da inadimplência das hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos assumiu contornos sistêmicos com a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Seus reflexos estão sendo sentidos no mundo todo, suscitando sucessivas intervenções públicas a fim de garantir a solvência bancária e minorar os impactos recessivos da brusca redução do crédito. Mas ela tem igualmente renovado a discussão sobre o caráter “financeirizado” das operações realizadas por empresas marcadamente produtivas, que se valem de instrumentos extremamente complexos na busca de ganhos suplementares advindos da alavancagem financeira.

Nessa crise, a busca por elevados ganhos financeiros mostrou de forma mais contundente suas consequências, no que diz respeito tanto aos riscos (e prejuízos) aos quais as corporações se expuseram quanto aos impactos macroeconômicos provocados por sua magnitude em um contexto de elevada aversão aos riscos. Esse debate, apesar de ainda incipiente, principiou com a divulgação dos resultados negativos de várias empresas produtivas de economias emergentes, decorrentes, sobretudo, de operações com derivativos financeiros no mercado de câmbio. Ao que se sabe no momento, esse processo atingiu empresas do Brasil, da China, da Coreia do Sul, da Índia e do México. Nessas economias emergentes, estão presentes, em distintos graus, os grandes bancos internacionais, pelos quais muitas dessas empresas alegam ter sido enganadas, ao estabelecerem contratos assimétricos de derivativos. No Brasil, instituições financeiras nacionais também participaram do movimento, diferentemente, por exemplo, do México, cujo setor bancário é dominado por *players* internacionais.

O artigo procura avaliar as inter-relações, nas economias emergentes, entre as operações com instrumentos de derivativos financeiros, o processo de especulação e a crise atual. Ele encontra-se dividido em duas seções, além desta

introdução e das considerações finais. Na primeira, apresentam-se os conceitos de *hedge*, especulação e arbitragem. Exploram-se ainda os riscos potenciais decorrentes da estrutura “financeirizada” e especulativa das empresas na utilização de derivativos. Na segunda seção, estudam-se alguns casos de prejuízos apurados pelas empresas operando nesses mercados, seus impactos macroeconômicos e seus desdobramentos nas economias emergentes, mais especificamente no que concerne ao impacto na taxa de câmbio, na redução de crédito e na percepção de riscos. Nas considerações finais, salientam-se o papel de intensificação do processo de “financeirização” das empresas e a importância de novos mecanismos de regulação e supervisão desses mercados.

***Hedge*, arbitragem, especulação e os mercados de derivativos**

Com o fim dos acordos de Bretton Woods e a maior volatilidade dos juros e do câmbio, derivativos financeiros foram criados e difundidos, com a finalidade inicial de cobertura de riscos. Contudo, a utilização desses mecanismos não se restringiu a esse propósito, passando a se tornar instrumento privilegiado de especulação, dada a possibilidade de elevados ganhos de capital. Assim, faz-se necessário diferenciar e entender os conceitos de *hedge*, arbitragem e especulação, diante da existência de mercados de derivativos, nos quais as empresas alavancaram suas posições.

Primeiramente, deve-se procurar definir um derivativo. Segundo Dodd & Griffith-Jones (2007, p.13), “um derivativo é um contrato financeiro, cujo valor deriva de um ativo subjacente, preço de *commodity*, índice, taxa ou evento. Eles comumente são designados por nomes, como termo, futuro, opção e *swap*, e frequentemente estão embutidos em títulos híbridos ou estruturados”. A característica própria desse conjunto de derivativos é negociar no presente o valor futuro de um ativo. Para que isso aconteça, é preciso que haja acordo entre o comprador e o vendedor. Por essa razão, os mercados de derivativos constituem um jogo de soma zero, em que os montantes perdidos por uns correspondem exatamente aos ganhos por outros, excetuando-se os custos de transação.

Conforme Guttman (2008, p.20-1), os instrumentos de derivativos “ajudaram a reduzir os diferentes tipos de risco associados às finanças, e ainda serviram como excelentes ferramentas de especulação”. Com efeito, os derivativos são mecanismos de alta alavancagem que permitem multiplicar o tamanho tanto das perdas como dos ganhos possíveis em relação ao capital inicial. Nos mercados de derivativos, pequenas margens iniciais ou depósitos de garantia possibilitam operar imensas quantias. Os resultados percentuais podem ser espetaculares, funcionando como fator suplementar de atração para os especuladores que podem ver seu investimento inicial multiplicar-se várias vezes, o que seria praticamente impossível se operassem nos mercados à vista. O reverso da medalha é que os prejuízos potenciais podem ser teoricamente ilimitados em algumas dessas operações e nem sempre é possível dimensioná-los *ex ante*.

Saxena & Villar (2008, p.72) discutem a ampliação do uso de instrumen-

tos de *hedge* em mercados de economias emergentes, salientando a importância dos derivativos:

O processo de *hedge* avançou significativamente com o desenvolvimento dos produtos de derivativos nos mercados financeiros globais. O aprofundamento e a amplitude desses mercados tornaram os derivativos um dos mais importantes instrumentos no gerenciamento de riscos.

Os autores, porém, não enfatizam o emprego especulativo dos derivativos em operações de agentes financeiros ou não financeiros. Apesar disso, ressaltam que

o setor corporativo não financeiro possui uma participação relativamente maior dos mais complexos e duradouros derivativos cambiais. Existem várias oportunidades para aumentar o uso desses derivativos entre o setor corporativo não financeiro em diversas economias emergentes. No entanto, mesmo em economias avançadas, o setor corporativo não financeiro não cobre grande parcela dos riscos de seus balanços patrimoniais nos mercados de derivativos. (ibidem, p.77)

Nesse sentido, é importante explorar algumas diferenças entre os conceitos de *hedge* e de especulação em mercados financeiros que fazem ampla utilização de derivativos. Segundo Farhi (1999, p.94-5),

as operações de cobertura de riscos (*hedge*) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. [...] tanto o industrial que tem uma dívida em divisas e compra contratos de câmbio no mercado futuro ou adquire opções de compra quanto o investidor que deverá dispor de uma soma em dinheiro num prazo dado e compra contratos de índice de valores estão realizando *hedge* de compra, embora suas posições no mercado à vista no momento das operações sejam distintas.

Por sua vez, a especulação pode ser vista como “as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”. A partir da difusão dos mercados de derivativos, abrangendo uma gama extensa de ativos,

é o fato das posições serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas. Não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados financeiros contemporâneos. (ibidem, p.104)

Ademais, deve-se incluir na discussão o conceito de arbitragem. Há várias modalidades de operações de arbitragem, cujo objetivo reside em realizar ganhos de capital, aproveitando-se das distorções nas relações de preços. Elas consistem basicamente de duas pontas opostas, envolvendo seja o mesmo ativo em temporalidades distintas, seja a execução da operação com derivativos diversos, em praças financeiras diferentes ou com ativos distintos com grau de correlação real entre os movimentos de seus preços. As operações de arbitragem têm acentuado o encadeamento entre os mercados financeiros. Por meio delas, eventuais disfunções em mercados específicos podem se alastrar rapidamente para outros.

Vale ressaltar que os mercados de derivativos vinculados às taxas de câmbio, que proliferaram com o avanço da globalização financeira, passaram a exercer uma influência decisiva no processo de formação do preço das principais divisas negociadas nos mercados cambiais globais (dólar, marco/euro, iene, libra esterlina, franco suíço). Isso em razão das características desses mercados, especialmente, os elevados volumes negociados – e, assim, sua maior liquidez, relativamente aos mercados à vista –, bem como sua transparência quando negociados nos mercados organizados. Essa influência também é observada em algumas economias emergentes, com destaque para o Brasil, em razão da existência de mercados de derivativos líquidos e profundos e do elevado grau de abertura financeira, que permite o acesso de investidores estrangeiros a esses mercados, além de criar “vasos comunicantes” com o mercado de derivativos de câmbio *offshore*. Nas economias emergentes que partilham dessas características, as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros desempenham um papel fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista. Mediante essas operações, os bancos e gestores de fundos procuram obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros.

O que se pode, portanto, deduzir dessa discussão é que as empresas, caracteristicamente produtivas e crescentemente financeiras, enxergaram uma possibilidade de ganho não operacional com esses instrumentos, para além do que representaria uma garantia contra a volatilidade de preços. Isto é, aproveitando-se da elevada alavancagem permitida pela própria existência dos derivativos, em que se pode adquirir, no futuro, um ativo que não se deseja receber, e vender a descoberto outro que não se possui *ex ante*, elas, de fato, não se restringiram ao *hedge*, mas, sim, especularam ao apostarem em determinada direção do comportamento futuro de um ativo sem nenhum tipo de cobertura.

Crise financeira internacional: os prejuízos financeiros de empresas produtivas

O aprofundamento no segundo semestre de 2008 da crise financeira internacional, após a falência do banco de investimento americano Lehman Brothers, provocou forte apreciação do dólar ante as demais moedas. Porém, essa valorização foi muito mais acentuada nas economias emergentes. Diretamente atingidos por novo *sudden stop* dos fluxos de capitais estrangeiros, os preços dos ativos e as taxas de câmbio dessas economias se tornaram importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de “fuga para a qualidade” dos investidores.

Nesse contexto, foram reveladas enormes perdas financeiras de importantes empresas de economias emergentes em posições nos mercados de derivativos de câmbio.² Elas haviam realizado operações de montantes elevados nesses mercados, apostando que a moeda nacional não se depreciaria contra o dólar.

Essa decisão foi aparentemente tomada no primeiro semestre de 2008, período em que o dólar sofreu intensa desvalorização em relação ao conjunto das moedas, contribuindo para a forte alta dos preços internacionais das *commodities*, expressos em dólar. Contudo, o aprofundamento da crise gerou fortes quedas dos preços das *commodities* e nova tendência de apreciação internacional do dólar. Foi nesse momento que os prejuízos das empresas provocados pelas apostas especulativas vieram à tona.

Destaca-se o fato de muitas dessas empresas serem exportadoras, ou seja, aquelas que mais sofrem o impacto de uma apreciação da taxa de câmbio de suas moedas nacionais. De um ponto de vista microeconômico, fazia sentido essas empresas buscarem coberturas de riscos contra essa apreciação. Todavia, os montantes elevados de suas operações, muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram sua postura especulativa e tiveram, no segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, entre outros porque contribuíram para acentuar a depreciação da taxa de câmbio. Um relatório do banco HSBC (2009, p.7) sobre a América Latina aponta para a extensão e profundidade desse impacto:

apenas quando o setor corporativo no México, Brasil e alguns outros países latino-americanos forçou um enfraquecimento maior das moedas, como resultado de derivativos cambiais altamente alavancados em outubro, foi que notamos o quão verdadeiramente global a crise seria, com uma profundidade e alcance muito superior às estimativas prévias.

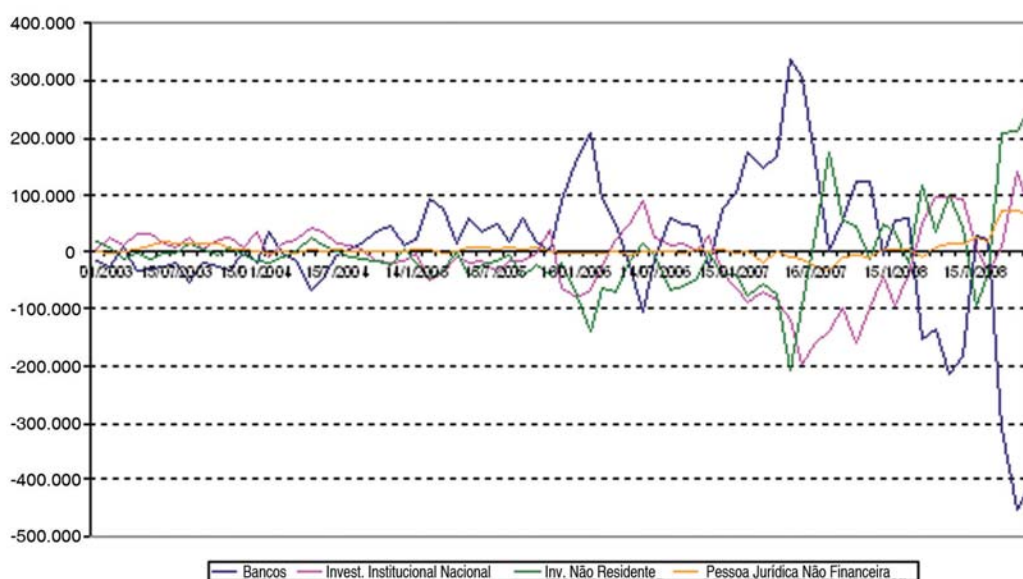
Nesse caso, a diferença entre *hedge* e especulação assume um caráter quantitativo: nessa operação, as empresas estariam fazendo *hedge* até o montante presumido de suas exportações no período e estariam especulando no montante que ultrapassasse tais exportações. O relatório do FMI (2008), embora enfatize o uso dos derivativos financeiros como *hedge* para o risco cambial,³ também destaca sua utilização especulativa, geralmente “fora de balanço”, referindo-se às perdas incorridas por empresas brasileiras e mexicanas em decorrência da depreciação das moedas domésticas.

No caso das empresas brasileiras, é importante assinalar que parte desses contratos foi firmada no mercado de balcão *offshore*, de modo que não é possível avaliar seu tamanho e extensão. Já a parcela efetuada no mercado brasileiro poderia ter sido realizada na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) ou, no caso de operações no mercado de balcão, ser registrada na Cetip.⁴ O Gráfico 1 mostra claramente que a participação das pessoas jurídicas não financeiras no mercado futuro de câmbio da BM&F tem sido bastante baixa, o que levanta a hipótese de que as operações entre as empresas e os bancos foram, sobretudo, realizadas no mercado de balcão.

Com efeito, por peculiaridades da legislação brasileira, as operações no mercado de balcão têm de ser registradas, e são, portanto, menos opacas que no mercado internacional. Prates & Farhi (2008) apontam que as informações

da Cetip (Tabela 1) mostram a existência, em 29 de outubro de 2008, de US\$ 94 bilhões em posições de contratos a termo de dólar sem entrega física entre os agentes de mercado e seus clientes. A tabela também permite verificar a existência de dois períodos de mercado aumento das posições: o primeiro ocorreu no final de 2005 e em 2006; o segundo se iniciou no final de 2007, quando a crise financeira internacional já havia eclodido, e se acentuou a partir de agosto de 2008.

Mercado futuro de dólar 2003/2008



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da BM&F.

Gráfico 1 – Posição dos participantes no mercado futuro de câmbio em contratos de US\$ 50.000,00.

É importante sublinhar que os dados divulgados pela Cetip apresentam duas particularidades. A primeira é que, embora se conheça o montante total das operações, é impossível determinar a partir desses dados se cada agente está comprado ou vendido e, portanto, identificar sua posição líquida. A segunda diz respeito à maior complexidade da liquidação antes do vencimento das operações de derivativos de balcão relativamente àquelas realizadas em mercados organizados. Contrariamente a estes últimos, em que basta realizar a operação contrária para que a posição original seja considerada liquidada e não apareça mais nas posições em aberto, as liquidações em mercados de balcão envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os “sinais trocados”. Assim, essas operações de balcão são registradas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada, até o vencimento. Os dados existentes não permitem estimar qual a proporção dessas operações de liquidação antecipada.

Tabela 1 – Operações com derivativos cambiais no mercado de balcão

Contrato a termo de moeda sem entrega física Estoque – Dólar dos Estados Unidos Mercado – Cliente	
Data	Contratos Volume Financeiro (US\$)
30.3.2005	11.920.546.922,39
30.6.2005	11.474.767.753,79
30.9.2005	12.906.739.323,58
30.12.2005	20.132.756.958,96
31.3.2006	23.474.088.026,69
30.6.2006	28.776.493.602,94
29.9.2006	32.176.836.912,64
29.12.2006	30.076.180.458,56
30.3.2007	30.020.028.968,60
29.6.2007	37.509.893.619,81
28.9.2007	42.983.701.780,35
28.12.2007	48.944.903.336,69
31.3.2008	57.392.717.048,35
30.6.2008	54.072.843.514,46
30.9.2008	86.132.477.590,63
29.10.2008	94.715.855.151,75

Fonte: Cetip.

A Tabela 2 mostra as perdas com derivativos, até 14 de outubro de 2008, ligadas à alta do dólar de algumas das principais empresas de economias emergentes. Muitas são brasileiras ou mexicanas. Há também as provenientes da China e de Hong Kong. Diversos prejuízos ultrapassaram US\$ 1 bilhão. Pode-se notar que os ramos de atuação das firmas listadas são diversos, indicando que a utilização dos instrumentos de derivativos para além da cobertura de riscos de empresas exportadoras foi generalizada, isto é, caracterizou o comportamento de corporações de distintos setores. Do Brasil, destacam-se: Aracruz, Grupo Votorantim, Sadia e Vicunha Têxtil (que não aparece na tabela), além de algumas empresas de médio porte, de capital fechado, e da TAM.⁵

Um dos casos mais graves foi o da Controladora Comercial Mexicana, terceira maior rede de varejo do México, que teve de pedir concordata, ao não conseguir pagar US\$ 1,4 bilhão aos bancos com os quais operou os contratos de derivativos. Vale enfatizar que o mercado bancário mexicano é dominado por grandes instituições financeiras internacionais, como o Citigroup, o BBVA, o Santander, o HSBC e o Scotiabank. Apenas não se sabe ao certo quais delas

venderam às empresas os voláteis derivativos (Randewich, 2008). Também mexicanos, conglomerados, como Cemex, Gruma, Alfa e Vitro, registraram prejuízos significativos com derivativos de câmbio, ao acreditarem na continuidade do processo de valorização do peso ante o dólar (cf. Thomson, 2008).

Tabela 2 – Prejuízos de empresas com derivativos ligados à alta do dólar

Empresa	País	Setor	Perdas (milhões de dólares)
Citic Pacific	Hong Kong	Infraestrutura	-2.400
Controladora Comercial Mexicana	México	Varejo	-2.200
Aracruz	Brasil	Celulose	-2.130
Grupo Votorantim	Brasil	Diversificado	-1.040
Cemex	México	Cimento	-711
Gruma	México	Alimentos de milho	-684
China Cosco Holdings Co.	China	Construção naval	-577
Air China Ltd.	China	Companhia aérea	-450*
Sadia	Brasil	Alimentos processados	-360
Alfa	México	Diversificado	-273
Vitro	México	Vidro	-227

Fonte: Elaboração própria a partir de Regalado & Lyons (2008), Caminada & Price (2008), Mavin (2008), Randewich (2008) e Diaz (2009).

* Perdas relacionadas a contratos de *hedge* de combustível.

Nota: Nem todas as perdas estão contabilizadas. Evidentemente, muitas empresas não estão listadas e algumas posições de derivativos encontram-se em aberto.

Embora não presentes na tabela, inúmeras companhias da Coreia do Sul,⁶ como a PSM Inc. e a Taesan LCD Co. – esta aliás pediu concordata em setembro de 2008 após as perdas advindas com as apostas no won –, incorreram em prejuízos ao operarem a opção cambial denominada “*knock-in knock-out*” (KIKO), um derivativo para realizar *hedge* contra a apreciação da moeda local ante o dólar. Essa opção, comumente utilizada por exportadores sul-coreanos, permitia à firma vender dólares a uma taxa de câmbio won por dólar fixa, caso o won oscilasse dentro de uma banda preestabelecida no contrato. Todavia, se o valor do won caísse abaixo da banda, elas eram obrigadas a vender dólares abaixo da taxa de mercado, auferindo enormes perdas.⁷ Mais de 520 pequenas e médias empresas exportadoras que adquiriram opções KIKO estavam próximas da insolvência. Muitas outras poderiam, durante o primeiro semestre de 2009, enfrentar igual situação, caso não se revertisse o enfraquecimento da moeda local e não houvesse injeção de capital no caixa das firmas (Jong-Heon, 2008).

As perdas de empresas originárias de economias emergentes também atingiram a Índia. Nesse país, as perdas foram estimadas, em março de 2008, entre US\$ 3 bilhões e US\$ 3,5 bilhões. As pequenas e médias empresas representavam cerca de 25% desse total. Podem-se citar como exemplos desses prejuízos Axis Bank (6,73 bilhões de rúpias), KPIT Cummins⁸ (893 milhões de rúpias) e Zee Entertainment (115 milhões de rúpias), mencionados pelo *Business Standard* (2008). Deve-se ainda salientar que esses casos indianos são anteriores ao aprofundamento da recente crise financeira internacional, ocorrido no segundo semestre de 2008.

Alguns casos brasileiros merecem breves comentários. A Sadia, por exemplo, divulgou uma perda não recorrente de caixa, relacionada a instrumentos de derivativos, de 777,4 milhões de reais no terceiro trimestre de 2008. A maior parte do prejuízo da Sadia adveio das operações especulativas com câmbio e uma parcela menor decorreu de aplicações em títulos do Lehman Brothers (Barbieri, 2008a). A posição vendida em dólar da empresa alcançou US\$ 8,4 bilhões. A parcela de operações com prazo de 12 meses liquidada antecipadamente provocou uma perda de 544,5 milhões de reais e o prejuízo total com a crise registrado no terceiro trimestre, considerando todos os ajustes e efeitos sobre o caixa ou não, somou 1,2 bilhão de reais⁹ (Cruz & Valenti, 2008).

A Aracruz, por sua vez, uma das empresas brasileiras mais expostas ao risco das operações com derivativos, fixou suas perdas em US\$ 2,13 bilhões ao liquidar 97% de suas posições.¹⁰ Após a proposta da empresa de parcelar o débito em 15 anos, rejeitada pelo grupo de bancos credores, dentre os quais estão Itaú BBA, Santander, Merrill Lynch, JP Morgan, Citi, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Calyon, BNP Paribas, ING e Barclays (Adachi, 2008b), e uma rodada de negociações, foi firmado um acordo para saldar sua dívida. Estabeleceu-se um prazo de nove anos para o pagamento em um esquema de juros crescentes, além de seis meses de carência (Adachi, 2009).

Devem-se também destacar as perdas do Grupo Votorantim, que atingiram 2,2 bilhões de reais, inferiores, portanto, às da Aracruz. As da Ajinomoto do Brasil, no encerramento de 2008, totalizaram 180 milhões de reais, em operações cambiais similares, sendo 110 milhões de reais por negócios com “*non-deliverable forward*” (NDF) e 70 milhões de reais por causa de dívidas em moeda estrangeira (Cunha, 2009). Em menor proporção, a Vicunha Têxtil registrou prejuízos, em setembro de 2008, de cerca de 30 milhões de reais com transações de derivativos, essencialmente posições vendidas em dólar (Lucchesi & Vieira, 2008).

Além das grandes empresas, muitas companhias médias também sucumbiram ao apelo dos ganhos financeiros que pareciam ser tão fáceis. No final de outubro de 2008, o diretor de Relações com os Participantes da Cetip, Jorge Sant’Anna, informou que havia mais de quinhentas empresas envolvidas nos derivativos de câmbio. Entretanto, a exposição à variação cambial tinha se re-

duzido, já que, de 30 de setembro a 24 de outubro, as posições das empresas vendidas em dólar passaram de US\$ 40 bilhões para US\$ 20 bilhões para até 90 dias posteriores (Chiarini, 2008). De acordo com levantamento da Agência Estado (2008) referente especialmente ao primeiro semestre de 2008, 37 de 50 empresas não financeiras do Ibovespa mantinham posições abertas com derivativos. No que concerne aos bancos envolvidos com tais operações, foram mencionados: Santander (com 60 empresas como clientes), Unibanco (33 empresas) e Itaú (96 empresas). Os contratos versavam, especialmente, sobre modalidades *target forward* e *swaps*.

A maioria das empresas envolvidas não é de capital aberto. Logo, seus prejuízos apenas são revelados quando elas ingressam com processos judiciais, contestando a legitimidade dos contratos de derivativos firmados junto a grandes instituições financeiras. Dois exemplos são o grupo Arantes e a Tok & Stok, cujos casos foram divulgados após recorrerem ao Judiciário. As perdas do grupo Arantes com as operações supracitadas foram estimadas entre 200 milhões e 250 milhões de reais. As dificuldades em refinarciar dívidas, derivadas, sobretudo, das restrições de crédito, impeliram a empresa a entrar com pedido de recuperação judicial estimado em aproximadamente 1,5 bilhão de reais (A. Rocha, 2009). Também levaram a empresa a suspender o pagamento dos juros devidos aos títulos de dívida emitidos no mercado internacional. A Tok & Stok, por sua vez, buscava evitar um prejuízo de até 55 milhões de reais com o Itaú BBA resultante dos contratos de derivativos cambiais. A empresa alegou que o banco, a partir da concessão de financiamentos totalizando 29,3 milhões de reais, montou operações de derivativos que associavam os empréstimos à redução da cotação do dólar, de tal forma que, se esta permanecesse baixa, a empresa pagaria juros inferiores aos do mercado, e, caso ultrapassasse um valor próximo de 2 reais por dólar, teria de pagar um montante muito superior (Agência Estado, 2009).

O Quadro 1 mostra sinteticamente como eram realizadas as operações básicas, envolvendo as empresas exportadoras, sem adentrar nas especificidades dos complexos contratos de derivativos financeiros. Apenas reforça o encaminhamento dado por empresas à parte de seu capital vinculado a exportações. Reiteram-se a inexistência de limites para as perdas e o caráter especulativo das operações.

Prado (2008) discute o risco inerente a operações com derivativos de câmbio, centrando sua análise no “princípio da trava cambial”, uma espécie de banda dentro da qual o câmbio pode flutuar sem que nenhuma das partes incorra em perdas. Com tal mecanismo, os prejuízos para uma das pontas aconteceriam caso o câmbio atingisse e ultrapassasse o piso ou o teto preestabelecido. Isso parece ter ocorrido com algumas empresas que não esperavam uma brusca e acentuada desvalorização do real, ao travarem suas posições em câmbio abaixo dos 2 reais por dólar.

Lucchesi et al. (2008) exploram o tipo de operação realizado por empresas como a Aracruz, denominado de *target forward*, na qual a empresa aposta du-

plamente na valorização da moeda nacional – no caso, o real –, assumindo duas vezes a posição vendida em dólar futuro:

Primeiro, ela vende o dólar para o banco por meio de um instrumento chamado de “*forward*”, ou no exterior “*non-deliverable forward*” (NDF). É a tradicional venda de dólar a termo, por meio da qual a empresa vende dólar em um dia no futuro a uma cotação prefixada. [...] a empresa realiza também outra transação acoplada: vende de novo o dólar para o banco no futuro e por meio de arriscada venda de opção de compra. Nesse instrumento, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar o dólar a uma cotação preestabelecida no futuro.

Quadro 1 – O funcionamento da operação

Mecanismo	As empresas exportadoras são beneficiadas por um mecanismo de financiamento chamado Antecipação de Contratos de Câmbio (ACC), pelo qual recebem o valor de suas exportações, em reais, até seis meses antes de fazê-las.
Defasagem	As exportadoras aplicam esse dinheiro e recursos de seu próprio caixa no mercado financeiro para buscar compensação por uma eventual defasagem cambial. Assim, mesmo que o lucro com as exportações diminua com a valorização do real, as empresas ganham no mercado financeiro e reduzem suas perdas.
Proteção	As empresas usam esse mecanismo para proteger suas exportações, mas estavam operando além dos valores ligados a essas exportações. Além disso, algumas operações financeiras não tinham limites de perdas em caso de desvalorização do real.
Prejuízo	Na prática, elas apostaram que o real continuaria se valorizando, mas, com as oscilações na moeda causadas pela crise financeira, tiveram prejuízos.

Fonte: D’Amorim (2008).

Ademais, as propostas de bancos às empresas para captação de recursos envolvendo venda de opções de compra de dólar atingiram empresas médias, incluindo construtoras. “Com a sobra de crédito, o dólar em queda e a competição cada vez mais acirrada entre bancos, esses produtos foram oferecidos por cada vez mais bancos para empresas cada vez menores” (Lucchesi et al., 2008).

Delfim Netto (2008) complementa as proposições anteriores afirmando que as empresas firmaram contratos, cujas cláusulas principais eram: “1) estabelece um valor-nocional para a operação; 2) estabelece um valor-referência (*‘strike’*) da taxa de câmbio; 3) estabelece um prazo (de um a dois anos) de vigência; e, 4) há um acerto mensal de contas”. Identifica-se nesse modelo de contrato de *hedge* uma assimetria salientada por Delfim:

se o valor do dólar for maior do que o de referência, a diferença é geralmente multiplicada por dois. Não há trava das perdas e o contrato tem que ser execu-

tado até o final. Adicionalmente, durante 12 meses, por exemplo, a avaliação mensal se dá entre um dólar “*spot*” que flutua, *versus* um dólar referência nominal, cuja diferença favorável ao banco é multiplicada por dois, o que torna muito difícil a empresa sair da operação. Mesmo que o contrato permita a saída através do próprio banco, a perda para o cliente é expressiva e inevitável, dada a estrutura e o prazo da operação. (ibidem)

Não é, portanto, de estranhar que apareçam contestações judiciais alegando que as empresas foram enganadas na formulação dos contratos, ainda que suas tesourarias também tenham sido negligentes na identificação dos riscos assumidos, ao crescentemente se aventurarem em operações financeiras “desconhecidas”. Isso tende a resultar em acordos, atenuando lucros e prejuízos de ambas as partes. Os acordos tornam-se, assim, uma opção favorável, visto que os bancos estão diante da ameaça de não receber os valores devidos e as empresas, muitas vezes, necessitam de empréstimos e refinanciamentos junto aos bancos, mesmo para suas atividades produtivas, o que as conduz a buscar evitar o *default* e, conseqüentemente, uma situação conflituosa, a qual poderia prejudicar sua imagem na tentativa de obter novos recursos (Carvalho & Ignacio, 2008b). Evidentemente, levará tempo para que todos os trâmites legais sejam cumpridos e as ações sejam julgadas em todas as instâncias possíveis.

Isso exige maior transparência das operações, para que as autoridades reguladoras monetárias e financeiras detenham o conhecimento necessário do que está ocorrendo e dos agentes que estão com posições “compradas” ou “vendidas”.¹¹ Conforme salienta Lessa (2008), “todos que tivessem haveres ou deveres em moeda estrangeira deveriam registrá-las no BC. Não podemos dormir num dia com Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha em boa situação e descobrir, pela manhã, que nem elas próprias sabem a extensão das suas perdas”. Em virtude disso, o BNDES se propôs a ajudar, em conjunto com os bancos privados, as empresas com perdas cambiais em operações financeiras, uma vez que as considerava de grande qualidade, evitando, assim, problemas de liquidez que as inviabilizassem (Lage, 2008). O socorro, mediante empréstimo-ponte, deveria beneficiar cerca de 200 empresas, incluindo não apenas as que apostaram na continuidade da valorização do real, mas também outras que, dada a contração do crédito, necessitassem de capital para resolver problemas de liquidez e estabilizar o fluxo de caixa (Moreira, 2008).

Não se pode deixar de mencionar também que, de acordo com Audi & Robarts (2008), empresas exportadoras como Perdigão, JBS, Marfrig e Minerva, embora não engajadas em posições especulativas, apresentaram perdas referentes às suas dívidas em dólar, com a desvalorização do real, ainda que mitigadas por suas receitas de exportação. Do mesmo modo, registraram perdas advindas da variação cambial decorrentes de suas dívidas em dólar a Cesp e a Tractebel, cujos riscos de refinanciamento, sobretudo em momentos de retração da liquidez, eram maiores (Gaeta & Prado, 2008). Assim como as demais, a Oi, que possuía dívidas de US\$ 750 milhões expostas à variação cambial, sem a existência

de cobertura (*hedge*), apresentou, no terceiro trimestre de 2008, perda de 295 milhões de reais, embora seu lucro líquido tenha se mantido positivo (*Folha de S.Paulo*, 2008).

O conjunto dessas perdas de empresas brasileiras e de outras economias emergentes foi anunciado em um período de acirramento da crise internacional e de forte elevação da aversão aos riscos. Nesse contexto, os impactos macroeconômicos desses prejuízos acentuaram-se muito. Em primeiro lugar, porque provocaram forte elevação da volatilidade e da desvalorização das moedas nacionais que já vinham sofrendo das repercussões da crise internacional. Em segundo, tais prejuízos passaram a constituir um risco de crédito, já que os bancos poderiam não receber das empresas. Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator suplementar para o forte empoçamento de liquidez nas operações interbancárias e a acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, mesmo nas que possuem um sistema bancário que não estava ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional. Em terceiro, observou-se um processo de perda de confiança nas empresas, em decorrência de suas operações pouco transparentes realizadas em mercados opacos. Isso significou uma dificuldade maior na obtenção de novos empréstimos ou renovação de antigos, não apenas porque as firmas que incorreram nesses prejuízos com derivativos perderam credibilidade junto aos bancos por efetuarem operações “desconhecidas”, mas também porque comprometeram, em grande medida, seus lucros futuros, destinados ao pagamento dessas dívidas.

Considerações finais

A partir das décadas de 1970 e, notadamente, 1980, expandiram-se os processos de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiro e cambial, em escala nacional e internacional. Isso permitiu a intensificação do processo de “financeirização” da economia.¹² Guttman (2008, p.12-4) sublinha que esse movimento, no âmbito das instituições não financeiras, vincula-se, especialmente, à dominação da lógica de maximização do valor ao acionista. Nesse contexto, as prioridades da empresa voltam-se aos resultados de curto prazo, em detrimento de atividades de longo prazo, que englobam, por exemplo, os investimentos produtivos. Assim, são observados “grandes aumentos nos portfólios de ativos financeiros de corporações não-financeiras [...], com rendimentos financeiros (juros, dividendos, ganhos de capital) tornando-se na mesma medida mais importantes”. No entanto, a obtenção de resultados de curto prazo está associada ao surgimento de instrumentos cada vez mais complexos, a exemplo das diversas modalidades de derivativos. Embora os desdobramentos desses fenômenos tenham permitido elevados ganhos especulativos e patrimoniais (Tavares & Belluzzo, 2002, p.153), o sistema tornou-se mais instável, sujeito a riscos sistêmicos, dado o elevado grau de alavancagem, e a flutuações mais frequentes e intensas nos preços dos ativos.¹³

A relevância das finanças na lógica de atuação das grandes corporações foi acentuada não apenas pelo movimento de liberalização e desregulamentação dos fluxos de capitais, mas também pela própria constituição de redes globais das empresas transnacionais, operando em diferentes mercados e moedas. Elas passaram a participar da ciranda financeira, inicialmente, via operações nos distintos mercados de moedas dos países onde atuavam e via operações de *hedge*. Posteriormente, buscaram a obtenção de elevada lucratividade não operacional, mediante a utilização de instrumentos especulativos. Desse modo, tornaram-se participantes da esfera financeira e gestoras desses ativos, por meio dos mais diversos mecanismos, visando a operações patrimoniais em busca de ganhos de capital, aplicações em ativos financeiros e/ou financiamentos a empresas ligadas ao seu conglomerado ou rede para desenvolvimento de tecnologia. Conforme Braga (1997, p.216),

trata-se, como imposição da própria concorrência e da administração de riscos, de constituir finanças que não apenas impliquem uma adequada estrutura de dívida, de passivos (para imobilizar capital), mas ao mesmo tempo construir uma adequada posição credora/ativa para ter mobilidade, flexibilidade, agilidade inovativa, velocidade na captação de oportunidades lucrativas nos vários mercados nacionais, produtivos e financeiros.

Desse modo, a maioria das grandes empresas montou sofisticados departamentos financeiros aptos a gerenciar riscos nos mais diferenciados ativos, cobrindo-os quando as expectativas de valorização são negativas ou mantendo-os descobertos para tirar proveito de uma eventual evolução favorável e, cada vez mais frequentemente, assumindo novos riscos nas aplicações de tesouraria. Esse movimento não se restringiu, contudo, às grandes corporações. Tanto empresas de economias emergentes como as de menor porte em economias desenvolvidas adotaram o mesmo estilo de gestão financeira.

As recentes perdas financeiras de empresas produtivas enfatizam o processo de “financeirização” de suas atividades e o papel relevante adquirido pela especulação. A utilização dos derivativos como forma de proteção teve suas proporções reduzidas perante a expansão de seu uso especulativo. Com a crise financeira internacional e a acentuada volatilidade dos preços dos ativos, evidenciaram-se, por meio dos prejuízos financeiros, as apostas equivocadas de corporações ao redor do mundo, sobretudo de economias emergentes. Vale, aliás, sublinhar o papel dos bancos como contraparte dessas posições, sobretudo no que se refere às questões contratuais assimétricas dessas operações, suscetíveis de indagações na Justiça por parte das empresas.

Por fim, como resultado de tudo isso, ressurgiu o Estado em uma de suas principais atribuições, qual seja, manter a liquidez do sistema, evitando sua ruptura. Embora o socorro destine-se majoritariamente às instituições financeiras, as debilidades financeiras das empresas aqui expostas exigem a intervenção estatal, no sentido de mantê-las aptas produtivamente e, por conseguinte, evitar cortes ainda mais profundos em termos de emprego e renda. Após o desastre

induzido pela “racionalidade dos agentes” presente no arcabouço teórico dos mercados eficientes, é indispensável repensar os mecanismos regulatórios e de supervisão, que se mostraram eivados de falhas no ambiente das finanças desregulamentadas.

Notas

- 1 Os autores agradecem a Marcos Antonio Macedo Cintra pela leitura atenta do artigo e seus enriquecedores comentários. Qualquer equívoco remanescente é de responsabilidade dos autores.
- 2 A partir de determinado momento, as empresas de capital aberto tiveram de divulgar seus prejuízos. Por tratar-se de operações geralmente “fora do balanço”, elas são muito pouco transparentes. Mesmo nos casos de companhias de capital aberto, cujas demonstrações financeiras são publicadas, não havia o controle e o arcabouço normativo requeridos para veicular resultados provenientes de tais operações. Após as revelações desses prejuízos, novas regras contábeis foram adotadas no Brasil, de acordo com as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre as quais se destaca a que trata dos instrumentos financeiros, que compreende desde os derivativos exóticos até qualquer recebível (Valenti, 2009). Na nova regra, emitida em dezembro de 2008, a exibição do quadro de análise de sensibilidade em três cenários distintos passou de facultativo, como no balanço do terceiro trimestre, para obrigatório, no balanço anual de 2008 (Valenti & Fregoni, 2009).
- 3 “Um método importante utilizado pelas firmas para reduzir a exposição ao risco cambial tem sido a crescente confiança nos derivativos financeiros para cobrir esse risco” (FMI, 2008, p.55).
- 4 Criada pelas instituições financeiras e pelo Banco Central, a Cetip S. A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos – iniciou suas operações em 1986. Ela é uma sociedade administradora de mercados de balcão organizados, ou seja, de ambientes de negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão.
- 5 Diferentemente da maioria, a TAM registrou uma perda financeira no terceiro trimestre de 2008 de 301,5 milhões de reais, sendo 268,3 milhões de reais correspondentes a perdas com *hedge* de combustível. A empresa “havia protegido 50% do seu consumo de combustível a US\$ 110 o barril de petróleo, mas a cotação do insumo no trimestre fechou a US\$ 104” (Campassi, 2008).
- 6 J. Rocha (2009) menciona a decisão da corte judicial do distrito de Seul, na Coreia do Sul, que decidiu anular os contratos de *hedge* cambial de duas empresas exportadoras do país – a DS LCD e a MonAmi – com o Standard Chartered Bank, observando a assimetria presente na relação contratual firmada entre o banco e as empresas e o fato de que “tais contratações são exigíveis, em sua liquidação, desde que tais variações cambiais se processem dentro de um espectro razoável, o que não terá ocorrido com a desabrida alavancada do dólar”.
- 7 Outras características das opções *knock-in* e *knock-out* podem ser encontradas em Santos (1998). De modo geral, elas são denominadas opções com barreira, que passam a existir ou deixam de existir se o preço à vista do objeto atingir determinado valor – a barreira.

- 8 É curioso, na página eletrônica da empresa, ainda constar uma referência qualitativa ao Lehman Brothers, como testemunha de um modelo de negócio (pouco) exemplar. “Um modelo de negócio baseado no relacionamento e focado verticalmente (foco em duas vertentes: manufatura e serviços financeiros diversificados) nos ajudou a crescer a um ritmo acelerado, com crescimento de receita de 10x e aumento na capitalização de mercado de 15x durante os últimos cinco anos. Nossos 95 clientes globais mais ativos e as parcerias estratégicas com alguns dos maiores e mais renomados *players* em suas respectivas áreas, Cummins & Cargill (manufatura) e Lehman Brothers (serviços financeiros), são testemunhas do nosso modelo de negócio” (Disponível em <<http://www.kpitcummins.com/corporate/profile.htm>>. Acesso em: 28 dez. 2008).
- 9 Vale frisar que, em 30 de setembro de 2008, depois de liquidada parcela significativa de suas posições, a Sadia ainda apresentava posição vendida em dólar no montante de US\$ 6,37 bilhões. Dado que possuía *hedge* equivalente a US\$ 4 bilhões, sua posição líquida vendida era de US\$ 2,37 bilhões, embora as posições compradas fossem de prazo mais curto, necessitando constante renovação e sinalizando a imperfeição do *hedge* (Adachi, 2008a). Em dezembro de 2008, a exposição cambial da empresa com contratos em aberto diminuiu para US\$ 678 milhões, o equivalente a menos de três meses de exportação (Barbieri, 2008b).
- 10 Em 9 de outubro de 2008, o *rating* de crédito da firma foi rebaixado de BBB para BB+ pela agência de risco Fitch, abaixo do nível de grau de investimento (Reis et al., 2008). Vale ressaltar, contudo, que após os acontecimentos evidenciados com a atual crise, a credibilidade dessas agências de risco já se deteriorou significativamente.
- 11 Nesse sentido, já se estuda a possibilidade da criação de uma central de risco de derivativos até o final do ano. O projeto surgiu no subcomitê de derivativos criado dentro do comitê de tesouraria da Federação Brasileira de Bancos (Febraban). A Cetip e alguns bancos também participam do plano, além da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), do Banco Central e da CVM. Segundo o diretor de relações com participantes da Cetip, Jorge Sant’Anna, o objetivo da central de derivativos seria divulgar informações sobre as negociações das empresas com derivativos, de modo a que os participantes do mercado pudessem avaliar os riscos consolidados (Pavini & Carvalho, 2009).
- 12 Para uma abordagem crítica da globalização financeira e de suas implicações, ver Chesnais (1998).
- 13 Guttman (2008, p.15-6) salienta justamente tais aspectos ao discutir a avalanche de inovações financeiras criadas nos mercados. “Inovações-chave, apesar de dotarem o sistema de crédito geral de flexibilidade e capacidade de reação às necessidades de credores e devedores, também incentivaram as bolhas de ativos, a subestimação de riscos e a alavancagem excessiva”.

Referências bibliográficas

- ADACHI, V. Sadia promete enquadrar risco de câmbio em seis meses. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 out. 2008a. EU & S.A., p.D3.
- _____. Perda da Aracruz fica em US\$ 2,13 bi. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 nov. 2008b. Finanças, p.C10.

- ADACHI, V. Aracruz fecha acordo com credores. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 jan. 2009. Finanças, p.C1.
- AGÊNCIA ESTADO. Entenda as operações de derivativos e suas conseqüências. *Agência Estado*, São Paulo, 28 out. 2008.
- _____. Tok & Stok é vítima dos derivativos. *Agência Estado*, São Paulo, 25 jan. 2009.
- ANDERLINI, J. Estatal chinesa é forçada a cancelar derivativo. *Financial Times*, Pequim. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 out. 2008. Finanças, p.C14.
- AUDI, M.; ROBERTS, A. Sadia – FX-related profit warning; and implications for Brazilian food companies. *Banco Santander*, Latin American Equity Research, New York, 26 Sept. 2008.
- BARBIERI, C. Sadia tem prejuízo de R\$ 777,4 mi no trimestre. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 30 out. 2008a. Dinheiro, p.B10.
- _____. Após prejuízo, Sadia reduz exposição cambial. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 9.dez.2008b. Dinheiro, p.B4.
- BRAGA, J. C. Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. da C.; FIORI, J. L. (Org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997. p.195-242.
- BUSINESS STANDARD. Forex derivatives loss at \$3 bn: Fitch. *Business Standard*, Mumbai, 6 Jun. 2008.
- CAMINADA, C.; PRICE, L. Aracruz fails to settle \$ 2.13 billion derivative loss. *Bloomberg*, 12 Dec. 2008.
- CAMPASSI, R. TAM reduzirá custos para economizar até R\$ 400 milhões no próximo ano. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 nov. 2008. EU & S.A., p.D3.
- CARVALHO, L. de; IGNACIO, L. Bancos saem na frente na disputa dos derivativos. *Valor Econômico*, São Paulo, 24 out. 2008a. Legislação & Tributos, p.E1.
- _____. Empresas negociam com os bancos perdas em contratos de derivativos. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 nov. 2008b. Legislação & Tributos, p.E1.
- _____. Empresas ainda negociam com bancos. *Valor Econômico*, São Paulo, 28 jan. 2009. Legislação & Tributos, p.E1.
- CHESNAIS, F. (Coord.) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. Mundialização: o capital financeiro no comando. *Revista Outubro*, n.5, 2001. Publicado originalmente em *Les Temps Modernes*, 607, 2000.
- CHIARINI, A. Exposição a derivativos cai à metade: US\$ 20 bi. *Agência Estado*, São Paulo, 29 out. 2008.
- CRUZ, P.; VALENTI, G. Sadia tem o maior prejuízo da história depois de derivativos. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 out. 2008. EU & S.A., p.D5.
- CUNHA, L. Ajinomoto tem perda de R\$ 180 mi com câmbio. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 jan. 2009. Finanças, p.C1.
- D'AMORIM, S. Minoritários recorrem contra perda cambial. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 18 out. 2008. Dinheiro, p.B4.

- DELFIM NETTO, A. *Hedge* tóxico. *Valor Econômico*, São Paulo, 14 out. 2008.
- DIAZ, C. B. Mexico's Alfa posts quarterly loss as markets hurt. *Reuters*, Cidade do México, 29 Jan. 2009.
- DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. *Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil*. Santiago: Cepal e Nações Unidas, maio 2007.
- FARHI, M. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, v.13, p.93-114, dez. 1999.
- FMI. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Washington, D.C.: World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund (IMF), Oct. 2008.
- FOLHA DE S.PAULO. Crise financeira compromete balanço da Oi. São Paulo, 31.out.2008. Caderno Dinheiro, p.B8.
- GAETA, A.; PRADO, M. Utilities – Financial exposure in uncertain times – are dividends safe? *Banco Santander*, Latin American Equity Research, São Paulo, 8 Oct. 2008.
- GOULART, J. Dívida em dólar leva Cesp a registrar prejuízo de R\$ 114 milhões. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 nov. 2008. EU & S.A., p.D11.
- GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Revista Novos Estudos Cebrap*, n.82, p.11-33, nov. 2008.
- HSBC. It's not easy to ease. *Latin America Insight*, HSBC Global Research, Feb. 2009.
- JONG-HEON, L. South Korean firms suffering cash crunch. *UPI Asia*, 18 Nov. 2008.
- LAGE, J. BNDES anuncia ajuda para exportadoras. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 25 out. 2008. Dinheiro, p.B1.
- LESSA, C. A economia financeira e a lógica do cassino. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 nov. 2008. Opinião, p.A11.
- LOPES, F. Marfrig tem prejuízo com desvalorização cambial. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 nov. 2008. EU & S.A., p.D5.
- LUCCHESI, C.; VIEIRA, A. Vicunha Têxtil admite prejuízo. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 out. 2008. Finanças, p.C6.
- LUCCHESI, C. et al. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 out. 2008. Finanças, p.C1.
- MAVIN, D. Chinese companies stung by derivatives losses. *Financial Post*, Hong Kong, 16 Dec. 2008.
- MOREIRA, A. BNDES prevê ajuda para 200 empresas. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 nov. 2008. Brasil, p.A3.
- PAVINI, A.; CARVALHO, M. C. Mercado monta central de risco de derivativos. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 mar. 2009. Finanças, p.C8.
- PRADO, M. C. R. M. do. Fábricas que viraram pó. *Valor Econômico*, São Paulo, 9 out. 2008.
- PRATES, D.; FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. *IE/Unicamp*, novembro de 2008. (Trabalho não publicado).

RANDEWICH, N. Mexico banks say derivative losses not their fault. *Reuters*, Cidade do México, 22 Oct. 2008.

REGALADO, A.; LYONS, J. Perdas cambiais são fantasma latino. *The Wall Street Journal Americas. Valor Econômico*, São Paulo, 22 out. 2008. Finanças, p.C3.

REIS, F. et al. Aracruz – Placing under review due to uncertainty surrounding extent of losses related to FX derivatives. *Banco Santander*, Latin American Equity Research, São Paulo, 10 Oct. 2008.

ROCHA, A. do A. Arantes perde com derivativo e pede recuperação judicial. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 jan. 2009. Agronegócios, p.B10.

ROCHA, J. L. C. da. Hedge cambial e o precedente internacional. *Valor Econômico*, São Paulo, 9 fev. 2009. Legislação & Tributos, Opinião Jurídica, p.E2.

SANTOS, J. E. dos. *Dicionário de derivativos: inglês-português*. São Paulo: Atlas, 1998.

SAXENA, S.; VILLAR, A. Hedging instruments in emerging market economies. In: Financial globalisation and emerging market capital flows. *BIS Papers*, n.44, Basel, p.71-87, Dec. 2008.

TAVARES, M. da C.; BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento no Brasil – relembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (Org.) *Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: Ipea, Cepal, 2002. p.149-84.

THOMSON, A. Empresas do México perdem com derivativos. *Financial Times*, Cidade do México. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 out. 2008. Finanças, p.C12.

VALENTI, G. Balanço de 2008 traz desafio às empresas. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 jan. 2009. EU & S.A., p.D5.

VALENTI, G.; FREGONI, S. Onze empresas terão de corrigir balanço. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 jan. 2009. EU & Investimentos, p.D1.

VALOR ECONÔMICO. Derivativo da Vicunha. São Paulo, 10.dez.2008. Finanças, Destaques, p.C1.

VIEIRA, C.; FREGONI, S. A pedido da CVM, empresas detalham contrato. *Valor Econômico*, São Paulo, 26 jan. 2009. EU & S.A., p.D6.

RESUMO – Com o aprofundamento da crise financeira internacional no segundo semestre de 2008, diversas empresas produtivas de economias emergentes registraram enormes perdas nos mercados de derivativos de câmbio. Esse fato aponta para a dinâmica, muitas vezes, especulativa, das corporações no ambiente das finanças desregulamentadas. O objetivo do artigo reside em articular tais aspectos da lógica de atuação das empresas com a crise e discutir os impactos macroeconômicos dos prejuízos financeiros resultantes de apostas especulativas em derivativos.

PALAVRAS-CHAVE: Derivativos, Especulação e corporações de economias emergentes.

ABSTRACT – As a consequence of the deepening of the international financial crisis during the second semester of 2008, several productive companies from emerging economies have registered enormous losses in the foreign exchange derivatives markets. This fact

points to the speculative dynamics of corporations in the financial deregulation environment. This paper aims to articulate this logic of enterprises' behavior with the crisis and to discuss some macroeconomic effects resulting from the financial losses caused by speculative bets in the derivative markets.

KEYWORDS: Derivatives, Speculation and corporations from emerging economies.

Maryse Farhi é professora do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadora da Fapesp. @ – maryse.farhi@gmail.com

Roberto Alexandre Zanchetta Borghi é mestrando do Instituto de Economia da Unicamp. @ – robertoazborghi@yahoo.com.br

Recebido em 24.5.2009 e aceito em 26.5.2009.