

O SWAP COMO INSTRUMENTO DE HEDGE: UM ESTUDO DE CASO NO SETOR SIDERÚRGICO BRASILEIRO

Hudson Fernandes Amaral

Professor do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal de Minas Gerais
Coordenador do NUFI (Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade)

Job Durães de Souza

Especialista em Finanças pelo CEPEAD/UFMG
Bacharel em Ciências Contábeis pela FACE/UFMG

Renata Costa França

Economista, Mestranda em Administração da Área de Finanças e Contabilidade do CEPEAD/UFMG
Pesquisadora do NUFI (Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade)

Este trabalho tem como objetivo analisar o Swap como instrumento de hedge no setor siderúrgico brasileiro. Para isso, realizou-se uma pesquisa empírica com as principais empresas do setor: Acesita, Açominas, Belgo-Mineira, Mannesmann e Usiminas. A partir da análise dos dados da pesquisa empírica escolheu-se o caso da Acesita para uma análise mais aprofundada. Na primeira parte é feita uma análise do Swap como instrumento de hedge, mostrando quando deve ser usado, os principais tipos, as vantagens e desvantagens.

Depois é feita uma análise do setor siderúrgico no mundo e no Brasil visando mostrar a importância deste setor bem como a sua vulnerabilidade em relação às variações cambiais que faz com que seja necessário se adotar algum mecanismo de hedge.

Na segunda parte são mostradas e analisadas as informações obtidas através de uma pesquisa empírica realizada com as principais empresas do setor no Brasil.

Na terceira parte é feita uma análise detalhada do caso da Acesita.

1 INTRODUÇÃO

Esse trabalho tem como objetivo analisar o Swap como instrumento de hedge no setor siderúrgico brasileiro. Para isso, realizou-se uma pesquisa empírica com as principais empresas do setor: Acesita, Açominas, Belgo-Mineira, Mannesmann e Usiminas. A partir da análise dos dados da pesquisa empírica escolheu-se o caso da ACESITA para uma análise mais aprofundada.

O trabalho se estrutura da seguinte forma: Introdução, O Swap como Instrumento de Hedge, O Setor Siderúrgico, Estudo Empírico, o Caso da Acesita, Conclusão e Bibliografia.

2 O SWAP COMO INSTRUMENTO DE HEDGE

Os Swaps têm sua origem na Europa durante a década dos 70, quando as empresas e bancos necessitavam trocar seus fluxos financeiros, remunerados a uma taxa pré-fixada por uma taxa pós-fixada.

O Swap é “um contrato de derivativo por meio do qual as partes trocam o fluxo financeiro de uma operação sem trocar o principal”. (Silva Neto, 1998)

2.1 Estrutura de um Swap

Segundo Gambôa, Juchem, Di Pietro (1996) os principais requisitos que dão origem a um *Swap* são:

- descasamento entre ativo e passivo das partes contratantes, o que gera risco;
- prazo de vencimento das operações que causam o deslocamento;
- características do descasamento;
- troca do fluxo, ou resultado financeiro, resultante do descasamento entre o ativo e o passivo;
- eliminação ou diminuição dos riscos existentes.

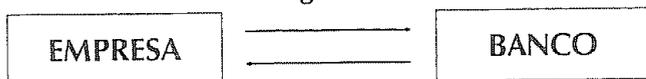
Quadro 1

Situação Atual	
Ativo	Passivo
CDI (Taxa de Juros)	US\$ (Dólar)
Risco Ajuste Cambial > Ajuste da taxa do CDI	

O Quadro 1 ilustra a situação de uma empresa com descasamento de indexadores, no caso Taxa do CDI X US\$ (cotação do Dólar Americano). Se houver um ajuste cambial em nível superior ao da taxa do CDI, a empresa terá seu passivo aumentado em uma proporção maior que seu ativo, resultando em uma redução do lucro global. Essa situação de risco poderá ser neutralizada se a empresa efetuar uma operação de *Swap*. Para tanto, a empresa deve:

- definir o valor de referência a ser hedgeado (protegido) e negociar com um banco as bases para a troca da taxa do CDI por US\$ (Dólar), ou seja, um *Swap* de CDI x US\$ (FIG. 1);

Figura 1



- Uma operação de *hedge* sem caixa é aquela onde não há desembolso financeiro na assinatura do contrato e *hedge* com caixa é uma operação onde há desembolso financeiro na assinatura do contrato.
- Essa operação é conhecida como *Swap* de Taxa de Juros.

- assinar um contrato de *Swap* no qual a empresa se comprometa a pagar, no vencimento, ao banco o capital a ser "swapped" (que terá o indexador trocado), corrigido pela variação do CDI e, em contrapartida a empresa recebe no vencimento o mesmo capital, corrigido pela variação do Dólar acrescido de juros. No início da operação não há desembolso algum das partes envolvidas, portanto trata-se de um *hedge* sem caixa¹;
- registrar o contrato de *Swap* na CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos) ou na bolsa, a mais comum é a BM&F (Bolsa Mercantil e de Futuros), mediante pagamento de uma taxa de registro;
- no vencimento, a instituição que acolheu o registro apura o valor a receber das partes envolvidas e efetua-se a liquidação financeira por diferença, ou seja, quem tiver com saldo negativo paga a diferença. O Quadro 2 mostra resumidamente essa operação.

Quadro 2

Situação com contrato de <i>Swap</i>	
Ativo	Passivo
Contas a Receber: CDI	Empréstimo: US\$
Conta de Compensação: <i>Swap</i> : US\$ + Juros	Conta de Compensação: <i>Swap</i> : CDI + Juros
<i>Hedge</i> : Qualquer aumento do valor do empréstimo (passivo) pela valorização do US\$ será neutralizado pela valorização do <i>Swap</i> indexado ao US\$ (ativo)	

Empresas com dívidas em dólar, por exemplo, indexada à taxa flutuante poderiam trocar por uma dívida com taxas fixas e vice-versa², sempre que houver risco de perda por alguma alteração na conjuntura econômica.

3 O SETOR SIDERÚRGICO

A definição de siderurgia segundo o dicionário Aurélio da Língua Portuguesa é a seguinte: "trabalho feito sobre o ferro ou metalurgia do ferro"

e do aço” e metalurgia é definida como “conjunto de tratamentos físicos e químicos a que se submetem os minerais para se extrair os metais, devidamente purificados e beneficiados”.

A produção do setor siderúrgico se inicia em duas linhas de processamento distintas: a produção de coque, oriunda da mistura de carvão com produtos carboquímicos; e a produção de sinter, que é feito da mistura do minério com diversos produtos. O coque e o sinter irão se fundir no alto forno para a produção de ferro gusa. O ferro gusa recebe novos tratamentos carboquímicos na acesaria, onde é produzido o aço. Depois, segue para a laminação e recebe o tratamento de acordo com o tipo específico de aço que será produzido.

3.1 Setor Siderúrgico no Mundo

O setor siderúrgico é um setor bastante globalizado que apresenta as seguintes tendências:

- produção mundial crescente;
- comércio internacional decrescente;
- crescimento nas vendas dentro de blocos comerciais em função da realização de grandes investimentos em países tradi-

cionalmente importadores como Estados Unidos, China, Índia, Coréia do Sul e outros países asiáticos;

- novos investimentos concebidos dentro de uma nova base tecnológica, com menor custo de investimento, baixo custo operacional, tecnologia de gerenciamento e alta produtividade.

No final da década dos 80, o setor começou a se reestruturar através de fusões, aquisições, incorporações, desmobilizações e internacionalização de empresas visando o seu fortalecimento. Em consequência deste processo, observa-se um aumento da concentração no setor visando ganhos operacionais de escala para aumento da competitividade no mercado.

Grande parte da produção mundial de aço está concentrada em 10 empresas: *Nippon Steel*, *Posco*, *Thyssen krupp Stahl*, *British Steel*, *USINOR*, *RIVA*, *Aarbed Group*, *Sail*, *US Steel* e *NKK*.

Na Tabela 1 são mostrados os países que mais consumiram aço no período 1993 a 1997. Os maiores consumidores em 1997 foram: EUA, China, Coréia do Sul e Alemanha. O Brasil foi o nono consumidor mundial de aço.

Tabela 1

CONSUMO MUNDIAL DE PRODUTOS DE AÇO POR PAÍS (EM MILHÕES DE TONELADAS) – 1993-1997

País	1993	1994	1995	1996	1997
EUA	90,3	102,9	99,5	106,6	111,9
China	106,2	105,4	97,8	97,3	103,5
Coréia do Sul	25,2	30,5	35,5	37,6	39,6
Alemanha	28,1	34,2	36,5	30,7	34,0
Itália	19,4	23,2	27,9	22,0	26,5
Índia	15,7	18,6	22,2	22,8	23,2
Taiwan	20,9	19,1	20,1	18,0	21,0
Rússia	30,9	16,4	17,2	15,8	15,7
Brasil	10,6	12,1	12,0	13,0	15,3
França	12,3	14,4	15,3	13,8	15,2
Canadá	11,0	13,3	12,8	13,2	15,2
Reino Unido	11,7	12,6	13,3	12,8	13,3
Malásia	4,8	4,2	7,6	7,7	8,1
Japão	74,2	64,9	77,7	75,9	8,0
Tailândia	7,8	8,0	9,1	9,0	7,8
Indonésia	4,6	5,3	6,4	6,9	7,1
Outros	139,4	136,4	144,6	140,2	149,7
Total	613,1	621,5	643,3	643,3	689,1

Fonte: Revista Época.

Na Tabela 2 são mostrados a produção de aço bruto por país em 1997 e 1998. O Brasil foi o oitavo produtor mundial de aço bruto em 1998. Os maiores produtores foram China, EUA, Japão e Alemanha.

Tabela 2

PRODUÇÃO MUNDIAL DE AÇO BRUTO
POR PAÍS (EM MIL TONELADAS) – 1997-1998

País	1997	1998
China	107.897	114.057
EUA	96.704	97.436
Japão	104.545	93.544
Alemanha	45.007	44.681
Rússia	46.906	41.786
Coréia do Sul	42.554	40.030
Itália	25.770	26.069
Brasil	26.153	25.750
Índia	24.579	23.863
Ucrânia	25.181	23.461

Fonte: Gazeta Mercantil (IISL/LAFA/IBS).

3.2 O Setor Siderúrgico no Brasil

O setor siderúrgico no Brasil tem seu início na década dos 40 com a construção da Companhia Siderúrgica Nacional (CNS), pelo governo brasileiro. Esse setor teve como principal investidor o Estado Brasileiro que construiu e geriu a maior parte das empresas. Essa situação se altera ao longo da década dos 90, com a venda da participação do Estado nessas empresas para grupos privados (processo de privatização).

Como resultado do processo de privatização houve um processo de concentração no setor. As cerca de 30 empresas que atuavam no mercado foram substituídas por 5 grandes grupos que produzem cerca de 95% do aço brasileiro. Um dos resultados mais imediatos desse processo foram os ganhos de escala e ganhos de sinergias operacionais e comerciais entre as usinas. Ainda assim, a escala de produção das usinas brasileiras é muito pequena quando comparadas aos grandes grupos mundiais.

O Brasil é o oitavo produtor mundial de aço bruto, como foi mostrado na Tabela 2, e o faturamento do setor está estimado em cerca de 12 bilhões de dólares por ano. Apesar disso, nenhuma empresa brasileira se encontra entre as maiores do mundo, sendo que a produção da *Nippon Steel* é maior do que toda a produção brasileira.

O mercado interno brasileiro consome cerca de 57% do aço aqui produzido sendo o restante destinado ao mercado externo. O aço que é exportado possui baixo valor agregado e, além disso, o preço vem caindo devido ao excesso de oferta.

A rentabilidade das empresas brasileiras também é afetada pela redução do consumo interno como decorrência da redução da atividade econômica, notadamente da indústria automotiva, principal consumidora de aços laminados.

Como o setor siderúrgico está inserido no contexto internacional em termos comerciais e financeiros, vem sofrendo com os impactos de choques externos e internos, como a crise asiática³ e a desvalorização do Real⁴.

O aumento da oferta de produtos siderúrgicos no mundo após a desvalorização das moedas dos países do sudeste asiático provocou uma redução no preço (em Dólar) do aço fabricado no Brasil. A desvalorização do Real aconteceu em um momento que grande parte das empresas do setor estavam endividadas em Dólar, o que provocou um aumento significativo de suas despesas financeiras.

Devido a essas peculiaridades do setor, o uso de instrumentos que possam reduzir o risco de perdas advindas de choques internos e externos torna-se vital. Essa é uma das razões de ter-se escolhido o setor siderúrgico como objeto da pesquisa.

4 ESTUDO EMPÍRICO

Para conhecer melhor a forma como as empresas do setor siderúrgico enfrentam os riscos aos quais estão expostas foi realizado um estudo empírico com as principais empresas: Acesita, Açominas, Belgo-Mineira e Usiminas.

3 A chamada Crise Asiática ocorreu em outubro de 1998, com a desvalorização das moedas e queda acentuada das ações nas bolsas de valores.

4 Em janeiro de 1999 houve uma brusca desvalorização do Real em relação ao Dólar Americano, cuja cotação passou de cerca de 1,23 Reais para 1 Dólar para cerca de 2,00 Reais para cada Dólar.

Foi enviado um questionário visando verificar o que cada uma das empresas siderúrgicas pensam sobre risco e *hedge* e, se utilizam algum instrumento e qual instrumento. Os questionários foram enviados aos analistas financeiros das empresas do setor. Houve resposta para as quatro empresas citadas anteriormente.

4.1 Análise de Resultados

Dentre as várias perguntas contidas no questionário foram escolhidas para serem analisadas as respostas relacionadas diretamente com a questão do risco, *hedge* e *Swap*, temas diretamente ligados aos objetivos desse trabalho.

Aos analistas foi pedido que avaliassem cada questão proposta, em uma escala de 1 a 6, sendo 1 equivalente a irrelevante e 6 fortíssima relevância, os fatores relacionados a risco, *hedge* e *Swap*. É essa a escala utilizada e apresentada nos Quadros 3 a 5.

Com relação à importância dada aos diferentes tipos de risco aos quais a empresa está submetida verificou-se que realmente os analistas estão preocupados com a questão do risco. O Quadro 3 mostra resumidamente os principais resultados referentes à questão risco.

Os resultados da Quadro 3 mostram que todas as quatro empresas estão preocupadas com a questão do risco. Na média, o risco de oscilação da taxa de juros interna (média 4), seguida pelo risco de variabilidade entre as cotações das moedas (média 3,8) e risco de oscilação da taxa de juros interna (média 3,6).

Entretanto, houve respostas que divergiram da média como a avaliação feita por uma empresa de que o risco de oscilação da taxa de juros externa é irrelevante, de outra empresa que julgou irrelevante o risco soberano e de outras duas que julgaram de pouca relevância o risco de oscilação da taxa de juros interna. Essas diferenças podem estar associadas a peculiaridades relativas à gestão de cada empresa.

Quadro 3

IMPORTÂNCIA DO RISCO PARA CADA EMPRESA DO SETOR SIDERÚRGICO BRASILEIRO

Tipo de Risco	Empresa	Nota
Risco da variabilidade entre as cotações das moedas	Acesita	5
	Açominas	4
	Belgo-Mineira	3
	Mannesmann	3
	Usiminas	4
	Média	3,8
Risco de oscilação da taxa de juros externa	Acesita	5
	Açominas	4
	Belgo-Mineira	5
	Mannesmann	5
	Usiminas	1
	Média	4
Risco Soberano (é o risco que as empresas correm de o país onde estão situadas não possuir reservas suficientes para honrar os compromissos com o exterior)	Acesita	3
	Açominas	1
	Belgo-Mineira	5
	Mannesmann	4
	Usiminas	3
	Média	3,2
Risco de oscilação da taxa de juros interna	Acesita	5
	Açominas	2
	Belgo-Mineira	5
	Mannesmann	2
	Usiminas	4
	Média	3,6

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos com a pesquisa empírica.

Quadro 4

IMPORTÂNCIA DADA AO HEDGE PELAS EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO BRASILEIRO

Tipo de Hedge	Empresa	Nota
Fazer hedge	Acesita	5
	Açominas	5
	Belgo-Mineira	NR
	Mannesmann	5
	Usiminas	NR
	Média	5
Hedge de taxa de juros no mercado externo	Acesita	5
	Açominas	3
	Belgo-Mineira	5
	Mannesmann	5
	Usiminas	7
	Média	3,8
Hedge de Moedas	Acesita	5
	Açominas	4
	Belgo-Mineira	3
	Mannesmann	5
	Usiminas	6
	Média	4,6
Hedge de taxa de juros no mercado interno	Acesita	5
	Açominas	3
	Belgo-Mineira	4
	Mannesmann	1
	Usiminas	5
	Média	3,6

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos com a pesquisa empírica.

Nota: NR significa questão não respondida pela empresa.

Quadro 5

IMPORTÂNCIA ATRIBUÍDA PELAS EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO AOS DIVERSOS INSTRUMENTOS UTILIZADOS COMO HEDGE – BRASIL, 1998

Tipo de Derivativo	Empresa	Nota
Swap	Acesita	5
	Açominas	5
	Belgo-Mineira	6
	Mannesmann	6
	Usiminas	6
	Média	5,6
Opções	Acesita	3
	Açominas	1
	Belgo-Mineira	5
	Mannesmann	4
	Usiminas	2
	Média	3
Futuros	Acesita	5
	Açominas	6
	Belgo-Mineira	NR
	Mannesmann	3
	Usiminas	2
	Média	4
Fundos de Hedge	Acesita	4
	Açominas	4
	Belgo-Mineira	NR
	Mannesmann	5
	Usiminas	2
	Média	3,8

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos com a pesquisa empírica.

Nota: NR significa questão não respondida pela empresa.

No Quadro 4 estão as respostas relativas à questão do *hedge*. De uma maneira geral, as empresas acham que fazer *hedge* é relevante (média 5). Duas empresas não responderam a essa questão: Belgo-Mineira e Usiminas.

A média de respostas à importância de se fazer *hedge* como proteção à oscilação na taxa de juros no mercado externo foi 3,8, o que indica que as empresas acham relevante essa questão. Três empresas julgaram muito relevante atribuindo nota 5. Essa resposta pode indicar que essas empresas possuem passivos indexados por taxas de juros externas. Somente uma empresa julgou irrelevante, o que pode indicar que seus passivos não estejam indexados por taxa de juros externas.

Não houve muita variabilidade nas respostas obtidas com relação à importância de se fazer *hedge* de moedas. Todas as empresas julgaram relevante. Isso pode ser resultado da internacionalização do setor e da dependência do mercado externo.

Com relação à importância de se fazer *hedge* para oscilações da taxa de juros do mercado interno, somente uma empresa julgou a questão irrelevante atribuindo nota 1. As outras empresas julgaram-na relevante.

No Quadro 5 são mostradas as respostas referentes ao uso de diversos derivativos financeiros: *Swap*, Opções, Futuros e Fundos de *Hedge*. O *Swap* foi indicado como o melhor instrumento para se fazer *hedge*.

O Quadro 6 mostra quais os instrumentos de *hedge* são utilizados para cada tipo de risco da empresa. Para o risco de variabilidade entre moedas houve uma grande variabilidade nas respostas. Cada empresa indicou um derivativo como sendo o mais adequado. Para o risco de oscilação da taxa de juros externa e interna o *Swap* foi escolhido como sendo o mais adequado por todas as empresas.

O Quadro 7 mostra resumidamente quais instrumentos de *hedge* são utilizados por cada empresa e as razões que as levaram a utilizar cada instrumento. Somente uma empresa que não utilizou nenhum instrumento derivativo para *hedge*. As demais utilizaram pelo menos um instrumento e todas utilizaram o *Swap*, indicando ser esse instrumento o preferido pelas empresas.

Os resultados apresentados pela Acesita se destacaram e decidiu-se então fazer uma análise mais aprofundada da empresa.

Quadro 6

ESCOLHA DO INSTRUMENTO DE HEDGE DE ACORDO COM O RISCO POR EMPRESA DO SETOR SIDERÚRGICO

Tipo de Risco	Empresa	Hedge
Variabilidade nas cotações entre as moedas	Acesita	Arbitragem
	Açominas	Futuro
	Belgo-Mineira	Swap
	Mannesmann	Fundos de Hedge
	Usiminas	Swap, Forward
Oscilação na taxa de juros externa	Acesita	Swap, Floating Rate, Fixed Rate
	Açominas	Swap
	Belgo-Mineira	Swap
	Mannesmann	Swap
	Usiminas	Swap
Oscilação na taxa de juros interna	Acesita	Swap
	Açominas	Swap
	Belgo-Mineira	Swap
	Mannesmann	Swap
	Usiminas	Swap

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos com a pesquisa empírica.

Quadro 7

INSTRUMENTO UTILIZADO PARA HEDGE E MOTIVO DA ESCOLHA POR EMPRESA DO SETOR SIDERÚRGICO NO BRASIL

Empresa	Instrumento	Razões
Acesita	Swap	Troca da taxa fixa para CDI, taxa de juros flutuante para taxa fixa.
	Arbitragem	Vende ao exterior em moeda diferente do Dólar.
	Foward	Compra de insumos na bolsa de Londres (LME).
Açominas	Swap de Juros	Flutuações de taxas de juros e necessidade de "casamento" entre rentabilidade de aplicações e custos de captações.
Belgo-Mineira	Não Fez	Reconhece a necessidade de <i>hedge</i> , porém optou por trocar a dívida de curto prazo em Dólar por longo prazo em Real (BNDES).
Mannesmann	Swap	Mais fácil operacionalização, entendimento e maior adequação às necessidades da empresa.
Usiminas	Swap	Por sua clareza e facilidade de trabalhar pois não têm ajustes, não exigem margens e não há pagamento de prêmio.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos com a pesquisa empírica.

5 O CASO DA ACESITA⁵

A Acesita foi construída pelo Estado Brasileiro e entrou em operação em 1949 tendo como objetivo produzir aços especiais para atender o mercado interno. Em 1992, a empresa foi privatizada o que resultou em aumento da capacidade produtiva através de investimentos em modernização, produtividade e rendimento dos equipamentos e redução no custo da mão-de-obra. Em 1998, houve uma nova mudança no controle acionário da empresa com a compra de 38,94% do capital votante e 27,68% do capital total da empresa pelo grupo francês Usinor (6º maior produtor de aço do mundo) que se tornou seu principal controlador.

A capacidade instalada da usina é de 845 mil toneladas de aço líquido por ano. São produzidos diversos tipos de aços: planos inoxidáveis, planos siliciosos de grão orientado, não planos (barras) e aços planos de carbono, etc.

A nova estratégia da empresa traçada a partir da entrada da Usinor na sua composição acionária é a seguinte:

- a) *Matérias-primas*: devido ao porte da Usinor no mercado internacional, a Acesita tem possibilidade de conseguir ganhos de escala na compra de matérias-primas;

- b) *Vendas*: com o acordo, a Acesita passa a ter acesso à rede de distribuição da Usinor, além de beneficiar-se do seu marketing internacional levando a empresa ao cliente final de forma eficiente, direta e profissional;

- c) *Gerenciamento*: ferramentas gerenciais aplicadas com sucesso nas empresas do Grupo Usinor também poderão ser adaptadas à realidade da Acesita e implementadas;

- d) *Custos financeiros*: o apoio da Usinor a financiamentos da Acesita contribuirá para que os investidores reduzam os custos de empréstimos e financiamentos, o que irá favorecer a redução de suas despesas financeiras.

5.1 O Perfil das Vendas e Financiamento da Acesita

Para analisar a necessidade de *hedge* em função de um possível descasamento cambial, verificou-se a situação econômico-financeira da Acesita através de seus demonstrativos financeiros de 1997 e 1998. Para se fazer uma análise mais completa do impacto do descasamento cambial necessita-se ter acesso a informações sobre valor, prazos, formas de liquidação dos contratos, taxa

⁵ As análises e interpretações produzidas nesse trabalho são exclusivamente dos autores.

de juros, moeda contratada, etc. Como não foi possível o acesso a essas informações a análise se limitará a dizer se a empresa necessita ou não de *hedge* cambial com base no perfil de suas transações com o exterior para depois comparar estes resultados com as respostas dadas pela empresa no questionário.

As Tabelas 3 e 4 trazem as informações sobre as vendas da Acesita no mercado interno e externo em 1997 e 1998 em toneladas e em Reais. Observa-se que embora a empresa tenha se orientado para o mercado externo no período 1997-98 uma maior parcela de sua produção, com incremento em suas exportações de 23,6%, o montante exportado em relação às vendas totais representou apenas 15,9%, deixando claro que a sua prioridade foi o mercado interno com 84,1% de sua

produção. Analisando em termos de Reais esse perfil não muda muito. Houve um incremento de 28,3% nas exportações, porém elas participaram apenas com 14,2% do total faturado no ano de 1998. Isso significa que as exportações pouco contribuíram para a formação de *hedge* natural.

Na Tabela 5 é mostrado o perfil do endividamento da Acesita em 1997 e 1998. Comparando-se as dívidas em moeda estrangeira com o endividamento total verifica-se que em 1998 os recursos externos representavam quase metade do passivo exigível.

A relação exigível total sobre ativo, que representa o grau de endividamento da empresa, no final de 1998, era de 56,57% e, em 1997, 56,53%, indicando que não houve alteração significativa nesse perfil.

Tabela 3

PERFIL DAS VENDAS DA ACESITA – 1997-1998 (EM TONELADAS)

	1997	%	1998	%	Variação %
Total	591.409	100	572.930	100	-3,1
Mercado Interno	517.761	87,6	481.920	84,1	-6,9
Mercado Externo	73.648	12,4	91.010	15,9	23,6

Fonte: ITR –12/98.

Tabela 4

PERFIL DAS VENDAS DA ACESITA –1997-1998 (EM MIL REAIS)

	1997	%	1998	%	Variação %
Total	701.173	100	677.322	100	-3,4
Mercado Interno	626.180	89,3	581.069	85,8	-7,2
Mercado Externo	74.993	10,7	96.253	14,2	28,3

Fonte: Acesita.

Tabela 5

PERFIL DO ENDIVIDAMENTO DA ACESITA –1997-1998 (EM MIL REAIS)

	1997	%	1998	%	Variação %
Total do exigível	1.525.138	100	1.457.806	100	-4,41
Dívidas com coligadas no país	40.232	2,64	66.295	4,55	64,78
Mútuos com coligadas no exterior	101.137	6,63	189.870	13,02	87,74
Financiamento em moeda estrangeira	684.159	44,86	535.650	36,74	-21,71
Financiamento em moeda nacional	233.921	15,34	54.851	3,76	-76,55
Debêntures	250.096	16,40	370.224	25,40	48,03
Fornecedores	58.736	3,85	100.180	6,87	70,56
Demais	156.857	10,28	140.736	9,65	-10,28

Fonte: ITR-12/98.

5.2 Análise do Descasamento Cambial

A partir das demonstrações financeiras da Acesita tem-se o seguinte perfil de descasamento cambial descrito na Tabela 6.

Tabela 6
DESCASAMENTO CAMBIAL

Contas	Valor (R\$ mil)
Ativos em moeda estrangeira	
Clientes no mercado externo	14.518
Produtos importados para revenda	1.794
Importações em andamento	13.285
Total	29.597
Passivos em moeda estrangeira	
Financiamentos e moeda estrangeira	535.650
Mútuos com coligadas no exterior	189.870
Total	725.520
Saldo (passivos menos ativos)	695.923

Fonte: Acesita.

A partir da Tabela 6 conclui-se que se a empresa desejasse ficar totalmente hedgeada (protegida) contra variações cambiais, ela teria de contratar aproximadamente operações de *hedge* cambial.

6 CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como objetivo mostrar que o *Swap* é o instrumento de *hedge* mais utilizado pelo o setor siderúrgico brasileiro e analisar com maior detalhamento o caso da Acesita.

Devido às peculiaridades do setor siderúrgico, esse está exposto a diversos tipos de risco o que faz com que as empresas tenham a necessidade de se proteger de alguns desses riscos (notadamente de oscilação cambial e de juros). Sendo assim, pode-se concluir que o *Swap* é o instrumento mais utilizado pelas empresas no setor siderúrgico para se proteger contra os riscos de oscilação cambial e de juros pelos seguintes motivos:

- é o instrumento de mais fácil entendimento e operacionalização;
- é o instrumento que melhor se adequa às necessidades da empresa, pelo fato de não ser padronizado, podendo ser contra-

tado pelo valor e prazo desejados pela empresa;

- consegue proteger a empresa contra uma série de riscos;
- não possui ajustes e nem margem de garantia, ou seja, o custo é baixo.

As empresas têm preferência por realizar um *Swap* sem caixa do que um *Swap* com caixa, quando a finalidade do *Swap* é especificamente fazer *hedge*. Uma das principais razões para essa preferência é que um *Swap* sem caixa não depende de disponibilidades financeiras e, também, a qualquer momento durante a vigência do contrato a empresa poderá desfazer o *hedge* (sua proteção) resgatando sua aplicação antecipadamente.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BESSADA, O. *O mercado futuro e de opções: os fundamentos teórico-operacionais para montagem de estratégias de investimento nos mercados derivativos*. Rio de Janeiro: Record, 1995.
- FORBES, L. F. *Mercados futuros: uma introdução*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 1994.
- FORTUNA, E. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualimark, 1994.
- GÂMBOA, C., JUCHEM, C., DI PIETRO, D. E. *Disclosure das transações financeiras*. São Paulo: Finance Treinamento, Acessoria e Publicações, 1996.
- GLASGALL, W., BURNS, G. *Os mandamentos do Hedging*. Business Week, 1999.
- HULL, J. *Introdução aos mercados futuros e opções*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros e Cultura Editores Associados, 1996.
- LEITE, H. P., SANVICENTE, A. Z. *Índice IBO-VESPA: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas, 1995.
- PENTEADO, H. F. *Estratégia: hedge cambial de aplicações financeiras*. São Paulo: Resenha BM&F, n. 126, p. 15-22, set. 1998.
- SILVA NETO, L. A., TAGLIAVINI, M. *Opções do tradicional ao exótico*. São Paulo: Atlas, 1994.
- *Derivativos: definições, emprego e risco*. São Paulo: Atlas, 1998.