

Gestão de risco dos preços em um ambiente de preços altos e voláteis

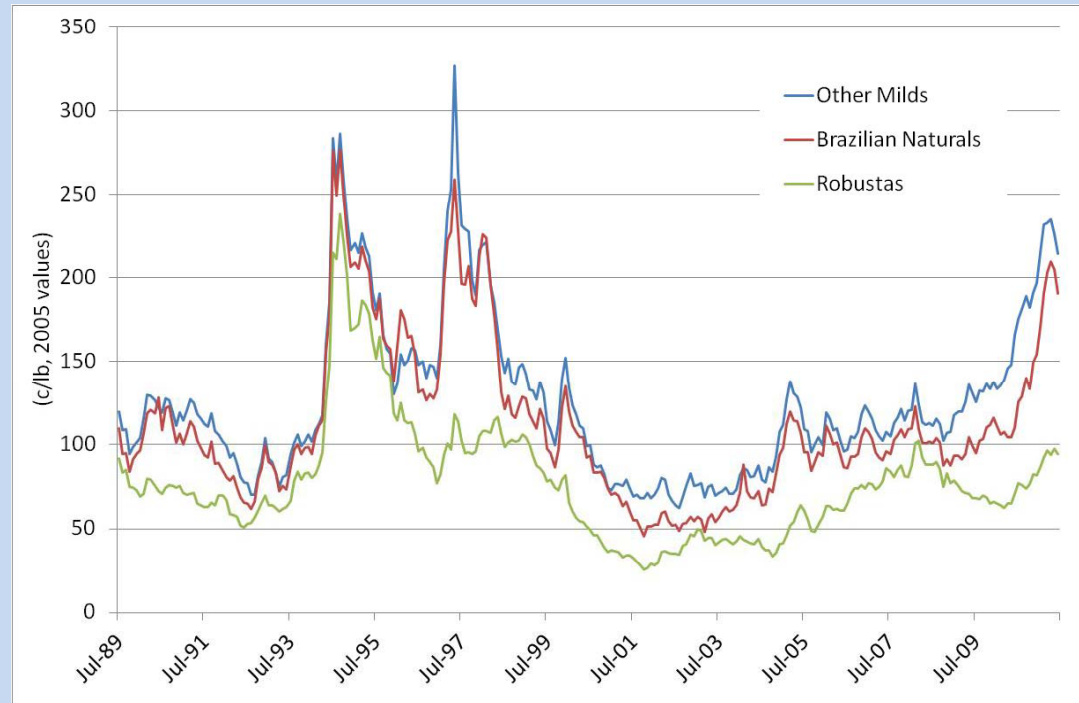
Christopher L. Gilbert
Universidade de Trento, Itália

Fórum Consultivo sobre Financiamento do Setor Cafeeiro da OIC,
Londres, 27 de setembro de 2011

Antecedentes – Preços

Os preços reais subiram marcadamente na última década e agora seus níveis estão três vezes acima dos registrados durante a “crise do café”.

No entanto, os preços do café não estão excepcionalmente altos— em termos reais, os preços dos Arábicas giram em torno de 75% de seus níveis recorde de 1995; os preços reais dos Robustas giram em torno de 40% dos níveis recorde de 1995.



Em relação aos grãos e óleos vegetais, as altas de preços do café foram bastante modestas. Os níveis de preços dos Arábicas são saudáveis em vez de altos; os preços dos Robustas talvez continuem ligeiramente abaixo de níveis que seriam sustentáveis no longo prazo.

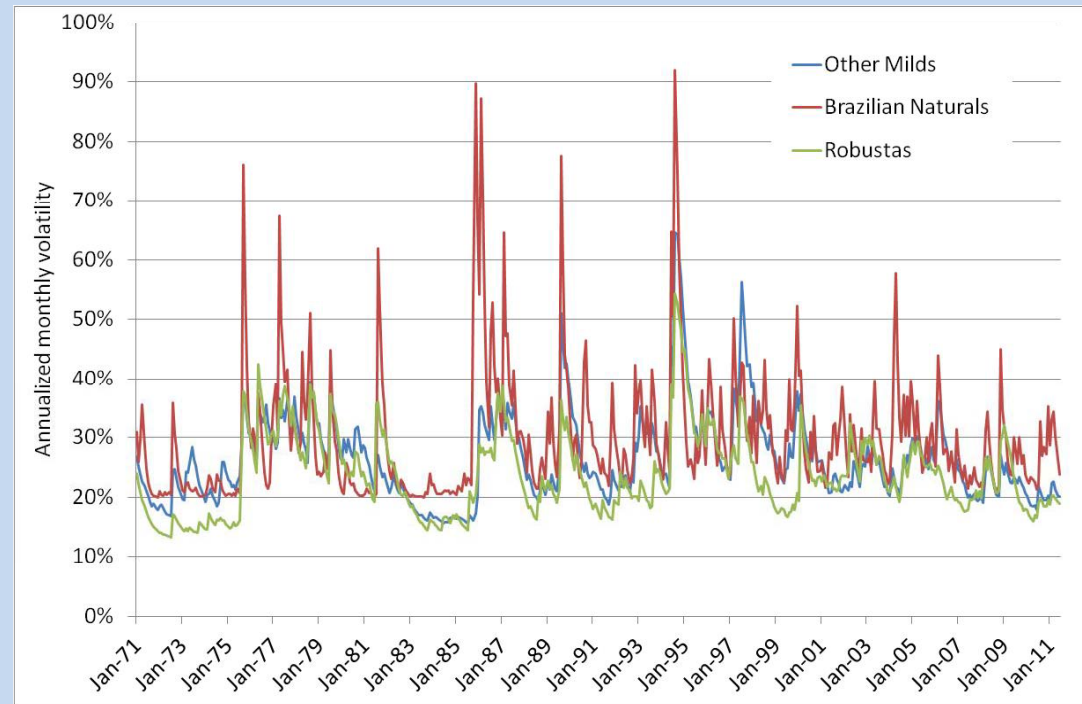
Antecedentes – Volatilidades

A volatilidade dos preços à vista do café permanece na faixa de 20 a 40% desde 1995.

Não há indicações de nenhuma alta recente da volatilidade, como no caso dos metais, grãos e óleos vegetais.

A volatilidade dos preços dos Naturais Brasileiros é consistentemente maior que a dos Outros Suaves e Robustas.

Volatilidades estimadas com o modelo GARCH(1,1)



Volatilidade média, janeiro de 2010 – junho de 2011

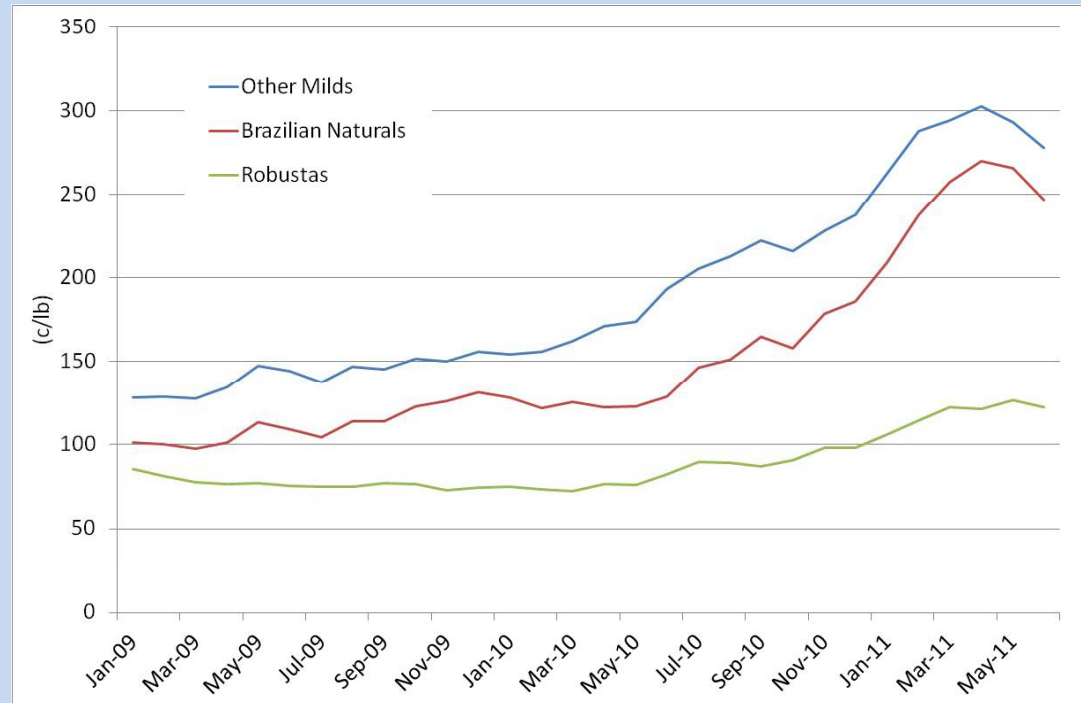
Outros Suaves	20,1%
Naturais Brasileiros	26,9%
Robustas	18,5%

Qual é o problema com o café?

Problemas surgiram com a constante alta de preços dos Arábicas ao longo de 2010-11.

A alteração dos preços dos Robustas foi muito mais modesta.

Nos dois casos, a evolução dos preços foi branda – o problema não é a volatilidade, mas a alta dos preços.



Preços altos (ao menos, preços moderadamente altos) beneficiam todo o setor cafeeiro. Não se pode obter preços mais altos sem que eles subam. Mas preços que sobem resultam em problemas contratuais.

Possíveis modificações do sistema de contratos

- O problema não provém dos contratos com preço-por-determinar, mas da opção dos exportadores de fixar o preço.
- Isso sugere que os importadores poderiam pensar em limitar esta opção, ao menos no que concerne a exportadores de origens onde não é fácil encontrar remédio para o descumprimento contratual – uma mudança para o mercado à vista.
- Uma alternativa seria introduzir um elemento de ajuste para o mercado exportador. Os contratos incluiriam uma cláusula exigindo algum pagamento avançado se os preços subissem depois de fixado o preço contratual.
- No outro extremo, se um importador acredita na probabilidade de um dado exportador considerar um contrato a termo com preço fixo como opção, o importador deveria cobrir sua posição pelo uso da opção de venda (a um preço de exercício ligeiramente acima ou abaixo do preço do ativo subjacente). Isso acarretaria um risco, que o exportador procuraria refletir num diferencial reduzido.

Problemas contratuais

- Altas de preços resultam em risco de desempenho em contratos para entrega futura em que os preços já foram fixados.
- A forma padronizada dos contratos do café se baseia em um “preço-por-fixar” contra a bolsa de futuros pertinente. Esses contratos costumam dar a opção de fixar o preço tanto aos exportadores quanto aos torrefadores. Como uns e outros em geral fixam os preços em datas diferentes, o importador se cobre vendendo futuros quando o exportador fixa, e comprando outra vez sua posição quando o torrefador fixa.
- Problemas surgem quando os exportadores fixam cedo, os torrefadores fixam tarde e os preços sobem entre uma coisa e outra. Os dois principais problemas são:
 - a) O importador precisa dispor de somas vultosas para o financiamento de margens. Se suas linhas de crédito são restritas, sua capacidade de fazer outros negócios ficam limitadas.
 - b) O exportador tem um incentivo para descumprir o contrato. Isso sujeita o importador a uma posição não mitigada de perda no mercado de futuros.

Preços médios: uma sugestão muito provisória

- Muitos contratos com preços-por-determinar baseados na LME nos setores de metais não-ferrosos contêm uma cláusula que determina que, caso o comprador ou o vendedor prefira não fixar o preço contratual antes da entrega, este seja a média do preço de liquidação na LME no mês em que se faz a entrega. Em minha experiência, uma grande proporção dos contratos é liquidada com base nessa média padronizada.
- Os preços médios são significativamente menos variáveis que os diários, e também menos facilmente manipuláveis.
- Esse sistema de médias é bem adaptado ao sistema contratual peculiar à LME, que precisaria ser adaptado ao café.
 - a) Talvez não desagradasse aos torrefadores aceitar a fixação dos preços com base na média da segunda posição durante o mês em que se faz a entrega.
 - b) Para os exportadores, poderia procurar-se uma mudança para a média da terceira posição durante o mês do embarque do café.

Problemas do financiamento de margens

- O financiamento de margens sempre é um problema quando os preços sobem muito.
- O problema interage com problemas da percepção do desempenho, pois os bancos são cautelosos na disponibilização de recursos aos importadores se antevem um descumprimento potencial do contrato pelo exportador. Melhores contratos, portanto, podem oferecer um alívio parcial para o financiamento de margens.
- As exigências do financiamento de margens movem o equilíbrio da vantagem competitiva para longe dos pequenos atores de nicho e rumo às grandes multinacionais. Prevejo uma tendência continuada à consolidação e ao aumento da concentração no setor cafeeiro.

A situação atual

- Os preços caíram muito nas duas últimas semanas, devido a preocupações crescentes com o futuro da zona do euro e a perspectiva de um repique recessivo de maior amplitude.
- A meu ver, os preços continuarão a cair nas próximas semanas. É provável que 2011-12 seja muito menos próspero para o café que 2010-11.
- Neste novo contexto de preços em queda ou talvez mesmo baixos, os problemas de descumprimento e financiamento de margens se tornam menos urgentes.
- Importante seria saber se as quedas de preços do momento são temporárias ou indicam uma mudança à velha “normalidade”.

Obrigado por sua atenção