

Commodities Fórum: Conjuntura e Estratégia - Crise Grega Derruba Preços

20 de maio de 2011

Açúcar

Expectativa: Alta

As revisões de estimativa de produção de cana-de-açúcar no Brasil têm elevado o preço do açúcar nas últimas duas semanas e devem manter o mercado pressionado no curto-prazo. O mercado internacional está com sua atenção voltada para a produção brasileira e assim será nos próximos meses, com qualquer mudança no cenário técnico-produtivo da safra brasileira alterará o mercado. Sendo que a versão “definitiva” para a revisão da produtividade brasileira só deverá vir em julho com a revisão dos números da UNICA.

Nos EUA, o problema fiscal do governo Obama reflete de forma direta no mercado de etanol. Já foi aprovado no Senado americano um corte no subsídio a produção de etanol de milho, a nova lei prevê o fim do crédito fiscal de U\$0,45/galão para as destiladoras (aproximadamente 15% do preço de venda do etanol). Além disso, a atual regulação do etanol americano prevê um imposto de importação de U\$ 0,54/galão, na nova lei em votação o imposto pode ser eliminado. Apesar de que ainda é necessária a aprovação dessa lei na Câmara dos Deputados e pelo presidente (sem data definida para acontecer) a demanda pelo etanol brasileiro deverá aumentar consideravelmente.

Adicionalmente, no Estado da Califórnia está sendo regulamentado um plano de redução da emissão de carbono na queima de combustíveis em 10% até 2020. Nesse novo código, o etanol de cana-de-açúcar é considerado um “combustível avançado”, com menor emissão de carbono do que o etanol de milho. A partir de 2012 será proibido a venda do etanol de milho e o estado só poderá consumir etanol de cana, alga, celulósico, etc., porém atualmente apenas o de cana-de-açúcar é produzido comercialmente.

Milho

Expectativa: Baixa

Os problemas climáticos de excesso de chuva nos EUA e de falta na Europa e no Brasil não são estão mais pressionando os preços pra cima e inclusive podem fazê-los caírem. Os adventos climáticos podem dar mais pressão baixista nos preços pela indicação de que novas chuvas atingirão a Europa. Além disso, as indicações e projeções de da área plantada nos EUA devem se elevar, no dia 30 de junho será divulgado a área final, o que daria mais uma pressão de queda.

Outro fator a ser considerado é a posição comprada das posições especulativas. Com a complicação da situação fiscal da Grécia, a aversão a risco dos investidores e o ambiente de incerteza global pode fazer com os investimentos sejam transferidos para ativos mais seguros, saindo das *commodities*. Dessa forma, o milho é um dos que mais podem se desvalorizar, pois a posição comprada líquida das contas especulativas é de mais 450 mil contratos positivos

Soja

Expectativa: Neutra

Mantemos nossa previsão da tendência de estabilidade nos preços da soja (CBOT) no curto prazo, conforme ocorre desde o início do ano de 2011. O mercado já precificou uma produção da oleaginosa está acima do esperado na América do Sul para a safra 2010/11. No entanto, em função da demora na colheita e problemas logísticos a CONAB elevou tardiamente a estimativa da safra brasileira de 73, 6 mln ton para 75 mln ton. Esse aumento deve ser uma força para manter os preços estáveis mesmo com o aumento de dos demais grãos. Além disso, as margens negativas das esmagadoras chinesas devem arrefecer a demanda pelo grão.

Em compensação a dificuldade de produção do trigo e milho tem pressionado a cotação da soja para cima, o que resulta nessa estabilidade nos níveis atuais de preço. No entanto, caso ocorram problemas na produção tanto na China, como nos EUA, os preços da soja devem subir

com maior intensidade. Nesse caso, a valorização relativa que o milho e o trigo apresentaram frente a soja deverá se reverter.

Algodão **Expectativa: Neutra**

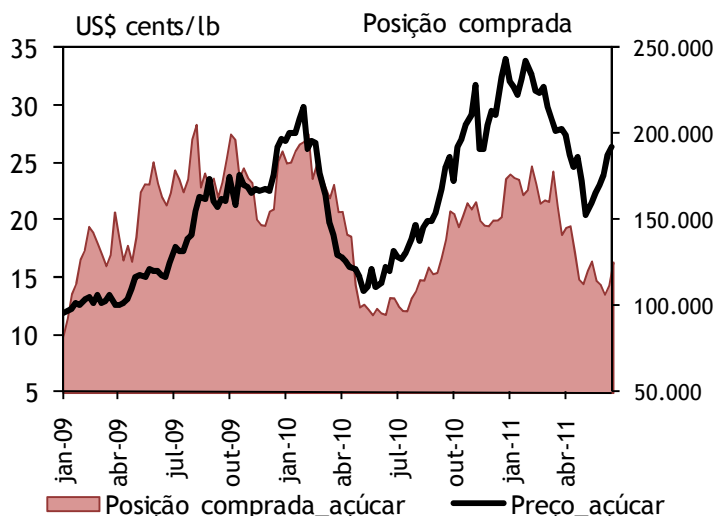
As perspectivas do mercado de algodão seguem entre estáveis à leve queda nos preços em decorrência da piora no cenário macro. Com a piora da crise da dívida grega e a fuga subsequente de investidores dos ativos de maior risco deve levar a queda na cotação da fibra. Além de que uma possível diminuição da atividade econômica mundial deve fazer com que as cotações do algodão voltem a cair de forma mais intensa. Dessa forma, se confirmada o pior cenário macro os preços de toda a curva *forward* deve ser impactada.

Já sob a ótica da oferta, o clima nos EUA devem ser a principal preocupação e fator de possíveis altas no preço dos contratos de vencimentos mais próximos. O clima e a condição da cultura do algodão na China e na Índia também são preocupantes, mas pela dificuldade de informações devem ser menos relevantes para a formação dos preços no curto prazo. Em um prazo mais longo, as condições da lavoura nesses países devem derrubar os preços dos contratos de dezembro/11 e março/12 devido ao progresso favorável até o momento.

Açúcar

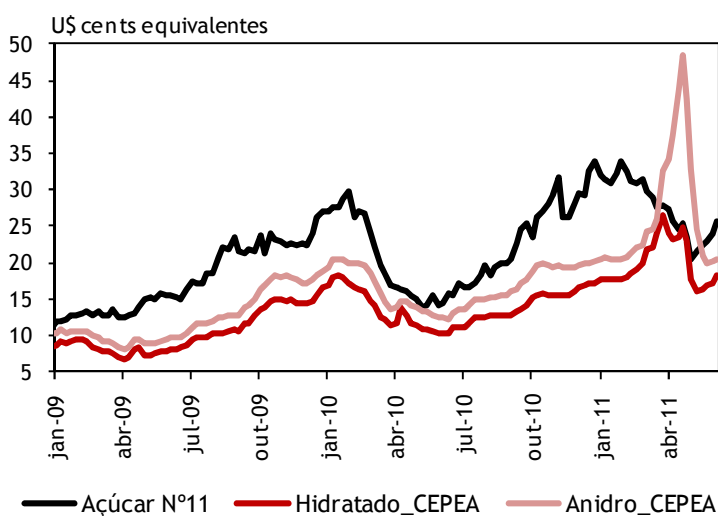


Figura 1 - Preço e Posição Líquida - Açúcar Nº11



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 2 - Equivalência de Preços de Etanol e Açúcar



Fonte: CEPEA/ESALQ e Pine Research

Conjuntura - No mercado spot de açúcar, a oferta do produto apresenta dificuldades logísticas e da diminuição na expectativa de produção no curto prazo. No Brasil, um grande número de consultorias especializadas tem indicado uma redução na projeção da produção de cana-de-açúcar do C-S do Brasil, em função do período de forte seca no segundo semestre do ano passado. Apesar de ainda estarmos no começo da safra, já se comenta de que essa safra será menor do que a da safra passada. Além disso, o *line-up* dos portos brasileiro está com uma grande fila de navios. Enquanto na Tailândia, um acidente ainda atrapalha um dos principais portos do país e diminui a comercialização do adoçante.

No Brasil, foi divulgado o relatório da segunda quinzena de maio da safra 2011/12 da UNICA (associação da indústria sucro - alcooleira) que mostra que a safra do Centro-Sul está bem atrasada frente à 2010/11. A quantidade de cana-de-açúcar moída foi praticamente 26% inferior ao mesmo período do ano passado, enquanto a produção de açúcar foi 29% menor. O número do mix de produção está praticamente igual à safra passada, com praticamente 57% da cana destinada ao etanol.

Já considerando a moagem quinzenal, a moagem de cana-de-açúcar foi de 42,7 mln ton no período. Esse valor é praticamente 5,5% acima do observado na segunda quinzena de maio da safra 2010/11. De forma semelhante, a produção de açúcar foi 6,8% maior do que o mesmo período da safra passada. No entanto, a produtividade da cana ainda está menor, o ATR/ton está 1,5% menor na comparação no mesmo período.

Finalizando o mercado brasileiro, o preço do etanol se encontra em uma fase de estabilidade, com leve aumento de preços nas últimas duas semanas, como pode ser observada na figura 2. No entanto, produção de etanol é menos vantajosa do que a do açúcar, de forma que, dificilmente a matéria-prima destinada para a produção de açúcar será revertida pra produção de etanol. Visto a preocupação do governo brasileiro com o fornecimento de combustível durante todo o ano, essa situação faz com que aumente a pressão política no Brasil pela diminuição da porcentagem de etanol anidro na gasolina.

Nos EUA, o problema fiscal do governo Obama reflete de forma direta no mercado de etanol. Já foi aprovado no Senado americano um corte no subsídio a produção de etanol de milho, a nova lei prevê o fim do crédito fiscal de US\$0,45/galão para as destiladoras (aproximadamente 15% do preço de venda do etanol). Além disso, a atual regulação do etanol americano prevê um imposto de importação de US\$ 0,54/galão, na nova lei em votação o imposto pode ser eliminado. Apesar de que ainda é necessária a aprovação dessa lei na Câmara dos Deputados

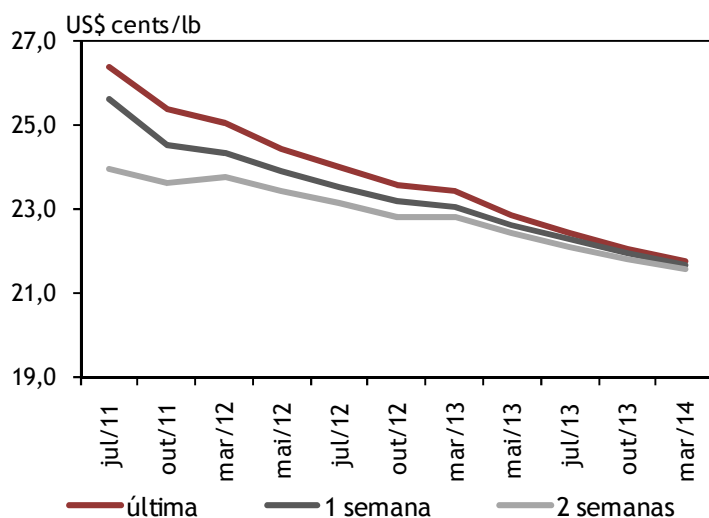
e pelo presidente (sem data definida para acontecer) a demanda pelo etanol brasileiro deverá aumentar consideravelmente.

Adicionalmente, no Estado da Califórnia está sendo regulamentado um plano de redução da emissão de carbono na queima de combustíveis em 10% até 2020. Nesse novo código, o etanol de cana-de-açúcar é considerado um “combustível avançado”, com menor emissão de carbono do que o etanol de milho. A partir de 2012 será proibido a venda do etanol de milho e o estado só poderá consumir etanol de cana, alga, celulósico, etc., porém atualmente apenas o de cana-de-açúcar é produzido comercialmente.

Estratégia de Investimento - As revisões de estimativa de produção de cana-de-açúcar no Brasil têm elevado o preço do açúcar nas últimas duas semanas e devem manter o mercado pressionado no curto-prazo. O mercado internacional está com sua atenção voltada para a produção brasileira e assim será nos próximos meses, com qualquer mudança no cenário técnico-produtivo da safra brasileira alterará o mercado. Sendo que a versão “definitiva” para a revisão da produtividade brasileira só deverá vir em julho com a revisão dos números da UNICA.

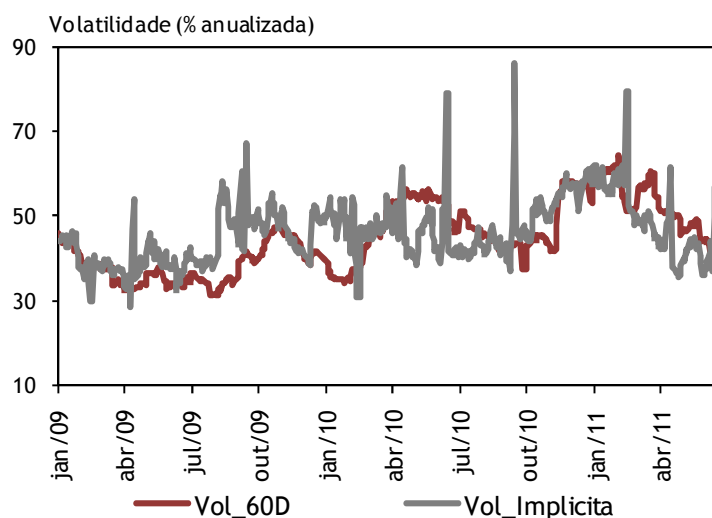
No campo político existem duas resoluções que podem afetar muito o mercado do etanol, e conseqüentemente o do açúcar. Nos EUA, já foi aprovada no Senado a lei que reduz os subsídios à produção de etanol de milho, caso essa lei seja aprovada também na Câmara dos Deputados e pelo presidente (sem data definida para acontecer) a demanda pelo etanol brasileiro deverá aumentar consideravelmente. Em contrapartida no Brasil, o governo estuda a diminuição na mistura de etanol anidro na gasolina por medida ministerial, visando liberar mais etanol para a produção de hidratado.

Figura 3 - Evolução da Curva Forward - Açúcar



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 4 - Volatilidade Açúcar- Implícita e Histórica

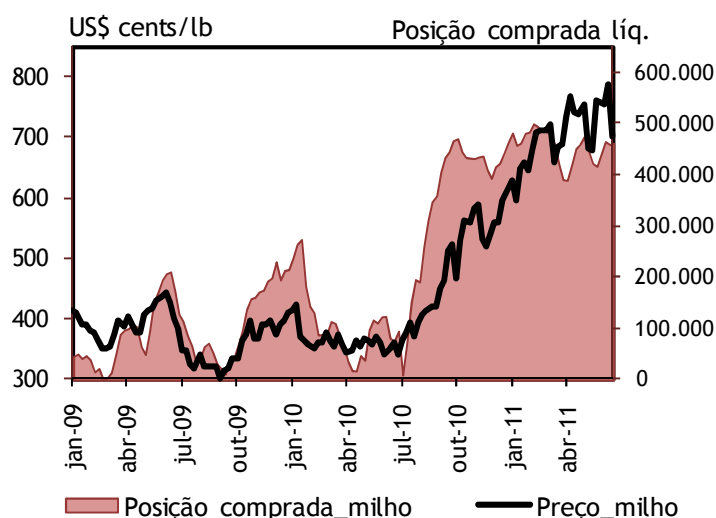


Fonte: Bloomberg e Pine Research

Milho

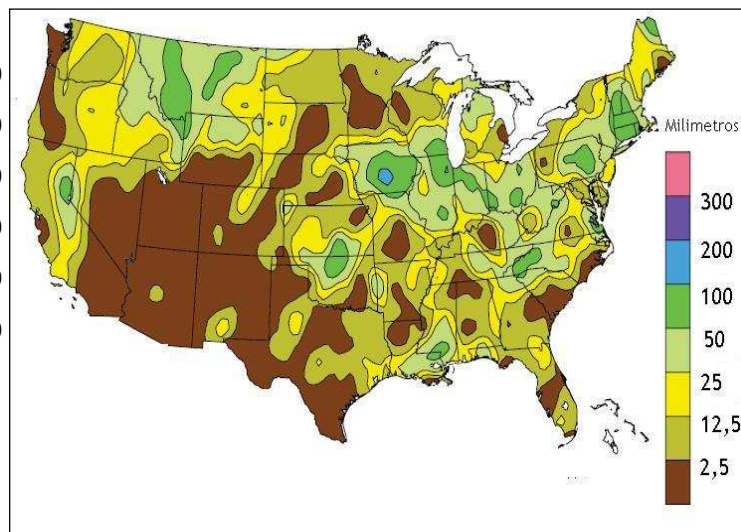


Figura 5 - Preço e Posição Líquida - Milho



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 6 - Precipitação nos EUA (5 a 11 de junho)



Fonte: USDA, NOAA e Pine Research

Conjuntura - O mercado de milho apresentou uma forte elevação nos preços, atingindo a máxima histórica de US\$8,00/bushel, no final da semana passada com a divulgação do último relatório de oferta e demanda mundial do USDA. Esse impulso foi provocado pela projeção de menores estoques finais na safra 2010/11 e diminuição da área plantada nos EUA na safra 2011/12. No entanto, no começo da semana foi divulgado o relatório sobre o desenvolvimento do plantio nos EUA que veio bem acima do que o esperado e reverteu a tendência de alta nos preços.

No Brasil, a estiagem que estava afetando a safra de inverno foi amenizada pelas chuvas das últimas semanas. No Mato Grosso a estiagem chegou a prejudicar de forma considerável a produtividade, com queda de 10% na produtividade (segundo o IMEA). Enquanto no Paraná o efeito deve ser menos prejudicial.

O relatório de oferta e demanda mundial do USDA do mês de junho, traz uma diminuição na estimativa de estoques finais de milho no ano-safra 2010/11 frente à divulgada no mês de maio. Os estoques americanos caíram de 900 para 695 mln bushels (43 mln ton). Além disso, a projeção da área plantada nos EUA na safra 2011/12 diminuiu de 92,2 para 90,7 mln de acres.

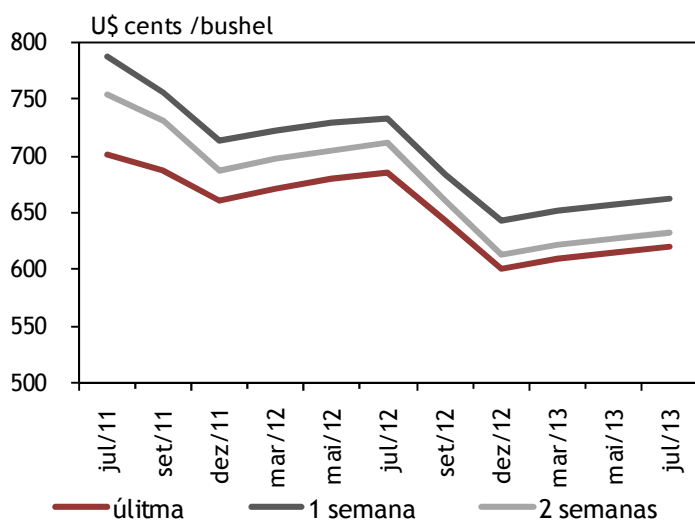
No entanto, o clima começa a amenizar os riscos na produtividade dos grãos nos EUA. O plantio do milho está praticamente finalizado, com realização em 99% da área total planejada. O plantio se desenvolveu bem nas últimas 2 semanas devido à diminuição das chuvas no *Corn Belt* (região mais atrasada), como pode ser observado na figura 6 (acima). Com o melhor desenvolvimento do plantio, a redução da área plantada pode ser menor do que a projetada. O USDA já projetava uma área plantada 1,5 mln de acres menor do que a projeção inicial, porém após esse último relatório de plantio essa redução não deve ser tão grande assim.

Na Europa, voltou a chover após um longo período de estiagem e afasta o risco de grande queda na produtividade no trigo. As chuvas atingiram a Alemanha, Inglaterra e parte da França (os maiores produtores de cereais europeus). Apesar de a produção agrícola do continente europeu ser mais concentrada em trigo e canola, a produção de milho foi favorecida.

Estratégia de Investimento - Os problemas climáticos de excesso de chuva nos EUA e de falta na Europa e no Brasil não estão mais pressionando os preços pra cima e inclusive podem fazê-los caírem. Os adventos climáticos podem dar mais pressão baixista nos preços pela indicação de que novas chuvas atingirão a Europa. Além disso, as indicações e projeções de da área plantada nos EUA devem se elevar, no dia 30 de junho será divulgado a área final, o que daria mais uma pressão de queda.

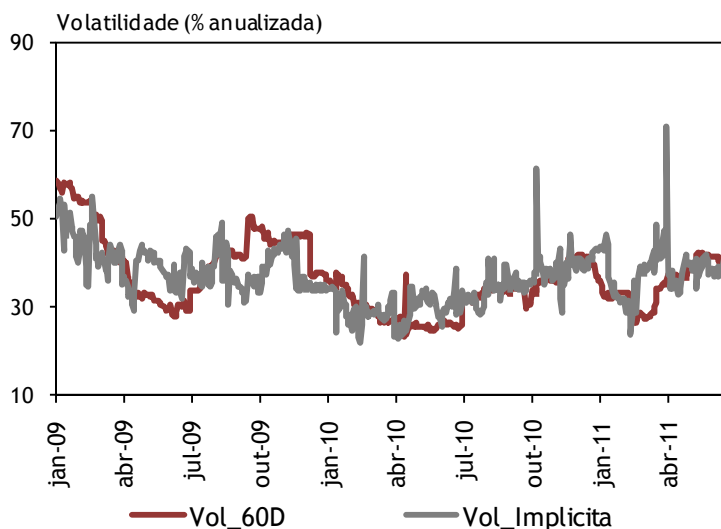
Outro fator a ser considerado é a posição comprada das posições especulativas. Com a complicação da situação fiscal da Grécia, a aversão a risco dos investidores e o ambiente de incerteza global pode fazer com os investimentos sejam transferidos para ativos mais seguros, saindo das *commodities*. Dessa forma, o milho é um dos que mais podem se desvalorizar, pois a posição comprada líquida das contas especulativas é de mais 450 mil contratos positivos

Figura 7 - Evolução da Curva Forward - Milho



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 8 - Volatilidade Milho- Implícita e Histórica

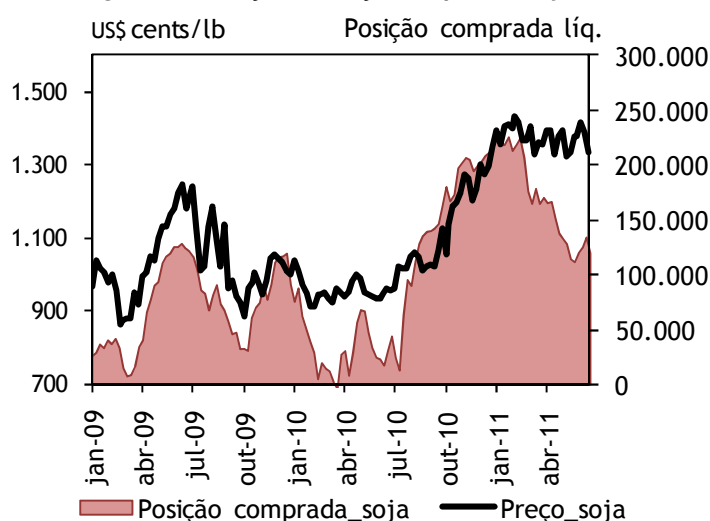


Fonte: Bloomberg e Pine Research

Soja

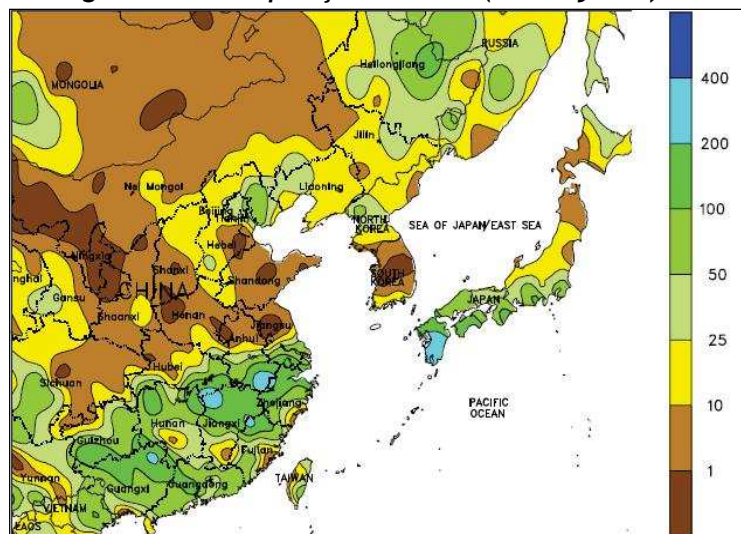


Figura 9 - Preço e Posição Líquida -Soja



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 10 - Precipitação na China(5 a 11 junho)



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Conjuntura - No mesmo período que os preços do milho e do trigo apresentaram grande queda, os da soja apresentaram uma queda leve. De forma, a manter a baixa volatilidade apresentada nos últimos meses. Os preços da soja em Chicago têm apresentado sistematicamente pouca variação, apesar da grande volatilidade do mercado dos grãos nesses últimos meses.

Nos EUA, a mesma preocupação que ocorria com o atraso no plantio da safra de milho agora está ocorrendo com a de soja. No entanto, devido à diminuição nas últimas duas semanas o plantio apresentou uma rápida aceleração. Segundo o USDA, até o dia 5 de junho já havia sido plantado 68% do total intencionado, enquanto a média dos últimos 5 anos é de 82% para o mesmo período. Apesar do atraso, a cultura da soja é mais rústica que a do milho e tem maior janela de plantio.

A produção da soja na China deverá apresentar queda segundo as projeções do escritório do USDA local. A expectativa da safra 2011/12 diminuiu de 15,2 mln ton para 14,4 mln ton no país asiático. No entanto, as previsões das importações da oleaginosa se mantiveram inalteradas, em 58 mln ton para o período. Esse resultado é coerente com o desaquecimento da economia chinesa atual e das previsões do chamado “pouso suave” do crescimento econômico no restante do ano. A redução nas previsões da produção chinesa deve pressionar a cotação do grão no curto prazo, porém não deve se manter no longo prazo.

A demanda chinesa parece estar arrefecendo e não deverá apresentar o mesmo crescimento dos últimos anos. Na figura 10, acima, podemos observar que as margens da indústria esmagadora na China estão apresentando prejuízo desde o início de 2011, colaborando com as projeções do USDA de que o aumento do consumo de farelo de soja deverá ser 6% maior este ano e o do óleo 5,7% maior. Apesar de serem aumentos elevados estão menores do que os 8% anteriormente projetados.

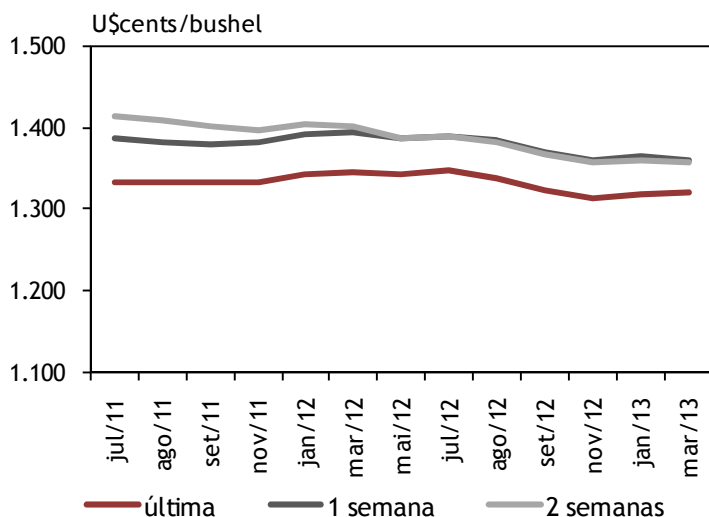
Estratégia de Investimento - Mantemos nossa previsão da tendência de estabilidade nos preços da soja (CBOT) no curto prazo, conforme ocorre desde o início do ano de 2011. O mercado já precificou uma produção da oleaginosa está acima do esperado na América do Sul para a safra 2010/11. No entanto, em função da demora na colheita e problemas logísticos a CONAB elevou tardiamente a estimativa da safra brasileira de 73,6 mln ton para 75 mln ton. Esse aumento deve ser uma força para manter os preços estáveis mesmo com o aumento de

dos demais grãos. Além disso, as margens negativas das esmagadoras chinesas devem arrefecer a demanda pelo grão.

Em compensação a dificuldade de produção do trigo e milho tem pressionado a cotação da soja para cima, o que resulta nessa estabilidade nos níveis atuais de preço. No entanto, caso ocorram problemas na produção tanto na China, como nos EUA, os preços da soja devem subir com maior intensidade. Nesse caso, a valorização relativa que o milho e o trigo apresentaram frente a soja deverá se reverter.

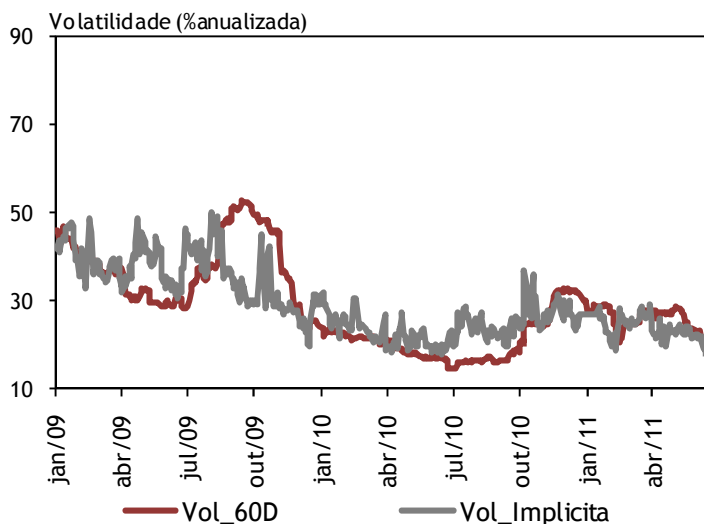
=

Figura 11 - Evolução da Curva Forward - Soja



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 12 - Volatilidade Soja - Implícita e Histórica

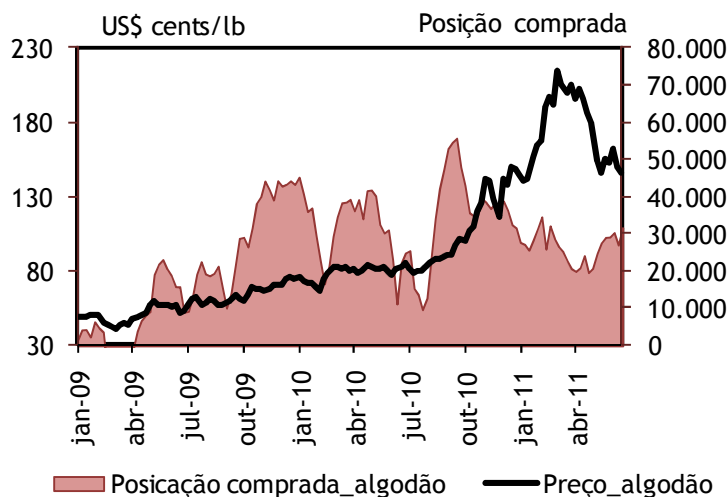


Fonte: Bloomberg e Pine Research

Algodão

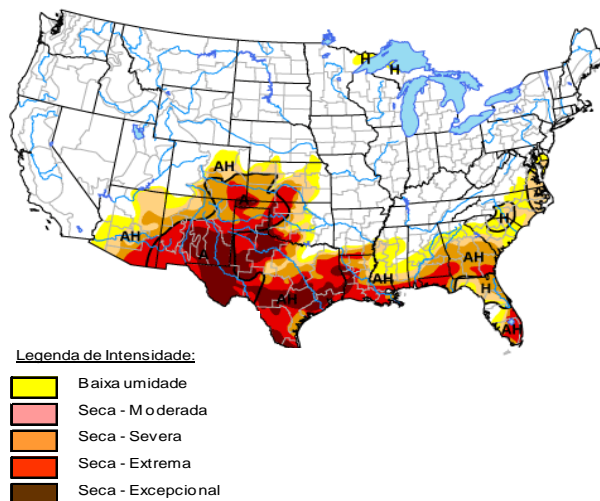


Figura 13 - Preço e Posição Líquida -Algodão Nº2



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 14 - Monitoramento das áreas secas nos EUA



Fonte: USDA, NOAA e Pine Research

Conjuntura - Os preços do algodão têm apresentado ligeira queda nos vértices mais curtos, mas os vencimentos mais longos se encontram estáveis. Esse movimento se deve basicamente a dois motivos, a melhora na perspectiva da safra na Ásia e a piora no cenário macroeconômico.

Além disso as exportações americanas têm apresentado uma elevação na quantidade de mercadoria embarcada após um mês de queda. Esse aumento na exportação é um fator baixista nos preços nesses tempos de restrição de oferta e baixos estoques.

Na Índia, as projeções são de aumento representativo na área plantada, a área na safra 2011/12 deve atingir 1,48 mln ha, frente aos 1,15 mln ha da safra passada. Além disso, o início prematuro das monções deve incrementar a produtividade da fibra.

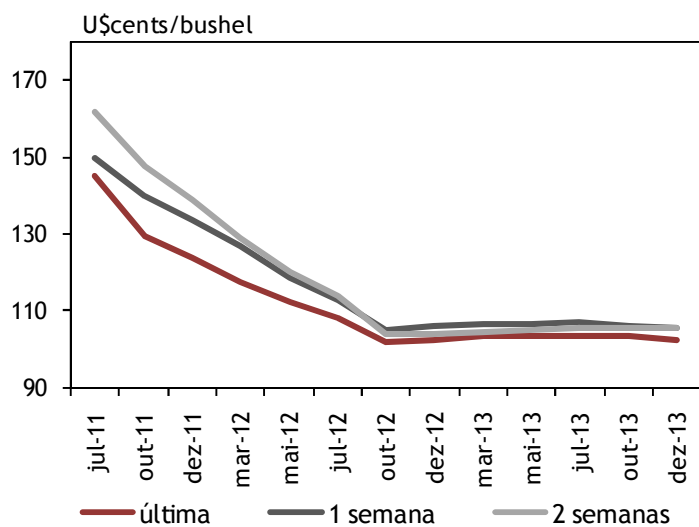
De forma semelhante, a China estava apresentando estiagem em grande parte da região produtora de algodão, porém as leves chuvas que atingiram a área já foram suficientes para atenuar a situação. Caso as chuvas continuem como é a previsão meteorologia, a produtividade das lavouras de algodão devem se manter como projetado anteriormente.

Entretanto nos EUA, os problemas climáticos mantiveram-se como a principal fonte de atenção. Na figura 14, acima, a área avermelhada representam os pontos os quais a estiagem está mais forte. Essa área contempla a principal região produtora de algodão norte-americana e se a situação se mantiver a produtividade americana na safra 2011/12 se reduzirá.

Estratégia de Investimento - As perspectivas do mercado de algodão seguem entre estáveis à leve queda nos preços em decorrência da piora no cenário macro. Com a piora da crise da dívida grega e a fuga subsequente de investidores dos ativos de maior risco deve levar a queda na cotação da fibra. Além de que uma possível diminuição da atividade econômica mundial deve fazer com que as cotações do algodão voltem a cair de forma mais intensa. Dessa forma, se confirmada o pior cenário macro os preços de toda a curva *forward* deve ser impactada.

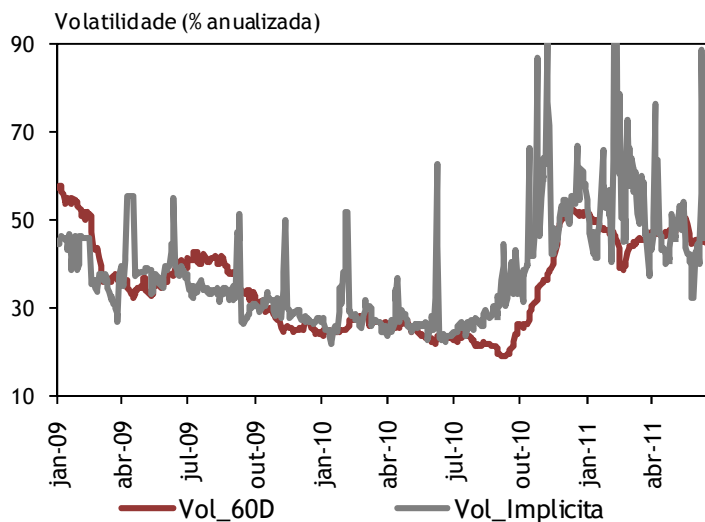
Já sob a ótica da oferta, o clima nos EUA devem ser a principal preocupação e fator de possíveis altas no preço dos contratos de vencimentos mais próximos. O clima e a condição da cultura do algodão na China e na Índia também são preocupantes, mas pela dificuldade de informações devem ser menos relevantes para a formação dos preços no curto prazo. Em um prazo mais longo, as condições da lavoura nesses países devem derrubar os preços dos contratos de dezembro/11 e março/12 devido ao progresso favorável até o momento.

Figura 15- Evolução da Curva Forward - Algodão



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Figura 16 - Volatilidade Algodão- Implícita e Histórica



Fonte: Bloomberg e Pine Research

Agenda do Agronegócio

País	Orgão	Principais pesquisas/indicadores	Data	Horário local
EUA	USDA	Wheat Outlook (EUA)	13/jun	9:00 hrs
EUA	USDA	Crop Progress (EUA)	13/jun	16:00 hrs
EUA	USDA	Sugar and Sweeteners Outlook (EUA)	14/jun	16:00 hrs
AUS	ABARES	Australian crop report – quarter 2011	15/jun	-
EUA	DOE	Crude Oil Inventories (EUA)	15/jun	
EUA	DOE	Gasoline Inventories (EUA)	15/jun	
EUA	USDA	Cattle on Feed	17/jun	16:00 hrs
AUS	ABARES	Australian wheat supply & exports monthly – June	17/jun	-
EUA	USDA	Crop Progress (EUA)	20/jun	16:00 hrs
AUS	ABARES	Australian commodities - June quarter 2011	21/jun	-
EUA	DOE	Crude Oil Inventories (EUA)	22/jun	
EUA	DOE	Gasoline Inventories (EUA)	22/jun	
EUA	USDA	Crop Progress (EUA)	27/jun	16:00 hrs
EUA	USDA	Acreage (EUA)	30/jun	8:30 hrs
EUA	USDA	Grain Stocks (EUA)	30/jun	8:30 hrs

Marco Antonio Maciel

Economista-chefe

Banco Pine

Lucas Brunetti

Economia e commodities

Banco Pine

Disclaimer: Esta matéria é de caráter estritamente informativo. O Pine não se responsabiliza por quaisquer decisões tomadas tendo como base os dados e comentários contidos neste material.