

Comércio internacional

Dez razões para formação de contratos futuros na BM&F

Félix Schouchana*

O etanol é objeto de atenção da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) pelo seu peso na economia brasileira e porque requer proteção contra o risco de oscilação dos preços. Nesse sentido, a Bolsa, em conjunto com a Câmara Consultiva de Açúcar e Etanol, que reúne representantes da cadeia do produto, lançou um contrato futuro de etanol em maio de 2007, com base em dez razões:



ACERVO BM&F

Operadores durante preção na BM&F; São Paulo, SP

1. VOLATILIDADE DO PREÇO

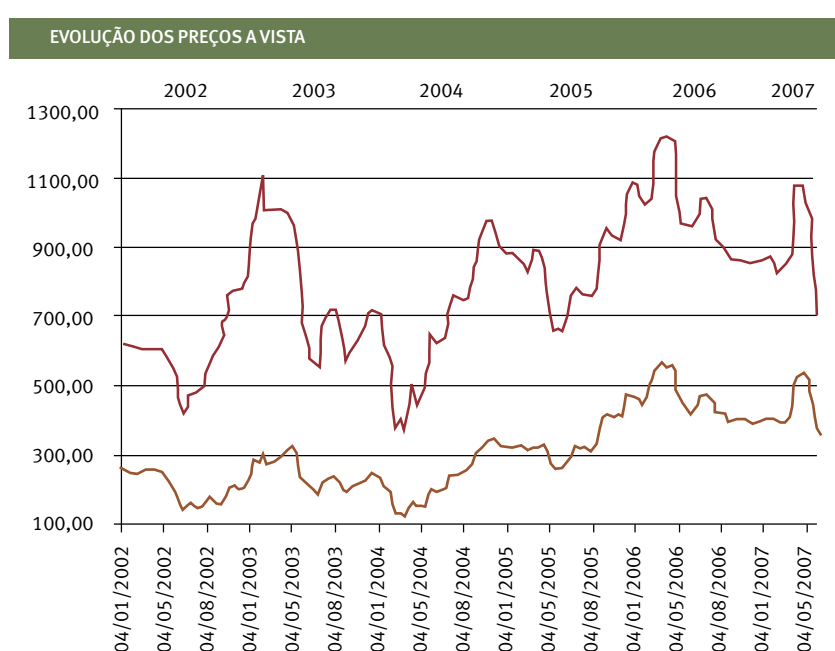
Os preços do etanol nos últimos anos oscilaram entre R\$ 400 e R\$ 1.100 por metro cúbico (1.000 litros), em uma mesma safra (Figura 1). Com isso, o produtor e o consumidor correm o risco de perder rentabilidade com tal oscilação dos preços, e o usuário do carro flexível fica inseguro quanto ao seu investimento. A volatilidade do etanol, quando comparado com a de outros produtos, é muito elevada, conforme se vê na Tabela 1. O mercado futuro existe para minimizar o risco de preço, permitindo fazer uma proteção de preço – o *hedge* – que consiste em fixar um preço de venda ou de compra que garanta a margem de lucro.

2. SAFRA E ENTRESSAFRA

A variação do preço do etanol entre o pico da safra (julho) e o pico da entressafra (março) é maior do que a taxa de juros no mesmo período, e maior do que a de outros produtos (Tabelas 2 e 3). No período analisado, o preço à vista do etanol na entressafra foi maior do que na safra, superando, inclusive, a taxa de juros no período, em vários anos. Por que isso ocorre? Porque o risco de armazenar o produto na safra para abastecer o mercado na entressafra fica exclusivamente com os produtores. O custo de formação de estoques de passagem (aqueles que passam de uma safra para outra) recai somente sobre os produtores. Para as demais mercadorias, esse custo é compartilhado com os intermediários, que contribuem para que o mercado tenha maior estabilidade de preços ao longo do ano e melhoram o abastecimento ao consumidor.

Por que um investidor não compra etanol na safra e vende na entressafra para capturar esse ganho? Porque a legislação brasileira estabelece que o produtor pode comercializar álcool com um distribuidor autorizado pela Agência Nacional do Petróleo (ANP) ou para o mercado externo. Tal fato inibe a entrada de novos agentes no mercado, que poderiam atuar como

FIGURA 1 | EVOLUÇÃO DOS PREÇOS A VISTA DO ETANOL



Fonte: Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea)/USP ESALQ

TABELA 1 | VOLATILIDADE DO ÁLCOOL E AÇÚCAR NA BM&F

		ÁLCOOL	AÇÚCAR	DÓLAR
2000	1º Semestre	22%	36%	5%
	2º Semestre	23%	21%	6%
2001	1º Semestre	10%	22%	11%
	2º Semestre	9%	17%	14%
2002	1º Semestre	45%	40%	11%
	2º Semestre	15%	19%	28%
2003	1º Semestre	31%	20%	14%
	2º Semestre	18%	15%	8%
2004	1º Semestre	36%	17%	9%
	2º Semestre	18%	14%	6%
2005	1º Semestre	22%	17%	9%
	2º Semestre	15%	8%	11%
2006	1º Semestre	22%	18%	13%
	2º Semestre	15%	20%	6%
2007	1º Semestre	28%	23%	5%

Fonte: BM&F

TABELA 2 | DIFERENÇAS DE PREÇOS ENTRE ÁLCOOL ANIDRO E AÇÚCAR
DIFERENÇAS DE PREÇO

ÁLCOOL ANIDRO			AÇÚCAR				
Safra	Entressafra	Varição entre safra e a entressafra	Safra	Entressafra	Varição entre safra e a entressafra	Selic acumulada no período	
1998/1999	0,31	0,14	-54,84%	11,44	11,8	3,15%	23,70%
1999/2000	0,17	0,27	58,82%	9,82	18,61	89,51%	14,27%
2000/2001	0,24	0,30	25,00%	21,43	23,36	9,01%	12,48%
2001/2002	0,24	0,59	145,83%	23,66	21,28	-10,06%	14,61%
2002/2003	0,47	1,00	112,77%	19,2	43,89	128,59%	16,61%
2003/2004	0,59	0,39	-33,90%	24,01	19,28	-19,70%	14,82%
2004/2005	0,68	0,87	27,94%	27,85	33,24	19,35%	13,21%
2005/2006	0,77	1,09	41,56%	29,19	47,58	63,00%	11,25%
2006/2007	1,04	0,92	-11,54%	50,25	34,7	-30,95%	15,07%

(*) Açúcar e Alcool: safra em julho e entressafra em março

Fonte: Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea)/USP ESALQ, BM&F e Banco Central

TABELA 3 | DIFERENÇAS DE PREÇO ENTRE SOJA E BOI GORDO
DIFERENÇAS DE PREÇO

SOJA			BOI GORDO				
Safra	Entressafra	Varição entre safra e a entressafra	Safra	Entressafra	Varição entre safra e a entressafra	Selic acumulada no período	
1998/99	14,61	20,74	41,96%	26,21	39,65	51,27%	23,70%
1999/00	15,87	20,06	26,38%	29,55	42,46	43,72%	14,27%
2000/01	19,54	29,81	52,62%	36,34	46,50	27,97%	12,48%
2001/02	19,62	46,94	139,23%	40,94	53,63	31,02%	14,61%
2002/03	25,42	48,10	89,20%	42,17	59,26	40,50%	16,61%
2003/04	37,18	33,75	-9,20%	52,02	59,64	14,64%	14,82%
2004/05	49,21	28,17	-42,76%	59,43	55,47	-6,65%	13,21%
2005/06	31,47	33,06	5,04%	54,23	61,55	13,50%	11,25%
2006/07	26,46	37,70	42,47%	48,85	61,89	26,69%	15,07%

Fonte: BM&F

carregadores de estoque, reduzindo a volatilidade dos preços. Uma solução seria os intermediários incluírem na sua razão social a distribuição e comercialização do etanol, além de requisitar a autorização para a agência reguladora (ANP), de forma a atenderem às exigências da lei. Os certificados de depósitos agropecuários e *warrants* agropecuários (CDA/WA) de etanol podem ser negociados livremente e a incidência de impostos só ocorre quando

o produto é retirado do tanque do produtor. Nesse caso, um intermediário poderia comprar CDA/WA de uma usina na safra e vender contratos futuros na BM&F para a entressafra, o que poderia ajudar a resolver o problema dos estoques de passagem.

3. CORRELAÇÕES DE PREÇOS

O preço do etanol no mercado à vista não tem boa correlação com o preço da gasolina, do açúcar e do petróleo negociados

em Nova Iorque, mas tem com o etanol da BM&F, como mostra a Tabela 4. Se um produtor de etanol fizer a proteção de preço utilizando as cotações da gasolina em Nova York, vendendo contratos futuros nos Estados Unidos, e o preço subir, ele acabará perdendo no mercado futuro. Essa perda pode não ser compensada por um ganho no mercado à vista. Porém, se fizesse a proteção de preço na BM&F, a perda de um mercado seria quase que

TABELA 4 | PREÇOS DA GASOLINA, DO AÇÚCAR E DO PETRÓLEO NEGOCIADOS EM NOVA IORQUE E NA BM&F

PERÍODO: JUL/2000 A MAI/2007						
	Açúcar NY	Gasolina NY	Petróleo NY	Álcool BM&F	Álcool Spot	Açúcar BM&F
Açúcar NY	1					
Gasolina NY	0,665920	1				
Petróleo NY	0,717048	0,971880	1			
Álcool BM&F	0,860993	0,574644	0,649331		1	
Álcool Spot	0,751436	0,546398	0,593131	0,906241	1	
Açúcar BM&F	0,647104	0,303670	0,326707	0,719118	0,711076	1

Fonte: Elaborada pelo autor

totalmente compensada pelo ganho no outro, porque existe convergência dos dois preços no Brasil, no prazo do vencimento.

4. OPERAÇÕES DE CASH AND CARRY

Uma operação comum nos mercados futuros é chamada de *cash and carry*, que significa da safra para a entressafra, comprar à vista (*cash*) e arcar com o custo de carregamento (*carry*) – armazenagem, seguro e custo de oportunidade do capital. No mesmo momento da compra à vista, o investidor vende esse produto no mercado futuro da Bolsa, com lucro previamente conhecido. Essas operações são mais indicadas do que criar estoques reguladores artificialmente, que acabam custando mais caro para a população.

5. DILUIÇÃO DO RISCO

Como é o produtor que forma estoques durante o ano, para os consumidores fica a errônea idéia de que o alto preço na entressafra é da responsabilidade exclusiva do produtor que reteve seus estoques, gerando um aumento artificial dos preços. Com intermediários, o risco se dilui entre mais agentes.

6. PROTEÇÃO EM BOLSA

Um produtor emite CDA/WA para levantar um financiamento, com preço a ser fixado. O comprador desse título – que é o financiador – corre o risco de queda

de preço e, por isso, terá que se cobrir vendendo contratos futuros na Bolsa. Por outro lado, um produtor que faz o *hedge* em Bolsa, vendendo contratos futuros, pode obter menores taxas de financiamento, já que oferece menor risco ao financiador. Atualmente, as usinas levantam financiamento sobre os contratos de exportação de açúcar, e podem fazer o mesmo com o etanol, utilizando o contrato futuro da BM&F.

7. PREÇO FIXO NO PAÍS

Um mercado futuro de etanol no Brasil irá levar o importador a fixar o preço do etanol no país. Assim, ao invés de deixar a liquidez migrar para outras bolsas estrangeiras, o país pode atrair essa liquidez para o território brasileiro. Isso significa mais investimentos e recursos para tomar o risco de nosso produto. O comprador pode manter seus estoques nos países de origem, desde que tenha um mercado futuro confiável para fazê-lo, e isso gera recursos para os armazenadores, produtores e o mercado consumidor em geral.

8. CONTRATOS DE EXPORTAÇÃO


Quando se faz uma importação, é preciso uma referência do preço negociado. O exportador se compromete a entregar o produto em datas previamente definidas e o preço deve ser fixado a qualquer momento na Bolsa. É assim que funciona o mercado internacional

de *commodities*, e assim poderá ocorrer também com o etanol na BM&F, desde que os *traders* e importadores concordem que a BM&F seja a referência de preço de seu suprimento.

9. HEDGE

Existem contratos de suprimento de etanol feitos com base no indicador de preço à vista. Esse indicador não é responsável pelo mau uso que dele se faz. O problema é que não se pratica *hedge* com base no preço que não seja previamente conhecido. Isso não pode ser chamado de *hedge*.

10. MERCADO FUTURO

O etanol está iniciando um importante processo de internacionalização. O comércio internacional de etanol aumentará e a BM&F pretende criar uma referência de preço internacional. Várias empresas ligadas ao etanol criaram a International Ethanol Trade Association (Ietha), para ter um padrão técnico de etanol que atenda ao mercado internacional. A BM&F está alinhada com essa iniciativa. Tendo em vista as razões mencionadas, espera-se que o contrato futuro de etanol no Brasil tenha as qualificações para ser um importante centro de liquidez. 

* **Félix Schouchana** é diretor de derivativos agrícolas e energia da BM&F (felix@bmf.com.br).