



DIÁLOGO A FONDO

El blog del FMI sobre temas económicos de América Latina



Um funcionário caminha em uma ponte de uma plataforma de petróleo offshore a pouco mais de 100 quilômetros de Ciudad del Carmen, no México (foto: Claudia Guadarrama/Polaris/Newscom).

Hedge ou autosseguro? Os benefícios do programa de hedge para o setor petrolífero do México

[Fabian Valencia](#)

As políticas para administrar os riscos associados às flutuações dos preços das commodities, como o petróleo, são fundamentais para fortalecer a resiliência macroeconômica, sobretudo nos países exportadores de commodities.

Flutuações acentuadas dos preços do petróleo coincidem com variações substanciais na atividade econômica e na inflação em muitos países. No caso dos exportadores líquidos de petróleo, as consequências negativas das quedas no preço do produto, como a ocorrida em 2014-16, também costumam ser amplificadas pelo aumento dos custos do endividamento soberano.

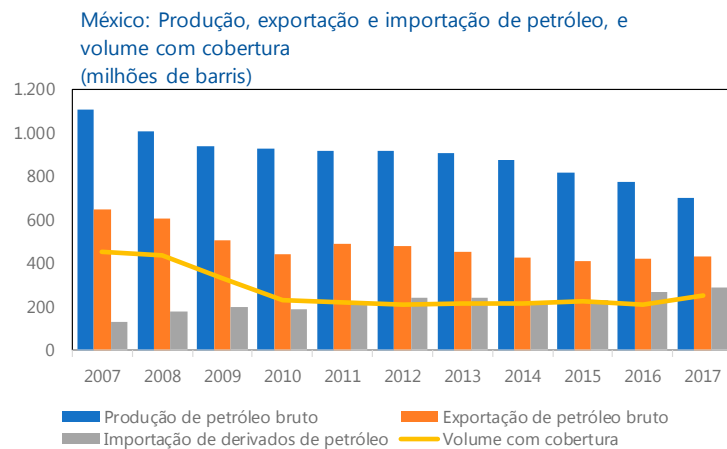
IMFBlog: <http://blog-dialogoafondo.imf.org/>

Ao discutir como administrar melhor esses riscos, as autoridades econômicas muitas vezes citam primeiro o caso do México, que há muito tempo lança mão de opções de venda para cobrir o risco do preço do petróleo.

Todos os anos, o Tesouro mexicano adquire opções de venda — ou seja, o direito de vender petróleo a um preço predeterminado, conhecido como preço de exercício — para proteger as finanças públicas do país contra quedas inesperadas nos preços do petróleo. Mas recorrer a essa prática é preferível a confiar inteiramente em um autossseguro? [Nossa análise](#) sugere que sim.

Qual é a estratégia do México?

O Tesouro mexicano adquire opções de venda com um preço de exercício próximo ao preço do petróleo previsto no orçamento fiscal. Embora sua importância para as finanças públicas do México tenha diminuído com o passar dos anos, a receita relacionada ao petróleo ainda representava 17% do total das receitas fiscais em 2017, frente a uma média de 34% entre 2004 e 2016. Como o México também importa derivados do petróleo, o Tesouro fez a cobertura de uma média de apenas 29% da produção total nos últimos 10 anos.



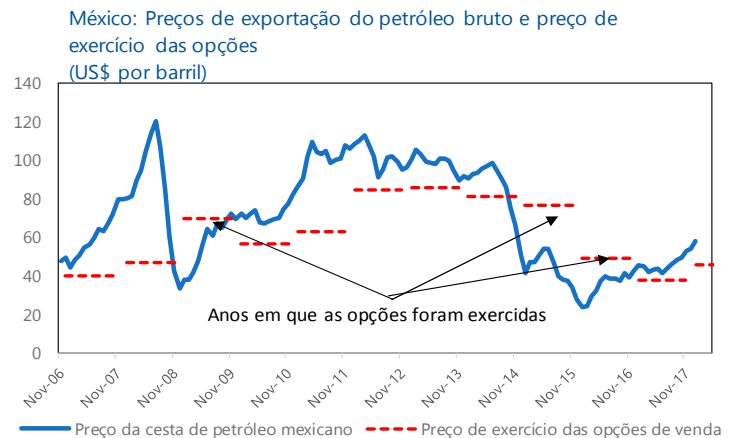
Fontes: Inegi e Auditoria Superior Federal.

O México usa opções de venda asiáticas, exercidas quando o preço de exercício supera o preço médio do petróleo durante um período predeterminado (um ano, no caso do México). Essa estratégia permite ao Tesouro mexicano travar um preço médio mínimo para o petróleo durante todo o exercício financeiro. O programa de hedge é executado por meio de dezenas de transações envolvendo bancos estrangeiros que atuam como contraparte.

Conforme estipulado no programa, o Tesouro mexicano precisa escolher o tipo de petróleo cujo preço servirá de referência nas opções — o chamado ativo subjacente. A maioria dos contratos usa a variedade Maya, um tipo de petróleo bruto pesado que responde por cerca de 80% do volume exportado pelo país. Como as opções

com o petróleo Maya não são usadas com regularidade nos mercados financeiros, o México recorre a transações com opções de balcão — ou seja, instrumentos adaptados a suas necessidades específicas — nas suas operações de hedge.

Desde 2001, o México tem gastado, em média, 0,1% do PIB ao ano na compra dessas opções. As opções foram exercidas apenas em três ocasiões: 2009, 2015 e 2016, gerando receitas para o governo federal de cerca de 0,5%, 0,6% e 0,3% do PIB, respectivamente. Mas para avaliar os benefícios do programa não basta analisar *ex post* esses fluxos cumulativos de dinheiro.



Fontes: Inegi e Auditoria Superior Federal.

Hedge por meio de opções de venda: benefícios e custos

O hedge é comparável à contratação de um seguro: garante ao Tesouro mexicano a compensação de pelo menos parte da perda de renda decorrente de quedas inesperadas dos preços do petróleo. Assim, dá tranquilidade, pois elimina parte da incerteza associada às flutuações dos preços do petróleo.

Além disso, o hedge pode facilitar as transações financeiras entre o segurado e os credores — uma situação análoga à do credor hipotecário que condiciona a concessão de empréstimos imobiliários ou com garantia hipotecária à exigência de que o mutuário faça um seguro do imóvel. Os credores do Tesouro mexicano podem estar dispostos a oferecer crédito em condições mais favoráveis quando sabem que, em virtude do hedge financeiro, parte do risco associado ao preço do petróleo foi transferida para terceiros.

Mas contratar um seguro tem vantagens e desvantagens. Adquirir opções de venda implica um custo inicial, independentemente de o risco se concretizar ou não, usando recursos que poderiam ser destinados a outros fins. Voltando ao exemplo do seguro residencial, paga-se um prêmio anual mesmo que nunca haja um incêndio, situação em que não se recebe nenhum pagamento. No entanto, muitos ainda preferem essa perda previsível e administrável (ou seja, os prêmios anuais) a perder a casa de repente.

O custo do seguro é a chave para determinar se os benefícios líquidos do hedge são positivos. Esse custo depende do risco de materialização de um resultado ruim e suas consequências — a perda prevista. A contraparte das opções (ou seja, a seguradora) pode exigir um preço pelas opções superior ao necessário para compensar essa perda prevista, a fim de obter um lucro razoável.

Recorrer ou não ao hedge?

Para determinar os benefícios líquidos do hedge para o México, consideramos todos os elementos acima: os benefícios gerados por um fluxo mais uniforme de receita do petróleo; o fato de que os credores externos precificam o risco de o México deixar de efetuar seus pagamentos considerando a exposição das suas finanças públicas aos riscos dos preços do petróleo; e os custos das opções.

Constatamos que o hedge é preferível a confiar inteiramente no autosseguro. Observamos que o maior benefício consiste em melhorar as condições de crédito para o Tesouro mexicano. Os credores veem as finanças públicas do México protegidas contra o risco da queda dos preços do petróleo e, portanto, exigem uma compensação menor pelo risco de inadimplência. Nossa análise sugere que os custos do endividamento soberano do México seriam 19 pontos-base mais altos sem o hedge.

Os benefícios diminuem à medida que o custo das opções aumenta muito acima do que é necessário para garantir um lucro razoável para as contrapartes das opções. No entanto, nossa análise sugere que esse custo adicional teria de ser substancial para que o hedge fosse uma má decisão financeira.

Conclusões

O programa de hedge do México tem sido benéfico para o país. Outros países expostos ao risco dos preços das commodities também poderiam se beneficiar se recorressem mais ao seguro de mercado para se protegerem contra as flutuações nos preços das commodities. No entanto, apenas alguns países têm utilizado esse seguro. A razão pode estar ligada a restrições impostas pela economia política.

As considerações de economia política tornam as decisões no contexto nacional mais complexas do que seriam no plano individual ou empresarial. No contexto nacional, é preciso contar com a aprovação da sociedade por intermédio do Congresso, cujos integrantes podem ter prioridades diferentes. Por exemplo, o representante de uma determinada jurisdição cuja economia local não depende do

petróleo pode preferir que a alocação orçamentária para o hedge seja redirecionada para a construção de mais escolas no seu distrito. No plano das famílias, esse processo decisório é mais simples, pois envolve um número bem menor de pessoas e incentivos mais bem alinhados.

O México parece ter encontrado um bom equilíbrio entre essas restrições de economia política e os benefícios dos instrumentos de mercado para se proteger contra o risco dos preços do petróleo.