O jogo do menor risco

Entre preços à vista e futuro, os agentes refazem suas ações sempre que as expectativas não se confirmam

FÉLIX SCHOUCHANA
FABIANA S. PEROBELLI

Os preços do café oscilam mais que a maioria dos produtos agrícolas. Em agosto de 2002, atingiram valores próximos a US$40,00/saca, depois de alcançarem US$290,00/saca em maio de 1997 e US$240,00/saca em janeiro de 1998 (gráfico 1). As expectativas dos agentes se relacionam com os fundamentos do mercado de café e se expressam nos preços à vista e futuro, e eles refazem suas ações em função de projeções que não se confirmam.

Os produtores precisam se proteger do possível declínio dos preços, que para muitos significa a necessidade de se antecipar para não vender o café a preço inferior ao custo de produção. Do lado das indústrias e dos exportadores, a necessidade é de se proteger do risco de uma alta nos preços do café que poderia comprometer seu custo de produção ou a margem de comercialização.

Os mercados futuros são um instrumento de proteção contra o risco de oscilação dos preços. O preço do café, muito volátil, oscila bruscamente, porque embora o consumo seja estável a oferta varia de maneira importante, principalmente pelo perfil da produção brasileira, que de um ano para outro pode acrescentar ou retirar cerca de 15 a 20% da oferta mundial. O mercado futuro por si só não altera esse fundamento, mas é um eficiente instrumento para melhor administrar o efeito adverso dessas oscilações.

Os agentes minimizam a possibilidade de um prejuízo – muitas vezes o produtor espera colher para depois vender – ao "descasar" o físico do financeiro. Como o desenvolvimento dos mercados tem demonstrado, não há necessidade de esperar colher a safra para vender o produto, pois se pode antecipar uma venda futura para financiar o plantio, desde que essa venda se faça para proteger a margem de lucro da atividade.

O modo mais eficiente para fazer essa venda antecipada é através dos mercados futuros. Com esse instrumento é possível vender ou comprar ativos e commodities fixando antecipadamente o preço de venda ou de compra dos produtos. No caso brasileiro, esse mercado é a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), onde, além de ativos financeiros, como taxas de juro e dólar, negociam-se commodities como café arábica e *conillon*, açúcar, álcool, algodão, boi gordo, bezerro, milho e soja.

O papel do mercado futuro é o de servir de instrumento de fixação dos preços com o objetivo de proteger os agentes quanto à possibilidade de eventual oscilação adversa dos preços. É importante ressaltar que o mercado futuro não determina o preço do café, nem de nenhum outro produto ou ativo. O preço é formado pelos próprios participantes do mercado, que diariamente compram e vendem café – produtores, cooperativas, *tradings*, torrefadoras e investidores.

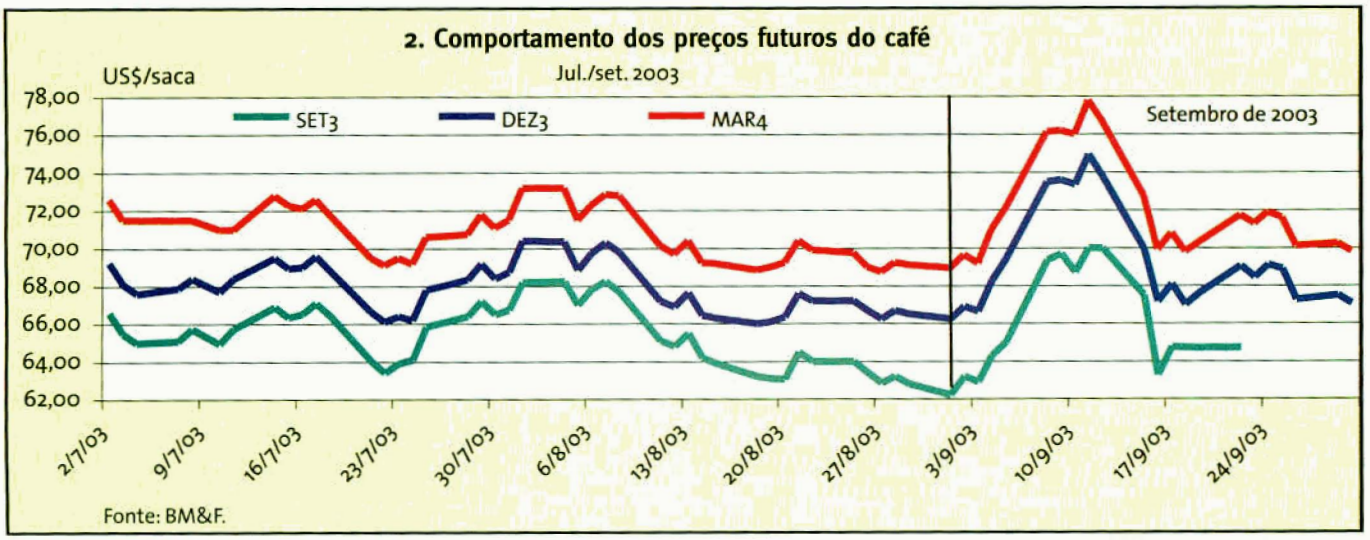
O preço formado diariamente no mercado reflete as projeções dos participantes quanto ao preço que estará sendo praticado na data do vencimento. Essa oscilação diária ou volatilidade funciona em função da mudança de expectativas dos agentes. Bom exemplo disso foi o preço do café em setembro, com um movimento de alta e outro de baixa.

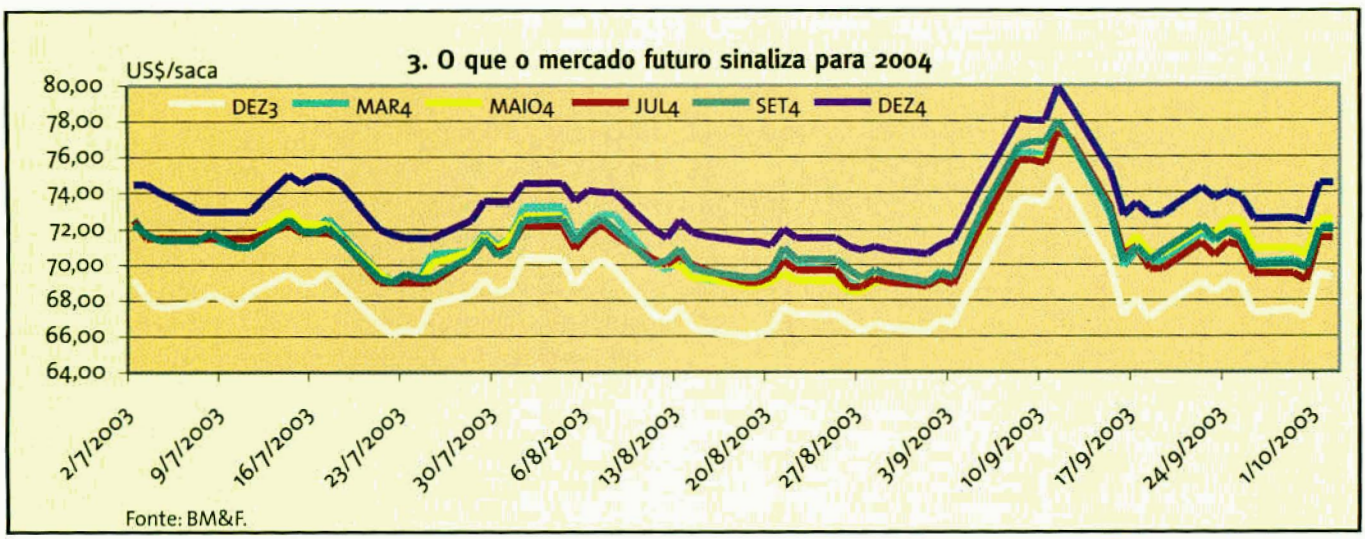
Mercado de café em setembro de 2003

O mercado de café nesse mês apresentou um movimento de alta de preços seguido de um realinhamento. O mês se iniciou com os preços do café a US$62,00/saca para o vencimento setembro de 2003 da BM&F, atingindo US$70,00/saca em 12 de setembro (ou seja, uma alta de 13% em menos de duas semanas), retornando a US$63,25/saca no dia 16 (queda de 9,6% em quatro dias) e se realinhando em US$64,70/saca no dia 22 (gráfico 2).

Esses movimentos responderam, entre outros fatores, à divulgação do balanço de oferta e demanda para o ano-safra 2003/04 pela Organização Internacional do Café (OIC). Segundo esse organismo, a produção mundial deverá se reduzir e ficar no intervalo entre 100,1 milhões e 102,4 milhões de sacas. O consumo deverá continuar estável em 108 milhões de sacas, significando, portanto, um déficit entre produção e consumo. A OIC afirma que a razão para a diminuição da produção está nos preços declinantes observados para o café desde 1998. Para o Brasil, maior produtor mundial, a estimativa é que a produção ficará entre 27,86 milhões e 30,09 milhões de sacas.







Além do fator fundamental de oferta e demanda, pesaram no mês de setembro os aspectos climáticos que levaram os preços do café a um movimento de alta seguido de outros, de baixa e realinhamento. A seca nas regiões produtoras do Brasil no início do mês poderia prejudicar a primeira florada. Logo depois constatou-se que a seca não seria prolongada e a ocorrência de chuvas fez os preços retornarem. As chuvas no entanto se tornaram esparsas e novamente o tempo ficou seco. Essas variações suscitam nos produtores do físico uma postura cautelosa

quanto a vendas e definição dos preços.

Os preços negociados no mercado futuro refletem as projeções dos agentes para o vencimento do contrato. As expectativas são revisadas diariamente à medida que novas informações vão sendo divulgadas. Durante o mês de setembro, as informações, o clima, dados de oferta e demanda e o câmbio foram analisados pelos agentes, que assumem suas posições de acordo com o risco que correm. Diante da possibilidade da seca, os exportadores fixaram o preço de compra do café, pois havia o risco de uma quebra de produção que elevaria os preços; os produtores, à medida que os preços se elevaram, puderam fixar seus preços de venda em patamares mais remuneradores. Para que as oscilações dos mercados futuros permitam, tanto a vendedores quanto a compradores, fixar antecipadamente seus preços em níveis satisfatórios, é preciso sempre estar com os custos na ponta do lápis.

Os mercados futuros são um instrumento de transferência do risco de preço, já que esse risco não se elimina, mas se transfere, diluindo-o. Os agentes que querem proteger-se contra o risco, como produtores e consumidores industriais, o transferem para os investidores, que são os agentes dispostos a correr risco.

O preço do café, muito volátil, oscila bruscamente, porque embora o consumo seja estável a oferta varia de maneira importante, principalmente pelo perfil da produção brasileira, que de um ano para outro pode acrescentar ou retirar cerca de 15 a 20% da oferta mundial

Nos mercados futuros, os investidores normalmente são os fundos de investimento. Os fundos, também bem informados, trabalham da mesma maneira que os produtores e exportadores, sempre analisando os aspectos de oferta e demanda. No caso do mês de setembro, uma parte dos fundos sobrevalorizou as projeções de queda na produção, pois ampliou suas posições compradas na expectativa de que os preços se elevariam em função da seca nas regiões produtoras. No entanto, quando perceberam que a seca não se estenderia e que os preços voltariam aos fundamentos, desfizeram suas posições, vendendo os contratos.

Os fundos são tomadores de risco e, à medida que analisam uma informação, têm que se posicionar no mercado, pois, caso a tendência dos preços seja a que eles esperam, poderão obter lucros. No caso analisado, parte dos fundos não lucrou no mês de setembro, pois a alta ocorrida foi devolvida em igual proporção.

Só que os fundos têm um papel fundamental no mercado, pois, enquanto se posicionavam comprando e os preços iam se elevando, os produtores poderiam ter escalonado suas vendas e obtido preço mais remunerador. Ou seja, nenhum agente consegue ir contra os fundamentos do mercado. No máximo, exacerbam temporariamente os movimentos dos preços. Pela acentuação dos movimentos é que os *hedgers* (aqueles que buscam se proteger do risco de oscilação dos preços) podem aproveitar para fixar seus preços de compra e venda em melhores condições. Podemos ainda lembrar que os fundos não caminham todos na mesma direção, pois não há unanimidade quanto aos fundamentos ou em suas análises técnicas.

O mercado de café na BM&F

Em setembro, o mercado futuro de café da BM&F negociou 61.212 contratos ou 6,1 milhões de sacas, totalizando, nos primeiros nove meses do ano, 38,3 milhões de sacas entre futuros e opções. A quantidade de contratos negociados reflete as incertezas dos agentes, que buscam esse instrumento para se proteger das oscilações de preços. Com isso, minimizam prejuízos e trabalham com um fluxo de caixa previsível ao longo do ano na medida em que antecipadamente sabem quanto irão pagar ou receber pelo café.

Além da função básica de proteção contra o risco de preços, os mercados futuros promovem uma importante descoberta do preço. Hoje no mercado futuro de café há contratos sendo negociados para dezembro de 2003, para março, maio, julho, setembro e dezembro de 2004. O preço negociado para dezembro de 2004 está em US$74,50/saca, ou seja, é possível ao exportador ampliar seu prazo de vendas até dezembro do próximo ano. Caso um exportador queira comprar a próxima safra de um produtor, através do mercado futuro pode verificar se o preço oferecido é ou não vantajoso, tendo em vista suas projeções de custo.

Com relação às expectativas para 2004, o gráfico 3 visualiza o que o mercado futuro está sinalizando até o momento, uma certa estabilidade dos preços. Para março de 2004 a sinalização é de US$72,15/saca; para maio, US$72,50/saca; para julho, US$71,50/saca e para setembro, US$72,00/saca. Os preços sinalizados pelo mercado futuro para 2004 podem estar refletindo a expectativa de que a relação entre estoques finais e consumo em 2004/05 não será substancialmente diferente da relação para 2003/04. A primeira estimativa da OIC era de uma produção brasileira de 50 milhões de sacas. Na segunda estimativa houve uma revisão para 40 milhões de sacas. A OIC trabalha com estimativa de 120 milhões de sacas para a produção mundial, contra 107 milhões na safra 2003/04 e o consumo em 112 milhões de sacas.

O mercado de café sinaliza portanto preços estáveis para 2004 entre US$71,00 e US$72,00/saca. Considerando um dólar entre R$3,20 e R$3,30, prevê-se um preço equivalente de R$227,00 e R$237,00/saca.

Félix Schouchana *é diretor de Mercados Agrícolas da BM&F. felix@bmf.com.br*
Fabiana S. Perobelli *é economista da BM&F. fabianap@bmf.com.br*