

RISCO CAMBIAL NAS MICROFINANÇAS: O QUE É E COMO PODE SER ADMINISTRADO?

Introdução

Muitas instituições de microfinanças (IMFs) que tomam empréstimos não avaliam adequadamente a sua exposição ao risco cambial. O risco cambial apresenta pelo menos três componentes: (1) risco de desvalorização ou depreciação, (2) o risco de conversibilidade, e (3) o risco de transferência.

O risco de desvalorização ou depreciação costuma surgir em microfinanças quando uma IMF adquire uma dívida em moeda estrangeira, usualmente dólares norte-americanos (USD) ou euros, e depois empresta esses fundos em moeda local (ML). A IMF possui, então, passivos em moeda forte e ativos em ML (caso em que se diz que o balanço patrimonial da IMF contém um “descasamento cambial”). Flutuações nos valores relativos dessas duas moedas podem afetar adversamente a viabilidade financeira da organização.

Nesta Nota Focus, conceitua-se o risco de conversibilidade como o risco que um governo nacional não permita a livre conversão de moeda estrangeira à tomadores de empréstimos ou outros agentes com obrigações denominadas em moeda forte. Risco de transferência refere-se ao risco de que governos nacionais não permitam a saída de moeda estrangeira do país, independentemente de sua origem.

Como IMFs operam em países em desenvolvimento, onde o risco de depreciação cambial é mais alto, elas são particularmente vulneráveis ao risco cambial. Ademais qualquer observador atento das reestruturações de dívidas soberanas realizadas nas décadas de 1980 e 1990 sabe que os riscos de conversibilidade e de transferência, embora menos comuns que o risco de desvalorização ou depreciação, também ocorrem periodicamente nos países em desenvolvimento. Não obstante, uma pesquisa recente sobre IMFs conduzida pelo Grupo Consultivo de Assistência Pobres (CGAP)¹ indica que 50% das IMFs não adotam nenhum mecanismo para se proteger do risco cambial. Aquelas que não estão se protegendo da exposição — ou que se protegem apenas parcialmente — têm várias razões para repensar esse procedimento. Nem sempre é necessário ter uma proteção cambial de 100%. A resposta à pesquisa indica, contudo, que em larga escala, pouco se sabe sobre o risco cambial assim como sobre o grau de exposição das IMFs a tais riscos.

1. CGAP/MIX Survey of Funding Needs (ver Ivatury, G. e J. Abrams, “The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges”, apresentado no Simpósio da KfW sobre o Desenvolvimento do Setor Financeiro).



Os autores desta nota Focus são Scott Featherston, consultor; Elizabeth Littlefield, CEO, CGAP, e Patricia Mwangi, especialista em microfinanças do CGAP.

O CGAP, Grupo Consultivo de Assistência aos Pobres, é um consórcio de 31 agências de desenvolvimento que apoiam as microfinanças.

Para obter mais informações dirija-se ao website do CGAP no seguinte endereço:
www.cgap.org.

1818 H Street, NW
Washington, DC 20433

Tel.: 202.473.9594
Fax: 202.522.3744

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org

Sítio web:
www.cgap.org

© 2004, El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre



O principal objetivo desta Nota Focus é o de aumentar o conhecimento disponível no setor de microfinanças sobre as questões associadas ao risco cambial. Neste sentido definimos, em primeiro lugar o que é risco cambial. Em seguida descrevemos técnicas que vêm sendo utilizadas por IMF's e investidores para administrar esse risco. Por fim, fazemos recomendações sobre como administrar ou evitar a exposição ao risco cambial.

O que é o risco cambial em microfinanças?

O risco cambial geralmente emerge quando flutuações nos valores relativos das moedas afetam a posição competitiva ou a viabilidade financeira de uma organização². Para IMF's, tal risco de desvalorização ou depreciação quando uma IMF toma dinheiro emprestado em moeda estrangeira e empresta esses fundos numa moeda local (ML).

O endividamento em moeda estrangeira oferece numerosas vantagens em potencial para IMF's. Pode proporcionar capital quando este é escasso localmente, os termos dos contratos podem ser generosos, os prazos dos vencimentos flexíveis e credores podem acabar realizando investimentos diretos nas empresas. Além disso, frequentemente é mais fácil obter financiamento estrangeiro que local.

Se passivos denominados em moeda estrangeira (como empréstimos denominados em dólares ou euros) são compensados por ativos denominados na mesma moeda (por exemplo, investimentos em dólares ou euros), a IMF fica protegida dos efeitos deletérios de variações cambiais. Porém, caso os passivos em moeda estrangeira não estejam equilibrados por ativos na mesma moeda o descasamento cambial pode ser prejudicial. A IMF pode sofrer perdas substanciais quando houver uma depreciação (ou perda de valor) da ML em

relação à moeda estrangeira, fazendo com que o valor dos ativos da IMF caia em relação a seus passivos³. Isso, por conseguinte aumenta o montante de ML necessário para quitar um dado montante de dívida em moeda estrangeira.

Por exemplo, suponhamos que uma IMF tome emprestados USD 500.000. Supondo que o empréstimo tem um prazo de 3 anos e que requer pagamento de uma taxa fixa de juros⁴ de 10% ao ano, com vencimentos de 6 em 6 meses. No momento do empréstimo, a taxa de câmbio é de 1 USD:10 ML. A dívida da IMF é de ML 5.000 no início do empréstimo.

Se a ML perder seu valor a uma taxa constante de 5% a cada 6 meses, no final do prazo do empréstimo serão necessários ML 6.700 para pagar o principal em USD. Quando isso é levado em conta⁵, a taxa de juros fixa original de 10% ao ano aumenta, na prática, para 21%⁶. A depreciação, por si só, acrescenta efetivamente 11% à taxa de juros, o que representa um aumento de mais de 100% sobre a taxa de juros nominal original.

Se o valor da ML do país em desenvolvimento despencar para 1 USD:30 ML no primeiro ano do empréstimo, o efeito é ainda pior. A IMF precisará de ML 15.000 para reembolsar o principal em USD no final do empréstimo — um aumento de 300% em termos da ML. A taxa de juros efetiva seria de 59%, ou 400% a mais do que a taxa fixa anual original de 10%⁷.

O risco cambial, contudo, não se resume somente ao caso supracitado. Além do risco de depreciação do câmbio, as IMF's ainda podem ser afetadas pelos riscos de conversibilidade e de transferência, assim como quaisquer outra

2. Ver Eun, C. e B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin, p. 26.

3. Ver Apêndice A para mais informações sobre variações dos valores relativos das moedas.

4. Empréstimos onde apenas os juros são pagos durante a extensão do empréstimo enquanto o reembolso do principal só ocorre no vencimento.

5. Equivalente à taxa interna de retorno (TIR), ou seja, à taxa de desconto de fluxos de caixa que determinam um valor presente líquido igual a zero.

6. Ver Cenário 1 no Apêndice B.

7. Ver Cenário 2 no Apêndice B.

instituições que tenham obrigações externas denominadas em moeda forte. Em ambos os casos, tanto no do risco de conversibilidade, como no do risco de transferência, a IMF tem os recursos para realizar seus pagamentos em moeda forte, mas sofre restrições neste sentido. Isto ocorre devido a restrições ou proibições impostas por governos nacionais sobre a disponibilidade de moeda estrangeira para venda; ou sobre a transferência de moeda forte para fora do país.

O que as IMFs e investidores estão fazendo em relação ao risco cambial?⁸

As organizações expostas ao risco cambial têm três opções. Primeiro, elas podem escolher não fazer nada quanto à sua exposição e assumir os efeitos líquidos de variações nos valores das moedas ou diante da possibilidade de que o governo venha a impor restrições à disponibilidade ou transferência de moeda estrangeira. (Obviamente que tal abordagem não é recomendada, pelo menos para exposições substanciais.) Segundo, elas podem realizar uma cobertura (ou *hedge*) contra a exposição. Por exemplo, podem utilizar instrumentos financeiros que as protejam das conseqüências de movimentos adversos nas taxas de câmbio. Por fim, depois de uma avaliação cuidadosa, elas podem optar pela cobertura parcial dos riscos. A pesquisa do CGAP⁹ indica que apenas 25% das IMFs com empréstimos denominados em moeda estrangeira estão se protegendo contra o risco de depreciação ou desvalorização, e que mais 25% optam pela proteção apenas parcial contra tais riscos. Um número menor ainda adota medidas para limitar ou minimizar o risco de conversibilidade ou de transferência.

8. Esta seção faz uso de vários artigos publicados recentemente, entre eles Holden, P. e S. Holden, 2004, *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*; Crabb, P., 2003, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions, 2003*; e Women's World Banking, 2004, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*.

9. Das 216 IMFs que responderam à pesquisa do CGAP, 105, ou, aproximadamente a metade, disseram que possuíam empréstimos em moeda forte.

Por que as IMFs não fazem a cobertura do risco cambial?

Os instrumentos de hedging são muito caros	20%
A moeda local parece estável	20%
A IMF pode assumir o risco	20%
Outras razões*	40%

Outras razões incluem:
 "Nunca pensamos muito nisso!"
 "[Instrumentos de hedging] não são fáceis de fácil aquisição."
 "[A cobertura] não é relevante para nós por ser muito cara."
 "O risco está incorporado nas taxas de juros que cobramos [dos clientes]."

As operações de *hedge* são complexas e custosas. Devido a atrofia dos mercados financeiros nos países onde a maioria das IMFs, opera, os custos das operações de proteção cambial, combinados ao pequeno valor das transações cambiais das IMFs, acabam sendo altos e parecendo proibitivos. Em alguns países, inclusive, talvez não haja mecanismos de proteção cambial disponíveis. Ainda, os prazos de empréstimos em moeda forte são frequentemente mais longos que os produtos de proteção cambial disponíveis. Apesar das dificuldades, algumas IMFs e investidores no setor de microfinanças estão conseguindo proteger-se ou compensar de alguma maneira sua exposição cambial. Os métodos mais comumente empregados são examinados brevemente a seguir.

Instrumentos de hedging cambial convencionais

Há uma variedade de instrumentos convencionais disponíveis para a cobertura (*hedging*) contra o risco cambial:

- **Contratos a termo e futuros** — Contratos feitos para trocar ou vender moeda estrangeira a um determinado preço no futuro. (Ver Exemplo 1.)

Ejemplo 1. Instrumentos convencionais de proteção cambial

A Thaneakea Phum Camboja (TPC) é uma IMF sediada no Camboja que faz empréstimos freqüentes em bahts tailandeses (THB) para clientes que vivem perto da fronteira do Camboja e da Tailândia. No início de 2003, a TPC tomou recursos a curto prazo (3 meses) no valor de EUR 655.100 e emprestou esses fundos em THB. Para se proteger de movimentos adversos na taxa de câmbio EUR–THB, a TPC comprou um contrato a termo (forward contract). Esse contrato a obrigava a vender THBs e comprar euros no futuro numa quantidade tal que lhe permitisse pagar seu empréstimo de EUR 655.100 com os juros incorridos. Pela aquisição desse contrato a termo, a TPC pôde aliviar a sua exposição a movimentos adversos na taxa de câmbio EUR–THB.

(Fonte: Banco Société Generale)

- **Swaps** — Contratos para, simultaneamente, trocar (ou vender) um montante de moeda estrangeira agora e revender (ou recomprar) essa moeda no futuro.
- **Opções** — Instrumentos que proporcionam a opção, mas não a obrigação, de comprar (uma opção de compra, ou “*call*”) ou vender (uma opção de venda, ou “*put*”) moeda estrangeira no futuro, quando o valor dessa moeda atingir o preço pré-estabelecido de exercício (“*strike price*”).

Vantagens

- O uso de instrumentos de proteção cambial convencionais elimina a exposição de uma IMF a perdas de capital como resultado de uma depreciação da ML.
- O uso desses instrumentos proporciona acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente ou a empréstimos de termos mais generosos e com prazos de vencimento flexíveis.
- O uso desses instrumentos proporciona os meios para eliminar o risco de conversibilidade ou de transferência por meio de arranjos de swap.

Desvantagens

- Muitos dos mercados financeiros nos países em que a maioria das IMFs opera não dispõem de instrumentos de *hedging*; mas há evidências de

que o uso desses instrumentos começa a se dar em alguns países em desenvolvimento¹⁰.

- Os custos de tais instrumentos podem ser proibitivos, devido também ao pequeno tamanho das transações em moeda estrangeira tipicamente realizadas pelas IMFs. Além disso, os termos dos empréstimos em moeda estrangeira com freqüência são maiores que os termos dos produtos de proteção cambial disponíveis em mercados financeiros menos desenvolvidos.
- Avaliações tradicionais sobre a solidez financeira das IMFs muitas vezes aumentam o prêmio no preço destes instrumentos derivativos, tornando sua compra proibitiva.

Empréstimos *back-to-back*

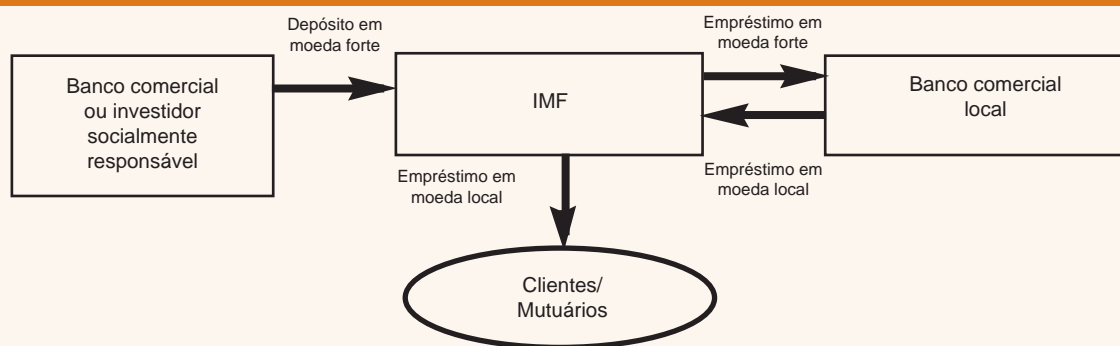
Atualmente, os empréstimos *back-to-back* são o método mais usado no setor de microfinanças visando a cobertura do risco de desvalorização ou depreciação cambial¹¹.

Essas operações tipicamente envolvem a tomada de um empréstimo em moeda estrangeira e o seu depósito num banco local. Usando esse depósito como garantia a IMF toma então um empréstimo

10. Coréia, Índia, Indonésia, Filipinas, Tailândia, República Tcheca, Hungria, Polônia, Eslováquia, México, África do Sul, Brasil e alguns outros países possuem, em diferentes graus de desenvolvimento, mercados de derivativos (*ibid.*, página 15).

11. Holden e Holden, p. 8.

Diagrama 1. Empréstimos back-to-back



denominado em ML, que é usado para financiar a sua carteira de crédito. O empréstimo realizado em ML, em geral não é alavancado, pois, na maioria dos casos, o depósito em moeda estrangeira oferece a segurança necessária ao banco local. Quando a IMF reembolsa o empréstimo em moeda local, o banco local libera o depósito em moeda estrangeira, que é então usado pela IMF para pagar suas obrigações em moeda estrangeira ao credor original. (Ver Diagrama 1 e Exemplo 2.)

Esse mecanismo, contudo, não livra a IMF dos riscos assumidos pela instituição depositaria. O banco local está sujeito à riscos similares aos que incidem sobre os balanços de IMFs, incluindo os riscos de conversibilidade e transferência.

Vantagens

- Evitam exposição aos riscos de depreciação da ML.
- O uso desse instrumento proporciona acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente e pode ajudar a mobilizar fundos locais.

- Proporcionam acesso a capital de prazos mais generosos e flexíveis do que o capital disponível localmente.

Desvantagens

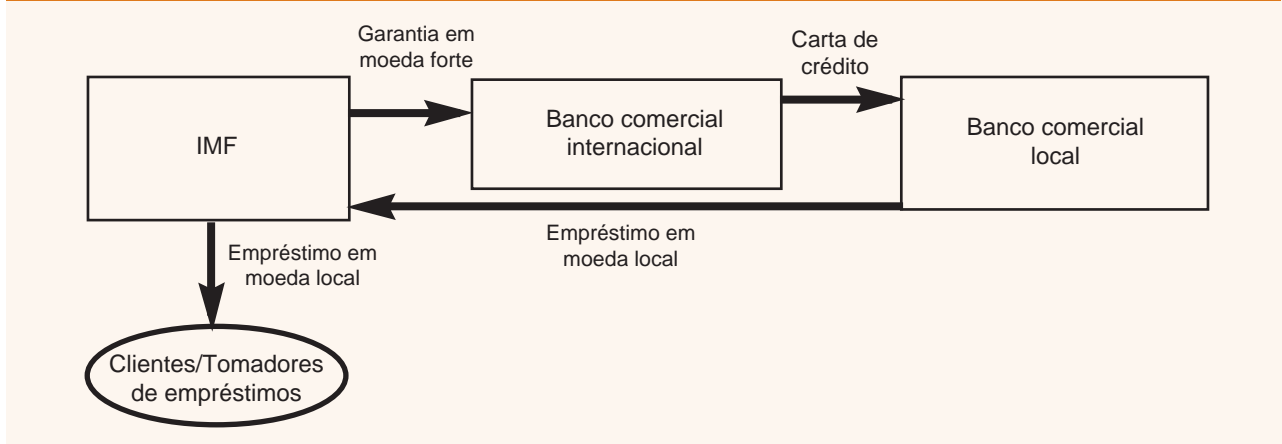
- Não evitam o aumento nos custos do serviço da dívida havendo depreciação da ML.
- Requer o pagamento de juros sobre o empréstimo local e sobre a diferença entre os juros cobrados pelo credor em moeda forte e os juros ganhos sobre o depósito em moeda forte.
- Não evitam a exposição aos riscos de conversibilidade e de transferência que possam vir a limitar o acesso à moeda estrangeira ou proibir transferência de moeda estrangeira para fora do país. Isto impossibilita que a IMFs, mesmo as sólidas financeiramente, paguem seus empréstimos em moeda forte. Isso também afugenta investidores interessados em financiar IMFs.
- Não evitam a exposição aos riscos de crédito caso o banco local falir.

Exemplo 2. Empréstimo back-to-back

As filiais colombiana e dominicana do Women's World Banking's (WWB) depositam seus empréstimos em USD num banco comercial. Esse banco, por sua vez, emite um empréstimo em ML para essas filiais. O depósito em USD é tomado como garantia pelo empréstimo em ML. Em alguns países, um único banco pode tanto receber este tipo de depósito como conceder empréstimos enquanto em outros — a Colômbia, por exemplo — é necessário que uma filial de um banco estrangeiro tome o empréstimo em USD, enquanto um banco local emite o empréstimo em ML. O WWB avalia cuidadosamente a situação financeira da instituição depositaria. Também examina a existência e o nível de proteção dos seguros sobre os depósitos oferecidos, para precaver-se de uma eventual falência da instituição depositaria.

(Fonte: WWB, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, 2004)

Diagrama 2. Cartas de crédito



Cartas de crédito

O método de cartas de crédito é similar em muitos aspectos ao método de empréstimo *back-to-back* e é usado por algumas IMFs de grande porte. Ao utilizar o método de cartas de crédito, a IMF oferece uma garantia em moeda forte, usualmente na forma de um depósito à vista, a um banco comercial internacional que, então, emite uma carta de crédito para um banco no mercado da IMF. Em várias situações o banco local está diretamente ligado, como agência ou subsidiária, por exemplo, à instituição comercial internacional. Em outras ocasiões, os dois bancos não têm nenhum vínculo. (Ver Diagrama 2 e Exemplo 3.)

Vantagens

- Protegem contra o risco de desvalorização ou depreciação.

- Podem ser usadas em conjunção com depósitos de garantia para a obtenção de um empréstimo maior em moeda local.
- O uso desse instrumento proporciona acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente e pode ajudar a mobilizar fundos locais.
- Anula a exposição ao risco de crédito do banco local, dado que o depósito em moeda forte está no estrangeiro.
- Não há risco de conversibilidade ou de transferência, pois não há necessidade de movimentação de fundos entre países.

Desvantagens

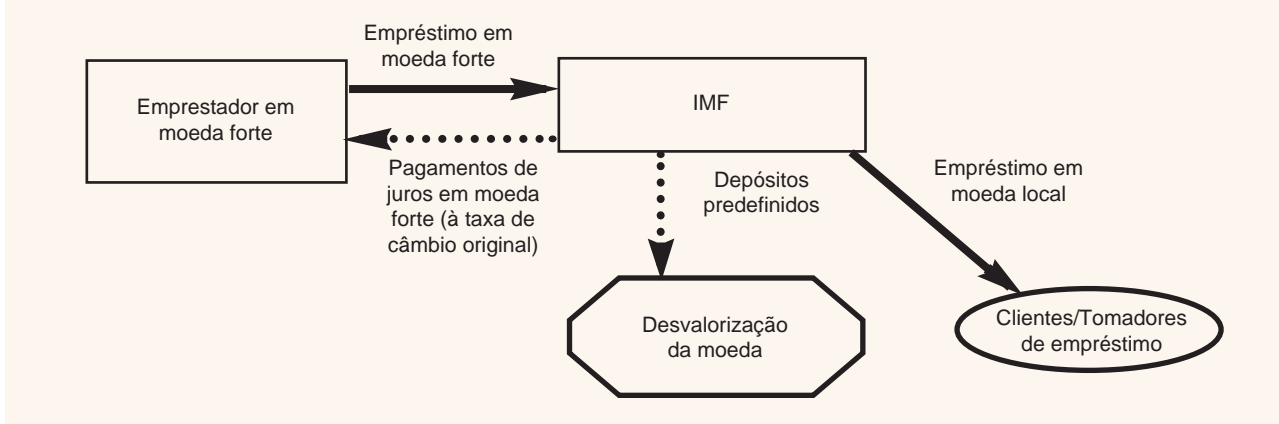
- Exposição a aumentos nos custos de serviço da dívida caso haja depreciação da ML.
- Mais difíceis de obter do que empréstimos *back-to-back*.
- Alguns bancos locais não estão dispostos a aceitar cartas de crédito em lugar de outras

Ejemplo 3. Cartas de crédito

A Al Amana (AA), uma IMF sediada em Marrocos, procurou recentemente a assistência da USAID para aumentar a sua carteira de crédito. O empréstimo concedido pela USAID à AA foi em USD. A AA depositou esses fundos numa agência do Société Generale (SG) nos Estados Unidos. Usando esse depósito como garantia, o SG emitiu uma carta de crédito em euros para o *Société Generale Marocaine de Banque* (SGMB), em Marrocos. Com essa carta de crédito, o SGMB concedeu um empréstimo em dirhams marroquinos à AA. A exposição da AA à flutuações adversas na taxa de câmbio USD–dirham fica desta forma amenizada.

(Fonte: Société Générale)

Diagrama 3. Empréstimos em moeda local quitáveis em moeda forte por meio de um “fundo de cobertura para depreciações cambiais”



formas de garantia. Esses bancos podem adicionalmente exigir outras formas de garantia líquidas, ou direitos para a liquidação da carteira de crédito, etc. Além disso, as comissões cobradas aumentam os custos totais da transação.

Empréstimos em moeda local quitáveis em moeda forte por meio de um “fundo de cobertura para depreciações cambiais”

Nesse arranjo¹², um credor faz um empréstimo em moeda forte a uma IMF, esperando ser reembolsado em moeda forte segundo a taxa de câmbio (TC) que estava em vigor na data do empréstimo. A IMF converte esse empréstimo em

moeda local para compor sua carteira de crédito. Durante a duração do empréstimo, além dos pagamentos normais dos juros, a IMF também deposita montantes predefinidos¹³ em moeda forte numa “fundo de cobertura para depreciações cambiais”. (Ver Diagrama 3 e Exemplo 4.)

No final do empréstimo, o principal é reembolsado de acordo com a taxa de câmbio original, e qualquer defasagem é compensada pelo “fundo de cobertura para depreciações cambiais”. Caso houver mais do que a quantia necessária para cobrir o saldo, a diferença é devolvida à IMF. Caso houver menos, o credor arca com o prejuízo. Com esse arranjo, portanto, o risco cambial é dividido entre a IMF e credor. Este instrumento pode ser calibrado de acordo com o nível de riscos que IMF e prestador estão dispostos a enfrentar.

12. Ver WWB, Foreign Exchange Risk Management in Microfinance, p. 6, para uma discussão adicional sobre esses arranjos.

13. O tamanho desses depósitos é determinado por uma avaliação da série histórica da relação entre a moeda local em relação à moeda forte.

Exemplo 4. Empréstimos em moeda local quitáveis em moeda forte por meio de um “fundo de cobertura para depreciações cambiais”

A Fundação Ford (FF) desembolsou um empréstimo em USD para o Kenya Women Finance Trust (KWFT). Estes fundos foram convertidos em ML. O principal devido pelo KWFT no final do empréstimo foi definido como o montante desembolsado em ML. Para proteger-se contra a depreciação do shilling queniano, a FF estabeleceu um fundo de cobertura para depreciações cambiais, sendo que os encaixes iniciais foram provenientes de uma doação da FF. O KWFT depositou nessa conta montantes predefinidos em USDs (baseados na depreciação média nos últimos 10 anos do shilling queniano em relação ao USD). No final do empréstimo, o KWFT deve pagar o principal definido em moeda local convertido em USD de acordo com a taxa de câmbio vigente, mais os fundos de cobertura reservados na conta para depreciações. Caso os fundos na conta forem insuficientes para cobrir o principal em USD, a FF arca com o prejuízo. Se houver superávit, a diferença fica com o KWFT.

(Fonte: WWB, Foreign Exchange Risk Management in Microfinance, 2004)

Vantagens

- O risco de depreciação da ML é dividido entre a IMF e o credor, sendo que o risco a que a IMF esta exposta tem um limite preestabelecido.
- O uso desse instrumento proporciona acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente e pode ajudar a mobilizar fundos locais
- Proporciona acesso a capital de prazos mais generosos e flexíveis do que o capital disponível localmente

Desvantagens

- Além dos pagamentos de juros normais, requer depósitos em moeda forte no fundo de cobertura para depreciações cambiais.
- Não protege de custos imprevisíveis em moeda local para financiar os pagamentos dos juros e os depósitos no fundo de cobertura se houver depreciação da ML.
- Os riscos são minimizados caso a conta estiver no exterior. Caso contrario, tal instrumento não evita a exposição aos riscos de conversibilidade e de transferência

Limites de exposição auto-impostos

Diante de algumas dificuldades e custos associados à implementação de medidas de proteção cambial, algumas IMFs — por sua própria iniciativa ou por insistência de investidores ou reguladores — estão limitando seus passivos em moeda estrangeira¹⁴. Em vez de realizar o *hedging*, ou cobertura de sua

14. Os organismos reguladores adotam medidas estritas para IMFs que recebem depósitos de poupança do público ou que fazem a intermediação desses depósitos. A regulação prudencial é um instrumento destes agentes para evitar qualquer descasamento entre os ativos e passivos das instituições. As autoridades reguladoras ainda podem estabelecer uma serie de normas restritivas — como variadas restrições aos negócios em moeda estrangeira — que tornam impossível para uma IMF adquirir instrumentos de proteção cambial.

exposição a movimentos adversos nos valores relativos das moedas, estas IMFs simplesmente limitam a sua exposição a esses movimentos. As limitações impostas dependem do nível de risco que uma IMF está disposta ou é capaz de enfrentar, mas, tipicamente, ficam em média em torno de 20 a 25% dos passivos totais¹⁵. Ao estudar um limite prudencial apropriado, as IMFs devem levar em conta também o nível de seu capital próprio e a capacidade desse capital de suportar um aumento do passivo como resultado da uma desvalorização da moeda local. Por exemplo, uma IMF pode limitar a sua exposição à moeda estrangeira em 20% de seu capital próprio e, talvez, criar uma provisão para dar conta de possíveis perdas cambiais. Quanto mais baixo for o capital próprio de uma IMF como porcentagem dos ativos totais, mais baixo deve ser o limite de exposição à moeda estrangeira como percentual do patrimônio líquido da instituição.

Vantagens

- Limitada exposição a perdas de capital e a aumentos nos custos do serviço da dívida.
- Não apresenta os custos dos instrumentos financeiros proteção cambial ou de arranjos *back-to-back*.
- Proporciona, ainda assim acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente e pode ajudar a mobilizar fundos locais.

Desvantagens

- Como há limitações a priori ao financiamento em moeda forte, supõe-se que os benefícios advindos da realização de empréstimos em moeda forte sejam ignorados.

15. Entrevista com quadros da International Finance Corporation, agosto de 2004.

Indexação de empréstimos em moeda forte

Por meio deste expediente as IMFs transferem o risco cambial para seus clientes¹⁶ As taxas de juros que as IMFs cobram são indexadas ao valor dos juros usados para financiá-las. Quando a moeda local sofre depreciação, as taxas de juros sobem. Isso possibilita que a IMF obtenha a ML adicional necessária para pagar a dívida em moeda forte. Em outras palavras, a IMF não corre riscos ligados ao cambio. O risco, contudo é transferido aos clientes que tomam empréstimos na IMF, exceto nos raros casos em que a receita dos clientes é denominada em moeda forte ou indexada a ela¹⁷.

Vantagens

- Limitada exposição a perdas de capital e a aumentos nos custos do serviço da dívida.
- O uso desse instrumento proporciona acesso ao capital que muitas vezes não se encontra disponível localmente e pode ajudar a mobilizar fundos locais
- Proporciona acesso a capital de prazos mais generosos e flexíveis do que o capital disponível localmente

Desvantagens

- Os clientes — os agentes com menos informações sobre o risco cambial — são expostos a perdas de capital e a aumentos nos custos do serviço da dívida em caso de desvalorização da ML.
- Aumenta a probabilidade de inadimplência de clientes da IMF em caso de desvalorização da ML.

16. Ver Crabb, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Micro-finance Institutions*, p. 3.

17. En algunos casos, las IMF podrían actuar de manera aún más directa y otorgar a sus clientes préstamos denominados en moneda extranjera. Es más probable que esto ocurra en los países donde los clientes prestatarios de las IMF trabajan en economías “dolarizadas” y generan ingresos en dólares.

- Manutenção da exposição aos riscos de conversibilidade e de transferência.

Nenhuma dessas técnicas é perfeita; cada uma delas tem vantagens e desvantagens. Os métodos mais atraentes e eficientes — os instrumentos convencionais — com frequência não estão disponíveis ou são problemáticos devido ao pequeno tamanho relativo das transações financeiras realizadas no setor das microfinanças. Existem outras técnicas que podem ser mais adequadas no âmbito das IMFs mas são significativamente complexas e custosas.

Recomendações

A pesquisa do CGAP indica que uma parcela significativa de IMFs que possuem passivos em moeda forte não compreende o nível de risco que esses passivos criam, ou não estão administrando esse risco tão efetivamente quanto poderiam. O risco cambial pode ser complicado e difícil de entender, e os instrumentos tipicamente usados para administrar esse risco nem sempre estão disponíveis para as IMFs. O setor precisa prestar mais atenção ao risco cambial e aprender mais sobre as técnicas para administrá-lo — incluindo maneiras de evitá-lo por meio do uso fontes de financiamento locais sempre que possível. Discutem-se a seguir recomendações amplas para os participantes do setor de microfinanças.

IMFs

As IMFs devem dar alta prioridade a fontes locais de financiamento ou a financiamentos estrangeiros em moeda local ao fazer escolhas de financiamento. Uma comparação simples das taxas de juros domésticas com as taxas de juros externas pode ser enganadora para a definição dessa escolha. As taxas locais mais altas comumente refletem uma inflação local mais elevada e devem ser um forte sinal de que a moeda do país vai sofrer depreciação em relação ao país com inflação mais baixa.

Se as IMFs tiverem de adquirir dívida em moeda estrangeira, elas devem adotar medidas para limitar sua exposição ao risco cambial. Há uma série de instrumentos disponíveis para que as IMFs se protejam dos efeitos imprevisíveis e potencialmente devastadores das flutuações cambiais. Elas precisam analisar e, então, adotar métodos adequados para amenizar a sua exposição a esse risco.

As IMFs devem buscar capacitação ou consultoria para ajudá-las a negociar os melhores termos com emprestadores estrangeiros e locais, incluindo a negociação de empréstimos em moeda local quando possível. É um investimento compensador contratar consultores jurídicos competentes para assegurar que a documentação e as estruturas resultantes sejam bem executadas, particularmente no caso de se adotar instrumentos mais complicados para minimizar o risco cambial.

Os responsáveis pela função de tesoureiros dentro das IMFs devem aprender a reconhecer e administrar o risco cambial como parte importante da administração do risco financeiro como um todo. No entanto, essa questão não se limita ao plano de gestão financeira. As diretorias das IMFs também precisam concentrar-se em assegurar que sua instituição estabeleça parâmetros e limites de risco apropriados, e precisam dispor de uma

maneira de avaliar o cumprimento dessas políticas e parâmetros.

Investidores

Os investidores costumam ser financeiramente mais sofisticados do que as IMFs a que eles fazem empréstimos. Por possuírem essa vantagem, precisam assumir mais responsabilidades quanto à administração do risco cambial. Eles devem examinar a possibilidade de que um empréstimo em moeda forte possa prejudicar uma IMF e devem assegurar que elas não apenas compreendam a extensão do risco cambial que estão assumindo, mas também que tenham planos adequados para administrá-lo.

Outros participantes do setor

O setor de microfinanças precisa incentivar o desenvolvimento de mercados de capital locais para aumentar a possibilidade de acesso a financiamentos em moeda local.

As agências de rating devem incluir o risco cambial em sua avaliação de crédito das IMFs. Isso elevará a visibilidade do problema do risco cambial em microfinanças e incentivará IMFs e investidores a se informar melhor sobre essa questão.



Apêndice A

Por que os valores relativos das moedas mudam?

A variação dos valores relativos das moedas ao longo do tempo é um fenômeno complexo. Os economistas têm dedicado um enorme tempo à tentativa de compreender e explicar esse processo. O que se segue é um resumo geral dos princípios básicos que explicam os fundamentos da volatilidade cambial.

Movimentos cambiais e taxas de juros e de inflação relativas

As taxas de juros variam de um país para outro. As taxas de juros nominais podem parecer mais baixas nos Estados Unidos e na Europa do que nos mercados locais. Isso faz com que tomar empréstimos em moeda forte pareça ser mais barato, porque o preço desses empréstimos — a taxa de juros nominal que eles cobram — é mais baixo do que as taxas cobradas pelas dívidas denominadas em ML. De fato, essa é uma das razões pelas quais as IMFs podem se sentir atraídas por dívidas em moeda forte. No entanto, uma comparação simples entre as taxas de juros é apenas parte do quadro que as IMFs devem examinar ao avaliar o custo de tomar empréstimos em moeda forte. As taxas de câmbio e de inflação também precisam ser consideradas.

Quando a inflação é alta, os bancos são obrigados a pagar taxas de juros elevadas para atrair poupança. Por outro lado, precisam cobrar taxas de juros altas sobre os empréstimos para cobrir os pagamentos de juros que têm de fazer aos poupadores. A inflação alta, portanto, leva a taxas de juros domésticas altas.

Mas a inflação alta leva também a depreciação da moeda. A inflação é, em essência, a depreciação de

uma moeda em relação aos bens e serviços que ela pode comprar. Se outra moeda estiver sofrendo uma depreciação mais lenta em relação aos mesmos bens e serviços — ou seja, se a inflação nesse outro país for mais baixa — haverá uma depreciação do valor da primeira moeda em relação à segunda. A natureza dessa depreciação depende, em grande medida, do tipo de regime cambial que o país adota.

Regimes cambiais¹⁸

Há, basicamente, três tipos de regimes cambiais disponíveis para os governos¹⁹, embora existam muitas variantes de cada um desses sistemas amplos. O regime adotado depende dos objetivos econômicos e monetários do governo. Ao escolher um regime cambial, os governos precisam pesar três metas: estabilidade da taxa de câmbio, liberdade dos fluxos de capitais entre as fronteiras nacionais e autonomia da política monetária. Apenas dois desses três objetivos podem ser alcançados pela adoção de uma determinada política cambial. As opções básicas de regimes cambiais para os governos são taxa de câmbio flutuante; taxa de câmbio semi-fixa (intermediária) com controle de capitais e taxa de câmbio fixa.

Esses regimes cambiais afetam o risco do tomador de empréstimos de várias maneiras. Se o país tiver uma taxa cambial flutuante, o valor de sua moeda será volátil de dia para dia mas, ao longo do tempo, espera-se que ela se ajuste de acordo com os níveis relativos de inflação e taxa de juros do país. Se a moeda do país for estiver flexivelmente ancorada a uma moeda forte, o valor dessa moeda tende a ser estável (mas pode ser ajustado por

18. Esta seção baseia-se em Obstfeld e Krugman, *International Economics: Theory and Policy*; DeGrauwe, *International Money*; e Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*

19. Ver o relatório anual de 2004 do Fundo Monetário Internacional em www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf para uma lista de países e seu regime cambial.

políticas governamentais). Ela também fica suscetível a grandes depreciações no caso de uma crise monetária que resulte de diferenças em níveis de inflação ou de grandes saídas de capital. Se o câmbio de um país for rigidamente fixado por meio de uma união monetária ou dolarização, sua moeda será estável em relação à moeda à qual ela está ligada, porque o país não tem nenhum controle sobre a política monetária. Sua taxa de inflação seria similar à do país à qual sua moeda está ancorada²⁰. Se a moeda de um país estiver rigidamente ancorada por meio de um “currency board”, também é provável que ela seja estável, mas pode estar sujeita a crises destrutivas, como demonstra o exemplo da Argentina.

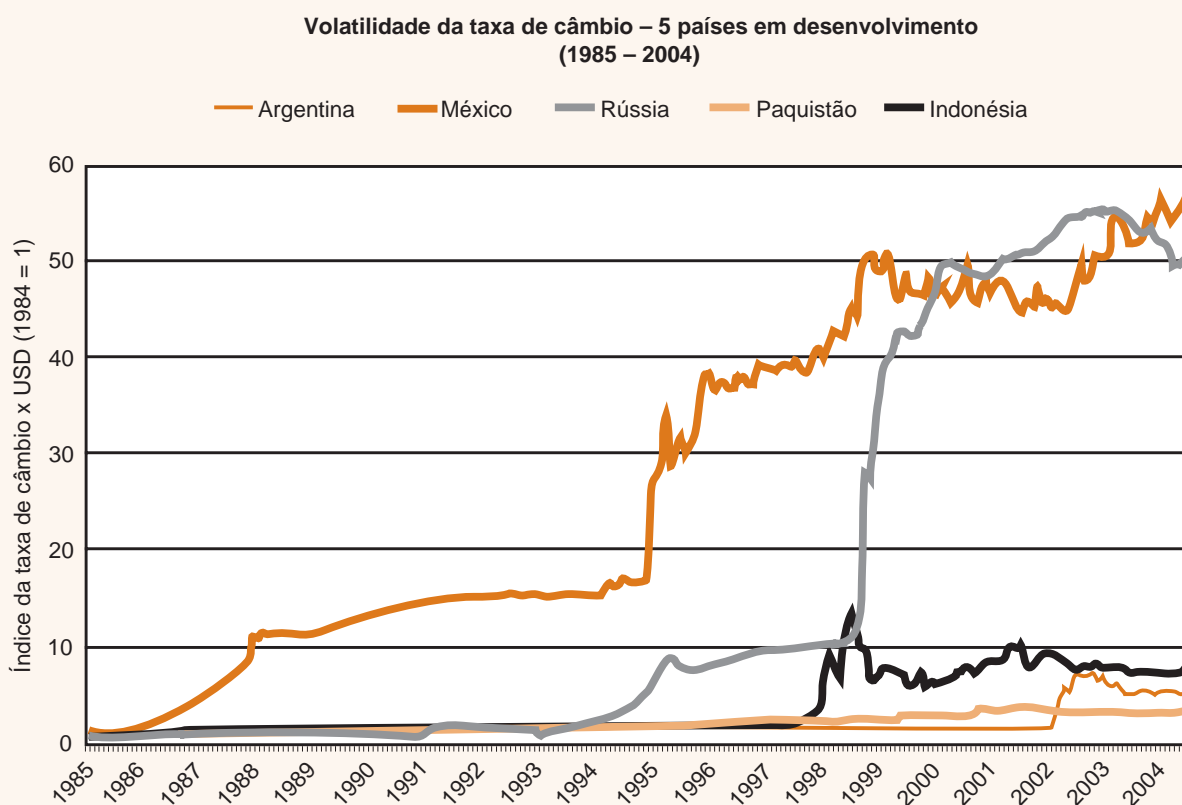
20. A exceção a isso ocorre se esse país sair da união monetária ou reverter sua dolarização.

Taxas de câmbio ao longo do tempo

Praticamente todas as moedas de países em desenvolvimento sofrem depreciação, de um modo ou de outro, ao longo do tempo. A Figura 1A mostra como foi a trajetória de algumas moedas de países em desenvolvimento em relação ao USD nas 2 últimas décadas. Destaca também algumas das crises notáveis que ocorreram em tempos recentes.

Como o gráfico indica, as moedas podem perder um valor considerável muito rapidamente. O peso mexicano, por exemplo, que hoje vale menos de 2% do valor que tinha em 1985, perdeu a maior parte de seu valor entre 1994 e 1999. O declínio do valor do rublo russo foi ainda mais acentuado. Como o peso mexicano, ele vale hoje menos de 2% do que valia em 1985, mas perdeu a maior parte de seu valor entre 1998 e 1999. A rúpia indonésia vale

Figura 1A



atualmente apenas pouco mais de 10% do que valia em 1985. O peso argentino perdeu mais da metade de seu valor entre dezembro de 2001 e fevereiro de 2002. As moedas da Nigéria, Uganda e Turquia, não mostradas na Figura 1, perderam mais valor desde 1985 do que qualquer uma das moedas mostradas.

Esses tipos de movimentos cambiais podem devastar uma IMF se ela tiver um passivo desprotegido muito grande em moeda estrangeira. Os cenários apresentados no Apêndice C mostram

o que uma IMF pode esperar no mundo real. Como foi demonstrado por pesquisas²¹, flutuações cambiais são difíceis de prever. Nem economistas profissionais, nem especialistas em finanças (deixando de lado os especuladores) tentam prever níveis de taxas de câmbio. A estratégia mais prudente para IMFs, portanto, é buscar cobertura para o seu risco cambial, mesmo que os custos pareçam proibitivos.

21. Ver Obstfeld e Krugman, p. 349.



Apêndice B

Cenário 1 — Depreciação constante da ML de 5% a cada 6 meses

Neste cenário, vamos supor que uma IMF tomou um empréstimo de USD 500.000 para financiar o crescimento de sua carteira. Suponhamos que esse seja um empréstimo de 3 anos, com pagamentos periódicos apenas dos juros²² a uma taxa fixa de 10% ao ano, com os pagamentos dos juros feitos a cada 6 meses. O empréstimo tem início em janeiro de 2000. As taxas de câmbio nominais e os fluxos de caixa desse cenário estão representados na Tabela 1B e na Figura 1B.

Neste cenário, o principal de USD 500.000 era equivalente a 5.000 em termos da ML em janeiro de 2000, quando a taxa de câmbio ML/USD era de 1:10. No final do empréstimo, em janeiro de 2003, serão necessários 6.700 de ML para reembolsar o principal em USD, o que equivale a um aumento nominal de cerca de 34% em termos da ML. Isso é causado pela queda, entre janeiro de 2000 e janeiro de 2003, do valor da ML em relação à moeda forte.

22. Um empréstimo com pagamento apenas dos juros é um empréstimo em que os juros são pagos durante toda a extensão do empréstimo, mas o reembolso do principal só é efetuado no final.

A taxa de juros nominal média sobre o empréstimo em USD durante a sua duração foi de 10%. Quando se leva em conta a depreciação cambial, obtém-se que a taxa de juros efetiva é de 21%²³. Assim, a depreciação da ML em relação ao USD acrescenta efetivamente 10% à taxa de juros, o que representa um aumento de 100% sobre a taxa de juros nominal fixa original. (Ver Tabela 1B.)

Cenário 2 — Queda da ML 1 ano após o início do empréstimo

Neste cenário, vamos supor novamente que uma IMF tenha tomado um empréstimo de USD 500.000 para financiar o crescimento de sua carteira. Suponhamos igualmente que seja um empréstimo de 3 anos, com pagamento periódico apenas dos juros a uma taxa fixa de 10% ao ano e pagamentos dos juros a cada 6 meses. Uma vez mais, o empréstimo começa em janeiro de 2000. No entanto, em vez de ocorrer uma depreciação constante da ML como no cenário anterior, o seu valor despenca de uma taxa cambial de ML/USD 10 para 30 ao longo de 1 ano. As taxas de câmbio

23. Essa taxa de juros efetiva é calculada determinando a taxa interna de retorno, isto é, a taxa de desconto que produziria um valor presente líquido dos fluxos de caixa igual a zero.

Figura 1B

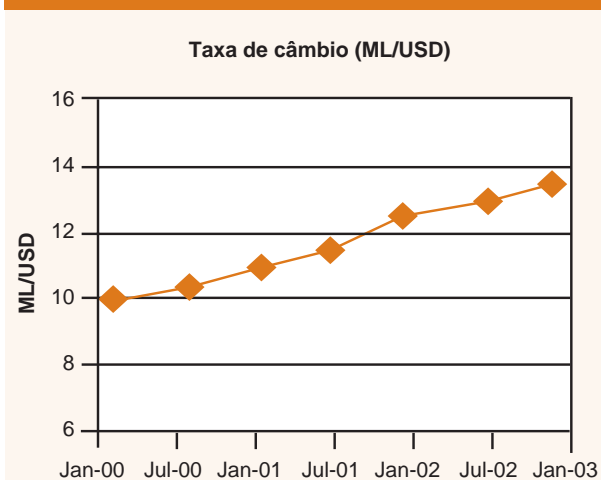


Tabela 1B

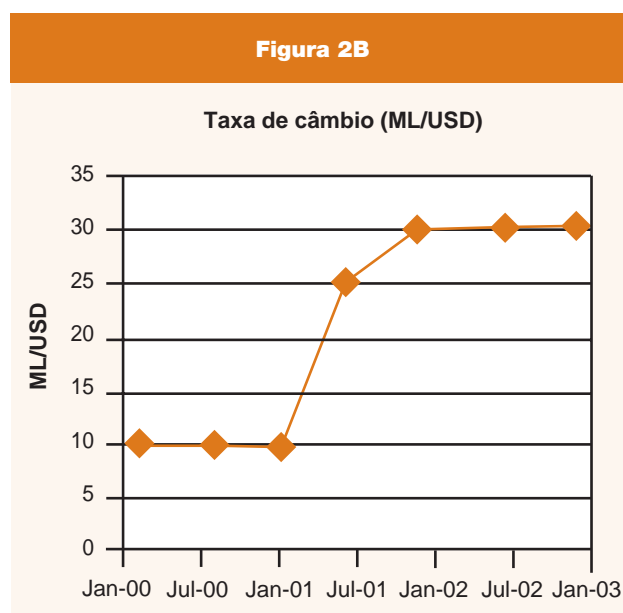
	Jan. 00	Jul. 00	Jan. 01	Jul. 01	Jan. 02	Jul. 02	Jan. 03
Taxa de juros USD (%)	10	10	10	10	10	10	10
Fluxos de caixa (milhares de USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Taxa de câmbio (ML/USD)	10	10,5	11,0	11,6	12,2	12,8	13,4
Fluxos de caixa (milhares de ML)	5.000	-263	-276	-289	-304	-319	-7.036

nominais e os fluxos de caixa para esse cenário são representados na Tabela 2B e na Figura 2B.

Neste cenário, o principal de USD 500.000 era equivalente a 5.000 em ML em janeiro de 2000, quando a taxa de câmbio ML/USD era de 1:10. No final do empréstimo, em janeiro de 2003, eram necessários 15.000 em ML para reembolsar o principal em USD, o que equivale a um aumento nominal de 300% em termos da ML. Isso é causado pela depreciação da ML entre janeiro de 2001 e janeiro de 2002.

A taxa de juros nominal média sobre o empréstimo em USD durante a sua duração foi de 10%. Quando se leva em conta a crise cambial, porém, a taxa de juros média equivalente passa a ser de 59%. (Essa taxa de juros efetiva é calculada da mesma maneira que no cenário anterior.) Assim, a depreciação da ML em relação ao USD acrescenta efetivamente quase 50% à taxa de juros paga, o que representa um aumento de 400% sobre a taxa de juros nominal fixa original.

Tabela 2B							
	Jan. 00	Jul. 00	Jan. 01	Jul. 01	Jan. 02	Jul. 02	Jan. 03
Taxa de juros USD (%)	10	10	10	10	10	10	10
Fluxos de caixa (milhares de USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Taxa de câmbio (ML/USD)	10	10	10	25	30	30	30
Fluxos de caixa (milhares de ML)	5.000	-250	-250	-625	-750	-750	-15.750





Apêndice C

Cenário 1 — Empréstimo em moeda forte para financiar operações de microfinanças na Tailândia, 2000–02

Neste cenário, vamos supor que uma IMF tenha tomado um empréstimo de USD 300.000 para financiar o crescimento de sua carteira na Tailândia. Suponhamos um empréstimo de 3 anos, com pagamentos períodos apenas dos juros e com uma taxa de juros equivalente à LIBOR mais 5% (pagos a cada 6 meses). O empréstimo começa em janeiro de 2000. A taxa de juros e a taxa de câmbio

nominal estão representadas nas Figuras 1C e 2C. Os fluxos de caixa associados a esse empréstimo estão na Figura 3C.

O principal de um empréstimo de USD 300.000 era equivalente a 11.247.000 em baht tailandês (THB) em janeiro de 2000. No final do empréstimo em janeiro de 2003, são necessários 12.816.000 THB para reembolsar o principal em USD, o que representa um aumento nominal de cerca de 14%, em termos do THB. Isso é causado pela depreciação do THB entre janeiro de 2000 e janeiro de 2003.

Figura 1C

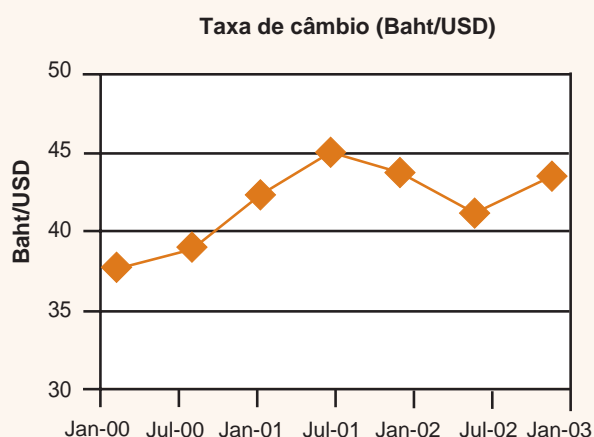


Figura 2C

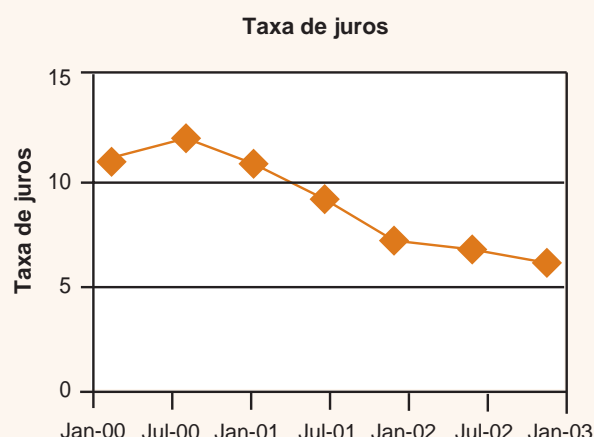


Figura 3C

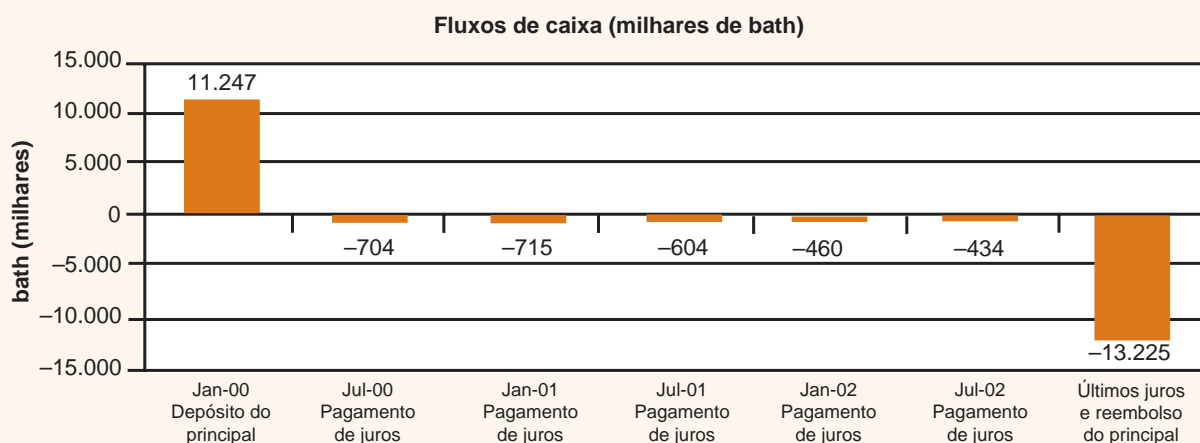


Figura 4C

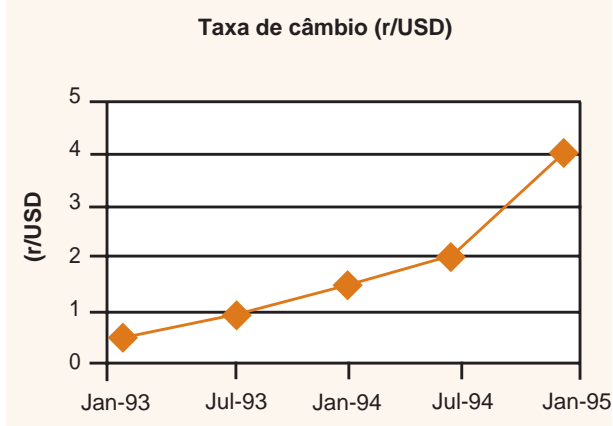
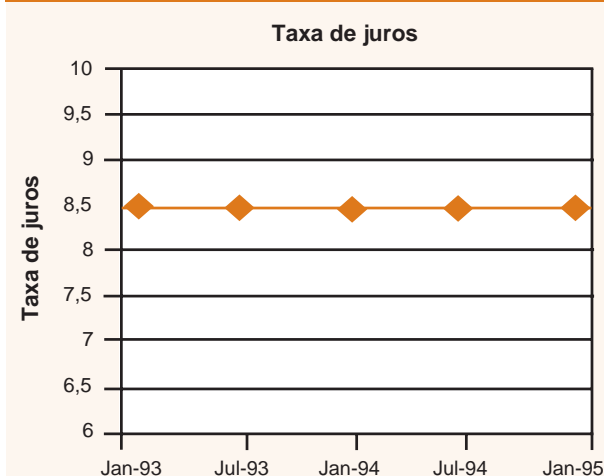


Figura 5C



A taxa de juros nominal média sobre o empréstimo em USD ao longo de sua duração é de 9,08%. Quando a depreciação da taxa de câmbio é considerada, a taxa de juros média equivalente é de 14,05%. Assim, a depreciação do bath tailandês em relação ao USD acrescenta efetivamente 5% à taxa de juros paga, o que representa um aumento de 55% sobre a taxa de juros nominal média original. A média das taxas de juros locais na Tailândia durante esse período foi de pouco mais de 10%²⁴.

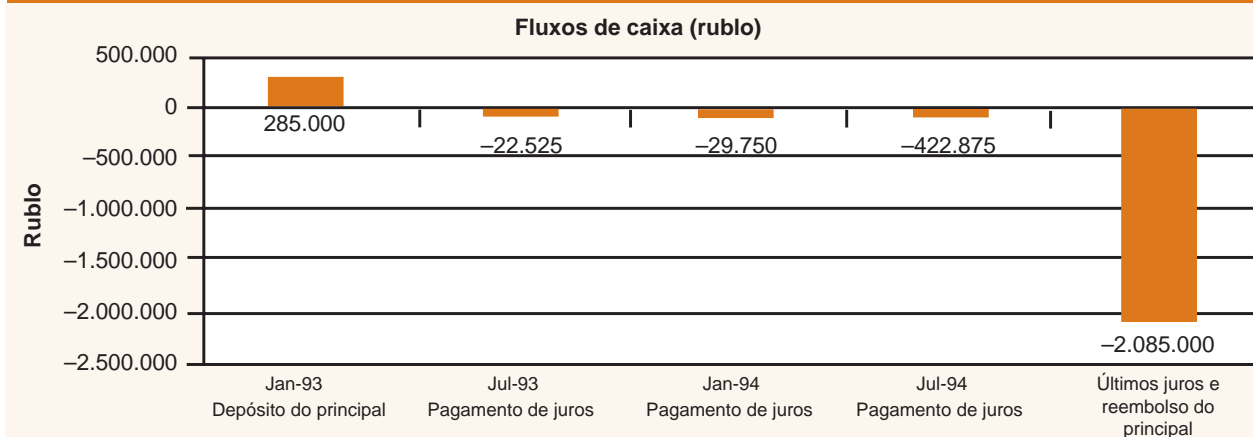
Os pagamentos de juros semestrais diminuiram em termos da ML, embora esta tenha sofrido uma leve depreciação em relação ao USD. Isto se deve à redução das taxas de juros variáveis.

24. Estatísticas financeiras internacionais.

Cenário 2 — Empréstimo em moeda forte para operações de um fundo de microfinanças na Rússia, 1993–94

Com a implosão da União Soviética no início da década de 1990, o rublo russo (RR) sofreu uma desvalorização significativa nos anos que se seguiram. Para demonstrar o efeito dessa crise cambial sobre a dívida em moeda forte de uma IMF, vamos supor que essa IMF tome um empréstimo de dois anos no valor de USD 500.000, com pagamento periódico apenas dos juros e uma taxa de juros fixa de 8,5% (pagos a cada 6 meses), começando em janeiro de 1993. A taxa de juros e a taxa de câmbio nominal são representadas nas Figuras 4C e 5C. Os fluxos de caixa associados a esse empréstimo são mostrados na Figura 6C.

Figura 6C



Neste cenário, os pagamentos de juros semestrais, em termos do RR, aumentam com o tempo devido à rápida depreciação do rublo. O pagamento inicial devido em julho de 1993 foi de RR 22.525. O pagamento final dos juros foi de RR 85.000 — um aumento de quase 300%. Quanto ao principal, o empréstimo de USD 500.000 era equivalente a RR 285.000 em janeiro de 1993. No final do empréstimo de 2 anos, porém, o principal equivalia a RR 2 milhões. Isso representa um aumento nominal de mais de 600% e reflete a depreciação significativa do RR no início da década de 1990.

A taxa de juros nominal média sobre o empréstimo em USD entre janeiro de 1993 e janeiro de 1995 é de 8,5% (a taxa fixa). (Ver Tabela 1C.) Quando a depreciação cambial é considerada, a taxa de juros média equivalente aplicada ao empréstimo chega a mais de 138% (isso é calculado da mesma maneira que no exemplo anterior). Assim, a depreciação do RR acrescenta mais de 130

Tabela 1C					
	Jan. 93	Jul. 93	Jan. 94	Jul. 94	Jan. 95
Taxa de juros USD (%)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Reembolso (milhares de USD)	500	-21,3	-21,3	-21,3	-521,3
Taxa de câmbio (RR/USD)	0,57	1,06	1,4	1,99	4
Reembolso (milhares de RR)	285	-22,5	-29,8	-42,3	-2.085

pontos percentuais à taxa de juros paga sobre a moeda forte. A média das taxas de juros domésticas durante esse período, embora o acesso aos financiamentos domésticos fosse difícil, se não impossível, na época, ficou em torno de 320%²⁵.

25. Estatísticas financeiras internacionais.



Bibliografia

- Bahtia, R. Janeiro 2004. *Mitigating Currency Risk for Investing in Microfinance Institutions in Developing Countries*. Social Enterprise Associates.
- Barry, N. Maio 2003. "Building Financial Flows That Work for the Poor Majority." Apresentação na Feasible Additional Sources of Finance for Development Conference.
- Conger, L. 2003. *To Market, To Market*. Microenterprise Americas.
- Council of Microfinance Equity Funds. 15 de abril de 2004. *Summary of Proceedings—Council Meeting*. Open Society Institute.
- Crabb, P. Março 2003. *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*. Opportunity International.
- De Grauwe, P. 1996. *International Money*. Oxford University Press.
- Eun, C. e B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin.
- Fischer, S. 2001. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Fundo Monetário Internacional.
- Fleisig, H. e N. de la Pena. Dezembro 2002. "Why the Microcredit Crunch?" *Microenterprise Development Review*, Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Holden, P. e S. Holden. Junho 2004. *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*. MicroRate and Enterprise Research Institute.
- Ivatury, G. e J. Abrams. Novembro 2004. "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges." Apresentado no KfW Financial Sector Development Symposium.
- Ivatury, G. e X. Reille. Janeiro 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." *Focus Note No. 25*. CGAP.
- Krugman, P. e M. Obstfeld. 2003. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley.
- Jansson, T. 2003. *Financing Microfinance*. Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Pantoja, E. Julho 2002. *Microfinance and Disaster Risk Management: Experience and Lessons Learned*. Banco Mundial.
- Silva, A., L. Burnhill, L. Castro e R. Lumba. Janeiro 2004. Development Foreign Exchange Project Feasibility Study Proposal (versão preliminar).
- VanderWheele, K. e P. Markovitch. Julho 2000. *Managing High and Hyper-Inflation in Microfinance: Opportunity International's Experience in Bulgaria and Russia*. USAID.
- Vasconcellos, C. 2003. *Social Gain*. Microenterprise Americas.
- Women's World Banking. 2004. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. WWB.

Focus

Nota no. 31

Sinta-se à vontade para divulgar esta nota Focus entre seus colegas ou para solicitar cópias extras deste documento ou de outros da série.

O CGAP agradece seus comentários sobre este documento.

Todas as publicações do CGAP estão disponíveis no website do CGAP em www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC 20433, EE.UU.

Tel.: 202.473.9594

Fax: 202.522.3744

Email:
cgap@worldbank.org