

Estratégia

O preço do açúcar

Luiz Gustavo Torrano Corrêa*
 Juliano Merlotto**
 Gustavo Pedreira***

A AGROINDÚSTRIA canavieira depara com um ciclo de investimentos: açúcar, álcool e co-geração de energia. Nesse contexto, vem à tona a necessidade de analisar projetos e os riscos inerentes para a tomada de decisão. O risco de preço é um dos fatores-chave e o seu entendimento é fundamental para o sucesso da decisão.

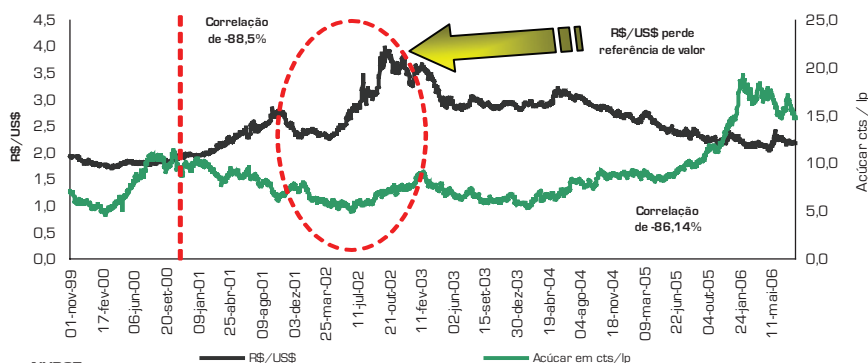
Os *players* não dispostos a correr riscos devem quantificá-los corretamente para sustentar competitividade. Não imaginemos que, por conta da demanda por álcool, a competição irá arrefecer. O mercado deverá apresentar competição cada vez mais acirrada, e pequenos ganhos serão significativos. São esperadas cerca de 100 novas unidades até 2010. Na carona dos investimentos industriais vem o produtor de cana como fornecedor de matéria-prima, com os mesmos riscos, pois o preço do açúcar contribui para a definição do preço da cana.

Há uma tradição histórica de se olhar a formação dos preços de *commodities* na moeda dólar e considerá-la como referência para a tomada de decisão. Índícios estatísticos e uma reflexão mais atenta nos levam as outras conclusões.

Esta análise ganhou importância após o Plano Real, em 1994, quando o Brasil passou a ter uma moeda que fosse referência de valor. Esse movimento ganhou força com a mudança do regime cambial, de fixo para flutuante. No câmbio fixo a referência continuava em dólar.

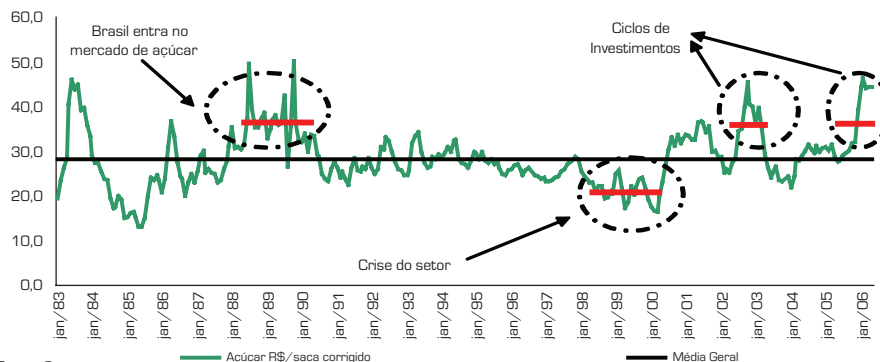
A partir daí o Brasil tornou-se o maior exportador mundial de açúcar e, junto com a Austrália, bastante competitivo. As expectativas para a próxima década são de que mais de 40% do que for co-

Câmbio X açúcar



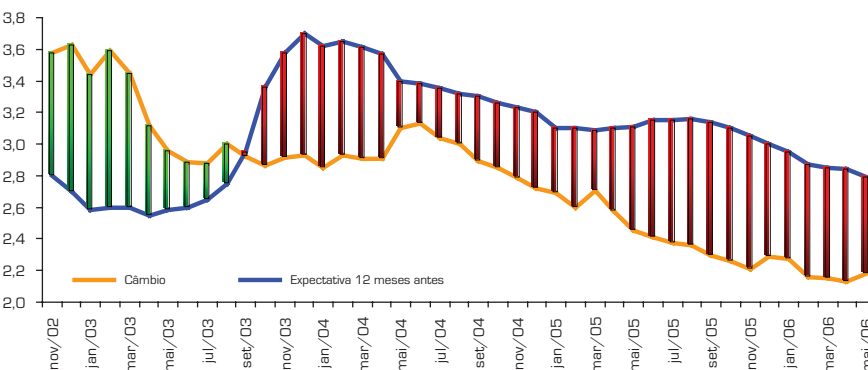
Fonte: NYBOT

Preço do açúcar (R\$/saca)



Fonte: Cepea

Imprevisibilidade do câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Banco Central

mercado internacionalmente serão brasileiros. Ou seja, a produção do Brasil influencia significativamente o preço do mercado de açúcar.

Ferramenta

O aumento das exportações brasileiras acelera após 1999. Intuitivamente imaginamos que, com a moeda desvalorizada, são necessários menos dólares por saca para ser remunerador ao produtor brasileiro. Assim, a desvalorização do real pode ser interpretada como queda mundial dos custos de produção (em dólares) e maior pressão de baixa no preço internacional. O inverso é verdadeiro.

Uma ferramenta estatística comumente usada para verificar a evolução conjunta de duas variáveis é a correlação. Se a correlação for igual a 100%, significa que, se uma variável aumenta, a outra aumenta na mesma proporção. Se for menos de 100%, significa que andam em sentido contrário. Correlação igual a 0% revela ausência de relação entre as variáveis estudadas.

No intuito de analisar as influências na formação de preço do açúcar, olhamos para a correlação entre a taxa de câmbio e o preço cotado na Bolsa de Nova Iorque. Se o câmbio no Brasil influenciar no preço, a correlação tem de ser negativa.

Foi utilizada uma série diária de taxa de câmbio e de preços do açúcar cotados na NYBOT do contrato cujo vencimento é o mais próximo da data. O primeiro período relevante é o de 01/11/2000 a 31/10/2001, com correlação negativa de 88,5%, um forte indício da influência da cotação do real na formação do preço. Outro período em destaque, mais amplo, é o de após 02/05/2003 (início de safra) até hoje (31/07/2006). Neste período a correlação foi negativa de 86,11%, ou seja, novamente relevamos a importância da cotação do real na formação dos preços.

De novembro de 2001 a abril de 2003, como a correlação foi positiva, de 50,26%, poderia levar à falsa impressão de que o Brasil não seria significativo para a formação de preços. Porém, este período é de forte desvalorização do real

e volatilidade do câmbio. Uma medida simples e de volatilidade (desvio-padrão, média etc.) nos mostra uma volatilidade de 17,8% no câmbio, contra 12,2% nos outros dois períodos.

O câmbio não é o único fator a influenciar a formação do preço. Podemos ter um ciclo de aumento da oferta que coincida com uma valorização do real. Este movimento de queda do açúcar em reais pode ser tão acentuado a ponto de que o preço em dólares também cair. Neste exemplo extremo, a correlação, ao invés de negativa seria positiva, sem que pudéssemos afirmar que o câmbio não teve influência na formação do preço.

Assim, chamamos a atenção para a necessidade de se avaliar o histórico de preços em reais. A cotação do real frente ao dólar é a única – ou a mais importante variável – a ser analisada.

Perdas

O entendimento de que a cotação do real tem forte influência na formação do preço em dólar leva as empresas tomadoras de financiamentos em dólar, sem fixar o preço futuro do açúcar (em dólar), a perder dinheiro. Em um cenário de desvalorização cambial, suas receitas podem ficar no mesmo patamar em reais e sua dívida crescer, não existindo o conhecido *hedge* natural dos exportadores.

Os ciclos de investimentos, seguidos de oferta, também são caracterizados pela curva de preços em reais. Com custos basicamente formados em reais, preços elevados em reais (e não necessariamente em dólares) elevam a remuneração dos *players* do setor e estimulam o aumento da produção.

Na evolução dos preços do açúcar convertidos para reais e corrigidos, podem-se observar três ciclos de investimentos e a crise do setor na temporada 1999/00.

Os baixos preços na temporada 1999/00 desestimularam a produção e levaram a uma recuperação dos preços no ciclo seguinte. Essa visualização independe das taxas de câmbio. Mesmo frente à desvalorização do real em janeiro de 99, os preços

se mantiveram baixos (em reais). O ciclo era de elevada oferta e os preços em dólar caíram pela metade.

Ciclo de alta

No atual ciclo de alta, a valorização do real não impediu a manutenção de preços em reais acima da média (a valorização do real foi compensada por maiores preços em dólar). Se houver uma mudança na relação entre oferta e demanda, os preços mudarão em reais e serão convertidos para dólar ao câmbio vigente.

A cotação do real frente ao dólar mostra uma difícil previsibilidade. A série histórica das previsões do Relatório de Mercado, pesquisa realizada pelo Banco Central do Brasil, com antecedência de 12 meses, mesmo com todo *know-how* das empresas pesquisadas, ficaram distante da realidade.

Os erros de previsão foram tanto positivos como negativos. Em fevereiro de 2003 o erro de 0,991 R\$/US\$ representava 38,1% do valor vigente no mês. Em novembro de 2005 o erro de 0,839 R\$/US\$ representou 27,5% do valor. Portanto, para análise de cenários, é preferível considerar o câmbio como variável aleatória.

Se os preços do açúcar têm elevado componente de formação em reais e o câmbio é uma variável aleatória, quando o empresário analisa as estratégias financeiras (investimentos agrícolas e indústrias, fixação de preços no mercado futuro, financiamentos em moeda estrangeira e outros), não se devem basear somente nos preços internacionais, cotados em dólares. A referência em reais é a mais recomendada. É importante fixar variáveis de domínio, que são seus custos, e olhar para o preço final em reais. Toda vez que a remuneração for positiva deve antecipar a fixação destes preços em reais. Um raciocínio válido tanto para as usinas como para os produtores de cana. ■

* Sócio Diretor da F&G Agro

** Sócio Diretor da F&G Agro

*** Analista de Mercado F&G Agro