Flutuação de preços

Como se proteger?

Hsia Hua Sheng*

VOLATILIDADE DE preços de produtos agrícolas faz parte do agronegócio. Para grandes empresas multinacionais, como as quatro maiores t*radings* mundiais – ADM, Bunge, Cargill e Dreyfus –, a estratégia é fazer a diversificação de produtos na horizontal e a integração estratégica da cadeia produtiva na vertical. Estas estratégias de proteção natural também são complementadas pelos usos de derivativos.

Diferente das grandes *tradings*, por questão de limitação de recursos financeiros, os produtores de um ou dois produtos agrícolas não podem contar com estas estratégias de diversificação e verticalização. Nesses casos, o que eles podem fazer para lidar com a volatilidade de preços?

Em primeiro lugar, os produtores podem fixar uma receita maior do que seus custos operacionais. Se o produtor não travar o preço de venda, sua receita ou resultado vai depender do preço de venda à vista na data de entrega: quanto maior o preço na data de entrega, maior é a receita; por outro lado, dependendo da queda deste preço, sua receita pode não ser suficiente para cobrir o custo total de produção. Essa deveria ser sua maior preocupação.

Para mitigar esse risco no preço, a prática mais comum é travar o preço antecipadamente, usando um contrato financeiro ou um contrato de derivativo com data de vencimento próxima à data de entrega física. Há várias formas de fazer essa proteção; vender o contrato a termo com base nas telas de contratos futuros negociados na Bolsa é uma das operações mais utilizadas. Por exemplo, para produtores de açúcar, os contratos futuros mais solicitados para fixar preço são de sugar 11 de Nova Iorque ou de sugar 5 de Londres.

Suponhamos que um produtor fixou um preço de venda a termo de US$ 16 por unidade com uma *trading* ou uma empresa agrícola. Essa operação de venda a termo geraria lucro se o preço na data de entrega caísse para baixo de US$ 16. Se o preço subisse acima de US$ 16 na data de vencimento, esta operação a termo teria provocado um prejuízo.

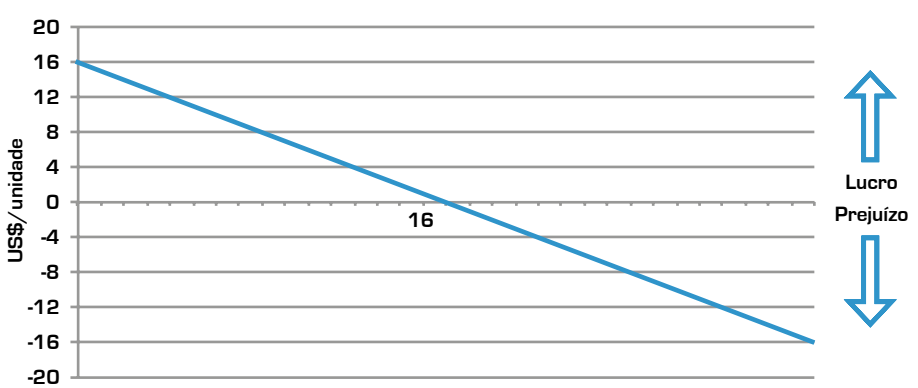
Dada essa análise, alguém poderia pensar que o produtor que fez a venda a termo deva torcer para o preço cair. Todavia, a resposta é um sonoro 'não'. É importante lembrar que a receita total do produtor depende não só do resultado desta operação a termo, mas também da venda do produto físico na data de entrega.

Em nosso caso hipotético, somando os resultados dessas duas operações (física + a termo), o produtor garantirá uma receita de US$ 16 por unidade, independentemente das oscilações de preços à vista na data de entrega. Por isso, um produtor que fez proteção para as unidades produzidas com a venda a termo é um *hedger* e não um especulador.

Receita total do produtor = Resultado da venda física à vista + Resultado da venda a termo

Na data de entrega do produto físico, embora o produtor tenha prejuízo na operação a termo com aumento de preço à vista, ele é compensado com maior resultado na sua venda física. Consequentemente, a receita total do produtor é sempre a US$ 16 por unidade independentemente dos preços à vista. Percebe-se que o mesmo raciocínio de compensação também é aplicado quando o preço cai. Nesse caso, a operação da venda física seria prejudicada, mas será absorvida pelo ganho na operação a termo.

Resultado da venda de contrato a termo



Simulação da receita total do produtor (US$)			
Preço à vista na data de entrega física	**Resultado de venda à vista na data de entrega física**	**Resultado de venda a termo (derivativo)**	**Resultado (receita) total do produtor**
19	19	-3	**16**
18	18	-2	**16**
17	17	-1	**16**
16	16	0	**16**
15	15	1	**16**
14	14	2	**16**
13	13	3	**16**

Portanto, se o produtor está prevendo um custo total de US$ 12 por unidade produzida e consegue travar o preço antecipadamente por US$ 16, então ele está garantindo um lucro de US$ 4, ou seja, uma taxa de rentabilidade de 33,3% por unidade. O risco de preço do produto é eliminado com essa operação de venda a termo.

Apesar da relativa simplicidade dessa operação de *hedge*, alguns pontos críticos devem ser observados na implementação dessa estratégia:

1) O risco de crédito de contraparte: diferentemente do contrato futuro, em que o risco de crédito é baixo, pois a contraparte é a Bolsa de Valores e existe um mecanismo de chamada de margem que reduz significativamente o risco de crédito, o contrato a termo não conta com esses mecanismos e o risco de contraparte é mais elevado. Logo, uma análise de crédito é fundamental.

2) Estabilidade de correlação entre o preço a termo (preço de tela) e o preço à vista: esta correlação precisa ser estável para que o *hedge* tenha efetividade. Isto é, se um preço sobe/cai, o outro precisa subir/cair na mesma proporção. Quando há muita instabilidade desta correlação, os produtores precisam ajustar regularmente o volume do contrato a termo.



SXC.HU

3) Volume a ser fixado: não existe uma regra, mas a prática sugere que a melhor estratégia é fazer *hedge* parcial, isto é, fazer proteção de uma parte da produção que gere o lucro suficiente para cobrir todo o seu custo. O restante da produção, sem *hedge*, ficaria exposto à oscilação de preço. Posteriormente, o produtor pode tomar a decisão de fazer *hedge* ou não desta parte. Para o produtor que não tem espaço de estocagem, a trava a termo com *trading* é uma alternativa de garantir o preço de frete e escoamento do produto nos momentos críticos de escoamento.

4) Data de fixação de preço: não existe uma resposta geral sobre o horizonte certo para fazer trava de contrato a termo. Por exemplo, para o preço de *commodities* que caiu ao longo dos últimos tempos, quem fixou antes se saiu melhor. No entanto, se o preço tivesse subido, esse mesmo produtor teria deixado de aproveitar a alta do preço. A estratégia pode ser semelhante ao item anterior, isto é, fixar o volume suficiente para proteger o custo total.

5) A tentação de desfazer a operação a termo quando esta é lucrativa: como foi visto anteriormente, quando o produtor vende um contrato a termo e o preço à vista cai, ele pode desfazer a operação, realizando uma operação de compra a termo, para realizar lucro – ou seja, o produtor vende a produção a um determinado preço e recompra a um preço mais baixo obtendo lucro. Se a data de entrega física ainda está longe, o produtor pode ficar muito tentado a liquidar a operação para apropriar o lucro imediatamente. Nesse caso, o produtor precisa estar ciente de que ele está desfazendo sua operação de *hedge* e está exposto, de novo, à oscilação de preços.

Portanto, o produtor precisa criar uma disciplina e uma regularidade básicas de monitoramento da tendência do preço para poder aproveitar melhor o benefício trazido pelo mecanismo de uso de derivativo para travar o preço e reduzir sua exposição aos riscos do preço. ■

*Professor de Finanças na FGV-EAESP