

1 Introdução

Esta Tese de Doutorado consiste de três ensaios que investigam três questões principais relacionadas ao gerenciamento de risco cambial pelas empresas em períodos de crises cambiais: Qual é a relevância econômica das perdas patrimoniais sofridas pelas empresas com descasamentos cambiais em períodos de crises cambiais? A disciplina imposta pela globalização do capital acionário induz a um gerenciamento de risco cambial mais eficiente? As garantias implícitas dos regimes de câmbio administrado estimulam um endividamento excessivo em moeda estrangeira?

O primeiro ensaio testa as previsões dos modelos de terceira geração de crises cambiais. Nesses modelos, depreciações do câmbio implicam perdas patrimoniais para empresas, que propagam as crises para o setor real da economia. Para testar esses modelos, construímos uma base de dados que nos permite medir descasamentos cambiais, ao redor da crise cambial brasileira de 2002. Encontramos que, entre 2001 e 2003, empresas com elevados descasamentos cambiais na véspera da crise reduziram seus investimentos em 8,1 pontos percentuais, comparativamente às demais empresas de capital aberto. Mostramos, também, que a depreciação cambial aumentou a competitividade das empresas exportadoras, mas, ainda assim, implicou perda de 12,5 pontos percentuais no investimento das exportadoras com descasamentos cambiais, relativamente às demais exportadoras. Essas quedas estimadas de investimento são economicamente muito relevantes, corroborando a importância dos efeitos patrimoniais negativos dos modelos de terceira geração.

O segundo ensaio investiga a existência de ganhos da globalização do capital acionário em crises cambiais. Uma literatura recente mostra que a listagem de ações nos Estados Unidos através de ADRs protege acionistas minoritários de países que oferecem fraca proteção legal aos investidores. Entretanto, tal literatura não apresenta evidência de quais decisões corporativas são disciplinadas pela emissão de ADRs. Este artigo mostra que emissões de ADRs induzem uma gestão

de risco cambial mais eficiente: em antecipação à crise cambial brasileira de 1999, em média, as empresas com ADRs reduziram em 6,4 pontos percentuais a proporção de descasamento cambial sobre ativos, relativamente às empresas sem ADRs. Resultados adicionais conectam esse forte ajuste à pressão de arbitadores internacionais.

Finalmente, o terceiro ensaio estuda se as garantias governamentais de que não desvalorizará significativamente o câmbio, implícitas nos regimes de câmbio administrado, estimulam um endividamento excessivo em moeda estrangeira. Este trabalho estima a importância desses incentivos, a partir das variações (ao redor de uma mudança de regime de câmbio) do endividamento em moeda estrangeira de dois grupos de empresas: as com passivos cambiais descobertos e as com passivos cambiais cobertos. Dados de empresas brasileiras, antes e depois do fim do regime de câmbio administrado em 1999, sugerem que as garantias implícitas não são relevantes para a decisão de endividamento em moeda estrangeira.