

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS NO BRASIL

Flavia Marques de Barros
No. de matr 9414869

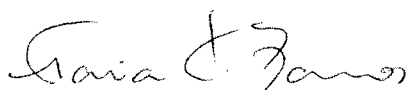
Orientador: Prof. Guilherme Ribenboim

Dezembro de 1997

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS NO BRASIL



Flavia Marques de Barros
No. de matr 9414869

Orientador: Prof. Guilherme Ribenboim

Dezembro de 1997

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Guilherme Ribenboim, orientador desta monografia, pelo constante apoio e incentivo não só na realização deste trabalho como também nesta conturbada etapa final.

À Bolsa de Mercadoria e Futuros, pelo fornecimento de material bibliográfico e de dados estatísticos, e em especial aos Srs. Renato Teixeira e Félix Schouchana pelo interesse e total apoio dispensados.

À Professora Sylvia Saes da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, Fipe Agrícola, pela decisiva contribuição na bibliografia deste trabalho.

Ao Professor Ricardo Shirota do Departamento de Economia e Sociologia Rural da Escola de Agricultura “Luiz de Queiroz” - DESR/ESALQ, pelo incentivo e pelas inúmeras sugestões para o aperfeiçoamento deste trabalho.

À Sra. Rejane M^a Bezerra, da Companhia Nacional de Abastecimento, pelo seu interesse e presteza no fornecimento do material estatístico e didático necessário ao desenvolvimento deste trabalho.

Ao amigo Ricardo Mares Guia pelo companheirismo e constante intercâmbio de idéias e ideais.

Em fim, à toda a minha família, em especial aos meus pais, pelo constante apoio e incentivo em seguir esta trajetória cuja etapa inicial termina agora.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO I - CONSIDERAÇÕES INICIAIS	8
1.1 Mercados futuros: História e Evolução	8
1.2 A Negociação com Futuros	11
1.3 Por Que Existem Mercados Futuros Organizados.....	15
1.4 A Orientação Inovadora das Bolsas de Futuros.....	16
1.4.1 O Enfoque no Ativo Base do Contrato.....	17
1.4.2 O Enfoque sobre o Desenho do Contrato.....	21
1.5 A Regulamentação das Bolsas de Futuros.....	22
CAPÍTULO II - UMA ANÁLISE DA POLÍTICA AGRÍCOLA BRASILEIRA.....	29
2.1 Uma Breve Retrospectiva.....	29
2.2 A Política de Garantia de Preços Mínimos	33
CAPÍTULO III - O PANORAMA ATUAL DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS.....	46
3.1 Condições e Dificuldades para o Desenvolvimento dos Mercados Futuros Agrícolas no Brasil.....	46
3.2 Panorama dos Mercados Futuros Agrícolas nos Estados Unidos e no Brasil	51
3.3. O Papel da Bm&F no Desenvolvimento de Mercados Futuros Agropecuários	54
CONCLUSÃO	61
BIBLIOGRAFIA	65

INTRODUÇÃO

As profundas transformações por que vem passando o Estado Brasileiro nos últimos anos, abandonando o seu papel intervencionista e regulador na economia brasileira, tem gerado importantes reflexos em todos os setores inclusive na agricultura. O modelo de política agrícola, baseado quase que exclusivamente no crédito rural e na política de garantia de preços mínimos, vem mostrando sinais claros de esgotamento.

O setor agropecuário é caracterizado por apresentar instabilidade de preços; produção; e renda em níveis mais elevados que os demais. Esta condição se torna mais evidenciada a medida que o Estado sinaliza com o fim do seu comportamento paternalista em relação à atividade agrícola. De fato, desde meados da década de 80, o governo vem diminuindo o volume de subsídio colocados à disposição dos agricultores; na década de 70 os volumes financeiros destinados ao custeio chegavam a quase 20 bilhões de dólares anuais enquanto nas últimas safras esse volume não tem passado de dos 7 bilhões de dólares. Além da escassez e frequentes atrasos na liberação e recursos, a falta de definição das regras claras para o setor tem gerado constantes prejuízos ao planejamento e comercialização das safras. Assim a prolongada crise em que o Estado brasileiro vem sofrendo nos últimos anos, associada à falta de uma política agrícola consistente e à transição político-econômica pela qual o país vem atravessando, desde a

implementação do Plano Real, determinam condições favoráveis para se tentar desenvolver um novo modelo onde o governo deixaria de exercer o papel de principal financiador da agricultura.

Diante deste quadro, acentuam-se as condições de riscos e incertezas na atividade. Caberá ao empresário rural considerar cada vez mais o uso do gerenciamento destes riscos através da participação no desenvolvimento de instrumentos alternativos que possam atenuá-los. Alguns setores agroindustriais mais dinâmicos, de produtos de exportação como a soja e a laranja, por exemplo, tem desenvolvido mecanismos de relações contratuais entre os agentes de forma a garantir, de um lado, recursos financeiros ou insumos para a produção e do outro, matéria prima para a agroindustria.

Paralelamente vem surgindo mecanismos alternativos de auto financiamento do setor, como a CPR (Cédula de Produto Rural) e o recém lançado contrato de opção de venda que serão explorados no Capítulo II.

Desta forma, nota-se que o desenvolvimento agrícola do Brasil passa necessariamente pela iniciativa privada, criando mecanismos para seu financiamento. Este desenvolvimento será mais consistente e duradouro quão menos expostos ao riscos estiverem seus agentes. A criação e fortalecimento de um mercado futuro das principais *commodities* no Brasil possibilitaria uma minimização de riscos a produtores e vendedores destes produtos transferindo-os aos capitais especulativos privados, através de um mercado líquido e transparente.

O objetivo do presente trabalho será, portanto, analisar fatores que possibilitem o desenvolvimento dos mercados futuros para que estes possam inicialmente complementar, e futuramente, até substituir a atuação do Governo através de sua Política de Garantia de Preços Mínimos.

No primeiro capítulo, após um breve relato da história do seu surgimento, serão dadas as linhas gerais da negociação em mercados futuros organizados, e dos motivos para que existam. Também será explorado o papel da bolsa de futuros, que vai além de ser o simples local físico das negociações, influenciando no desenvolvimento e no sucesso desses mercados.

No segundo capítulo faz-se uma análise da Política de Garantia de Preços Mínimos e de seus principais instrumentos. Pretende-se com esta análise deixar claro que a atual condução desta política é um dos maiores, se não o maior, incentivos ao desenvolvimento dos mercados futuros agrícolas no Brasil.

No terceiro e último capítulo desenvolve-se uma análise comparativa entre o mercado futuro agrícola norte-americano e o brasileiro. São apontadas as condições ideais, e também as dificuldades, que esses mercados encontram no Brasil para que saiam do estado embrionário em que se encontram.

CAPÍTULO I - CONSIDERAÇÕES INICIAIS

1.1 MERCADOS FUTUROS: HISTÓRIA E EVOLUÇÃO

Nos Estados Unidos no início do século passado, todos os anos, nos períodos de final de colheita e de engorda de gado, assistia-se a um problema de grandes proporções econômicas. Os fazendeiros chegando, ao mesmo tempo, aos poucos mercados regionais existentes, carregados de grãos ou reses, geravam excesso de oferta com relação à demanda de curto prazo. Com isso, acabavam ficando inteiramente à mercê dos açougueiros, processadores de carne e moleiros, que aviltavam os produtos. Ou pior: não conseguindo colocar o que haviam trazido para vender, nem por um valor irrisório, os fazendeiros acabavam despejando o trigo nas ruas ou deixando o gado morrer de inanição.

Por outro lado, ocorria também o inverso: em anos de quebra de safras ou de escassez de carne, os suprimentos exauriam-se, os preços disparavam e as pessoas passavam fome nas cidades. Nessa situação, os comerciantes enfrentavam o alto risco de falência, por falta de matéria prima para girar seus negócios. Mesmo o produtor rural, embora tendo suficiente comida para se manter, não conseguia o numerário

necessário para adquirir os manufaturados básicos, ferramentas, material de construção e tecidos entre outros.

Em Chicago, escoadouro natural interno da produção agropecuária, o problema era particularmente agravado pela falta de armazéns e vias de transporte adequadas. Sob severas condições climáticas e atmosféricas as estradas ficavam intransitáveis a maior parte do ano. Além disso, a inexistência de boas instalações portuárias impedia o livre fluxo de transporte aquático de grãos para o Leste e do retorno de manufaturados para o Oeste. Quando, apesar de tudo, as mercadorias chegavam a Chicago, os compradores viam-se a procura de locais de estocagem apropriados.

Paralelamente, alguns fazendeiros e comerciantes já haviam começado a firmar contratos para entrega futura. Isso, ao mesmo tempo, assegurava um comprador e um vendedor para as mercadorias. A prática de contratos à termo foi utilizada em Chicago logo após sua fundação em 1833. Em 1848, 82 pessoas, representantes de vastos interesses comerciais, constituíram a Chicago Board of Trade, onde passaram a praticar operações a termo e à vista.

Depois, com a guerra civil e o agravamento dos problemas de ofertas e demanda, surgiu o estímulo ao desenvolvimento de contratos futuros. Se os contratos a termo podiam resolver os problemas de se encontrar um vendedor e um comprador e vice-versa, nada podiam fazer para controlar o risco financeiro decorrente de alterações de preços imprevistas, resultante de quebras de safras, perda de navios, transporte e armazenagem inadequados e fatores econômicos. Desenvolveu-se então o *hedge* para minimizar este tipo de risco.

A Chicago Board of Trade, hoje a maior bolsa de futuros do mundo, e a Chicago Mercantile Exchange (originalmente Chicago Butter and Egg Board), foram a grande força por detrás dos esforços legislativos para a melhoria de estradas rurais, instalações portuárias, armazéns e transportes, além de terem contribuído enormemente para a fixação e aceitação plena, até em nível internacional, de padrões de qualidade e unidades de medida.

A partir da consolidação das bolsa de Chicago, da conciliação das experiências japonesas e europeias e do surgimento de novas necessidades e orientações econômicas, foi se delineando, segundo Forbes (1994), o atual panorama do mercado mundial de futuros:

Dos futuros de mercadorias e produtos primários se evoluiu-se para a negociação de ouro e metais preciosos, obrigações e títulos governamentais, moedas estrangeiras, petróleo e outros hidrocarbonetos, índice de bolsas de valores, (como o S&P500, o Dow Jones da bolsa de Nova Iorque e o Ibovespa), de todos bens ativos ou indicadores que possuam as características técnicas exigidas pelos negócios futuros.

Geralmente a alta negociação de alguns contratos geram subcontratos, como os contratos de opções aonde, ao contrário dos futuros, só uma das pontas (a compradora da opção) tem o direito de efetuar a transação seja ela a compra ou venda.

Os centros de futuros mais importantes do mundo são: Chicago, com três bolsas (a outra é a MidAmerica Commodity Exchange); Nova Iorque com seis; Londres com mais de dez; e Japão com dezenove.

As bolsas especializaram-se em certos contratos futuros, baseadas em sua experiência, seus investidores e instituidores, seu mercado ou nas características da economia da microrregião em que se situam. Dessa forma, a Chicago Board of Trade tem seu maior volume em futuros de grãos e ativos financeiros: a Mercantile Exchange, com Madeira compensada, gado em pé e índices, a Comex, de Nova Iorque, com ouro; algumas das bolsas japonesas, com casulos de bicho-da-seda; a de Hong Kong, com ouro; a International Petroleum Exchange, de Londres, com óleo cru e assim por diante.

Tab 1.1 *Maiores Bolsas de derivativos no mundo (acumulado de janeiro a dezembro de 1996), excluindo-se opções de ações e contratos spot de acordo com volume de contratos negociados*

Bolsa	Volume de contratos
Chicago Board of Trade (CBOT)	222.438.505
Chicago Mercantile Exchange (CME)	177.022.195
London Intl. Finl. Futures & Options Exchange	163.642.442
Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F)	134.331.400
Chicago Board Options Exchange (CBOE)	85.488.298
New York Mercantile Exchange (NYMEX)	75.779.292
Marché à Terme International de France (MATIF)	68.293.238
Deutsche Borse (DTB)	97.296.950
London Metal Exchange (LME)	47.487.007
Meff Renta Variable (MEFF-V)	37.883.275

FONTE: Futures Industry Association, em *Resenha BM&F*, 114, 1997.

1.2 A NEGOCIAÇÃO COM FUTUROS

A principal função do mercado futuro é a fixação do preço das *commodities* através da negociação de contratos que são liquidados em uma data futura. Ao comprar ou vender esses contratos, as partes se comprometem a comprar (e pagar) ou vender (e

entregar) determinada quantidade e qualidade de uma *commodity*, pelo preço combinado no recinto de negociação de uma bolsa de futuros, no momento em que o contrato é executado.

A qualquer momento que for conveniente para uma das partes, é possível transferir suas obrigações, por meio de operações inversas a anteriormente realizada. Assim, quem inicialmente tenha comprado a futuro, preocupado com a alta dos preços, pode vender e cancelar sua obrigação caso a tendência de alta nos preços reverta. Um novo comprador assumirá seu lugar.

O mesmo acontece com os vendedores que precisam sair quando a tendência de preços é altista. Para que isso seja possível a bolsa cria contratos padronizados, os quais são definidos tipo, qualidade, quantidade do produto (ou tamanho do contrato), ponto de entrega e data de vencimento do contrato. Dessa forma todos os participantes negociam exatamente a mesma *commodity* em cada contrato.

Quem possibilita este tipo de liquidação são as *clearinghouses*, ou câmaras de compensação, cujo papel legal e contratual permite-lhes cancelar a obrigação de uma das partes, quando esta assume uma posição compensatória, isto é, quando realiza a operação de natureza inversa a original. Este tipo de liquidação não é possível nos mercados a termo, onde tais instituições não existem.

Em suma, a *clearinghouse* atua, na prática, como a vendedora de todos os compradores e a compradora de todos os vendedores, assegurando a uns e outros o acerto e a liquidação de suas respectivas posições, segundo os termos de valores exatos

dos negócios contratados. Para tanto, a câmara de compensação vale-se de dois instrumentos ou mecanismos básicos: as margens de garantia e os ajustes diários.

Quando se abre uma posição no mercado, seja ela compradora ou vendedora, é necessário depositar margens de garantia (constituída de diversas maneiras, com ativos de alta liquidez), que serão liberadas logo após a liquidação das posições. Elas serão usadas na hipótese do cliente deixar de pagar os ajustes diários.

A Bolsa, através da *clearinghouse*, exige a liquidação diária das diferenças de preço, entre o preço de fechamento de um dia e os do dia anterior, que são denominadas ajustes diários. Este procedimento existe para que diariamente se ajuste o preço fixado no início da operação e não no final, quando grandes diferenças podem acarretar inadimplências.

Exemplificando, suponha que em 14 de dezembro de 1996, o preço de ajuste do café para vencimento em março de 1997, é US\$ 216,50. Se em 15 de dezembro esse preço de ajuste for a US\$ 215,00, então o valor do ajuste diário será US\$ 1,50. Os que tiverem comprados terão que pagar este valor por saca e os que tiverem vendidos irão receber o mesmo valor por saca. Supondo que o tamanho do contato seja de 100 sacas o montante a ser pago ou recebido será de US\$ 150,00 por contrato.

Os produtores, cooperativas, indústrias de ração, frigoríficos e exportadores são os potenciais hedgers dos mercados futuros agrícolas. O *hedge*, através da negociação a futuro, é definido como a compensação do risco de preço de possuir ou vender uma

determinada *commodity*, por intermédio da venda ou da compra de um equivalente contrato futuro de tal *commodity*.

Desse modo, o produtor de soja que terá que vender sua produção no mercado físico, vende contratos futuros temporariamente, assegurando um preço que lhe garanta uma rentabilidade desejável. Este produtor ganha quando os preços caem. Até o final do contrato ou até a sua posição ser liquidada, esse ganho, que será igual a soma dos ajustes diários, complementarará os menores preços recebidos no mercado a vista.

Da mesma forma, os exportadores, que terão que comprar a *commodity* no mercado a vista, compram contratos futuros. Caso os preços subam, eles obterão ganhos que poderão complementar sua compra no mercado disponível.

Nem só de hedgers se constróem os mercados futuros. Os especuladores, apesar da conotação negativa, são essenciais ao funcionamento dos mercados futuros, uma vez que dão liquidez às operações visando *hedge*. O especulador pode ser definido como o indivíduo que transaciona futuros de *commodities*, com o objetivo de conseguir lucros através de uma antecipação bem sucedida do movimento de preços.

O especulador quase nunca tem qualquer interesse em possuir a *commodity* física. Ele compra um contrato quando sua análise de preços sugere um movimento ascendente de preços, esperando fazer, mais tarde, uma venda, pelo melhor preço, que liquide sua posição por diferença proporcionando-lhe lucro. Da mesma forma ele vende contratos futuros quando seus prognósticos indicam uma redução nos preços.

Uma posição a futuro, *long* (comprada) ou *short* (vendida), carrega consigo os mesmos aspectos positivos ou negativos oriundos dos movimentos de preços que ocorreriam caso o especulador realmente tivesse a propriedade da *commodity* fisicamente considerada.

Portanto, apesar da distinção bem clara entre *hedger* e especulador, um produtor, considerado inicialmente como *hedger* no mercado futuro, não está, se não especulando, caso possua sua produção estocada e não houver assumido uma posição a futuro.

1.3 POR QUE EXISTEM MERCADOS FUTUROS ORGANIZADOS

Por que existem mercados futuros *organizados*? Esta indagação, formulada por Lester Telser (1981), resume importantes desafios ao estudo de mercados derivativos e, em particular ao estudo da organização de bolsas de futuros como coordenadora de tais mercados. Na palavra “organizados”, intencionalmente grifada, residem os principais desafios.

Mercados derivativos têm sido usualmente entendidos como uma resposta às incertezas de preços dos ativos dos quais derivam. Sob este enfoque, as bolsas são vistas como o *locus* onde transações, visando transferência de riscos entre agentes independentes (*hedgers* e especuladores), são efetivadas. Em grande parte das vezes justifica-se a existência de mercados derivativos organizados (ou seja, coordenado pelas bolsas) apenas a partir de sua função de transferência de risco.

A grande contribuição de Telser foi justamente demonstrar que esta é apenas uma visão parcial do motivo. De acordo com o autor:

“ Um comerciante que deseja fazê-lo sem um mercado futuro organizado (...) Um mercado futuro organizado determina as regras de negociação, os termos do contrato, a forma de operação no mercado e as condições de aceitação dos membros de tal modo que os contratos futuros se tornem altamente fungíveis e capazes de serem negociados num mercado altamente líquido. (Telser, 1981, p. 5-6).

De fato o compartilhamento dos riscos entre agentes independentes pode ser feito por meio de acordos específicos, em contatos que contemplem as idiossincrasias da transação, e não apenas contratos padronizados como são os contratos de futuros e de opções. A padronização permite que sejam atraídos um grande número de potenciais participantes do mercado, promovendo a liquidez citada por Telser e justificando a forma de existência de todo um aparato organizacional para coordenar as negociações como é o caso das bolsas.

1.4 A ORIENTAÇÃO INOVADORA DAS BOLSAS DE FUTUROS

As bolsas desenvolvem mercados organizados, que embora tidos como próximo dos padrões ideais, emergem, na verdade de um complexo ambiente de regulamentos, como foi exemplificado no item anterior, pela regulamentação americana. Adicionalmente, as bolsas não são mercados que surgem de forma espontânea; na verdade, resultam de um amplo esforço de minimizar atritos, denominados custos de transação¹.

¹ Williamson (1985) argumenta que tais custos podem ser diferenciados em dois tipos: Os custos *ex ante* (ou pré-contratuais), associados ao desenho, à negociação e ao estabelecimento de salvaguardas nos contratos; e os custos *ex post* (ou pós-contratuais), associados ao monitoramento destes contratos, à resolução de disputas e eventuais má adaptações que venham a ocorrer.

Porém sobre outro aspecto, a orientação inovadora das bolsas e outras organizações financeiras é impulsionada pela busca contínua de competitividade. As bolsas de futuros podem ser entendidas como produtores de contratos futuros que tentam maximizar o volume de contratos negociados pelos seus membros, que vão desde corretoras de varejo até grandes negociadores no atacado.

Dentro deste enfoque, cabe às bolsas de futuros buscar a formatação contratual mais conveniente e atrativa para as novas *commodities*, de forma que a demanda por contratos futuros aumente, e conseqüentemente a sua negociação. Além da importância do *design* do contrato (tamanho, unidade de negociação), a escolha do ativo base, ou *commodity* também influenciará no potencial de sucesso dos contratos. Sob a análise de Black (1986), adaptada por Lazzarini (1997), os dois próximos itens abordarão o desenho e o ativo base do contrato como fatores que influenciam a demanda e o sucesso dos contratos futuros.

1.4.1 O Enfoque no Ativo Base do Contrato

Tomando por base as idéias de Black (1986), adaptadas por Lazzarini (1997), podemos citar alguns fatores que levam o ativo base do contrato a influenciar a potencialidade de sucesso dos contratos futuros: (1) a possibilidade de sua estocagem; (2) o seu grau de homogeneidade; (3) a facilidade de mensuração; (4) a variabilidade de seus preços no mercado físico; (5) a ausência de poder de monopólio; (6) os custos associados à entrega física; (7) a presença de negociação a termo; e (8) as preferências endógenas dos participantes do mercado.

Possibilidade de estocagem

A estocagem de *commodities* é vista como um dos fatores indutores à negociação de contratos desenhados para transferir riscos de preços. De fato, indivíduos que tenham elevados estoques de uma *commodity* podem desejar se precaver contra variações negativas de preços.

Grau de homogeneidade

O grau de homogeneidade pode ser interpretado como a facilidade de padronização da *commodity*, uma vez que o próprio princípio dos contratos futuros é a padronização como forma de aumentar o número de potenciais participantes, atraídos pelos menores custos de transação.

Facilidade de mensuração

Havendo incerteza sobre qual padrão da *commodity* a ser entregue, os participantes do mercado não saberão avaliar ao certo o preço justo do contrato, em um dado momento, o que tende a inibir a negociação do contrato

Variabilidade dos preços no mercado físico

A idéia de que a variabilidade dos preços potencializa a negociação de contratos futuros baseia-se na distinção clássica entre *hedgers* e especuladores, onde os primeiros procurariam proteger-se das variações nos preços e os últimos buscariam lucrar com

essas variações. No limite, os contratos futuros, vistos como instrumentos de proteção ao risco, perderiam a finalidade para uma *commodity* cujos preços se mantêm relativamente estáveis.

Tamanho do mercado físico.

A viabilidade dos contratos físicos seria comprometida por vários aspectos: Primeiro quanto maior o tamanho, isto é, a produção, os estoques e o volume de comercialização, maior a base de interesse para o hedging; segundo, em mercados mais amplos, uma disponibilidade mais elevada da *commodity* no mercado físico tende a reduzir os riscos de manipulação e os custos associados à mesma.

Ausência de poder de monopólio

Uma *commodity* cuja oferta e/ou demanda dependa de poucos indivíduos certamente abrirá espaço para o exercício do poder de monopólio e para a manipulação do mercado. A formação de cartéis ou a própria atuação do Governo sobre o preço ou a oferta de uma dada *commodity* poderá inviabilizar a sua negociação através de contrato futuro. Um exemplo clássico e presente no Brasil é a política de preço mínimo, a qual será dada ênfase no Capítulo II

Custos associados à entrega física

Se os custos associados à entrega física forem exclusivamente elevados, torna-se difícil aos participantes do mercado realizar as operações normais de arbitragem que fazem o preço do contrato futuro convergir para o preço spot, na data do vencimento.

Existência de negociação a termo

A transferência de riscos não justificaria, por si só, a existência de mercados futuros organizados, uma vez que os contratos a termo também poderiam suprir essa necessidade. Portanto a escolha de uma *commodity* que possua ampla negociação a termo poderia inibir o desenvolvimento das negociações com contratos futuros. Porém o sucesso de um contrato futuro para suplantar a contratação a termo está ligada à redução de custos associados às bolsas, características dos contratos padronizados. Esta idéia será desenvolvida ao longo do próximo item.

Preferência dos indivíduos

Uma *commodity* pode ser altamente passível a negociação em mercados futuros porém encontra barreiras nas preferências dos participantes. Argumenta-se que os mercados futuros são demasiadamente complicados para os produtores rurais, o que pode explicar seu baixo interesse neste tipo de instrumento de gerenciamento de riscos. Produtores podem preferir a negociação a termo já que esta, por envolver entrega física pode ser considerada mais “palpável”.

1.4.2 O Enfoque sobre o Desenho do Contrato

Admitindo a existência de duas partes interessadas em compartilhar riscos de variação de preço para uma dada *commodity*, elas poderão fazê-lo, sem o auxílio de um mercado organizado; simplesmente desenham um contrato que especifique um determinado preço futuro do ativo, sendo que uma das partes se compromete a transferir o ativo pelo preço inicialmente especificado.

A diferença entre contratos futuros e a termo consiste basicamente no fato de que os primeiros são padronizados, ao passo de que os últimos são específicos, ou seja, padrões de qualidade do ativo-base, quantidade, datas de entrega e procedimentos de liquidação são estabelecido pelas partes envolvidas. Além disso, os contratos a termo visam, geralmente, a entrega física do ativo básico, o que não é o objetivo principal dos mercados futuro; a entrega física simplesmente visa promover a convergência entre preços físicos e futuros na data do vencimento do contrato.

Segundo Telser, (1981) a padronização dos contratos é uma atividade que visa copiar a função de uma moeda e, também produzir informações que tornem mais fácil inferir sobre a “qualidade” do contrato, reduzindo os problemas de assimetria informacional. Pode-se dizer também que a padronização cria externalidades *de rede*, uma vez que os benefícios do uso dos contratos futuros aumentam a medida que outros indivíduos aderem à sua negociação. Estes fatores, em conjunto, permitem aumentar a liquidez do contrato e reduzir os custos de transação. É criado, para isto, todo um aparato organizacional responsável por garantir o cumprimento dos contratos: regras e

procedimentos de negociação, as *clearinghouses*, responsáveis pelos mecanismos de liquidação reduzindo os riscos de crédito.

Todavia a padronização dos contratos determina, via de regra, uma menor aderência dos mesmos às especificidades físicas, locacionais ou temporais do ativo-base, em outras palavras, a padronização tende a reduzir a efetividade de *hedging* dos contratos². Tem-se então o *trade-off* básico estudado por Black (1981): a redução dos custos associada aos contratos futuros (leia-se também mercados organizados) *versus* a diminuição da efetividade do *hedging* causada pelos mesmos.

No caso dos desenhos dos contratos, o crucial aspecto diz respeito às decisões sobre sua especificidade, ou seja, o quão intensamente ele é direcionado para um grupo específico de indivíduos, com base no *trade-off* entre efetividade de *hedging* e redução nos custos de transações. A importância deste aspecto reside na necessidade de se avaliar instrumentos alternativos de gerenciamento de risco, tendo em vista a possibilidade de concorrência entre mercados futuros já estabelecidos e negócios a termo.

1.5 A REGULAMENTAÇÃO DAS BOLSAS DE FUTUROS

O estabelecimento de regras do jogo bem definidas para a negociação de contratos em bolsas permite atrair um número maior de participantes por restringir ações lesivas por parte de determinados indivíduos e por facilitar o processo de busca de informações

² A título de exemplificação, tornaria-se extremamente indesejável caso um produtor, de uma determinada região, que deseje liquidar sua posição por entrega, tenha que fazê-lo em um local distante da onde produz, simplesmente por ser uma especificação do contrato futuro

além de estabelecer normas e procedimentos de negociação. Facilitar as transações torna-se a função chave dos mercados organizados à medida que um volume elevado de negociações torna-se fundamental à sua sobrevivência.

Um Comparativo entre a Regulamentação Americana e Brasileira

A regulamentação governamental dos mercados futuros, nos Estados Unidos, tem como principal instituição a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Criada em 1974, a CFTC é uma agência governamental independente, concebida para regulamentar a negociação de contratos futuros, similarmente a outra agência, a *Security and Exchange Commission* (SEC), que é designada a regulamentar o mercado de ações, debêntures e outros ativos financeiros.

A CFTC tem amplo poder regulamentar sobre todas as organizações e indivíduos envolvidos na negociação de futuros e de opções sobre futuro, como as bolsas, as *clearinghouses*, as corretoras, e os operadores de pregão.

O escopo da regulamentação da CFTC é bastante amplo, porém evidenciam-se três áreas críticas: a aprovação de novos contratos; a prevenção e o controle de atividades de manipulação; e a proibição de atividades fraudulentas.

Em relação a primeira área, parece trazer grande polêmica na medida em que existem argumentos, que tal regulamentação induz fortes barreiras à entrada de novos contratos no mercado, por impor custos à atividade inovadora das bolsas. Para aprovar um novo contrato, as bolsas devem submeter à CFTC um amplo estudo contendo a

descrição do mercado físico ao qual se refere o contrato, uma análise dos termos do contrato e testes para demonstrar sua finalidade econômica (para fins de *hedging* ou para gerar sinais de preços futuros) e para verificar sua adequação ao interesse público.

Em contraste com o padrão regulamentar dos Estados Unidos, apresentado resumidamente, pode-se dizer que o desenho e o monitoramento de negócios de contratos derivativos são bastante centralizados nas bolsas. As bolsas estabelecem as “regras do jogo” próprias e são supervisionadas por órgãos de regulamentação específicos, muito embora a atividade de efetiva de monitoramento e resolução de disputas, ou busca da redução de custos de transação, seja tarefa em grande parte das próprias bolsas.

Tem-se o CMN (Conselho Monetário Nacional) que estabelece o ambiente legal para todas as operações do sistema financeiro do Brasil, agindo sobre dois órgãos distintos: o BACEN (Banco Central do Brasil) e a CVM (Comissão de valores Mobiliários). Enquanto à esta última cabe estabelecer regras específicas para a negociação de ações, incluindo seus derivativos e os contratos futuros de índice de ações, ao BACEN cabe a regulamentação dos contratos futuros e de opções sobre *commodities*, taxas de juros e câmbio.

Fazendo um paralelo entre a estrutura de regulamentação dos Estados Unidos, não existe um órgão especializado como a CFT, no que diz respeito à aprovação de novos contratos, ao monitoramento dos negócios e à punição as ações de fraudes e manipulação. O resultado é uma autonomia mais forte às bolsas quanto a estas atribuições.

A título de comparação, ao passo que a aprovação de novos contratos pela CFTC atinge por volta de seis meses, no Brasil ela é realizada de forma menos restritiva: as bolsas encaminham ao BACEN o material relativo ao novo contrato e este último deve emitir um parecer no período de trinta dias, o que nem sempre acontece. Não havendo parecer contrário, as bolsas passam automaticamente a ser autorizadas a lançar o contrato.

Neste contexto, a relativa ausência de regulamentações específicas e a inexistência de uma entidade reguladora para esses mercados serviram como incentivos à atividade inovadora das bolsas. Esse quadro propiciou uma maior liberdade e agilidade, e portanto menores custos, no desenvolvimento de produtos (contratos futuros) e mercados derivativos.

De fato, tais mercados demonstraram um crescimento vertiginoso no Brasil, especialmente a partir da década de noventa. Isto pode ser verificado pelas estatísticas da BM&F sobre o volume financeiro movimentado em 1996, em comparação com o verificado em 92.

Tabela 1.2 *Crescimento do volume financeiro negociado na BM&F, de acordo com o tipo de contrato (US\$ milhões).*

Contrato	1992	1996	Var.(%)
Futuros de taxas de juros	131.266,10	2.762.994,53	2.005%
Futuros de taxa de câmbio	29.812,90	1.181.072,62	3.861%
Futuros de índice de ações	33.636,96	267.429,11	695%
Derivativos de Ouro	31.673,26	3.949,75	-88%
Derivativos agropecuários	413,48	3.079,09	645%
Outros	-	525.379,35	-
TOTAL	226.802,70	4.743.904,45	1.992%

Fonte: BM&F

Uma observação deve ser feita quanto ao vertiginoso crescimento apresentado principalmente pelos contratos futuros de taxa de câmbio e taxas de juros. Com a redução das taxas de inflação, desde 1994, tais ativos sofreram uma redução na volatilidade de seus preços, tal que o volume de contratos negociados, para que a rentabilidade dos especuladores fosse mantida, teve que aumentar consideravelmente. Portanto o crescimento apresentado na tabela 1.2 não representa somente o crescimento natural desses mercados.

Apesar dos futuros de índices, de juros (DI), e de câmbio (dólar) serem os contratos de maior representatividade no volume da BM&F, verifica-se um grande crescimento de *swaps* e opções flexíveis (englobados em “outros”) negociados atualmente no sistema de pregão eletrônico, anteriormente restritos ao mercado de balcão. Os derivativos agropecuários, apesar de sua reduzida participação no volume financeiro total (cerca de 0,06%), demonstraram um crescimento significativo desde o início da década.

Mesmo admitindo-se que a relativa autonomia das bolsas, no que diz respeito à auto-regulamentação, tenha sido uma das principais razões para o grande crescimento na negociação de produtos derivativos não se tem elementos suficientes, dentro deste argumento, para explicar a tão baixa negociação dos contratos agropecuários em relação ao volume total. Sendo assim outros aspectos institucionais devem ser buscados.

Qualquer mecanismo que iniba a dinâmica competitiva dos mercados, como por exemplo os controles governamentais sobre as quantidades e preços, pode ser

considerado limitante à adoção de instrumentos de riscos seja por criar um ambiente de “proteção” pouco propício à adoção de práticas privadas de *hedge*, seja por trazer incertezas adicionais ao delineamento de estratégias de operação. No âmbito de política agrícola e industrial, três aspectos devem ser destacados nesse sentido.

A irrupção do processo inflacionário no Brasil, principalmente a partir da década de oitenta, acabou induzindo uma série de medidas governamentais visando o controle de preços (tabelamentos, confiscos, contingenciamento de exportações, etc.), sendo entretanto arrefecidas após a estabilização trazida pelo Plano Real.

O “fechamento” da economia por meio de políticas de proteção setorial e a ação regulamentar do Governo sobre atividades específicas, o que pode ser verificado com mais intensidade até o início da década de 90, também pode ser citado como fator de desestímulo ao uso de instrumentos privados para o gerenciamento de riscos. No caso do *agribusiness* brasileiro, destaca-se a ação do governo sobre o controle da produção e preços de setores como o café, o trigo, o leite e a cana-de-açúcar.

E como um dos principais aspectos está a política agrícola brasileira que, até o final da década de 70, foi bastante calcada no uso de instrumentos de estabilização da renda dos produtores. Portanto, o Governo propiciava um ambiente de proteção, no qual a iniciativa privada nada tinha a oferecer no que diz respeito ao gerenciamento dos riscos, pois não havia como competir como farto e subsidiado crédito rural.

No entanto, esse ambiente, a partir dos anos 80 e mais intensamente após os anos 90, vem sendo fortemente ameaçado principalmente no que diz respeito ao apertado

orçamento público. O quadro que temos adiante, então, favorece o aparecimento de novas formas de gerenciamento de risco nas quais o próprio mercado, e não mais o Governo, será o principal atuante.

CAPÍTULO II - UMA ANÁLISE DA POLÍTICA AGRÍCOLA BRASILEIRA

2.1 UMA BREVE RETROSPECTIVA

Talvez em nenhum outro país, o crédito rural assumiu uma função tão importante como no Brasil. Como principal instrumento de política econômica viabilizou a expansão no setor produzindo enormes disfunções, das quais se sobressaem: a contribuição para o processo de concentração de renda e a formação de uma cultura ultrapassada que entende subsídio à agricultura como sinônimo de crédito subsidiado tendo dificuldades de aceitar outras formas de crédito rural que não a oficial.

A lei do crédito rural, ainda em vigor, resultou de um compromisso político entre o presidente Castello Branco e as forças ruralistas no Congresso que apoiavam a criação de uma Comissão de Crédito Rural.

O relator do projeto, o então deputado Ulysses Guimarães, participou das negociações. Segundo seu relatório, que assumiu a forma paternalista e populista presente em toda a legislação, o crédito rural deveria “ser institucional, promocional, capacitário e ser concedido a juros de subsídio; dinheiro posto na agropecuária era tido como um serviço público, assim como gastos com educação e saúde”.

Sob forte influência desse pensamento, a nova lei nasceu atribuindo ao crédito rural o principal estímulo à agricultura e, ao governo, a responsabilidade pela maior oferta de recursos e pela regulamentação. Como um dos últimos resquícios desta lei, ainda estão de pé as aplicações obrigatórias dos bancos (exigibilidades) no crédito rural.

Sob uma interpretação distorcida da nova lei bancária, a lei 4.595/64, foi criado um mecanismo de suprimento automático de recursos do BACEN ao Banco do Brasil: a chamada “conta movimento”, que se tornaria a grande fonte de recursos inflacionários para sustentar a operações do Banco do Brasil, em especial as destinadas ao crédito rural.

Era o começo da era de ouro do crédito rural. O Banco do Brasil e a recém criada Diretoria de Crédito Rural do Banco Central, que atuava contraditoriamente como banco de fomento, operavam com recursos ilimitados providos pelo Orçamento Monetário.

Seria de se esperar que tal mecanismo provocasse a expansão incontrolável de oferta monetária. No entanto, o efeito da expansão de crédito do Banco do Brasil e da área de fomento do BACEN eram neutralizados via aumento da dívida pública. O CMN tinha poderes de colocar títulos públicos com “objetivo de política monetária”. Explica-se dessa forma o enorme poder financeiro e flexibilidade do Banco do Brasil e do Banco Central de emprestarem recursos à agricultura.

O esquema entrou em processo de desgaste no final da década de 70. Em 1980, o Governo Federal iniciou a retirada gradual dos subsídios creditícios reduzindo o limite

de financiamento aos agricultores e exportadores. Em 1983, o CMN determinou a extinção progressiva do subsídio creditício processo que foi completado em 1987, quando as operações de crédito rural passaram a sofrer correção monetária.

A queda dos recursos oficiais para o crédito rural foi em parte compensada pelo aumento expressivo da parcela de bancos privados. As exigibilidades que eram de 10% até os anos 70 chegaram a 55% na segunda metade dos anos 80. Apesar disso a crise não foi domada. Em 1979, dez anos depois do seu início, o volume de recursos caiu de US\$ 17 bilhões para US\$ 10 bilhões.

Em 1986 e 1987 foram tomadas medidas que significaram o fim do sistema. Entre as principais medidas, destacam-se :

1986

- extinção da conta movimento no Banco do Brasil
- criação da Secretaria do Tesouro Nacional

1987

- extinção das funções de fomento do BACEN
- extinção do Orçamento Monetário
- transferência da administração da dívida pública para o Ministério da Fazenda
- atribuição ao Congresso de decidir sobre os limites da dívida pública federal
- unificação orçamentária
- inclusão no Orçamento da União de todas as operações de crédito rural e às exportações de 1988

A oferta de crédito rural atingiu seu piso em 1990 (US\$ 7,5 bilhões) em face do sequestro de ativos do Plano Collor. Mesmo com o reforço da caderneta de poupança criada pelo Banco do Brasil (criada em 1986), o volume de 1995 (US\$ 11,9 bilhões) era inferior ao de 1986 (US\$ 14 bilhões).

Segundo Nóbrega (1997), o sistema de crédito rural já nasceu com dois defeitos que o tornariam insustentáveis a longo prazo: (1) a função de suprir outros instrumentos de política agrícola; e (2) a dependência quanto aos recursos, de um arranjo institucional (a conta movimento) primitivo.

Nóbrega (1997) ainda argumenta que o Brasil relegou a segundo plano o papel das políticas públicas destinadas a aumentar a produtividade agrícola. Era praticamente nula a atuação governamental em áreas como ensino, pesquisa, seguro rural e infraestrutura (transportes, comunicação, energia e armazenagem). Os mercados de capitais eram rudimentares e inexistiam os mercados futuros que poderiam complementar a política de preços e renda agrícola, incumbindo a iniciativa privada dessa área e não a estatal. A agricultura brasileira caracterizava-se, por conta desse cenário desfavorável, de elevados custos e baixa eficiência.

O crédito rural funcionou durante anos como um mecanismo compensatório de baixa produtividade do setor, viabilizando a competitividade das exportações agrícolas e evitando o repasse, aos consumidores, dos custos adicionais da agricultura.

Residia aí uma das facetas mais perversas do sistema. O crédito rural, como já foi dito, contribuiu para o processo de concentração de renda. Não sendo um substituto

perfeito para as demais ações do Governo, o crédito rural não cobriu as regiões menos desenvolvidas nem a massa de agricultores menos favorecida. Para quem aproveitou bem os subsídios, foi possível construir uma agricultura moderna e eficiente; para os excluídos restou uma agricultura, com baixo rendimento e cheia de pobres.

2.2 A POLÍTICA DE GARANTIA DE PREÇOS MÍNIMOS

Instituída em 19 de dezembro de 1966, pelo Decreto-Lei nº 79, a Política de Garantia de Preços Mínimos - PGPM foi definida como um conjunto de normas, condições e mecanismos apropriados, estabelecidos com o objetivo de oferecer ao produtor e suas cooperativas, quando da fase da comercialização, um financiamento para a estocagem ou um preço mínimo de venda para o seu produto.

Os produtos amparados por tal política são o algodão, o arroz, o feijão, a mandioca, o milho e a soja em grãos. Desses produtos somente o milho, a soja, e o algodão possuem contratos futuros negociados em bolsa cuja liquidez e volume de negociação são considerados baixos.

Por se tratar de um crédito de comercialização e de um mecanismo de garantia de preço e renda agrícolas, a PGPM, coordenada e executada pela CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), operava originalmente a partir de dois instrumentos, o EGF (Empréstimo do Governo Federal) e o AGF (Aquisição do Governo Federal).

O EGF constitui uma linha de empréstimo ao produtor rural que permite aos produtores e cooperativas aguardarem melhores preços, estocando parte da safra em um

armazém indicado pelo banco e credenciado pela CONAB. O EGF é, portanto, um financiamento de estocagem cuja a garantia é o penhor do próprio produto. São duas modalidades de EGF a saber: a) EGF-COV, que significa Empréstimo do Governo Federal com Opção de Venda, isto é, o mutuário, no vencimento do empréstimo, poderá exercer a opção de venda para o governo, ocasião em que o EGF é transformado em AGF e o produto passa a ser gerido pela CONAB; b) EGF-SOV, que quer dizer Empréstimo do Governo Federal sem Opção de Venda, mecanismo em que o beneficiário/mutuário, ao final do prazo do EGF, deve necessariamente liquidar o contrato.

Além de produtores e cooperativas, o EGF-SOV beneficia também outras categorias que participam da comercialização ou transformação (beneficiamento/industrialização) do produto agrícola, como por exemplo indústrias de ração, de óleos vegetais, beneficiadores de arroz, etc. Com a inclusão dessas categorias, o Governo ampara indiretamente os produtores e cooperativas. A idéia seria levar aqueles beneficiários a pagar ao menos o preço mínimo assegurado pelo governo, pois a liberação aos mesmos do o crédito de estocagem só ocorreria mediante a comprovação de que a compra do produto à vista, junto ao produtor ou cooperativa foi feita a preços não inferiores aos mínimos oficiais.

Percebe-se claramente, que no tocante ao gerenciamento do risco dos preços, o governo toma a função de uma bolsa de futuros, com a diferença de que: 1) o preço não é estabelecido pelas partes, com base na oferta e demanda futuras, e sim determinado pelo Governo; e 2) a proteção contra a queda do preço está condicionada à

disponibilidade de recursos do Governo Federal. Há de se questionar se isso é um instrumento de proteção ou a institucionalização de mais uma fonte de risco.

A AGF, é o instrumento de aquisição governamental de produtos agrícolas amparados pela PGPM. De acordo com a disponibilidade de caixa do Tesouro e atendidas as condições específicas para cada produto, o beneficiário poderá vender a sua produção ao Governo por intermédio do Banco do Brasil S/A. Esta operação pode ser concretizada no momento da colheita, se os preços de mercado forem inferiores aos mínimos de garantia e se o produtor não vislumbrar possibilidade de recuperação do mercado ao longo da safra. Para tanto o produto deve estar depositado nos armazéns credenciados pela CONAB.

Existem duas modalidades de AGF, a direta e a indireta. A AGF direta diz respeito à aquisição de produtos, com base no preço mínimo, onde o produtor vende diretamente ao Governo, sem antes ter tomado o EGF. O Banco do Brasil S/A realiza a compra em nome da CONAB. A AGF indireta acontece, como já mencionado, quando o produtor tomou um EGF-COV e não quitou a dívida até a data de seu vencimento.

Os encargos financeiros do crédito rural dependem da fonte de recursos utilizada para a concessão do crédito, variando de acordo com a correção mensal ditada pelo CMN e divulgada pelo BACEN. (Ver tabela 2.1)

A Resolução do BACEN N°. 2.965 de 28 de Junho de 1996 restabeleceu as exigibilidades de aplicação no crédito rural, de que trata o Manual de Crédito Rural (MCR 6-2). O valor ficou em 25% do saldo médio diário dos depósitos à vista,

observado o seguinte cronograma: agosto/96 18%; setembro/96 19%; outubro/96 20%; novembro/96 21%; dezembro/96 22%; e janeiro/97 25%.

Tabela. 2.1 *Valor dos encargos cobrados nas operações de AGF e EGF de acordo com a fonte de Recursos*

FONTE DE RECURSOS	ENCARGOS
Recursos Controlados	
• Exigibilidade	12% a.a.
• Fundo de Amparo ao Trabalhador	12% a.a.
• Caderneta de Poupança Rural	12% a.a.
• Fundo de Investimento Extramercado	12% a.a.
• Operações Oficiais de Crédito - OOC	12% a.a.
PRONAF	
• Custeio	9% a.a.
• Investimento	TJLP + 6% a.a.
Fundos Constitucionais ¹	TJLP + 6% a.a.
Fundos de Investimentos (FINOR, FINAM E FUNRES)	TJLP + 4% a.a.
FINAME Agrícola ²	
• Região I	TJLP + 5% a.a.
• Região II	TJLP + 6% a.a.

Fonte: CONAB

1 - FNO (Norte), FNE (Nordeste), FCO (Centro - Oeste)

2 - Região I - N, NE, CO, DF, ES, MG (SUDENE)

Região II - Sul, SP, RJ, e demais regiões de MG

De mesma data, a Resolução N° 2.296 determinou, além dos encargos, os limites que incidem sobre os financiamentos ao amparo do Programa de Fortalecimento da Agricultura Familiar - PRONAF. Os limites para financiamento de custeio ficaram em R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) por beneficiário. Para investimento, ficou estabelecido o limite de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais) por beneficiário e R\$ 75.000,00 (setenta e cinco mil) para crédito coletivo, observando o limite individual por beneficiário. No

caso de investimentos o total de encargos sofre um rebate de 50%, por ocasião de seu efetivo pagamento.

Ao longo da existência da PGPM, o governo, sempre que possível, optou por realizar um maior número de operações de EGF, em relação às de AGF, visando evitar o ônus advindo do produto adquirido, como custo de armazenagem, de conservação e, as vezes, de remoção do produto. As exceções foram os anos de 1982 e o período de 1985 a 1987, quando o governo destinou volumosos recursos aos AGF's nas chamadas regiões de fronteira agrícola, carentes em infra-estrutura, vias de transporte, etc.

A tabela 2.2 mostra a atuação da PGPM, nos últimos nove anos, para os cinco principais produtos agrícolas através das operações de EGF e AGF como percentuais das quantidades produzidas. A análise revela que, indistintamente para todos os produtos a política entrou em processo de esgotamento a partir da safra 1988/1989. Certamente, a partir dessa safra, tornam-se evidentes os efeitos das medidas tomadas em 1986 e 1987, como o fim da conta movimento e a extinção da Diretoria de Crédito Rural do Banco Central.

O amparo creditício dado ao algodão, cujo nível em relação a produção, era de 40% em média, no período de 84 a 88, caiu para menos de 10% no início da década de 90. A cultura do arroz, que chegou a ter mais de 60% da produção vinculada a AGF/EGF, na safra de 1986/87 teve sua participação reduzida para menos de 5%. O milho, o feijão e a soja cujos percentuais da produção vinculadas àqueles instrumentos oscilaram no período de 20 a 50%, também sofreram redução na disponibilidade de crédito de comercialização nos primeiros anos da década.

Tabela 2.2 *Aquisição e Empréstimo do Governo Federal em percentual das quantidades produzidas, no período de 1984 a 1993*

Safras	Algodão	Arroz	Feijão	Milho	Soja
1984/85	42.7	38.5	28.0	23.1	29.1
1985/86	39.1	54.5	9.5	29.5	29.7
1986/87	42.1	57.8	48.4	36.3	30.0
1987/88	37.6	51.1	22.3	22.1	18.7
1988/89	15.0	25.1	2.0	17.8	4.3
1989/90	4.3	5.6	2.9	4.2	3.9
1990/91	7.4	3.3	2.9	3.6	1.2
1991/92	32.8	40.5	25.0	24.5	14.0
1992/93	30.8	33.7	17.9	21.7	9.0

Fonte: Revista de Política Agrícola - ano II nº3

O aparente retorno da presença do Estado na comercialização das safras de 1991/92 e 1992/93 reflete uma importante alteração na PGPM; a criação de um mecanismo automático que permitia a conversão do crédito de custeio em crédito de comercialização.

Através desse mecanismo, intitulado de equivalência em produto, os agricultores que contratassem financiamentos para o custeio das lavouras de algodão, arroz, feijão, mandioca, milho, trigo e soja poderiam quitar suas dívidas em moeda ou produto. Para tanto divide-se o valor do financiamento pelo preço mínimo vigente. Ao resultado obtido deve ser acrescentado as unidades de produtos correspondentes ao encargos segundo o porte do produtor.

A equivalência em produto foi vinculada à PGPM na medida que, desde a contratação do empréstimo de custeio pelo agricultor até a venda de estoques

constituídos através dessa política, a mecânica operacional e as referências de valor são da PGPM.

Aparentemente, este novo mecanismo é o reconhecimento de que a PGPM não estava funcionando como deveria, ou seja, os produtores de alimentos não estariam conseguindo garantir o preço mínimo para o seu produto. Esta situação ocorreu, por exemplo, no período de março a julho de 1992 com os produtores de milho dos principais estados (GO, MG, SP, PR e SC) e com os produtores de arroz do RS.

Assim, pela equivalência em produto o governo estaria revigorando a PGPM, uma vez que nessa nova sistemática, pelo menos para o custeio, valerá o preço mínimo. Este era o estímulo adicional à política vigente até então, que corrigia o preço mínimo e as dívidas pelo mesmo índice mas não garantia que os agricultores recebessem esse preço.

A equivalência em produto diminuiu as condições do Governo de, *ex-ante*, programar o armazenamento, o transporte e a distribuição desses bens, já que este, somente conhecendo o limite superior que estaria comprometido a comprar, teria que esperar a definição dos agricultores para saber quanto efetivamente compraria e onde. Este fato certamente impediu que o custo dessas operações e as perdas de produtos diminuíssem.

A ampliação da participação governamental no processo de comercialização agrícola através desse instrumento ocorreu, como de hábito, sem qualquer menção à redução dos custos de produção e comercialização de alimentos.

Portanto, a decorrente ampliação nos estoques federais e nos subsídios necessários a manutenção de tal política ocorreram em sentido oposto aos ajustes feitos nos anos anteriores com a intenção de reduzir a dependência do setor agropecuário em relação aos recursos oficiais, motivados pela reconhecida escassez dos mesmos.

Mais recentemente, o Governo vem emitindo sinais cada vez mais nítidos do esgotamento das políticas que visam a manutenção da renda agrícola e o gerenciamento dos riscos inerentes ao setor. Os ajustes que essa política vem sofrendo refletem claramente a intenção do Governo de ampliar a participação de agentes privados na comercialização agrícola, transferindo-os as suas atribuições como tomador de riscos da agricultura.

Duas importantes medidas, anunciadas em junho de 1996, exemplificam esta nova tendência: a recente extinção dos Empréstimos do Governo Federal com Opção de Venda (EGF-COV) e a restrição da equivalência em produto ao Programa Nacional de Apoio a Agricultura Familiar - PRONAF.

Além disso, o governo vem criando novos mecanismos que substituam e complementem a PGPM, tornando mais eficiente, para o produtor, o gerenciamento dos riscos de sua atividade e desonerando o governo dos gastos com a manutenção de estoque reguladores. São exemplos; o lançamento do Contrato de Opção de Venda e a Cédula do Produto Rural.

O contrato de Opção de Venda

O programa de opções de venda desenvolvido no Brasil, e aprovado pelo CMN em fevereiro de 1996, foi inspirado, em alguns aspectos, pelo *Options Pilot Program* que vem sendo implementado, nos Estados Unidos, com apoio do *U.S. Department of Agriculture - USDA*. Esse programa é uma experiência piloto visando a substituição “de fato” das políticas de garantias de preços mínimos por procedimentos baseados em operações envolvendo contrato de opções.

Essa experiência foi iniciada em 1993 e conta com a participação de cerca de 1500 produtores voluntários nos estados de Indiana, Illinois, Kansas e North Dakota, abrangendo as culturas de milho, soja e trigo.

Os agricultores que participam dessa experiência abdicam os benefícios dos programas públicos de garantia de preços, e em troca adquirem opções de venda com preço de exercício idêntico ao preço mínimo definido. Os prêmios pagos por essas opções são reembolsados aos agricultores pelo *USDA*. Na “*Federal Agricultural Improvement and Reform Act*”, aprovada em 1996, esse programa foi estendido até o ano 2002, para que possa ser melhor entendido e aperfeiçoado antes de ser implementado em larga escala.

No Brasil o programa de opções de venda foi implementado de forma um pouco diferente. Aqui, o produtor não abdica dos benefícios garantidos pela PGPM, porém, o prêmio da opção não é reembolsado.

De acordo com o programa brasileiro, o Governo, através da CONAB, atuaria como vendedor de contratos de opções de venda, utilizando-se para isso o sistema de leilões atualmente implantado na Bolsas de Cereais/Mercadorias e de Futuros, ou o Sistema Eletrônico, como já funciona para a venda de estoques públicos. Isso visa estimular, num segundo momento, o desenvolvimento de um mercado de opções cujos vendedores sejam os próprios agentes do mercado.

Na prática o contrato de opções de venda substitui o extinto EGF-COV, ou o AGF com as seguintes diferenças fundamentais: o produtor paga um prêmio para deter o direito de vender ao preço mínimo (que num momento inicial seria o preço de exercício); no que se refere aos gastos de recursos oficiais, só haverá dispêndio do Governo, por ocasião do vencimento, caso o produtor opte pelo exercício da opção; para o produtor, o contrato de opção é uma garantia forte do cumprimento das obrigações contraídas pelo governo, algo não contemplado pelos contratos de AGF e EGF cujos vencimentos geralmente sofrem sucessivas prorrogações.

A natureza do contrato de opção dá ao governo uma flexibilidade extra de poder extinguir sua obrigação através da recompra da opção por um preço que seja compensador ao produtor, evitando a compra pela CONAB. É possível também, que o Governo evite a aquisição pagando a diferença entre o preço de exercício estabelecido e o preço praticado no mercado. Para que essa possibilidade possa seja viável é necessário que a CONAB estabeleça uma referência para esse preço de mercado. Também é possível pelas normas existentes, que a CONAB repasse para terceiros sua obrigação perante o contrato.

Os produtos inicialmente amparados por esse programa são o arroz em casca, o milho e o trigo em grãos e o algodão em plumas. Como seria difícil tornar universal a utilização desse programa por pequenos produtores (e nem todos os produtos contemplados pela PGPM são objeto desse programa) os AGF's e EGF' ainda são mantidos dentro de limites específicos.

Com a implementação desse novo mecanismo, pretende-se também evitar o efeito danoso da persistente prática de desvio dos estoques vinculados aos EGF's, que é a esterilização de parte da oferta agrícola na época da colheita que tem anulado o efeito almejado por esse instrumento.

Outros inconvenientes da PGPM, podem ser evitados. É o caso da atuação passiva do Governo na definição da qualidade e dos locais de recebimento do produto, que vem implicando em perdas e desvios de estoque, além do envolvimento oficial no mercado físico de cada produto, desde a colheita até a entressafra, o que constitui um dos principais entraves ao desenvolvimento de um mercado competitivo e transparente onde os mercados futuros podem atuar com mais eficácia.

Em suma, essa proposta pode ser caracterizada como uma tentativa de se criar uma "política de preços mínimos" que futuramente seja sustentada pelo próprio mercado. No curto prazo ela dá ao Governo recursos para administrar mais eficientemente a PGPM, além de certamente possuir um efeito residual sobre o desenvolvimento de mercados a termo e de futuros.

A Cédula do Produto Rural

A Cédula do Produto Rural - CPR, proposta pelo Banco do Brasil e criada pela Lei n.º 8929 de 22 de fevereiro de 1994, é um título através do qual o emitente, o produtor rural e suas associações, inclusive cooperativas, vende a termo a sua produção agropecuária, recebe o valor da venda no ato da formalização do negócio e se compromete a entregar o produto vendido na quantidade, qualidade e em local e data estipulados no título.

A CPR pode ser avalizada por um banco, tornando-se negociável no mercado financeiro, com uma vantagem: é registrada na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), prevenindo a ocorrência de fraudes no sistema oficial de crédito rural, principalmente pelo duplo financiamento para o mesmo produto.

As indústrias de processamento e beneficiamento podem adquirir as CPR's em leilões, abastecendo-se de matéria prima sem a necessidade de armazéns e redes de compra espalhadas pelo interior, pois o título representa o produto rural a ele vinculado.

O produtor afasta a incerteza da comercialização da sua produção e ao mesmo tempo dispõe de recursos para a realização de suas atividades, através da venda antecipada da produção. O descasamento entre o valor do empréstimo e o da produção pode ser administrado pelo comprador e também pelo emissor, via mecanismos de hedge disponíveis, entre eles, naturalmente, os contratos futuros.

O produtor, que geralmente emite a CPR, poderia comprar contratos futuros e se proteger de uma eventual alta nos preços que faria com que o valor futuro sobre o qual foi calculado o deságio ficasse defasado, favorecendo o comprador da CPR. As instituições financeiras e exportadores, geralmente compradores do título, poderiam vender contratos futuros se protegendo de uma eventual queda nos preços, o que teria o mesmo efeito de um aumento na taxa de juros para o investidor que aplicou em títulos pré fixados.

A CPR ganha força para disseminar-se com a estabilidade monetária e com o crescimento dos investidores institucionais, os quais constituirão naturais fornecedores de recursos para financiar, direta ou indiretamente, a emissão e a circulação de CPR's.

A utilização da CPR ainda está em seus primórdios, mas o título já mostrou a sua viabilidade. Uma parte ainda que pequena da soja é financiada por seu intermédio. Os leilões acontecem via BM&F e as suas limitações são o desconhecimento do mecanismo e o custo do aval (em torno de 6% do valor financiado). É possível, no entanto, vencer esses obstáculos com o tempo, através do aumento da competição, com um maior número de bancos interessados neste tipo de aplicação (atualmente só o Banco do Brasil).

CAPÍTULO III - O PANORAMA ATUAL DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS

3.1 CONDIÇÕES E DIFICULDADES PARA O DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS NO BRASIL

A condição primordial para a ampliação do uso de tais instrumentos seja a existência de incerteza quanto aos preços futuros da *commodity*. Desta forma, seria essencial um mercado competitivo e transparente, onde os preços, de forma alguma, pudessem ser manipulados. Quanto mais atomizado for o mercado, isto é, quanto mais a produção e o consumo estiverem distribuídos entre um grande número de produtores, processadores e consumidores, melhor.

Neste aspecto, a ausência de controle governamental sobre os preços das *commodities* torna-se um fator essencial. Conforme já discutido neste trabalho, o governo vem sinalizando, mais intensamente a partir dos anos 90, o fim deste tipo de controle. Devido a escassez de recursos oficiais e os problemas relacionados à manutenção dos estoques reguladores, muitos instrumentos tradicionais de crédito rural e garantia de preços vem sendo extintos ou restritos aos pequenos produtores.

Outra condição diz respeito a atuação ativa dos participantes do mercado físico. É fundamental que produtores, distribuidores, e processadores atuem no mercado futuro

de modo a garantir que os preços futuros guardarão uma relação lógica com os preços a vista e, por conseguinte, ambos convergirão para um mesmo nível na data de liquidação.

A escolha da *commodity* feita segundo as premissas estabelecidas no Capítulo I, assim como o desenho do contrato, são variáveis que influenciam diretamente o sucesso e a demanda por contratos futuros, portanto tem sua parcela de importância no desenvolvimento e na disseminação do uso de tais instrumentos.

Uma dessas premissas fala a respeito do tamanho do mercado físico das *commodities* objetos do contrato futuro. Quanto a isso podemos identificar como aspecto favorável, o tamanho e diversificação da nossa agricultura. Das *commodities* já negociadas em bolsa destacam-se o café, a soja, o milho e o boi gordo.

- No mercado de boi gordo, o Brasil se destaca como o país que comporta o maior rebanho comercial, por volta de 155 milhões de cabeças, sendo que a produção pecuária gira em torno de US\$ 7 a US\$ 8 bilhões³, constituindo uma base significativa para o *hedging*.

- O valor da produção de milho no Brasil situa-se por volta de US\$4 bilhões. O mercado é tido como promissor por também apresentar baixo nível de concentração, e por se tratar de uma *commodity* com preços altamente voláteis

³ Este valor é equivalente a 28,5 milhões de cabeças abatidas em 1996, segundo o CNPC - Conselho Nacional de Pecuária de Corte. Este número é bastante distinto dos números oficiais do IBGE e impreciso, por considerar o efeito dos chamados “abates clandestinos” e da sonegação fiscal.

- O Brasil é o segundo maior produtor de soja do mundo, perdendo apenas para os Estados Unidos. O valor gerado da produção no Brasil, em 1996, atingiu por volta de US\$ 5,5 bilhões. A produção da soja é bastante pulverizada e dispersa no território nacional, não existindo entraves para a formação competitiva dos preços.

- O mercado futuro de café é um dos que já apresenta maior liquidez na BM&F. O valor da produção brasileira de café, a maior do mundo, atingiu US\$ 3,5 bilhões.

O Brasil não está tão longe de um cenário ideal. No entanto existem algumas peculiaridades que podem gerar eventuais insucessos destes mercados, e portanto não podem deixar de ser citadas.

Desuniformidade no tratamento fiscal dos estados em relação ao ICMS

Outro aspecto bastante citado diz respeito as diferenças estaduais do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), que dificultam o processo de equalização de preço das *commodities* cujos contratos prevêem liquidação por entrega. Nestes contratos, o comprador não sabe a origem da mercadoria quando entra na bolsa, e apenas saberá no momento da apresentação da documentação, próximo ao vencimento do contrato.

De fato, como os valores dos contratos no mercado futuro devem refletir o preço a vista no futuro excluído o ICMS, na medida que não existe uma neutralidade deste imposto, o preço final será desconhecido. Assim, se não houver certeza sobre o volume

de imposto a ser pago e sobre o preço a ser recebido, os contratos futuros perdem sua função, e a procura pelas operações de *hedge* se reduzirá.

Concorrência com as bolsas de futuros estrangeiras

O mercado brasileiro da soja ilustra com clareza essa questão. A formação de preços da soja, nos mercados locais brasileiros, é fortemente influenciada pelos mercados futuros da Chicago board of Trade, sendo realizados ágios ou deságios em função do balanço entre a oferta e demanda locais.

O motivo para que isso aconteça tem a ver com a alta representatividade dos preços futuros sinalizados pela CBOT, uma vez que esta negocia anualmente um volume de contratos aproximadamente igual a 16 vezes a safra mundial de soja. Nesse sentido, é natural que o mercado da CBOT seja também visto como alternativa de *hedging*, além de veículo de formação de preços.

Devido ao maior volume de negociação na bolsa de Chicago, os custos de transação desse mercado, incluindo os custos de corretagem, são significativamente inferiores aos da BM&F. Entretanto, um fator favorável à utilização dos contratos da BM&F seria o maior grau de efetividade de *hedging*. O contrato da BM&F é um instrumento desenhado de acordo com as condições locais, isto é, leva em consideração as variações de preço em função da dinâmica do mercado brasileiro (safra/entressafra, nível de esmagamento da soja), que é distinta da dinâmica do mercado norte-americano.

Lazarinni (1997), analisando comparativamente o contrato de soja da BM&F e o da CBOT, mostra que embora o contrato da BM&F seja mais específico às condições locais brasileiras, muitas organizações passam realizar operações de hedge na CBOT, principalmente pela sua maior liquidez, o que vem de encontro com a idéia do trade-off entre os custos de transação e a efetividade de *hedging* discutida no item 1.4.2

Desta forma pode-se suspeitar que a possível maior aderência ao contrato da BM&F às condições brasileiras parece não constituir uma vantagem comparativa suficiente para superar a vantagem do contrato da CBOT em termos de liquidez.

Entraves de ordem cultural

Com exceção das indústrias e exportadores de soja e laranja que atuam em mercados futuros no exterior, de um modo geral persiste uma resistência muito forte por parte de produtores e processadores das demais commodities de atuarem em mercados futuros. Tal resistência pode ser diagnosticada como resultado de três fatores distintos: a ignorância, a incapacidade ou o desinteresse.

A ignorância é diagnosticada quando os agentes não utilizam o instrumento porque não o conhecem, já a incapacidade retrata a situação onde os agentes, apesar de conhecerem a inovação, não a utilizam porque não podem. Geralmente, este último é um problema referente ao financiamento dos ajustes diários e do crédito para depósito de margem, necessário como garantia para operar em bolsas de futuros. O desinteresse, talvez seja o obstáculo mais difícil de ser vencido. Ele acontece quando os agentes

conhecem a inovação, podem operacionalizá-la, porém são relutantes quanto à sua utilização.

O desinteresse é consequência direta da falta de tradição no uso desses instrumentos. Isto decorre da concepção de que o Estado é, como sempre foi, o responsável pela proteção aos preços agrícolas, e não a iniciativa privada. Essa cultura foi fomentada durante vários governos, criando uma atitude passiva dos produtores e dos demais agentes, na busca por melhores formas de gerenciar o risco de suas atividades.

Outros aspectos

Outros aspectos também devem ser mencionados como a falta de internacionalização das bolsas, contra qual existem restrições legais. A internacionalização permitiria um maior fluxo de capitais a estes mercados gerando maior liquidez e transparência, e atraindo maior número de especuladores internacionais. Também, a deficiência de infra-estrutura de comercialização existente no Brasil como transportes, armazenagens, atua como forte inibidor da entrega física da *commodity*, no vencimento do contrato.

3.2 PANORAMA DOS MERCADOS FUTUROS AGRÍCOLAS NOS ESTADOS UNIDOS E NO BRASIL

Algumas estatísticas podem deixar claro o nível de inserção dos mercados futuros agrícolas na economia norte-americana. Dos 10 contratos mais negociados nos EUA, incluindo os contratos futuros de ativos financeiros, o sexto e o sétimo lugares são

ocupados por *commodities* agrícolas; milho e soja respectivamente. Ambos são negociados pela CBOT, a primeira bolsa do mundo em volume de contratos.

Talvez, ainda mais surpreendente seja o mercado da soja no qual os Estados Unidos são os maiores produtores mundiais. O volume negociado em 1996 atingiu 14,2 milhões de contratos futuros, o correspondente a 16 vezes a safra mundial de 1996, que atingiu 123,7 milhões de toneladas. Este número nos dá a idéia da ampla utilização dos mercados futuros por todos os setores da agroindústria da soja, não só a norte-americana como também mundial.

Os mercados agrícolas norte-americanos vem mantendo uma taxa de crescimento positiva, e mais importante ainda: a participação dos contratos agrícolas no total de contratos futuros negociados, o que inclui os contratos financeiros, vem crescendo passando de 15,9%, em 1992, para 17,7% em 1996.

Algumas razões explicam este crescimento. O aumento da volatilidade desses produtos, decorrente das políticas de *just in time*, na qual os compradores trabalham com menores estoques; a sinalização de uma menor interferência do governo americano no mercado agrícola, reduzindo subsídios e programas de apoio à agricultura; e uma maior participação dos especuladores em busca de volatilidade, uma vez que os ativos financeiros passaram por relativa estabilidade, exemplificam algumas dessas razões. O quadro especifica o volume de negociação das principais *commodities* agrícolas no período de 1992 a 1996.

Tabela.3.1 *Volume de contratos futuros agropecuários negociados nos EUA de 1992 a 1996 (1000 contratos)*

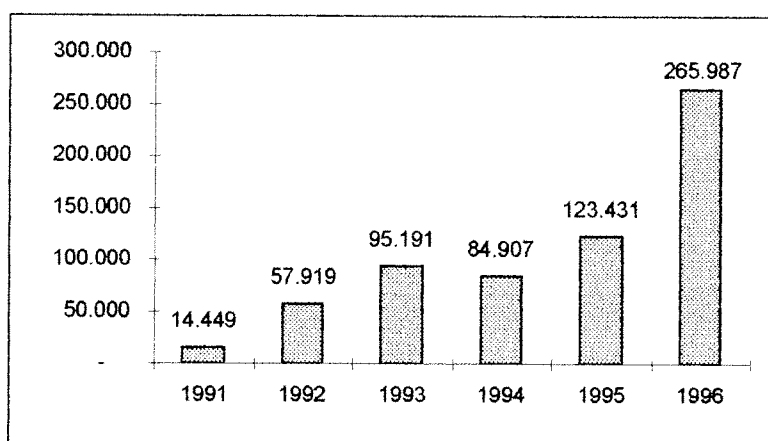
Bolsas	1996	1995	1994	1993	1992
CBOT					
Trigo	5.386	4.955	3.621	3.020	3.499
Milho	19.620	15.105	11.529	11.463	10.357
Soja	14.236	10.612	10.749	11.649	9.000
Óleo de Soja	4.980	4.611	5.063	4.612	4.283
Farelo de Soja	5.956	5.601	4.594	4.718	4.145
Arroz	119	121	16	-	-
Total Negociado	50.297	41.005	35.572	35.462	31.284
CME					
Suínos	1.785	1.670	1.554	1.402	1.556
Boi Gordo	3.926	3.257	3.581	3.307	3.320
Boi Magro	772	512	447	420	369
Total Negociado	6.483	5.439	5.582	5.129	5.245
CSCE					
Café	2.040	2.003	2.658	2.489	2.152
Açúcar	4.752	4.711	4.719	4.286	3.667
Cacau	2.122	2.090	2.417	2.128	1.397
Total Negociado	8.914	8.804	9.794	8.903	7.216
KCBT (Kansas)					
Trigo	1.830	1.560	1.502	1.349	1.340
NYCE					
Algodão	2.374	2.525	2.290	1.603	1.701
Suco de Laranja	655	689	654	640	339
Total Negociado	3.029	3.214	2.944	2.243	2.040
Total commodities	70.434	59.901	55.378	53.086	47.125
Total Geral	397.402	395.313	426.307	339.075	295.292

Fonte: CRB - Commodities Research Bureau

CBOT - Chicago Board of Trade; CME - Chicago Mercantile Exchange; CSCE - Coffee Sugar & Cocoa Exchange (NY); KCBT - Kansas City Board of Trade; NYCE - New York Cotton Exchange

A BM&F, quarta maior bolsa do mundo em volume de contratos, também apresenta um crescimento expressivo nos mercados futuros agrícolas. Em 1992, foram negociados 58 mil contratos, com uma média diária de 250 contratos. Em 1996, esse volume saltou para 266 mil com uma média diária de 1.170 contratos. No entanto, os contratos futuros agrícolas representam um volume muito pequeno em relação ao volume total da bolsa (cerca de 0,2%) e principalmente ao tamanho da agricultura brasileira. O Gráfico abaixo mostra a evolução do volume de contratos futuros agropecuários negociados de 1991 a 1996. Neste ano já foram negociados, até o mês de setembro, 204 mil contratos, 11% a mais que os 184 mil contratos registrados em 1996

durante o mesmo período. No entanto, faz-se necessário observar que, até setembro de 1996, os contratos de milho e algodão não haviam sido lançados, o que só ocorreu em novembro de 1996.



Fonte: BM&F

3.3 O PAPEL DA BM&F NO DESENVOLVIMENTO DE MERCADOS FUTUROS AGROPECUÁRIOS

A BM&F mantém as seguintes modalidades de operação: termo; futuro; opções sobre futuro; disponível (a vista ou *spot*); opções sobre disponível.⁵ A seguir são apresentados os contratos agropecuários admitidos à negociação pela BM&F e seus respectivos mercados

⁵ No mercado de opções sobre disponível uma das partes adquire o direito de comprar ou vender a *commodity* objeto de negociação. Já no mercado de opções sobre futuro o direito adquirido é sobre os contratos futuros da mesma *commodity*. O propósito dos mercados disponíveis é fomentar os mercados de futuros e de opção, através da formação transparente de preços que resulta dos pregões de negócios a vista.

Tabela. 3.3

Commodities	Modalidade de Negociação
Açúcar	Futuro
Algodão	Futuro
Bezerro	Futuro
Boi Gordo	Futuro, opção s/ futuro (venda)
Café Arábica	Disponível, futuro, opção s/ futuro (compra e venda)
Café Robusta	Futuro
Milho	Futuro
Soja	Futuro

Fonte: BM&F

A construção desses contratos exigiu da BM&F a correta identificação do fluxo de comercialização, para uma eficiente determinação dos meses de vencimento; a qualidade do produto mais representativa dos negócios; a unidade de negociação mais comercializada; a definição dos padrões de classificação e armazenagem; e principalmente a identificação dos principais agentes envolvidos com a mercadoria e o risco de seus preços. Um outro ponto de igual importância diz respeito a liquidação dos contratos.

A liquidação antes do vencimento é feita mediante o registro da operação inversa a original, ou seja, se um produtor vendeu contratos para um determinado vencimento, deve comprar o mesmo número de contratos desse mesmo vencimento para liquidar sua posição, e vice-versa. No vencimento, a liquidação pode ser por entrega física da mercadoria, isto é, o vendedor entrega a mercadoria objeto de negociação, dentro dos padrões de classificação e das normas da bolsa. Nas liquidações por entrega, o vendedor só recebe quando a mercadoria está sob propriedade novo comprador.

Em tese, a liquidação por entrega garante que, no vencimento do contrato, o preço a futuro e no disponível sejam convergentes. Isso ocorre porque se o preço do mercado futuro estiver mais alto do que no mercado a vista, haverá comprador no mercado a vista para vender no futuro, até que os preços se igualem. Ou, se o preço estiver mais baixo no mercado futuro, alguém comprará nesse mercado para receber e vender no disponível, até que o preço nos dois mercados se igualem.

Um dos exemplos da orientação inovadora das bolsas, no caso a BM&F, ocorreu com a criação de um novo tipo de liquidação para os contratos futuros agropecuários: a liquidação por acerto financeiro (*cash settlement*), através de um indicador de preços a vista.

Este tipo de liquidação torna mais atrativo o ingresso de tomadores de riscos que não querem ficar com a mercadoria no vencimento. Também é interessante aos *hedgers* pois possibilita uma redução nos custos de transação *ex post* associados a entrega física do produto, além de eliminar o problema da diferenciação das alíquotas de ICMS entre os estados. Sendo assim, a liquidação financeira por indicador de preço a vista pode exercer influência sobre a demanda pelos contratos futuros e conseqüentemente sobre sua liquidez.

O novo mecanismo de liquidação foi tomado pela BM&F, pela primeira vez, no final de 1994, para o contrato de boi gordo. No período de 1991 a 1993, o contrato futuro de boi gordo era liquidado através de entregas físicas, em locais estipulados pelo vendedor. Basicamente este tipo de contrato apresentava dois tipos de problemas: os custos associados a entrega física e a necessidade do seu monitoramento por parte de

compradores e vendedores. Diferentemente das outras mercadorias, ocorre que o boi é uma *commodity* de padronização e mensuração mais difícil que as das outras *commodities*. Isso dava margem a ações oportunistas por parte dos vendedores que eram estimulados a entregar animais de baixa qualidade.

No final de 1994, criou-se o mecanismo de liquidação financeira com base no indicador de preços cotado e calculado pela Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz: o indicador ESALQ/BM&F para o preço disponível de boi gordo. A princípio parece ter havido um efeito positivo à introdução do contrato por liquidação financeira: o número de posições saltou do patamar de 500 contratos em aberto, em dezembro de 1994, para ao redor de 3.500 contratos, em setembro de 1996.

Este tipo de liquidação foi estendida a todos os demais contratos agropecuários, com exceção do contrato futuro de café arábica. A liquidação financeira é permitida neste contrato, porém se dá com base num preço de liquidação cuja fórmula é divulgada pela BM&F.

A ESALQ calcula também os indicadores de preço disponível de açúcar e algodão. Para o milho é usado o indicador calculado pela Fundação Getúlio Vargas, e para a soja, o Preço Nacional da Soja calculado pela Fipe da Universidade de São Paulo. Vale citar que a liquidação de contratos de *commodities* por meio de preços cotados por uma terceira parte é uma experiência inédita em todo o mundo.

De forma geral a BM&F tem apoiado as corretoras na divulgação de informações sobre mercados derivativos agropecuários, por meio de cursos, palestras, seminários,

textos explicativos, material promocional, etc. Entretanto, tal processo pode estar demasiado focado nos produtores rurais em detrimento de grandes organizações (cooperativas, agroindústrias, tradings, etc.), uma vez que a alavancagem da negociação de contratos tende a se dar mais com atuação mais intensa destes últimos, por apresentarem menores custos relativos de aprendizagem e de constituição de uma “massa crítica” para o uso de tais instrumentos, dada a sua maior escala de produção e negociação. Porém, isso não significa que para tais organizações, a falta de conhecimento e capacitação para a negociação de contratos futuros em bolsa, seja um dos maiores obstáculos para a expansão do uso de tais instrumentos.

Há que se citar, entretanto, outras ações da BM&F no sentido de expandir os mercados futuros agropecuários: por exemplo em 1996, a bolsa abriu a possibilidade de que certas corretoras de mercadorias administrassem parte do *portfólio* próprio da bolsa, sendo selecionadas cerca de 28 corretoras, com base em sua capacidade técnica e operacional. Alguns dos outros incentivos, vigentes em 1997, estão listados abaixo:

- Concessão de uma linha de crédito de 500 mil reais por corretora, sem ônus, para financiar ajuste diário de contratos futuros agropecuários, com limite de 150 mil reais por cliente. Neste caso a corretora deposita a garantia na BM&F.

- Devolução de 50% no valor dos emolumentos gerados pelas operações nos mercados futuros agropecuários

- Reembolso, no total de 30 mil reais, das despesas de transportes, estadia e representação incorridos pela corretora, nas viagens para obtenção de clientes. Também

são reembolsadas, fora deste limite, as despesas referentes à visita de clientes à BM&F, acompanhados da corretora.

Talvez o passo mais importante, dado até agora, no desenvolvimento dos mercados futuros agropecuários, tenha sido recentemente tomado pela BM&F ao divulgar seu Programa Agropecuário para 1998. Este programa inclui duas propostas que prometem dar um impulso definitivo a tal mercado. São elas: a criação de um fundo de investimento com papéis agrícolas, aos moldes dos atuais FIF's, e a criação de um contrato disponível de CPR com cláusula de liquidação financeira.

No mínimo, 51% das aplicações do FIF-AGRO, como é chamado, devem ser representadas por CPR's, certificados de mercadoria, ações, debêntures, notas promissórias e *export notes* de empresas agroindustriais, CDB rural e naturalmente, procurados com instrumentos para "*hedgiar*" o fundo, os contratos futuros e as opções de *commodities* agrícolas, contabilizados pelo valor dos ajustes diários ou prêmio pagos.

Hoje a CPR é um título de venda física ainda pouco utilizado, emitido quase que exclusivamente pelo Banco do Brasil. Os demais bancos evitam participar deste mercado porque temem ficar com o produto no vencimento. O resultado é um custo muito alto de emissão. Só o aval do banco custa em torno de 6%. O custo total do financiamento fica em torno de 28% ao ano. As mudanças propostas pela BM&F vão na direção de diminuir esse custo, criando uma cláusula que permitirá a liquidação financeira com base nos preços futuros agrícolas na BM&F.

As CPR's serão padronizadas pela BM&F, de acordo com os contratos futuros agropecuários. O projeto inclui a realização de leilões das CPR's (mercado primário) e a negociação no pregão da bolsa (mercado secundário). O objetivo é alavancar um instrumento através do qual o produtor venha captar recursos, com taxas mais baixas que as atualmente praticadas, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras e também os produtores travam os empréstimos com operações no mercado futuro agropecuário.

Também faz parte do projeto agrícola da BM&F, uma proposta, já encaminhada ao Banco Central, de internacionalização dos contratos futuros agrícolas. Assim como hoje, os investidores estrangeiros podem negociar ações nas bolsas de valores, através dos anexos IV e V, pretende-se permitir o acesso dos *hedgers* e especuladores internacionais aos mercados agrícolas da BM&F.

Todas essas medidas visam, sem dúvida, o aumento da negociação, e portanto, da liquidez dos contratos futuros agropecuários. As projeções da BM&F são otimistas. O volume de negócios, a médio prazo, seria ampliado dos atuais 300 mil contratos negociados por ano para 3,5 milhões de contratos negociados, o que daria um volume financeiro de 20 bilhões de dólares por ano. Hoje, isso significaria passar dos atuais 0.2% para aproximadamente 3% de participação dos agropecuários no volume total de contratos anualmente negociados na BM&F.

CONCLUSÃO

O objetivo do presente trabalho foi trazer uma discussão a respeito dos fatores que podem alavancar o desenvolvimento dos mercados futuros agrícolas no Brasil, e logicamente aqueles que podem atrasar esse processo.

O principal aspecto favorável, apresentado neste trabalho, foi a sinalização de que a política agrícola conduzida pelo governo está prestes a sofrer grandes mudanças, principalmente no tocante a política de manutenção de renda e garantia de preços agrícolas.

A PGPM não só já vem mostrando sinais claros de esgotamento, devido a escassez de recursos disponíveis, como muitos de seus instrumentos já estão sendo desativados. É justamente desse espaço deixado pelo Governo, na gestão dos riscos associados a variação de preços agrícolas, que virá o principal impulso dado ao desenvolvimento dos mercados futuros como instrumentos alternativos de proteção.

A abertura comercial e a estabilização da economia, que desde a implantação do Plano Real vem apresentando níveis reduzidos de inflação, tornam evidentes que a preocupação principal do setor agrícola, daqui em diante, deverá ser com a redução de

custos e com os ganhos de eficiência. Portanto, é sob esta nova perspectiva que a política agrícola deverá ser conduzida

Este novo ambiente macroeconômico, reforça ainda mais os motivos pelos quais o Governo deve transferir a sua função de financiar e principalmente proteger a agricultura, para o setor privado, aplicando mais inteligentemente os recursos destinados a agricultura.

Sem o ônus da PGPM, os escassos recursos oficiais deverão ser redirecionados, para o ensino rural, para a pesquisa científica, para a melhoria de infra-estrutura, e para as demais ações estruturais que visem o aumento da produtividade e da competitividade da agricultura brasileira.

O Governo já vem agindo nesse sentido ao criar instrumentos que possibilitem a transferência do seu papel de financiador da agricultura para o setor privado. É o caso do lançamento das opções de venda e da CPR - Cédula do Produtor Rural cuja maior utilização poderá refletir num aumento do uso dos contratos futuros agrícolas para *hedge*.

Não é só do Governo o interesse de que os mercados futuros agrícolas se desenvolvam, é sobretudo das bolsas de valores. Nesse sentido, os esforços para que esse processo seja mais rápido devem vir de ambos os lados. A BM&F vem investindo pesadamente nesse setor através da divulgação e treinamento ao uso desses mercados, do apoio e incentivos às corretoras e aos potenciais *hedgers*, e mais recentemente, através do seu Projeto Agrícola 1998.

É importante buscar ações de promoção voltadas para as organizações de maior escala (*tradings*, exportadores, indústrias de processamento), e não somente do lado dos produtores, procurando inclusive sinalizar a segurança da negociação em bolsa proporcionada pela *clearinghouse*.

Adicionalmente, a atuação do Governo é importante para reduzir entraves específicos, tais como a desuniformidade das alíquotas de ICMS entre os estados e também as restrições legais aos capitais externos de curto prazo, que poderiam ser relaxadas à medida que se configure uma situação mais estável no Balanço de Pagamento.

A atuação junto ao sistema financeiro, buscando passar a idéia de *hedging* como uma maior garantia dos empréstimos efetuados a produtores rurais e cooperativas é também interessante, embora o sistema financeiro privado, de um modo geral, seja receoso em atuar junto a tais organizações, por experiências mal sucedidas no passado.

Quanto aos entraves de ordem educacional, sugere-se o treinamento e profissionalização de pessoal das cooperativas e corretoras de físico para que esses possam atuar em mercados futuros e para que sirvam de canal de informações aos produtores auxiliando e orientando a decisão dos mesmos quanto a utilização destes instrumentos.

No mais, vale prosseguir com um enfoque analítico das particularidades de cada mercado tentando dirimir os entraves específicos de cada um deles e buscando continuamente adequar os contratos às reais necessidades dos clientes finais.

BIBLIOGRAFIA

- AZEVEDO FILHO, A. J. B. V.; MARTINES FILHO, J. G.; SCHOUCHANA, F. Contrato de opção de venda e a política de preços mínimos. *Preços Agrícolas*, ano XI (121): p17-20, 1996
- AZEVEDO FILHO, A. J. B. V.; MARTINES FILHO, J. G.; CIDADE DE ARAÚJO, P. F. *Alternativa de Mercado para Programas Governamentais de Seguro Agrícola e Garantia de Preços Mínimos*. Série de estudos 32, Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", 1996.
- BARROS G. S. C. Políticas agrícolas: mercados futuros e opções. *Preços Agrícolas*, ano XI (127): 12-15, 1997.
- BERALDO, A. D. A política de garantia de preços mínimos e a política de combate à inflação. *Revista de Política Agrícola*, ano V (3): p 15-30, 1993.
- BLACK, D. Success and failure of futures contracts: theory and empirical evidence. *Monograph Series in Finance and Economics*, 1986-1, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, 1986.
- FORBES, L. F. *Mercados Futuros: Uma Introdução*. BM&F, São Paulo, 1997.
- FRICK, O. O. A Cédula de Produto Rural e os mercados derivativos. *Resenha BM&F*, 103: p 69-78, jan./fev. 1995.
- LAZZARINI, S. G. *Inovação e Organização de Bolsas de Futuros: Teoria e Evidências no Agribusiness Brasileiro*. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1997.

- LOPES, M. R. A política brasileira de preços mínimos. *Conjuntura Econômica*, p 37- 40, set. 1994.
- NÓBREGA, M. F. O drama da agricultura brasileira. *Tendências Consultorias Integradas*, São Paulo, jun./jul. 1997.
- PORTO, C. B. Os contratos de opção como instrumentos de política agrícola. *Revista de Política Agrícola*, ano V(2): p 7-15, 1996.
- SCHOUCHANA, F. *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções Agropecuários*, BM&F, São Paulo, 1997.
- SCHOUCHANA, F. Mercados futuros e opções agropecuários no mundo e no Brasil. *Preços Agrícolas*, ano XI (132): p 4-6, 1997.
- SOARES, R. P. Considerações sobre o crédito rural com equivalência em produto. *Revista de Política Agrícola*, ano II (02), 1994
- TELSER, L. G. Why there are organized futures markets. *Journal of Law & Economics*, 24(1): p1-22,1981