A INFLUÊNCIA DO DÓLAR NO AGRO

LUIZ CLÁUDIO CAFFAGNI*

Muito se fala de crédito em dólar e da influência do mercado internacional em commodities *e insumos. O racional para se gerir o risco cambial é casar com a mesma moeda montantes semelhantes de receitas e despesas. Neste artigo, discutem-se as implicações, os riscos e os procedimentos de uma estratégia de* hedge *cambial.*

EM QUALQUER atividade do agro, o produtor deve estabelecer estratégias de *hedge* (proteção contra a variação indesejada dos preços) desde o momento da decisão de plantio. A forte ligação da produção brasileira ao mercado internacional, devido aos excedentes exportáveis e à dependência de insumos importados, exige a análise da influência das variações da taxa de câmbio (R$/US$) no comportamento de três grupos de variáveis: preço da *commodity*, despesas e crédito.

PREÇO DA *COMMODITY*

Para as *commodities*, pode-se travar o preço de venda (*hedge*) por meio de três caminhos: contratos a termo com comprador (*trading*, cerealista ou cooperativa), contratos de derivativos em bolsa de futuros e contratos de *barter* com liquidação em produto (nesse caso, somente para a parcela dos insumos).

Fixar o preço por meio de **contratos a termo** junto ao comprador tem a vantagem de ser simples, podendo-se, ainda, optar (em alguns casos) por travar preços em dólares ou em reais.

A definição da proporção de mercadoria com preço fixado em cada moeda deve estar relacionada às despesas do produtor. Isso porque, para despesas indexadas ao real (como salários de funcionários) e o preço fixado em dólar, uma queda da taxa de câmbio significa menos reais recebidos com a venda da produção e, consequentemente, diminuição de margem (*vide* cenário 1 da tabela).

Por outro lado, para despesas indexadas ao dólar (como fertilizantes) e a mercadoria fixada em real, um aumento da taxa de câmbio eleva o custo em real sem que a receita se eleve, também reduzindo a margem do produtor (*vide* cenário 2 da tabela).

As operações com **derivativos** são mais técnicas, mas permitem a criação de diversas estratégias, com a possibilidade de alterá-las no meio do caminho.

Ao se utilizar a fixação em bolsa, deve-se analisar a formação de preço da *commodity* (*vide* boxe), uma vez que o mecanismo de bolsa funciona quando há uma alta correlação entre os preços da bolsa e os do mercado à vista. Ou seja, se os preços desses dois mercados têm pouca comunicação (movimentam-se em direções e com magnitudes muito diferentes), a estratégia tem uma grande chance de não dar certo.

É por isso que, se o produtor fizer *hedge* de milho na Bolsa de Chicago (CME), pode não obter o resultado desejado, uma vez que a formação de preço do milho não é primordialmente indexada ao mercado internacional.

As operações de ***barter* com liquidação** (pagamento) em produto oferecem dois resultados conjugados: crédito e *hedge*. Nesse caso, ao comprar insumos (sementes, agroquímicos e fertilizantes) e pagar por meio da entrega de produto (soja, milho, café etc.) no futuro, o produtor está travando os custos dos insumos ao valor correspondente à quantidade de produção comprometida.

Operações de *barter* com liquidação financeira cumprem apenas o papel de crédito sem agregar o *hedge*, uma vez que, se o preço da *commodity* cair, o produtor precisará vender um volume maior de mercadoria a fim de liquidar (pagar) a operação.

Uma das vantagens é que operações de *barter*, muitas vezes, são oferecidas em momentos de escassez de outras linhas de financiamento. Por outro lado, deve-se estar atento às altas taxas de juros embutidas na relação de troca.

"Ao se utilizar a fixação em bolsa, deve-se analisar a formação de preço da *commodity* (...), uma vez que o mecanismo de bolsa funciona quando há uma alta correlação entre os preços da bolsa e os do mercado à vista."

DESPESAS

Assim, conforme mencionado, é fundamental que o gestor case as receitas e as despesas proporcionalmente a seus montantes em dólares ou em reais.

Pode-se considerar que no mínimo 50% do custo de produção de grãos esteja vinculado ao dólar (fertilizantes e agroquímicos). Com isso, faria sentido que a receita utilizada para a aquisição dos insumos fosse indexada à variação cambial.

Mas atenção! Existe certa defasagem de tempo entre a desvalorização (ou a valorização) do real e o repasse aos preços em reais de insumos. Por isso, os insumos podem ser menos impactados pela variação cambial no curtíssimo prazo. As indústrias compram e pagam os insumos importados meses antes da venda para o consumidor doméstico, e,

com isso, uma desvalorização do real impacta pouco os preços correntes. Mas, certamente, haverá um aumento dos preços nas futuras recomposições de estoque. O gestor precisa estar atento, pois esse fato altera o resultado da gestão do risco cambial.

CRÉDITO

O crédito, por sua vez, deve ser encarado como uma despesa futura. Ao se contrair dívida em dólar, deve-se garantir que a receita também esteja indexada ao dólar.

Considerando que o preço da *commodity* esteja fixado em dólar, se a taxa de câmbio subir, o valor da dívida em real subirá em real, porém o valor recebido em real pela venda da produção também subirá na mesma proporção. Na situação contrária, se a taxa de câmbio cair, o valor recebido pela venda da *commodity* também cairá em real, o que será compensado com a queda do valor da dívida (*vide* cenário 3 da tabela).

Se o preço de venda da *commodity* estiver fixado em real, uma alta da taxa de câmbio elevará o valor da dívida e, consequentemente, diminuirá a margem do produtor (*vide* cenário 2 da tabela).

Se o preço da *commodity* não estiver fixado e contar com uma formação de preço internacional, a variação cambial estará "hedgeada", mas uma queda do preço deprimirá a margem do produtor.

Caso o preço não esteja travado e a *commodity* disponha de uma formação de preço no mercado doméstico, o risco aumenta, pois não existem *hedge* cambial nem *hedge* do produto.

No caso do financiamento em real e de a *commodity* possuir uma formação de preço internacional, pode haver uma valorização do real (queda da taxa), com queda no preço da *commodity* em real, o que reduziria a margem (*vide* cenário 1 da tabela).

EFEITO SOBRE A MARGEM DE LUCRO CONSIDERANDO A MOEDA DAS RECEITAS E DAS DESPESAS E A VARIAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO (R$/US$)

Demonstra-se que a definição da proporção de mercadoria com preço fixado em cada moeda deve relacionar-se às despesas do produtor, pois, para cada cruzamento entre a moeda das receitas e a moeda das despesas, chega-se a um cenário diferente para a margem.

MOEDA DE RECEBIMENTO DAS RECEITAS	Movimento do câmbio	Despesas em R$	Despesas em US$
R$	Valorização do real	Sem efeito na margem	**Cenário 2** Margem diminui
	Desvalorização do real		Margem aumenta
US$	Valorização do real	Margem aumenta	**Cenário 3** Sem efeito na margem
	Desvalorização do real	**Cenário 1** Margem diminui	

Fonte: elaboração pelo autor

FORMAÇÃO DE PREÇOS

No caso de *commodities* do agro, a geração de excedentes exportáveis atrela em maior ou menor intensidade o preço brasileiro ao preço internacional, dependendo do percentual exportado em relação à produção.

SOJA

Sabemos que em torno de 80% da soja produzida no Brasil é exportada, em forma de grão, farelo e óleo (sem contar a exportação de farelo de soja na forma de frango, suínos e bovinos), o que implica uma formação de preços estabelecida pelo mercado internacional. Geralmente, o produtor recusa-se a vender abaixo do preço internacional, ao passo que o comprador quase nunca paga acima do preço internacional.

A análise comparativa dos preços do primeiro vencimento da soja na CME e do preço à vista em Paranaguá (em US$ e R$) mostra que há uma forte aderência do preço doméstico ao mercado internacional (*vide* Gráfico 1).

Na análise, entre março e julho de 2023, nota-se, no gráfico, que o preço da soja brasileira, em dólar, fica abaixo do da soja da CME, embora os movimentos continuem correlacionados. Essa abertura do diferencial entre os dois preços – conhecida como "base" ou "prêmio de exportação *spot*" – indica um excesso de oferta de soja brasileira em relação à oferta de soja norte-americana. Em outros períodos (como no final do ano), o preço brasileiro fica acima do de Chicago, o que representa uma menor oferta relativa de soja doméstica.

CAFÉ

Nos últimos anos, o café exportado representou entre 70% e 80% do que é produzido, o que indexa o preço do café ao mercado internacional, pois, como se diz no comércio, "o melhor pagador é a exportação".

Novamente, há uma alta aderência entre os preços em dólar do café da ICE – bolsa internacional utilizada como referência pelo mercado da *commodity* – e do Brasil, como demonstrado nos dados do Gráfico 2. Embora o café da ICE seja de uma qualidade superior (café Arábica lavado) – o que torna o preço nessa bolsa maior do que o do Brasil –, percebe-se o mesmo fenômeno descrito no mercado de soja da abertura do diferencial entre os dois preços à medida que a colheita brasileira se aproxima e se concretiza.

AÇÚCAR

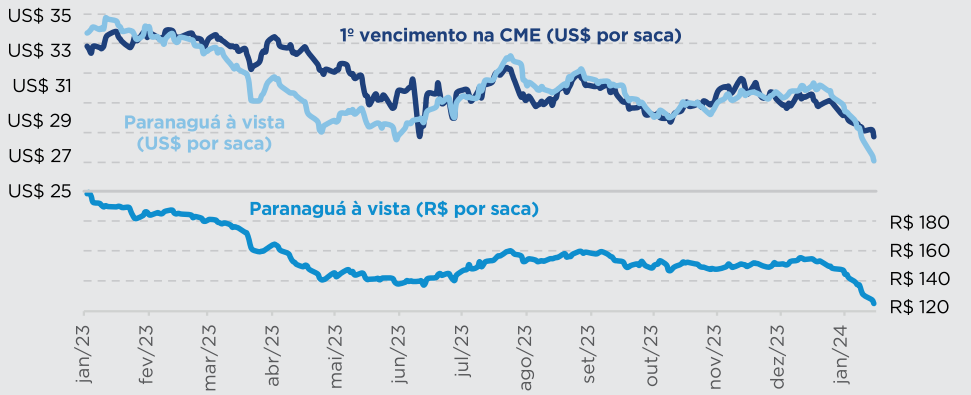
Para as usinas produtoras de açúcar, o preço internacional também influencia os preços internos, sendo que a média de exportação foi de 67% da produção nos últimos três anos. O Gráfico 3 demonstra como o preço internacional influencia o preço doméstico.

MILHO

No caso dessa *commodity*, pode-se afirmar que entre 55% e 60% do volume seja exportado em milho grão, isto é, milho em forma de frango, suínos e bovinos. O percentual complementar destina-se ao mercado interno de processados de

GRÁFICO 1 – PREÇO DA SOJA NA CME E EM PARANAGUÁ

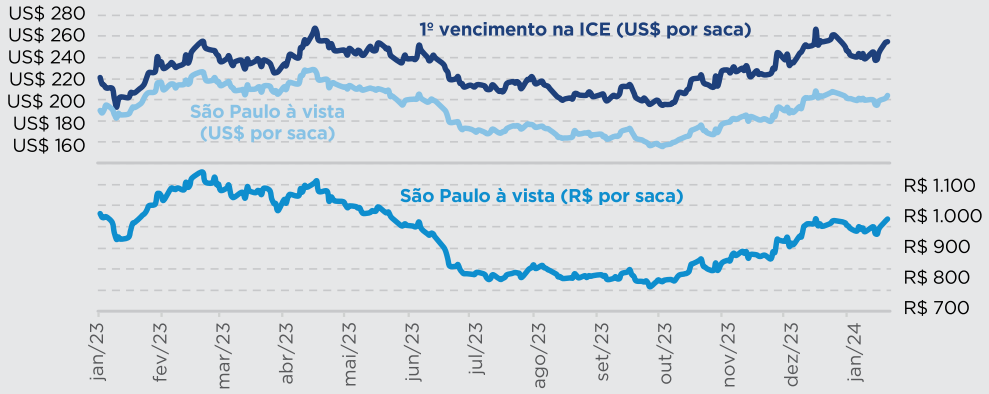
Há uma alta correlação entre o preço do primeiro vencimento da soja na CME e o preço à vista em Paranaguá (em US$ e R$), evidenciando uma forte aderência do preço doméstico ao mercado internacional.



Nota: para comparabilidade dos preços, transformou-se 1 *bushel* de soja em sacas de 60 quilos
Fontes: CME; Cepea/Esalq/USP; elaboração pelo autor

GRÁFICO 2 – PREÇO DO CAFÉ (TIPO 6 – BEBIDA DURA) NA ICE E EM SÃO PAULO

Levando em conta a superioridade na qualidade e nos preços do café da ICE em relação aos do Brasil, percebe-se um movimento de aderência entre os dois preços, com a diferença entre eles se acentuando conforme a colheita brasileira se aproxima e se concretiza.



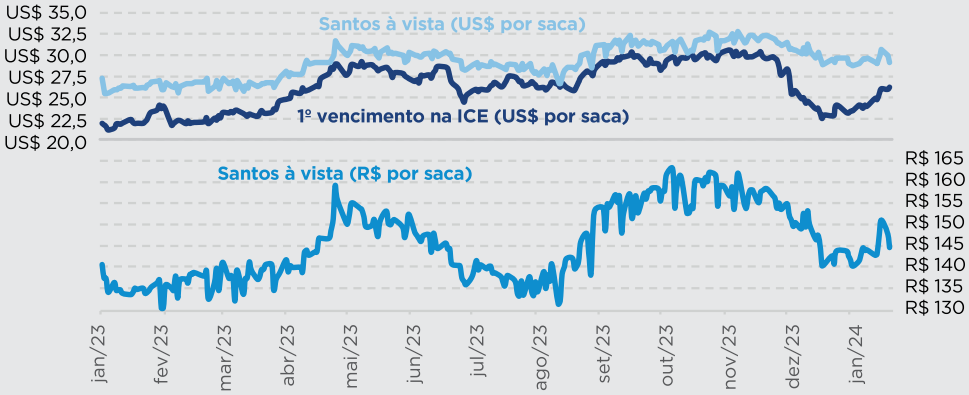
Nota: para comparabilidade dos preços, transformou-se 1 libra-peso em sacas de 60 quilos
Fontes: ICE; Cepea/Esalq/USP; elaboração pelo autor

milho e alimentação de animais para abate (carnes). Essa realidade torna o preço do milho menos indexado ao mercado internacional em relação aos mercados analisados anteriormente. Essa realidade espelha-se na diversidade e no comportamento dos demandantes regionais, que, muitas vezes, praticam preços acima da paridade de exportação.

O Gráfico 4 apresenta o preço da CME e o preço interno, que mostram comportamentos direcionais opostos em mais de um momento. Esse comportamento dos preços revela que fazer *hedge* de milho na bolsa internacional carrega um risco de base (ou de diferencial) maior do que os dos mercados abordados até então. ■

GRÁFICO 3 – PREÇO DO AÇÚCAR (CRISTAL) NA ICE E EM SANTOS

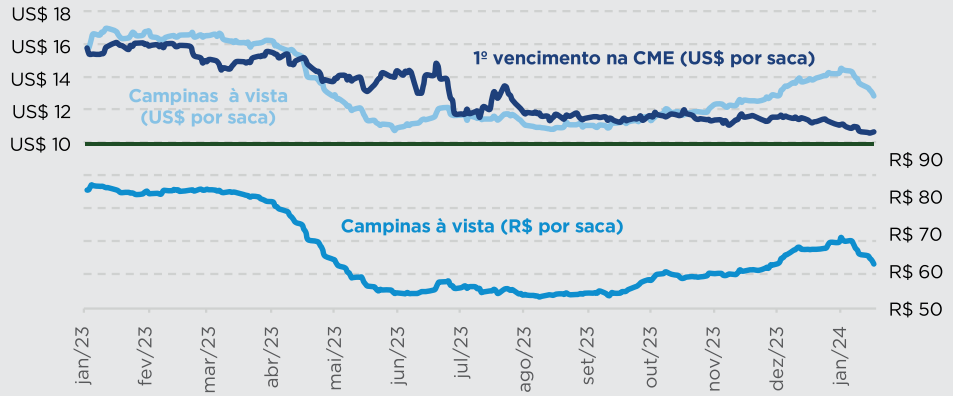
No açúcar, percebe-se, mais uma vez, a aderência dos preços brasileiros aos internacionais. Contudo, pela curva mais inferior no gráfico, percebemos que os preços em reais da commodity em Santos sofrem uma influência menor daqueles observados na ICE.



Nota: para comparabilidade dos preços, transformou-se 1 libra-peso em sacas de 50 quilos
Fontes: ICE; Cepea/Esalq/USP; elaboração pelo autor

GRÁFICO 4 – PREÇO DO MILHO NOS MERCADOS INTERNACIONAL E DOMÉSTICO

Como se vê pelo cruzar das duas curvas superiores do gráfico, os comportamentos do preço da CME e do preço nacional são opostos em mais de um momento, o que reflete a prática de demandantes regionais de estabelecer preços acima da paridade de exportação.



Nota: para comparabilidade dos preços, transformou-se 1 *bushel* de milho em sacas de 60 quilos
Fontes: CME; Cepea/Esalq/USP; elaboração pelo autor

"Esse comportamento dos preços [sentidos opostos entre preço internacional e preço nacional] revela que fazer *hedge* de milho na bolsa internacional carrega um risco de base (ou de diferencial) maior do que os mercados abordados até então [soja, café e açúcar]."

*Consultor em derivativos e crédito no agronegócio, sócio da Archer Education, membro de Conselhos de Administração de empresas e professor de Pós-Graduação Lato Sensu da Fundação Getulio Vargas (FGV) – luiz@archereducation.com.br