



<http://dx.doi.org/10.21714/19-82-25372018v12n3p101118>

## IMPORTANDO BEM SEM OLHAR ALÉM

*Mario Antonio Sensi Filho*

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI  
[mariosensi@icloud.com](mailto:mariosensi@icloud.com)

*Raul Beal Partyka*

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI  
[raul@edu.univali.br](mailto:raul@edu.univali.br)

*Jeferson Lana*

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI  
[jeff@rovian.com.br](mailto:jeff@rovian.com.br)

Recebido em 06 de Março de 2018  
Aprovado em 10 de Setembro de 2018

### RESUMO

Este caso para ensino tem como objetivo estimular a discussão sobre o quão instável o mercado cambial pode ser e de que maneira ele pode afetar as organizações. Isabel é uma empreendedora que decide se aventurar no comércio de uma pequena cidade, com uma loja de produtos importados, a Vende Tudo. José, seu marido, um *trader* com anos de experiência em negociação no mercado asiático, decide abandonar sua carreira na empresa à qual se dedicou por anos, para embarcar no sonho de sua esposa e fazer a empresa dela crescer de forma sustentável. O caso demonstra a realidade de muitas organizações de pequeno porte, que se aventuram no comércio exterior sem o devido conhecimento ou assessoria adequada para agir de forma segura e não especulativa. Diante do contexto econômico e empresarial, o caso proporciona ao aluno uma reflexão sobre a utilização da análise gráfica como ferramenta para gerenciamento de risco em importações, como base para tomada de decisão da utilização ou não de trava cambial nas operações.

**Palavras-chave:** Análise gráfica. Mercado cambial. Mercado de Capitais.

### ABSTRACT

This teaching case aims to stimulate discussion about how unstable the exchange market may be and how it can affect organizations. Isabel is an entrepreneur who decides to venture into the commerce of a small town, with an imported products store, Vende Tudo. José, her husband, a trader with years of experience in trading in the Asian market, decides to abandon her career in the company she has dedicated to for years to embark on her wife's dream and grow her business in a sustainable way. The case demonstrates the reality of many small organizations that venture into a foreign trade without proper knowledge or advice to act in a



safe and non-speculative way. Given the economic and business context, the case provides the student with a reflection on the use of graphical analysis as a tool for risk management in imports, as a basis for decision making whether or not to use exchange rate lock-in operations.

**Keywords:** Graphical analysis. Foreign exchange market. Capital Markets.

## 1 UMA HISTÓRIA DE PERSEVERANÇA

Você deve se recordar do tempo em que as lojas de R\$ 1,99 eram uma febre. Essa exploração das magazines populares ocorreu principalmente na década de 1990, possivelmente com o aumento do poder aquisitivo das classes de baixa renda, após a contenção da hiperinflação. Este segmento de lojas se multiplicava rapidamente, a cada esquina. Foi nesse momento que nasceu a Vende Tudo no município de Penha, Estado de Santa Catarina, no ano de 1999, idealizada por Isabel, que vinha de uma família de pequenos comerciantes. Ela acreditou na oportunidade e decidiu investir nesse sonho de ter a sua própria loja.

José, marido de Isabel, atuava como *trader* em uma multinacional da região. Ele era um negociador de comércio exterior, na compra/venda de mercadorias, serviços ou até mesmo informações. Seu foco era o mercado asiático, mais especificamente a China.

Em um ambiente pequeno, de 49m<sup>2</sup>, e tendo apenas a própria Isabel como colaboradora, a Vende Tudo teve um início promissor, vendendo brinquedos, presentes, utilidades domésticas, tudo por um preço único, R\$ 1,99. Isso fazia o consumidor ter a percepção de preço baixo, de economia, mesmo que alguns produtos pudessem estar sendo vendidos a um preço menor por qualquer outro comerciante da região.

Em pouco tempo, José percebeu o quanto a Vende Tudo estava tomando o tempo de Isabel e sentiu algo promissor ali. Era o negócio certo, no momento certo. Foi então que decidiu ajudar sua esposa com algumas “dicas”, em negociações com fornecedores e na gestão da ainda pequena empresa.

Decorridos cinco anos, a loja já tinha um tamanho seis vezes maior, e o faturamento também crescia exponencialmente, na taxa de 60% ao ano. Dessa forma, José e Isabel tiveram que dedicar integralmente seu tempo para atender a demanda local. Ou seja, nesse período, José largou definitivamente seu emprego, para administrar sua loja junto com Isabel, que agora já contava com oito colaboradores.

Conforme o tempo foi passando, José e Isabel perceberam que a Vende Tudo poderia agregar mais itens, além das “bugigangas” comercializadas em todas as lojas de 1,99. Eles poderiam começar a vender também utilidades, alguns tipos de alimentos, utensílios domésticos, com maior valor agregado, e muita decoração para os lares da região.

Sendo assim, no ano de 2010, a Vende Tudo inaugurou uma loja na cidade de Balneário Piçarras, maior que sua matriz, mudando e aperfeiçoando ainda mais seu atendimento, seu *layout* e a maneira de enxergar o mercado. No ano de 2011, foi a vez da expansão da sua matriz. Uma nova estrutura, com 3 mil m<sup>2</sup>, fora construída para alojar a maior loja de utilidades e presentes da região, e nada mais era preciso para firmar essa empresa como referência regional.

As lojas cresciam, a marca se consolidava, e José ia percebendo o quanto ainda poderia explorar na barganha com os fornecedores. Nesse sentido, começou a usar toda sua experiência na área de negociação e comercial, para reduzir ao máximo o custo dos produtos comprados, a fim de garantir o melhor preço na região.

Mesmo assim, espremendo ao máximo seus fornecedores, José sabia que era o momento de ir além, pensar mais longe, tão longe o quanto ele estava acostumado a pensar



enquanto era um *trader*. Era o momento de pensar na importação de produtos diretamente da China, pois a maioria das mercadorias comercializadas na Vende Tudo era adquirida de importadoras. Foi então que ele chamou Isabel para conversar:

– *Isabel, estive vendo nossos números, nosso crescimento, acredito que seja o momento de darmos mais um passo importante.*

– *Como assim, Zé? Estamos com duas lojas, não temos condições e nem pessoas para abertura de mais uma loja* – respondeu Isabel, já apreensiva com os planos do marido.

– *Não, querida, não me refiro às lojas especificamente, mas à compra de mercadorias. Acredito que este seja o momento de começarmos a pensar em importar pelo menos parte da mercadoria que vendemos, pois temos em caixa o que acredito ser o necessário para a nossa primeira importação.*

– *Você não acha muito cedo? Tenho receio de importar algo. Inúmeras vezes você chegava em casa e me falava que no seu antigo trabalho ocorriam alguns problemas com as mercadorias importadas: compravam um produto e chegava outro, perdiam mercadoria no porto, entre outros entraves.*

– *Esse é o ponto, Isabel. Lá, eu não tinha autonomia para negociar com bons fornecedores, eu tinha autonomia para negociar com os mais baratos e, em alguns casos, o barato saiu caro para eles. Eu tenho o know-how, sei o caminho e também conheço algumas pessoas que podem nos ajudar com as questões que desconheço.*

– *Vamos com calma, Zé.* – Isabel conhecia aquele olhar do marido – *Existe alguma maneira de sondarmos primeiro? Fazer um orçamento?*

– *Com certeza! Amanhã já começarei a entrar em contato com alguns colegas e fornecedores.*

Em pouco mais de uma semana, José já estava com todo o orçamento em mãos. Ele e Isabel haviam definido que o foco inicial para o orçamento seria a importação de produtos da China, mercado com o qual José estava habituado a lidar, e de produtos para o Natal, com algumas decorações. Conforme ele já havia se informado, esses itens não teriam muitos problemas na sua nacionalização, devido à falta de similares nacionais. Ele já estava ansioso para mostrar todo o material que havia reunido sobre os produtos, incluindo os custos. Tudo estava pronto, exceto pelo aval de Isabel:

– *Então, Isabel, aqui está todo o material, todo o levantamento feito por mim sobre os produtos, os custos, o prazo, tudo aqui. E aí, quando vamos começar?* – perguntou José, transbordando de ansiedade.

Isabel só não estava mais impressionada, ou até mesmo assustada, pois conhecia o quanto seu marido era ansioso quando se tratava de um assunto que ele conhecia tão bem. Ela pegou todos os documentos e começou a analisar:

– *José, de tudo isso, o que eu mais entendo é em relação ao valor. É um valor bem alto. E, de acordo com o que conversamos, é pago praticamente todo o valor antes de começarmos a vender?*

– *Sim, iremos utilizar praticamente todo o capital que temos acumulado. Mas, Isabel, você tem que olhar a projeção do lucro que teremos sobre a venda dessa mercadoria.*

Isabel não havia percebido o valor projetado, e se assustou ao perceber que a margem era três vezes maior que as margens com as quais eles estavam acostumados a trabalhar. O custo total do *container*, incluindo todos os custos de nacionalização, havia ficado em R\$



150.000,00. O câmbio na época, julho de 2011, estava estável. A moeda norte-americana estava cotada a R\$ 1,55, e o orçamento que José havia feito se baseava nesse câmbio.

Então, ainda meio receosa, Isabel disse:

*– É realmente uma margem muito boa, mas ainda me sinto meio insegura. Comprar algo que não vejo, negociar sem ver o vendedor, é bem diferente.*

*– Isabel, confie em mim. Fiz isso durante anos, vai dar certo!*

E nesse momento, entre dúvidas e incertezas, eles decidiram dar este primeiro passo, fazer sua primeira importação. O *container* foi nomeado como Vende Tudo 201, e José começou a rever todo o orçamento para fechar a primeira lista.

Então, no dia 30 de outubro de 2011, a primeira importação da Vende Tudo estava sendo descarregada, e Isabel estava tão ansiosa quanto José para ver toda a mercadoria que havia chegado. Ambos acabaram ajudando na descarga da mercadoria, pois mal viam a hora de abrir caixa por caixa.

Tudo havia corrido bem. As mercadorias vieram de acordo, e os gastos de importação e nacionalização ficaram abaixo do orçamento. Em apenas dois dias, as mercadorias já estavam sendo vendidas nas lojas, com uma margem de lucro que enchia os olhos do casal de empreendedores. Agora, Isabel estava mais ansiosa que José para importar novamente.

Como tudo ocorrera como o previsto, isso gerou uma boa base de confiança ao casal, que, no início do ano seguinte, fez a importação do Vende Tudo 301.

## **2. Crise mundial, reflexo local**

A Vende Tudo estava “de vento em popa”. José e Isabel tinham uma empresa sólida, que agora explorava uma nova oportunidade, e também contavam com uma equipe entrosada. A maior parte dos colaboradores do setor administrativo estava na empresa há pelo menos três anos, situação que gerava uma relação de confiança para ambas as partes.

Durante os meses seguintes tudo correria bem. Tanto o Vende Tudo 201 quanto o Vende Tudo 301 haviam praticamente se esgotado em vendas, e Isabel e José queriam mais. Agora eles almejavam outros produtos, começar a importar algo com um pouco mais de valor agregado, para que, no final, isso também se refletisse em uma margem de lucro mais expressiva.

A “bolha” estourou novamente em 2012. Era o ano de mais uma crise, agora oriunda da Europa, mas que repercutira por todo o mercado mundial. José havia confirmado a lista de importação, porém, não estava acompanhando qualquer notícia a respeito disso. Eles mal estavam conseguindo lidar com a gestão da empresa, muito menos conseguiam estar envolvidos em assuntos globalizados. Sequer tinham tempo para assistir o jornal da noite, de que José tanto gostava.

Era janeiro de 2013 quando José e Isabel definiram a lista de importação para o *container*, que agora estava em Vende Tudo 401. Dessa vez, ambos tiveram uma visão mais agressiva em relação à escolha dos produtos, pois acreditavam que era o momento certo para dar mais um passo em relação a lucratividades ainda maiores.

Durante a importação do Vende Tudo 401 houve alguns atrasos, devido ao fato de as mercadorias com maior valor agregado não terem passado na última inspeção de qualidade, antes do embarque. Sendo assim, o fornecedor teve que repetir o pedido para entrega. Além disso, como eles estavam mais confiantes, José pouco conversava com seus antigos colegas que o ajudaram em relação à parte cambial, assunto do qual ele pouco entendia.

Era agosto de 2013. Devido ao grande atraso no embarque, a importação fechada em janeiro só atracara praticamente sete meses depois, e, junto com os produtos, veio a grande surpresa para José. O orçamento da importação, que ele havia feito com base em um câmbio a R\$ 1,97, ficou totalmente defasado, diante da cotação atual de R\$ 2,38. Tratava-se praticamente de 21% de oscilação da moeda norte-americana, a qual refletiria tanto no custo direto dos produtos quanto nos custos de nacionalização e impostos sobre essas mercadorias. Inicialmente em R\$ 130.000,00, agora o custo da importação já estava em R\$ 190.000,00.

Foi um grande choque, pois mais da metade da margem de lucro projetada para estes produtos havia sido “sugada” pela variação cambial sem que eles percebessem. A mercadoria, que viria para alavancar ainda mais o resultado da empresa, se transformara em um problema, pois o seu valor pouco se diferenciava da margem de lucro de alguns similares nacionais, para os quais eles teriam um prazo de pagamento bem diferente do que tiveram na importação. Ou seja, eles conseguiriam pagar o fornecedor nacional praticamente com o valor das vendas, sem haver a necessidade de um desembolso antecipado.

No Gráfico 1 pode ser observada a variação cambial da moeda norte-americana no período de janeiro a agosto de 2013.

Gráfico 1 – Variação da cotação do dólar de Janeiro a Agosto de 2013



Fonte: Aplicativo MetaTrader 5.

Após perceber todo o problema, José decidiu não contar a Isabel sobre o problema que a variação cambial havia causado na importação deles, pois ele sabia que, agora que ele havia conseguido conquistar a confiança dela, se ele contasse, tudo voltaria à estaca zero.

Já haviam se passado dois meses de venda, e Isabel chamou José para conversar:

– *José, olha estes números!* – falou Isabel, com o relatório de vendas dos importados em mãos. – *Essa mercadoria está vendendo muito! Acho que acertamos em apostar um pouco*



*mais em produtos com valor mais agregado. Nem acredito que fiquei insegura em relação à importação. Me arrependo de não termos começado antes.*

*– É, realmente, são números surpreendentes – respondeu José, com uma empolgação tão forçada, que sua esposa percebeu:*

*– O que houve? Você não está contente com as vendas?*

*– Não é isso, é que estou bem cansando devido ao acúmulo de serviço da Carla, mas estou bem – respondeu José, tentando disfarçar seu sentimento de medo e culpa por não ter contado a verdade à sua esposa.*

*– Entendo, agora que ela está fora de perigo, podíamos focar em tentar encontrar alguém para substituí-la, o que você acha? Nem que seja para as funções mais simples, para não sobrecarregar tanto você enquanto ela se recupera.*

*– Sim, sim, bem pensado, vou divulgar vaga internamente.*

*– Certo, mas em relação à importação, acho que deveríamos apostar mais nos produtos com valor mais agregado, trazer mais no próximo container.*

Então José, sabendo que não poderia repreender o entusiasmo de sua esposa, devido ao fato de ter sido ele o responsável por implantar toda essa ideia de importação, acabou concordando com Isabel.

### **3. Vende Tudo 501: A hora da verdade**

Era o dia 30 de abril de 2014. Com o dólar cotado a R\$ 3,02, toda a lista do Vende Tudo 501 estava pronta e liberada para compra no exterior. O orçamento inicial estava em R\$ 250.000,00, praticamente o dobro dos *containers* que eles estavam acostumados a importar, e principalmente, mais que o dobro do que eles estavam acostumados a pagar por uma operação de importação. A maior parte dos produtos selecionados tinha um valor alto e ocupava pouco espaço, para alegria de Isabel e desespero de José.

Agora algo estava diferente. José estava com medo, cautela, em relação a esta importação, pois não teria como esconder um novo problema, como tinha feito anteriormente, isto porque, agora, com o valor do Vende Tudo 501, as proporções do desastre seriam maiores, devido ao volume a ser importado. Então ele decidiu chamar um antigo colega, o Carlos, para conversar. Mais conhecido como Senhor Grafista, apelido colocado por seus colegas devido ao seu fascínio por gráficos desenvolvidos para entender a variação cambial, Carlos era o responsável pelo gerenciamento de risco das importações da empresa para a qual José trabalhara por muito tempo. E José lembrava muito bem do “milagre” que os gráficos de Carlos fizeram com as importações.

*– José, quanto tempo, amigo! Fico muito feliz em ver o sucesso das suas lojas. Eu e minha esposa somos clientes assíduos – disse Carlos, ao encontrar José para a reunião.*

*– Fico feliz em saber disso, Carlos. Trabalhamos duro para conseguir e você acompanhou parte da nossa luta.*

*– Com certeza! Mas vamos lá. Você me falou algo por telefone, em relação a um susto sobre uma importação, no que eu posso te ajudar? Você precisa de um contato para contratar um hedge?*

*– Contratar o quê? – José lembrou que já ouvira falar algo sobre isso, mas já não fazia ideia do que era.*

*– Agora entendo o seu susto na importação. José, vocês não podem simplesmente importar sem ter uma proteção cambial, ainda mais agora, em épocas de crise.*



– Exatamente por isso que te chamei, pois agora estou com um grande problema. Estamos com mais uma lista fechada e só escuto notícias de alta do dólar.

– Primeiro passo, você quer dormir tranquilo?

– É tudo que preciso, não durmo há alguns meses.

– Certo, então vou te ajudar, começando a explicar o que é um Hedge, ou também podemos chamar de trava cambial. Trata-se de uma maneira de travar o câmbio na importação: você define uma banda cambial que fique confortável para o seu custo do produto, dentro do seu orçamento. E dentro desse limite, existem maneiras de travar o câmbio, ou seja, se o dólar ultrapassar esse limite, você não é afetado.

– É exatamente disso que preciso! – disse José, olhando para Carlos e enxergando a solução para os seus problemas.

– Mas muita calma, amigo, tudo tem um preço, ou você já viu instituição financeira fazendo caridade para os empresários? Este é o meu trabalho hoje: cuidado da parte de gerenciamento de risco de todas as importações, pois muitas vezes fica financeiramente inviável travar todas as operações. Principalmente para pequenas empresas, isso pode representar um custo considerável na hora de fechar o custo total da importação.

– Essa parte eu entendi. Só que agora você me deu uma solução e mais um problema. Se não devo travar todas as importações, como eu vou saber quais e quando travar?

– Essa é a pergunta de ouro, José. Em relação ao Hedge em si, vou te passar o contato do Jeferson. Ele trabalha no banco que utilizo para fazer as travas, quando necessário. Até onde pesquisei, eles têm o melhor custo, mas claro que vai depender da performance de cada empresa. Quanto maior o volume de transações, melhor é a barganha. Mas, amigo, como você disse, vamos primeiro tentar resolver um problema, para avançar para o próximo.

Dessa forma, uma conversa informal, que deveria levar no máximo uma hora, já se estendia noite adentro. Carlos começou a mostrar para José um pouco dos gráficos que ele utilizava para gerir o risco cambial em uma importação e definir se havia necessidade e qual seria o momento certo para fazer um hedge. Independentemente de qualquer explicação, uma coisa havia ficado muito clara para José: não existe uma receita para o sucesso de uma importação, existem métodos e ferramentas para segui-los.

Além disso, Carlos relatou a José qual costuma ser o maior erro dos gestores, no momento de travar o câmbio de uma operação: o de tentar alavancar o lucro da operação através de um ganho financeiro na trava. Sim, isso era possível. Carlos explicou o caso da Sadia, que operacionalmente era uma empresa lucrativa, mas, em função de uma visão especulativa dos gestores, perdeu muito dinheiro. Os gestores praticamente faliram a empresa.

– José, olha, este é o gráfico que eu geralmente utilizo para fazer as análises e gerenciamento de risco das importações. Como você não está familiarizado, ele está cru, digamos assim. Amanhã eu te apresento o mesmo gráfico com algumas linhas, que nos ajudarão a entender um pouco mais o cenário para a tomada de decisão.

No Gráfico 2 pode ser observada a variação cambial da moeda norte-americana no período de fevereiro de 2013 a abril de 2014.

Gráfico 2 – Cotação do dólar de Fevereiro de 2013 a Abril de 2014



Fonte: Aplicativo MetaTrader 5.

No final da noite, José estava meio tonto com a quantidade de informações que Carlos havia despejado sobre ele. Mas de uma coisa ele tinha certeza: não havia receita, apenas ferramentas que apoiariam a decisão do gestor sobre o momento de contratar uma proteção cambial. E, principalmente, ele sabia que agora dependeria completamente da assessoria de Carlos, o qual havia se prontificado a ajudá-lo no que fosse preciso nessas análises, pelo menos por enquanto.

No dia seguinte, José chamou Isabel para conversar:

– *Querida, ontem recebi a visita do Carlos, um dos meus grandes amigos, que não via há muito tempo.*

– *Percebi, você ficou o dia e praticamente a noite inteira conversando com ele. Deveria ser algo importante.*

José sentiu uma irritação na voz de sua esposa.

– *Calma, Isabel, eu estava ali achando a solução para os nossos problemas na importação.*

– *Problemas? Como assim, José? Desde quando temos problemas com as nossas importações? A não ser que você esteja me escondendo algo!*

– *De maneira alguma. Você tem visto os noticiários? Só se fala em instabilidade econômica, inflação e alta do dólar. O país está quebrando, Isabel. José tentou dramatizar um pouco, para contornar a situação e mudar o foco da atenção da sua esposa.*

– *Além disso, combinei com o Carlos para hoje à noite ele vir aqui novamente, para te mostrar umas análises que ele continua fazendo na empresa onde eu trabalhava, e que os ajuda a tomarem uma decisão para travar o câmbio de uma importação.*

– *Travar o quê? Não entendi nada. Por que vamos precisar de ajuda, se até agora tudo está correndo bem? E com certeza seu amigo não vai nos ajudar de graça, certo?*

– *Isa, o Carlos está prestando essa assessoria para nos ajudar, sem cobrar nada. Ele está fazendo isso por dois motivos: pela amizade que construímos no tempo em que trabalhei junto com ele e também por acreditar em nós, no nosso negócio, entende? Ele acredita que, com essa questão do dólar sob cuidado, podemos importar cada vez mais. Ele está nos*



*ajudando a monitorar esse risco cambial, como ele chama, e, caso precisemos da proteção para esse risco, podemos buscar junto a uma instituição financeira.*

*– Olha, José, não estou gostando nada disso. Quando eu estava insegura, você me convenceu de que não estaríamos correndo risco importando da China. Além disso, tudo vem correndo bem, pelo menos é o que acho, certo?! E agora, do dia para a noite, você chama o Carlos aqui para me falar sobre esse risco cambial e o quanto isso pode impactar no nosso gasto. E, o pior de tudo, ter que mexer com banco!*

Isabel estava furiosa devido à conversa misteriosa que José e seu amigo tiveram na noite anterior. Além disso, ela não entendia o fato de agora seu marido parecer tão preocupado em fazer essa análise e, o pior, mexer com banco, algo de que eles se orgulhavam tanto de nunca terem precisado. No final das contas, Isabel foi convencida por José a pelo menos escutar um pouco o que Carlos tinha a dizer. José havia pedido a Carlos para, se possível, trazer um gráfico que os ajudasse em relação à decisão de travar o câmbio do Vende Tudo 501.

Era sexta-feira à noite. Em meio a um clima tenso entre José e Isabel, Carlos chega, sente essa atmosfera pesada e fica meio sem entender, mas completamente empolgado, pois ele faria o que mais gostava: falaria sobre os seus “gráficos mágicos”.

Inicialmente, ele fez a mesma explicação que fizera a José na noite anterior, sobre o seu trabalho de gerenciamento de risco nas importações e análise de gráficos para auxiliar na decisão de trava cambial. Isabel não estava nem um pouco no “clima”:

*– Carlos, te agradeço pelo seu tempo e empolgação com esses gráficos malucos. Mas José, me explica duas coisas, por favor. Primeira, pelo que entendi, até agora estávamos fazendo tudo no escuro, contando com a sorte, certo? Outro ponto, existe mais algum outro motivo pelo qual você chamou o Carlos para nos passar estas informações?*

*– Em relação à sorte que você mencionou, não está completamente errada, era outro momento da economia, Isabel. Agora tudo está muito incerto. E não existe outro motivo além deste. Além disso, querida, vamos focar no Vende Tudo 501, pois no máximo em 45 dias o exportador vai solicitar o fechamento de câmbio para o envio da nossa mercadoria.*

José sabia que, se contasse para ela o que havia acontecido na importação anterior, a confiança entre eles, que estava por um fio, acabaria. Mas, em meio a isso tudo, Carlos decidiu interromper o casal:

*– Pessoal, desculpe interromper vocês, mas como sei que vocês estão com mais um container comprado, fiz uma análise do gráfico dólar, conforme eu havia conversado com o José ontem. Peguei o mesmo gráfico que havia lhe mostrado ontem, porém, agora com algumas linhas e análises. Com certeza, vai nos ajudar a entender a possível tendência do dólar e assim ajudar a tomar uma decisão em relação à trava cambial do Vende Tudo 501.*

Gráfico 3 – Cotação do dólar de Fevereiro de 2013 a Abril de 2014 com análise



Fonte: Aplicativo MetaTrader 5.

Carlos ficou observando o casal, que olhava para o gráfico tentando encontrar ali uma resposta para os seus problemas:

– *Pessoal, com estas linhas traçadas neste gráfico, já é possível identificar uma tendência do dólar, e com isso podemos decidir sobre a proteção cambial. O que vocês me dizem?*

## 4. NOTAS DE ENSINO

### 4.1 Objetivos de ensino

Este caso para ensino tem como objetivo estimular a discussão sobre o quão instável o mercado cambial pode ser e de que maneira ele pode afetar as organizações. Nesse sentido, foi utilizado o exemplo da empresa Vende Tudo para demonstrar a realidade de muitas organizações de pequeno porte que se aventuram no comércio exterior sem o devido conhecimento ou assessoria adequada para agir de forma segura e não especulativa. Além disso, tem o objetivo de propiciar ao aluno uma reflexão sobre a utilização da análise gráfica como ferramenta para gerenciamento de risco em importações, como base para tomada de decisão sobre a utilização de trava cambial.

Os dados utilizados são de natureza primária e secundária, por meio de entrevistas e documentos obtidos na empresa existente, a qual não teve identificados seu nome, os dos proprietários e demais envolvidos no caso.

O caso para ensino apresentado pode ser utilizado para discussão em cursos de graduação em Administração e Ciências Contábeis, mais especificamente na disciplina de Mercado de Capitais. Na pós-graduação, pode ser utilizado na disciplina de Mercado de Capitais, mais especificamente em tópicos relativos ao mercado cambial.

Ao final da aplicação deste caso para ensino, espera-se alcançar os seguintes objetivos educacionais:

- a) a realidade do mercado cambial brasileiro;
- b) a conexão existente entre o mercado cambial e o comércio exterior;
- c) a importância de uma ferramenta para gerenciamento de risco;
- d) a utilização da análise gráfica como ferramenta de gerenciamento de risco no mercado cambial.

#### 4.2 Fonte de dados

As fontes de dados neste caso para ensino provêm de uma empresa existente. Neste caso, foram utilizados dados de fonte primária e secundária. Os dados primários foram obtidos através de entrevista com os sócios, aqui identificados através dos codinomes José e Isabel, pois não permitiram a divulgação de seus nomes. Assim como o nome da sua empresa também foi disfarçado, e ela foi chamada aqui de empresa Vende Tudo.

Os dados secundários foram extraídos de documentos fornecidos pela empresa, processos de importações antigos, além de *sites* como o portal BM&FBovespa e o aplicativo MetaTrader 5.

#### 4.3 Plano de aula sugerido

Este caso foi desenvolvido pressupondo o conhecimento prévio dos alunos nos assuntos aqui abordados. Em grupos, deverá ser realizada a análise do gráfico fornecido para este caso e a resolução das questões aqui sugeridas.

Em seguida, cada grupo deverá desenvolver uma apresentação para explicar qual foi a interpretação que obteve do gráfico, e qual seria a decisão mais indicada em relação à proteção cambial. O professor poderá utilizar as divergentes ideias para criar uma discussão sobre as variadas interpretações que podem ser feitas de um único gráfico. A seguir, o Quadro 1 mostra o tempo sugerido para cada atividade.

Quadro 1 – Plano de aula indicado

<b>Atividade</b>	<b>Tempo sugerido</b>
Análise gráfica e resolução das questões propostas	45 minutos
Elaboração da apresentação	30 minutos
Apresentação de cada dupla	10 minutos
Discussão mediada pelo professor sobre as diferentes análises encontradas nas questões	45 minutos
Avaliação das soluções alternativas e discussão	20 minutos

Fonte: Os autores.

#### 4.4 Questões sugeridas ao professor para discussão em aula

As questões apresentadas a seguir podem ser utilizadas com o objetivo educacional de discutir a temática do caso, seguindo ou não a sugestão do plano de ensino:

- a) Como você classificaria o mercado cambial brasileiro? A preocupação de José e Isabel é coerente?
- b) Com base nas informações fornecidas pelo caso, você concorda que a utilização da análise gráfica do dólar pode servir como uma ferramenta de avaliação de risco cambial para importação? No caso da empresa Vende Tudo, o mais adequado seria contratar um *hedge* para todas as importações?
- c) De que maneira você acredita que a empresa Vende Tudo poderá mensurar o risco cambial que está disposta a correr durante a importação? E como a análise gráfica pode ajudar na mensuração desse risco?
- d) Considere a cotação do dólar em R\$ 3,02 no momento em que José autorizou a compra do Vende Tudo 501, e um prazo de até 45 dias para fechamento do câmbio. Utilizando o gráfico mostrado por Carlos para analisar o risco cambial, responda se José e Isabel devem se precaver e travar esta operação.
- e) Caso José e Isabel decidam que o mais seguro seria contratar uma trava cambial para a operação do Vende Tudo 501, indique e descreva ao menos um tipo de *hedge* que eles poderiam utilizar.

#### 5. ANÁLISE DO CASO

Nesta seção, seguem as respostas das questões para este caso, levantadas com apoio da literatura selecionada.

**Questão 1:** *Como você classificaria o mercado cambial brasileiro? A preocupação de José e Isabel é coerente?*

Durante o segundo mandato do então presidente Fernando Henrique Cardoso, mais precisamente em janeiro de 1999, o governo precisava conter a fuga de capitais estrangeiros e evitar que sua reserva cambial se esgotasse. Tornava-se necessária, assim, a mudança do regime cambial fixo para um regime cambial livre. Neste caso, mais precisamente, seria o *dirty floating*, em que o governo não exerce um controle cambial direto, porém através do Banco Central, negociando moeda estrangeira no mercado para tentar conter um resultado indesejado (OLIVEIRA; TUROLLA, 2003).

Além disso, o cenário político completamente instável é um dos principais fatores que tem levado o dólar a se tornar ainda mais altamente volátil. Toda notícia ligada à política brasileira tem refletido diretamente na cotação da moeda estrangeira (FRANCO, 2016).

Diante disso, o cenário das empresas que decidem realizar importações está cada vez mais incerto. José e Isabel se expunham a um grande risco realizando importações sem ao menos ter conhecimento do risco cambial existente e, por assim dizer, também contaram com

um pouco de sorte, pois, durante a importação do Vende Tudo 401, o resultado poderia ter sido realmente desastroso.

**Questão 2:** *Com base nas informações fornecidas pelo caso, você concorda em que a utilização da análise gráfica do dólar pode servir como uma ferramenta de avaliação de risco cambial para importação? No caso da empresa Vende Tudo, o mais adequado seria contratar um hedge para todas as importações?*

A análise técnica ou gráfica é uma ferramenta que utiliza como base a movimentação histórica de um ativo para entender as condições ou até mesmo suas futuras tendências. Nesse caso específico, acredita-se que um comportamento passado irá se repetir futuramente, e esta análise auxilia a entender qual é esse momento de repetição de comportamento de movimentação de preço. (CHAVES, 2004).

Porém, a teoria das Finanças Comportamentais surge para quebrar o paradigma de que os investidores que compõem o mercado financeiro são inteiramente racionais e muitas vezes acabam negociando baseados em boatos, medos e receios, ao invés de em informações, influenciando outro investidor a ter a mesma atitude, e assim por diante, em uma reação em cadeia. (RABELO JÚNIOR; IKEDA, 2004).

No caso da empresa Vende Tudo, cujos gestores não têm qualquer conhecimento sobre o mercado de derivativos para poderem utilizá-lo em forma de *hedge*, eles teriam que recorrer aos produtos “prontos” de trava, fornecidos por um banco de varejo. Este banco estaria assumindo o risco diante da posição assumida em nome do cliente. Somado ao *spread* da instituição, isso resultaria no custo de operação repassado ao cliente, que, no caso de pequenas organizações, pode representar um valor alto em relação ao valor das mercadorias.

**Questão 3:** *De que maneira você acredita que a empresa Vende Tudo poderá mensurar o risco cambial a que está disposta a correr durante a importação? E como a análise gráfica pode ajudar na mensuração desse risco?*

Ao assumir um compromisso atrelado ao mercado cambial, a empresa deve ponderar os ganhos esperados e os riscos assumidos, e muitas vezes a cobertura de um determinado risco pode significar submeter-se a uma taxa de juros de menor risco, ou volatilidade. Porém, é o perfil de cada agente que determina a identificação dessas possíveis ameaças e qual medida será adotada, caso se decida cobri-los. (FARHI, 2016).

Na Vende Tudo, uma maneira de mensurar esse risco cambial seria simular vários cenários cambiais, em que a margem de lucro mínima possa determinar a cotação máxima que o dólar poderá atingir sem que esse fator inviabilize o processo de importação.

Nesse sentido, a análise gráfica pode auxiliar nessa tomada de decisão. Segundo Chaves (2004), ela é uma ferramenta que pode ser utilizada com o objetivo de identificar padrões comportamentais de preços e tendências.

**Questão 4:** *Considere a cotação do dólar em R\$ 3,02 no momento em que José autorizou a compra do Vende Tudo 501, e um prazo de até 45 dias para fechamento do câmbio. Utilizando o gráfico mostrado por Carlos para analisar o risco cambial, responda se José e Isabel devem se precaver e travar esta operação.*

Ao analisar as médias móveis, é possível identificar uma tendência de queda na cotação da moeda estrangeira, em que a linha referente à MA de oito dias nem ao menos se aproxima da linha da MA de 21 dias. Essa tendência é confirmada pela linha da MA de 89 dias, menos sensível às oscilações diárias e que busca captar tendências no médio prazo.

Outro indicador importante demonstrado por Carlos são as linhas encontradas: em R\$ 3,049, ele traçou uma linha de resistência que, em outubro de 2013, era um suporte.

No caso da Retração de Fibonacci traçada na última grande movimentação de queda, desenhou-se linhas que ficaram distantes do comportamento atual dos preços, apresentando poucos indícios da reversão da queda até o momento estudado.

E, para ratificar a identificação de tendência de baixa, tem-se o indicador de volume, que nos últimos meses tem demonstrado um maior volume de negociações em dias em que a moeda estrangeira terminou em queda.

Assim sendo, não foi possível identificar um risco cambial para a importação da *Vende Tudo*. Porém, vale a pena levar em consideração o risco máximo definido pelo importador. Essa variável é fundamental para determinar se a operação deverá ou não ser travada. Quanto menor for o risco assumido, ou a margem disponível para possíveis volatilidades, maior deve ser a propensão à contratação do *hedge* cambial.

**Questão 5:** *Caso José e Isabel decidam que o mais seguro seria contratar uma trava cambial para a operação do Vende Tudo 501, indique e descreva ao menos um tipo de hedge que eles poderiam utilizar.*

Atualmente, o mercado de derivativos oferece uma vasta opção de produtos que suprem a necessidade de limitador de prejuízo. Neste caso, mais precisamente, sugere-se uma proteção cambial levando em conta a análise de margem de risco assumida x tendência analisada da cotação do dólar por meio da análise gráfica.

Dentre os produtos disponíveis, cita-se aqui a Opção de Moeda e o Termo de Moeda (NDF). A Opção de Moeda, segundo Assaf Neto (2012), concede ao titular o direito, e não a obrigação, de comprar ou vender um determinado ativo, que pode ser a compra ou venda de dólar a uma determinada taxa, em uma respectiva data, por exemplo. Em seu vencimento, cabe ao investidor a opção de exercer ou não a posição previamente negociada. Esta é a principal vantagem deste método, que custa ao investidor o pagamento de um prêmio no momento da contratação.

E também temos o contrato de Termo de Moeda, ou *non deliverable forward* (NDF). Neste caso, o investidor também define a compra ou venda de um determinado ativo no mercado futuro, no nosso caso, dólar, a uma determinada taxa com um determinado vencimento. Diferente do contrato de Opção, aqui existe a obrigatoriedade de assumir a posição assumida no momento da contratação do produto. Porém, não há uma troca física do ativo negociado, a liquidação ocorre pela diferença entre a taxa de mercado no vencimento e a taxa contratada na operação. (BM&F BOVESPA, 2017)

Apresentamos também, no Quadro 2, como material de apoio aos Docentes, um comparativo entre as opções de trava cambial aqui listadas.

Quadro 2 – Características Opção x NDF

<b>Critério</b>	<b>Opções de Moeda</b>	<b>Termo de Moeda (NDF)</b>
<b>Desembolso inicial</b>	Valor do prêmio	Zero
<b>Preço do exercício</b>	Fixo	Fixo



<b>Função de limitador de preço</b>	É um limitador de alta do câmbio. Porém, não é obrigatório exercer o contrato. Dá ao titular a possibilidade de pagar na moeda um valor menor ao preço do exercício (caso a cotação do câmbio do dia for menor que o preço do exercício).	É um limitador de alta do câmbio, e há obrigatoriedade de exercer o contrato independente da cotação do câmbio no dia.
-------------------------------------	---	--

Fonte: Moraes, Silva e Sanches (2016).

Vale ressaltar que a definição de opção mais vantajosa está diretamente ligada à realidade de cada organização e, principalmente, a seu conhecimento em relação ao produto escolhido e retorno almejado.

## 5. SOLUÇÕES ALTERNATIVAS DE DESFECHO DA HISTÓRIA

Trazemos, nesta seção, três hipóteses que guiarão o desfecho desta história diante da decisão tomada por José e Isabel. Sugerimos:

- solicitar aos alunos que avaliem as soluções apresentadas;
- solicitar aos discentes que avaliem as alternativas apresentadas e, em paralelo, numa variação do item anterior, apresentem outras possibilidades.

### Hipótese 1:

Carlos estava aguardando a decisão do casal, enquanto ajudava com o que podia em relação à análise do gráfico.

O valor atual do dólar era R\$ 3,02, e o gráfico demonstrava que, mesmo depois de uma queda brusca da moeda norte-americana, ela ainda estava sem força para reverter esse movimento, que chegou a R\$ 3,05, encontrou resistência e recuou. Caso essa barreira fosse rompida, poderia vir a encontrar outra resistência a R\$ 3,13. Carlos alertava que o câmbio estava completamente volátil, e pior, completamente sensível ao cenário político.

Carlos não queria se responsabilizar por uma decisão dos donos da empresa. Seu trabalho era realizar as análises, possibilitar a minimização do risco. Para ele, havia duas opções claras: tentar fechar o câmbio dessa importação o quanto antes, para, de certa forma, travar o câmbio, mas haveria uma descapitalização antecipada da empresa; ou travar o câmbio, pois o objetivo verdadeiro do *hedge* é proteger uma operação da volatilidade da moeda estrangeira. O *hedge* é um produto criado somente para minimizar a sensação de insegurança de um exportador ou importador, neste caso.

José sabia que o exportador não enviaria os documentos para fechamento com tanta antecedência. Assim, a opção dele seria travar ou não esta operação. Eles conversaram mais um pouco sobre as possibilidades. Porém, Isabel, que era a mais insegura na hora de importar, antes de José a convencer do contrário, não concordou com o marido e decidiu que não havia qualquer motivo para eles procurarem um banco para ajudar em algo que estava funcionando. E eles não contrataram um *hedge*.

O tempo passou. Exatamente no dia 29 de maio de 2014, foi deflagrada uma operação de combate à corrupção, a qual repercutiu internacionalmente. No outro dia, uma sexta-feira, o dólar, que até então se mantinha estável na faixa dos R\$ 3,05, abriu em alta e não parou de subir, indo a R\$ 3,53. Na segunda-feira, eles receberam toda a documentação para fechamento do câmbio do Vende Tudo 501.

José tentou postergar um pouco o fechamento do câmbio, mas de nada adiantou, o dólar não recuava. Seu maior pesadelo havia se concretizado, pois, além do valor do fechamento de câmbio, todos os custos de nacionalização iriam disparar. A tão esperada mercadoria do Vende Tudo 501 tornou-se inviável.

Além de a alta do dólar ter representado um prejuízo de mais de R\$ 50.000,00 entre o fechamento de câmbio e a nacionalização, a empresa agora estava descapitalizada e cheia de produtos, que seriam vendidos com uma margem negativa. Nesse momento, não somente o sonho dourado da China se acabou, mas a realidade da empresa Vende Tudo mudou completamente, pois, mesmo com os preços dos importados abaixo do custo, as mercadorias estavam paradas nas prateleiras.

José e Isabel tiveram que fechar uma de suas lojas e reduzir bruscamente o quadro de funcionários da outra. Além disso, o maior orgulho de Isabel, o fato de não precisar de banco para trabalhar, virou seu maior pesadelo, porque as vendas em geral não estavam indo bem, o que os levou a trabalhar diariamente com antecipações e capital de terceiros.

No entanto, a empresa Vende Tudo sobreviveu. Depois de quase dois anos, as coisas estavam entrando nos eixos. Eles buscaram parcerias fortes com fornecedores nacionais, e não podiam mais ouvir falar da China.

Outras empresas com um fluxo de caixa maior, que agem da mesma maneira, poderiam passar por uma situação como esta sem fechar as portas. Há possibilidades de existirem empresas “Vende Tudo” que importam sem nem mesmo entender o risco que correm.

## Hipótese 2:

Carlos explicou sobre o cenário atual do dólar, mostrando que, perante a análise gráfica realizada por ele, não haveria um risco de alta, mas deixou o casal ciente do quão sensível a moeda norte-americana estava em relação ao cenário político.

Como José e Isabel estavam muito inseguros, principalmente o José, pelo susto que havia tomado com o Vende Tudo 401, ambos decidiram travar o câmbio por segurança, pois Carlos havia orientado que esse era o motivo de o *hedge* trazer segurança ao empresário.

Cerca de 30 dias depois daquela reunião, houve um grande escândalo político, que fez o dólar disparar e atingir R\$ 3,53. As projeções só apontavam uma continuidade desse movimento de alta, mas nada tirou o sono de José e Isabel. Passaram a entender o perigo que corriam sem ao menos analisar e entender a variável câmbio na operação de importação.

Mesmo com o custo da operação de *hedge*, o Vende Tudo 501 ficou completamente protegido da alta do dólar. Isso fez as mercadorias chegarem ainda mais competitivas, pois havia muitas outras importadoras que trabalhavam com os preços de venda atrelados à variação cambial, para alavancagem de lucro.

A partir desse ponto, José e Isabel começaram a incluir, na projeção do custo da mercadoria importada, o custo financeiro da proteção cambial. E realizam essa operação sempre.

## Hipótese 3:

Perante o histórico recente do Vende Tudo 401 e a repentina insegurança criada para Isabel, eles escutaram a análise de Carlos e decidiram procurar um banco para realizar a trava cambial da operação do Vende Tudo 501.



Pouco tempo depois, os noticiários trouxeram inúmeras notícias de cunho político, as quais fizeram a moeda norte-americana atingir patamares nunca antes vistos. Em menos de 40 dias, a cotação da moeda norte-americana se aproximava dos R\$ 4,00.

Tanto José como Isabel estavam muito satisfeitos com a decisão tomada, e decidiram que iriam incluir esse custo financeiro da proteção cambial no custo de toda importação que realizassem. Assim, estariam sempre protegidos contra qualquer variação do dólar.

Eles fizeram mais duas importações no mesmo ano. Na segunda, o Vende Tudo 701 coincidiu com um forte movimento de queda do dólar, o qual estava retomando um valor que o mercado acreditava ser justo. Foi então que eles se depararam com uma surpresa, pois, mesmo com o dólar em baixa, no momento do *hedge* eles haviam travado o câmbio. Desta forma, se não tivessem travado o câmbio, eles poderiam ter pago muito menos na importação desse *container*.

Esse era o ponto que os fez lembrar de Carlos, pois o motivo do trabalho dele era o gerenciamento de risco, por meio da análise gráfica, como base para tomada de decisão nas importações. Entenderam nesse momento que, se continuassem a optar por sempre contratar o *hedge*, poderiam, em alguns casos, inviabilizar algumas operações, pois, além de tudo, ainda havia o custo financeiro da trava cambial, o qual, para o volume das operações da Vende Tudo, representava um montante significativo.

Foi então que negociaram com Carlos uma assessoria para auxiliá-los no processo de tomada de decisão para contratação do *hedge*. Essa assessoria não traria o risco zero, mas agora eles entendiam que precisavam ao menos entender o cenário cambial, para trabalhar nele de forma mais segura.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 392.

BM&FBOVESPA, 2016. **Derivativos**. Portal BM&FBovespa. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/mercado-de-balcao/derivativos/termo-de-moedas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/mercado-de-balcao/derivativos/termo-de-moedas.htm)>. Acesso em: 02 jul. 2017.

CHAVES, Daniel Augusto Tucci. **Análise técnica e fundamentalista: divergências, similaridades e complementaridades**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 119, 2004.

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, [S.l.], v. 8, n. 2, p. 93-114, jan. 2016. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643137/10687>>. Acesso em: 01 jul. 2017.

FRANCO, Pedro Rocha. **Queda ou alta do dólar depende cada vez mais do cenário político**. 2016. Disponível em: <[http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2016/03/15/internas\\_economia,743484/queda-ou-alta-do-dolar-depende-cada-vez-mais-do-cenario-politico.shtml](http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2016/03/15/internas_economia,743484/queda-ou-alta-do-dolar-depende-cada-vez-mais-do-cenario-politico.shtml)>. Acesso em: 20 jun. 2017.

MORAIS, Daniele Cristina S. de; SILVA, Thais Pereira; SANCHES, Alexandre Lemes. Estudo comparativo entre opção e NDF como forma de hedge cambial: Aplicação para **Revista da Micro e Pequena Empresa, Campo Limpo Paulista, v.12, n.3 p. 117-118, 2018** ISSN 1982-2537

pagamento de dívida futura no exterior. In: XIII SEGET – SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA. **Anais...** Resende, RJ, 2016.

OLIVEIRA, Gesner; TUROLLA, Frederico. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo Social – Usp**, São Paulo, p.195-207, nov. 2003.

RABELO JÚNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata. **Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais**. Rev. Contab. Financ., São Paulo, v. 15, n. 34, p. 97-107, Apr. 2004. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S151970772004000100007&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S151970772004000100007&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 27 jun. 2017.