

PLANEJAMENTO COMERCIAL POR MEIO DA CONTRAÇÃO DE HEDGE: O CASO DO CAFÉ NO BRASIL

Celso Luis Rodrigues Vegro¹

¹ Eng. Agr., MS, Pesquisador Científico VI do Instituto de Economia Agrícola – celvegro@iea.sp.gov.br

RESUMO: O estudo buscou relacionar possível de influência dos derivativos financeiros na expansão da produção de café entre 2001 a 2018. Cotejando-se os dados financeiros com as informações sobre evolução da safra, constatou-se que houve aumento sustentado na produção no período considerado o que, porém, não foi acompanhado por expansão na demanda por contratos futuros de café arábica que seguiram em sentido contrário. Fatores como a incidência de impostos sobre as operações e o aprendizado forçado de atuação direta em Nova York podem ter contribuído para essa perda de atratividade de negócios concentrados na Brasil, Bolsa Balcão (B^[3]) – praça paulistana de negócios em futuros agropecuários. Estima-se que a estabilização econômica e a reforma tributária que possivelmente será implementada poderão incentivar o retorno dos investidores ao mercado de contratos futuros de café arábica, incrementando a liquidez nesse mercado e por consequência estimular a expansão da produção.

PALAVRAS-CHAVE: mercado futuro, café, padrão de financiamento, desenvolvimento agrícola.

COMMERCIAL PLANNING THROUGH THE HEDGE CONTRACTION: THE CASE OF COFFEE IN BRAZIL

ABSTRACT: This study sought to relate the possible influence of financial derivatives in the expansion of coffee production in the 2001 to 2018 period. Comparison between financial data and information about crop expansion has shown that there was a sustained increase in production in the period. This increase, however, was not followed by an expansion in demand for Arabica coffee futures contracts, which moved in the opposite direction. Factors as taxes' incidence on operations and the forced learning of direct operation in New York may have contributed to this loss of attractiveness of the Brazilian-focused business, Bolsa Balcão (B^[3]) - agricultural futures in the São Paulo state business area. It is estimated that the economic stabilization and the likely incoming tax reform may encourage investors' return to the Arabica coffee futures contracts market, increasing liquidity in the market and consequently stimulating production expansion.

KEY WORDS: financing pattern, agriculture development, financial markets, rural credit.

INTRODUÇÃO

Para pleno e equilibrado funcionamento de qualquer mercado há que se dispor de combinação adequada de variáveis críticas. Nas commodities agrícolas inúmeras delas são decisivas a começar pelo comportamento do clima durante o ciclo produtivo. Outras igualmente cruciais a essa se somam como: balanço entre oferta e demanda que regula o suprimento e a eventual incremento ou consumo de estoques; custos de produção; aspectos relativos à origem e ao destino dos produtos transacionados - logística; existência de sazonalidades (safra e entressafra, pico de consumo); incidência de tarifas, taxas e comissões sobre as transações; prêmio de exportação; oscilações cambiais; tipo de acondicionamento; tendências futuras para a produção e para a demanda; fricção entre compradores e vendedores. Trata-se, portanto, de ambiente decisório sumamente complexo, assimétrico e com forte propensão a produzir falhas, pois são raríssimas as ocasiões em que tais fatores encontram-se equilibradamente combinados.

A intrínseca dependência de fatores naturais exige do empreendedor rural refinado planejamento técnico-comercial para lograr êxito produtivo-econômico a cada temporada. Particularmente, frente as oscilações de preços empregam-se ferramentas protetivas disseminadas pelo mercado como: a) Cédula de Produto Rural (CPR), b) mercados a termo e c) mercados derivativos organizados em bolsas de mercadorias (futuros e opções).

No caso dos mercados derivativos, seus participantes (cafeicultores, industriais, exportadores, investidores PF e PJ – residentes e não residentes) assumem posicionamento de abrir mão de eventual ganho para não incidir em perda efetiva, obtendo assim melhores condições de previsibilidade econômica para seu negócio.

A demanda por proteção de preço é, particularmente, mais relevante naqueles produtos que exibem amplas oscilações nas cotações (tecnicamente denominada de volatilidade¹), sendo característica do mercado das commodities agrícolas. Para mitigar esse problema surgiram as bolsas de mercadorias, algumas delas iniciando suas atividades ainda no século XIX e atuando em tradicionais mercados de produtos agrícolas (milho, trigo, algodão, café, cacau, etc.), justamente para constituir *locus* formais para a formação de preços.

¹ A volatilidade dos preços recebidos pelos cafeicultores no Estado de São Paulo foi analisada por VEGRO, C.L.R & MARTINS, V.A. (2015). No trabalho constatou-se volatilidades acima de 30% ao ano para os preços recebidos entre 2010 a 2013.

Na cafeicultura contemporânea, devido sua ampla disseminação na zona intertropical do globo, coexistem inúmeros sistemas produtivos, desde os mais rudimentares até os de grande escala de perfil empresarial. Todavia, para se ter acesso a mecanismos de proteção frente as oscilações de preços, necessita-se dispor de maior refinamento das instituições financeiras locais, como por exemplo a atuação de bolsa de mercadorias.

Assim, são poucos os países produtores de café que possuem condições efetiva para que seus cafeicultores possam contratar proteção de preços para os produtos agropecuários. Naqueles em que se oferece essa tecnologia comercial, os cafeicultores (inclusive familiares por intermédio de suas cooperativas) têm à disposição um cardápio de mecanismos que os permitem prever o resultado econômico futuro de sua exploração.

Na cafeicultura de perfil empresarial brasileira o hedge é ferramenta amplamente empregada na condução dos negócios, somando-se a outras técnicas de gestão do empreendimento e plenamente integradas a lógica financeira da produção, qual seja, o vender antes para produzir depois.

Portanto, este estudo tem por objetivo avaliar a expansão da procura por proteção de preços na comercialização de café arábica no Brasil, utilizando o contrato futuro e de opções oferecidos pela B^[3] na efetivação dessa estratégia. Tal dinâmica é cotejada ao ritmo de crescimento da produção no país.

MATERIAL E MÉTODOS

Dados primários históricos de produção de café foram obtidos por meio de consulta a banco de dados da Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB), enquanto as informações sobre a quantidade de contratos acumulados entre janeiro e dezembro de cada ano, compreendendo o período de 2001 a 2018, foram obtidos por meio a consulta ao banco de dados da B^[3].

Na B^[3] cada contrato futuro de café ou de café representa volume de 100 sacas de 60kg de produto. São estipulados critérios limites de padronização, oferecendo assim maior segurança aos compradores como: teor de umidade, cor, peneira, percentual de impurezas e de grãos defeituosos. O valor de face do contrato é estipulado em US\$/sc com duas casas decimais com meses de vencimento em: março, maio, julho, setembro e dezembro. A compra e venda de contratos futuros ocorre por intermédio de corretoras habilitadas junto a B^[3], sendo necessário a efetivação de depósito monetário na empresa proporcional a quantidade de contratos existentes na carteira para proceder ajustes diário decorrentes das oscilações das cotações.

A modelagem adotada resumiu-se a análise gráfica e tabular, ao cálculo de frequências simples e aplicação da taxa geométrica de crescimento anual para o período considerado empregando-se, nessa última, função exponencial para a descrição do processo de crescimento de uma variável ao longo do tempo (RAMANATHAN, 1998).

RESULTADOS E DISCUSSÃO

A produção de café arábica no Brasil exibe grande impulso nas duas últimas décadas, mantendo o país na liderança mundial de produção da rubiácea. Entre 2001 e 2018, ainda que se observem fortes oscilações características do ciclo bienal, eleva-se de patamar de 25 milhões de sacas para mais de 45 milhões de sacas no último ano da série (Figura 1).

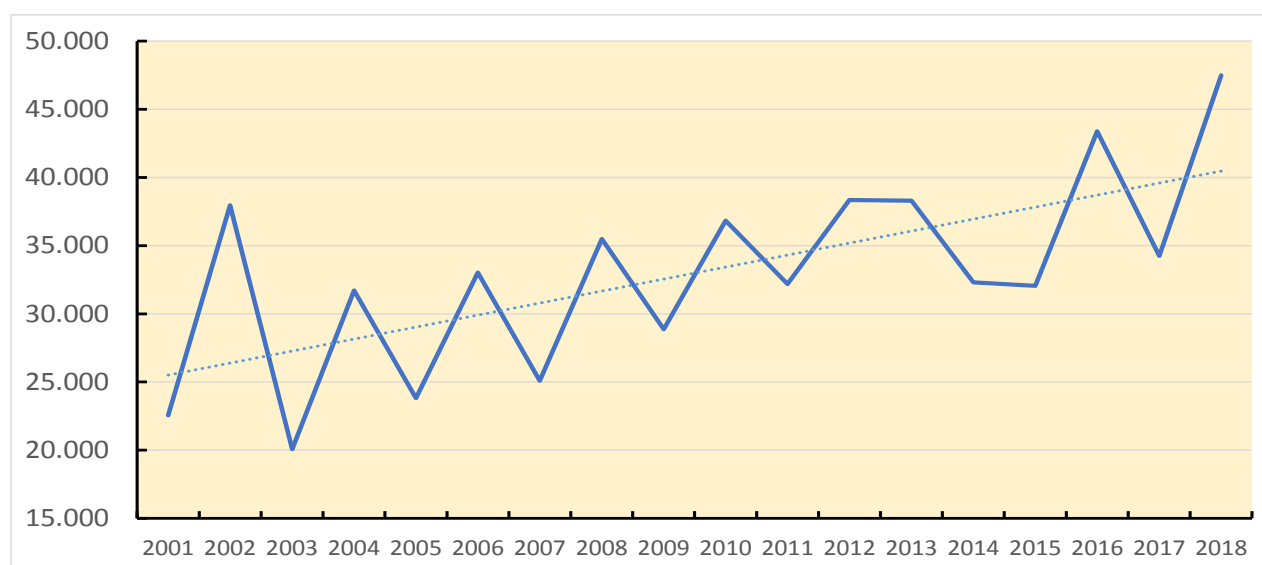


Figura 1. Trajetória da produção de café arábica no Brasil, 2001* a 2018

* Antes de 2001 a previsão de safra de café era conduzida pelo Consórcio Pesquisa Café e por esse motivo não se recuou mais no tempo, privilegiando-se os levantamentos da CONAB

Fonte: Elaborado a partir de dados básicos de CONAB, 2019a.

O incremento, graficamente observável, representa em termos estatísticos taxa geométrica de crescimento de 2,83% a.a. Tal desempenho é algo espantoso na medida em que, em termos de área ocupada pela lavoura de arábica, houve diminuição de 157 mil ha entre 2008 e 2018, ou seja, queda de 9,52% (CONAB, 2019a). Resultado do levantamento estatístico conduzido em maio de 2019, indica que a lavoura de arábica deve exibir nova queda na área produtiva, com erradicação de outros 27,4 mil ha cultivados (CONAB, 2019b).

A discrepância entre evolução de produção e de área decorre, em parte, dos ganhos de produtividade excepcionais obtidos nesse cultivo graças a geração e difusão de tecnologias agrônômicas. Plantios mais adensados; disseminação da prática de podas de condução e a expansão do emprego da irrigação são técnicas de manejo produtivo oferecem resultados promissores.

Além dos efeitos diretos das tecnologias adotadas, há ainda aqueles relacionados aos padrões de financiamento do investimento e das decisões produtivas de curto prazo (GONÇALVES, et al, 2005). Os derivativos de commodities, devido a liquidez que acrescentam ao fluxo de negócios, desempenham o papel de crédito na alavancagem produtiva. A perfeita² adequação desse mecanismo permitiu o assentamento de ritmo de crescimento da produção agrícola, inclusive cafeeira, descolada da expansão ciclotímia da economia brasileira.

Portanto, também é possível compreender o ritmo do dinamismo produtivo da cafeicultura a partir da plena integração desses produtos à racionalidade de ativo financeiro, no caso, de commodity agrícola transacionada em mercados globalizados. Assim, no período 2001 a 2018, o número de contratos futuros de commodities agrícolas contabilizados no acumulado do ano pela B^[3] registrou imensa evolução com taxa geométrica de crescimento de 10,30% a.a, alcançando recorde de negociações em 2008 com 3,28 milhões de operações de proteção de preço celebradas (Tabela 1)³.

Tabela 1. Número acumulado de contratos futuros ao ano, café e total agrícolas, B^[3], 2000 a 2018

Ano	Café (a)	Agrícolas (b)*	(a/b)*100
2001	448.444	632.158	70,94
2002	446.115	766.770	58,18
2003	478.544	777.675	61,54
2004	620.997	1.048.982	59,20
2005	485.902	1.061.810	45,76
2006	528.462	1.291.616	40,91
2007	724.319	2.221.890	32,60
2008	760.761	3.282.954	23,17
2009	596.435	2.026.586	29,43
2010	640.754	2.667.645	24,02
2011	450.802	2.348.053	19,20
2012	237.663	2.571.904	9,24
2013	147.301	2.283.669	0,43
2014	188.789	2.563.318	7,37
2015	124.297	1.878.388	6,62
2016	125.904	1.851.613	6,80
2017	102.474	2.266.618	4,52
2018	106.765	2.101.255	5,08

* inclui as operações envolvendo o ouro.

Fonte: Elaborado a partir de dados básicos da B^[3], disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/resumo-das-operacoes/estatisticas/.

Entre 2001 e 2018, para o caso do café arábica, a taxa de crescimento geométrica anual para o número de contratos foi de -10,36% ao ano, ou seja, moveu-se em sentido contrário ao contabilizado pelo mercado total de commodities agrícolas (milho, soja, boi gordo). Tal declínio, entretanto, pode ser segmentado em dois momentos distintos. Na primeira fase entre 2001 a 2010 (excetuando-se 2009) houve evolução positiva na demanda por proteção de preços, tendo isoladamente o café representado entre 60% e 70% do total de contratos agrícolas firmados nos primeiros anos da série histórica. Em 2008, por exemplo, foram negociados no acumulado do ano, aproximadamente 761 mil contratos de café arábica na bolsa paulistana. Todavia, a partir de 2011, considerando o acumulado de contratos firmados até 2018, esse interesse pela proteção de preços na praça da B^[3] arrefeceu acentuadamente⁴.

² A expressão *perfeita* não é mero adjetivo decorativo. A possibilidade das *traders companies* e agroindústrias captarem recursos no exterior a taxas condizentes com a lucratividade das operações e as regras para a contratação de Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC's) concedem lastro para que essas empresas adquirirem derivativos de commodities nas Bolsas de Mercadorias, visando a compra antecipada de suprimentos e obtendo assim a capacidade de honrar contratos de venda firmados no exterior (GONÇALVES, et al 1995).

³ VEGRO, et al (2005) alertou para o formidável ritmo de crescimento da demanda por contratos futuros de café arábica na B[3]. Tal avanço representava na visão dos autores um aumento de lastro para a realização de negócios, rompendo com os limites impostos pelo ativo real representado pela transação.

⁴ Em 2018 os contratos futuros de milho e soja representaram 49% do total negociado no ano.

No auge da demanda por contratos de café arábica na B^[3] havia grande participação de investidores estrangeiros nesse produto financeiro (operações de arbitragem entre São Paulo e Nova York)⁵. Porém, em dezembro de 2009, o mercado desses títulos foi impactado pelo início de incidência de IOF (alíquota de 1% sobre o valor da posição) sobre as transações correntes⁶. A imposição tempestiva desse tributo nas operações afastou de imediato os estrangeiros (até então representando entre 30% e 40% do total de contratos) e, paulatinamente, conduziu também os investidores nacionais a se afastarem desse mercado. Aparentemente, ritmo de abandono foi menos acelerado entre os investidores nacionais devido a existência de operações compromissadas contemplando prazos mais elásticos. Diminuição mais intensa no número de contratos passa a ocorrer apenas a partir de 2011.

Em decorrência de dificuldades com a gestão cambial da economia brasileira (depreciação do real), a autoridade monetária decretou, em junho de 2013, a extinção da cobrança de IOF sobre os contratos futuros (que oneravam inclusive os contratos cambiais). No mercado de café arábica houve ligeira reação na aquisição desses títulos financeiros, mas que não se sustentou nos anos seguintes.

Existem razões que impediram a repetição da exuberância na busca por proteção na B^[3] observada no começo da série estudada. A insegurança quanto regras de operação no mercado afastou, definitivamente, os investidores estrangeiros. Os investidores nacionais (grandes investidores, cooperativas, exportadores, residentes ou não), para não serem tributados pelo IOF, passaram a operar contratos de café arábica diretamente em Nova York, concentrando na bolsa paulista apenas os contratos cambiais (especialmente entre *traders companies* e exportadores). Outro entrave relevante constitui os meses de vencimento, pois enquanto soja, milho e boi gordo oferecem vencimento a todos os meses, no café arábica esses contratos são limitados para os vencimentos de março, maio, julho, setembro e dezembro. Os investidores sempre vão preferir contratos de liquidez mais imediata, razão essa para a formidável expansão dos contratos de soja e milho, ainda que pesem as restrições tributárias.

Os investidores de perfil pessoa física também perderam o interesse relativo no mercado de contratos futuros de café arábica na B^[3] devido a incidência de 15% de IRPF (declaração de ajuste anual) sobre os ganhos resultantes da soma dos ajustes diários. Nos casos em que a operação é de compra e venda realizadas no mesmo dia a alíquota se eleva para 20% (incidente apenas na situação em que se apurou resultado positivo).

Entre janeiro a maio de 2019, o montante acumulado de contratos futuros de café arábica na B^[3] foi de 50.574, representando incremento de 25,26% frente a igual período do ano anterior⁷. Em se mantendo esse volume de demanda para os próximos meses, o mercado desse produto financeiro poderá exibir expansão de dois dígitos até o encerramento do ano. No atual estágio de desenvolvimento da cafeicultura brasileira é imprescindível que exista vigoroso mercado de derivativos financeiros, atendendo aos interesses comerciais dos agentes econômicos que operam com essa commodity.

CONCLUSÕES

1. A demanda por contratos futuros de café arábica poderia estar oscilando em patamar bastante superior ao atualmente registrado como já se observou no passado. O Brasil, enquanto maior produtor e exportador mundial e segundo maior consumidor da bebida, possui credenciais para que a principal praça para a formação dos preços se situe na B^[3].
2. Pelo avanço na demanda por contratos futuros agropecuários no período considerado, não é exagero afirmar que a agricultura brasileira, em geral, adquiriu definitivamente patamar mais elevado de reprodução ampliada do capital por meio da “transformação de diversos capitais no capital financeiro...assumindo a forma de capital em geral” (GONÇALVES, et al, 2005)⁸. A atuação de empresas transnacionais no segmento, dispendo de robusta capacidade de mobilizar recursos financeiros (alavancar liquidez internacional especialmente na forma de derivativos) e integradas as redes de suprimento globais, ampliaram sua lógica de atuação para o âmbito de seus fornecedores de matérias-primas, os agricultores.
3. A estruturação de ambiente de negócios de maior previsibilidade por meio da contração do hedge, visando a diminuição do risco de preço (produto e cambial), tornou-se trajetória inexorável na manutenção da expansão do agronegócio brasileiro. Associando-se a essa trajetória a progressiva superação de obstáculos ainda remanescente (garantias contratuais e seguro da produção), prevê-se que seja crescente o número de agentes econômicos que busquem proteção para os preços, valendo-se de contratos futuros, não sendo o café arábica exceção nesse contexto mais geral ainda que persistam as atuais incidências tributárias relativas a tais operações financeiras.
4. O incremento da liquidez no mercado de café arábica brasileiro com crescente número de investidores comprando ou vendendo contratos futuros permitiram avanço sustentado da produção física que serão obtidos, majoritariamente, pelos de produtividade.

⁵ A confirmação dessa hipótese demandaria a quantificação dos contratos firmados por investidores brasileiros na Bolsa de Nova York. Todavia, esse tipo de recorte não é disponibilizado para os consultantes do banco de dados da entidade.

⁶ Ver: <https://www.operafuturos.com.br/contratos-futuros-bmf/contratos-futuros-especificacoes/cafe-arabica/>

⁷ Curiosamente o mercado o conjunto dos contratos de commodities caminha em sentido contrário com encolhimento da demanda por contratos. Comparando-se o período de janeiro a maio de 2019 a igual período do ano anterior observa-se queda de 33,84% na demanda acumulada por contratos futuros.

⁸ Tal assertiva é eminentemente caudatária da perspectiva teórica de HILFERDING (1985).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

COMPANHIA Nacional de Abastecimento (CONABa). **Série Estatística de Safras**.

Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras/serie-historica-das-safras>

COMPANHIA Nacional de Abastecimento (CONABb). **Boletim Café, maio**, 2019.

Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras/cafe>

HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985. 346p.

RAMANATHAN, R. *Introductory econometrics: with applications. United States of America: The Dryden Press*, 1998. 664 p

GONÇALVES, J. S. et al. Novos títulos financeiros do agronegócio e o novo padrão de financiamento setorial. **Informações Econômicas**, SP, v.35, n.7, jul.2005. 63-90pg.

VEGRO, C.L.R. et al. Derivativos em café: evolução e relevância. **Análise e Indicadores do Agronegócio**. Disponível em: <http://www.iea.sp.gov.br/out/LerTexto.php?codTexto=2216>

VEGRO, C.L.R & MARTINS, V. A. Comparação entre volatilidades de preços recebidos pelos cafeicultores paulistas: naturais versus cereja descascado. **Anais do IX Simpósio de Pesquisa dos Cafés do Brasil**. Curitiba, 24 a 26 de junho de 2015. Disponível em:

http://www.sapc.embrapa.br/arquivos/consorcio/spcb_anais/simposio9/219.pdf