

COLABORADORA

Jodie Gunzberg, CFA
Head of Commodities and
Real Assets
jodie.gunzberg@spglobal.com

Aprofundando nas commodities

Historicamente, os investidores têm utilizado commodities devido aos benefícios de diversificação e proteção inflacionária que estes ativos fornecem. No entanto, a ideia das commodities serem uma classe de ativos não é uma ideia amplamente aceita. Infelizmente, não existe uma definição definitiva sobre classes de ativos ou que encaixe as commodities em uma classe de ativos. Contudo, a definição que for escolhida será uma parte fundamental do processo de alocação de ativos.

DEFINIÇÃO DE CLASSE DE ATIVOS

Duas estruturas de alocação de ativos geralmente aceitas são definidas de acordo com fluxos de caixa ou fatores de mercado.¹

A primeira estrutura de alocação de ativos é definida de acordo com fluxos de caixa e abrange três classes gerais de ativos:

- Ativos de capital, tais como ações, títulos de renda fixa e imóveis, são desenvolvidos para fornecer uma fonte constante de valor que pode ser medida por meio da técnica do valor presente dos fluxos de caixa futuros.
- Ativos de consumo ou transformáveis, que como as commodities, fornecem apenas um fluxo de caixa.
- Ativos de guarda, tais como moedas e obras de arte, que não geram receitas nem são consumidos de forma literal, mas possuem valor monetário.

Junto com o fato das commodities serem as matérias primárias utilizadas pela sociedade, são uma classe de ativos única que deveria ser tratada como tal.

COMMODITIES COMO CLASSE DE ATIVOS

As commodities oferecem um rendimento intrínseco ou natural que não é condicionado por uma característica própria. As commodities formam uma classe de ativos única, visto que são as matérias primárias utilizadas pela sociedade.

Qual é o rendimento passivo das commodities como uma classe de ativos que não depende da sua própria característica? Esta é uma pergunta importante, especialmente porque à primeira vista pode ser difícil imaginar que commodities sem correlação como petróleo, café, gado e ouro façam parte da mesma classe de ativos. A primeira relação que existe entre eles é que todos são recursos naturais. A segunda conexão é que todos eles possuem os mesmos cinco componentes de retorno quando são admitidos em índices que fazem o seguinte:

- Construir e calcular com base em um método passivo e específico;
- Considerar unicamente contratos de futuros de commodities físicas que sejam negociados em bolsa;
- Assumir somente posições longas e
- Garantir completamente todas as posições.

COMPREENDENDO OS RENDIMENTOS PASSIVOS DE COMMODITIES

Rendimentos passivos precisam de regras específicas que permitam a exposição a classes de ativos gerais. Por exemplo, o índice S&P GSCI é formado por um conjunto amplo de contratos de futuros de commodities físicas, que são negociados em bolsas e ponderados de acordo com a produção mundial de cada ativo. Este índice é considerado o *beta* (ou exposição ao mercado) das commodities como classe de ativos. A ponderação segundo a produção mundial é a representação mais precisa do mundo das commodities. Em palavras simples, a produção de petróleo, calculada em dólares (USD) é maior do que a produção de milho. Outros índices, como o Dow Jones Commodity Index (DJCI), permitem o acesso aos retornos das commodities em diferentes proporções.

Talvez a característica mais importante do acesso aos retornos das commodities como classe de ativos seja a necessidade de utilizar contratos de futuros.

Talvez a característica mais importante do acesso aos retornos das commodities como classe de ativos seja a necessidade de utilizar contratos de futuros. É possível ter acesso a commodities físicas mediante o mercado à vista, mas o armazenamento é difícil e caro. Além disso, alguns investidores podem obter rendimentos de commodities por meio de ações, públicas ou privadas, mas este método gera uma exposição imperfeita.

As empresas podem tomar decisões que defendam os interesses dos acionistas, mas que não estejam relacionadas com os produtos subjacentes. De fato, uma empresa pode escolher cobrir sua exposição a commodities a fim de limitar a volatilidade dos ganhos. Dito isto, geralmente há um certo nível de correlação entre as ações de produtores de commodities e as commodities subjacentes, a qual varia dependendo dos prazos e o tipo de commodities. De acordo com dados mensais de índices a contar de 2006, o petróleo e o gás tiveram a correlação mais elevada (aproximadamente 0,67) e os agronegócios registraram a mais baixa (0,38)². Visto que estas correlações não são muito altas, é possível concluir que as ações não fornecem a exposição mais imediata às commodities. Em lugar disso, elas podem ser usadas nos casos em que somente seja permitido o uso de ações ou em que não exista um mercado de futuros fortemente desenvolvido, como no caso da água, o carvão, a madeira e o aço.

Os contratos futuros de commodities físicas negociados em bolsa não são apenas a forma mais prática e imediata (0,99 de correlação com o

mercado à vista) de obter exposição às commodities, mas são necessários para ter acesso aos cinco componentes dos rendimentos desta classe de ativos. A precificação dos contratos de futuros depende diretamente dos preços à vista de acordo com a equação da teoria do armazenamento³. Esta equação mostra que o preço dos futuros reflete o preço à vista esperado no futuro, em termos do preço à vista corrente mais o custo de armazenamento. Somente utilizando contratos futuros os investidores podem ter acesso a fontes fundamentais que estão disponíveis por meio das relações entre produtores e consumidores ao longo do tempo.

Um contrato futuro é um acordo padronizado entre duas partes, em que o comprador aceita comprar e o vendedor aceita entregar (vender) o ativo subjacente a um preço especificado numa data futura ou data de vencimento. A maioria das posições são fechadas antes da data de vencimento a fim de evitar a entrega do ativo objeto. Os contratos futuros incluídos em índices são negociados em bolsa e estão sujeitos a regras.

O objetivo do mercado futuro de commodities é fornecer um ambiente para que produtores comerciais e consumidores possam proteger suas operações do impacto que a volatilidade dos preços tem sobre os ganhos. Os produtores vendem contratos de futuros com o intuito de compensar o risco da queda dos preços das commodities e os consumidores (às vezes chamados de processadores) comprem contratos futuros para tentar compensar o risco potencial do aumento dos preços.

O objetivo do mercado futuro de commodities é fornecer um ambiente para que produtores comerciais e consumidores possam proteger suas operações do impacto que a volatilidade dos preços tem sobre os ganhos.

Dado que os consumidores em geral não precisam tanto quanto os produtores de uma estratégia de cobertura, há uma tendência em diversos mercados futuros de um excesso de entidades comerciais que se protegem da possível queda no preço das commodities. Isto pode ser confirmado por duas teorias econômicas. A primeira é a teoria de “normal backwardation” de Keynes, que afirma que os produtores vendem sua produção com desconto a preços à vista que se esperam no futuro, a fim de se proteger de quedas potenciais nos preços. A segunda é a teoria de fraqueza congênita de Hicks, que afirma que para os consumidores é mais fácil escolher alternativas, ou seja, eles seriam menos vulneráveis às altas de preços do que os produtores às quedas de preços.

Por exemplo, o rótulo de ingredientes de um alimento pode classificar esse alimento como um produto de óleo de soja, óleo de palma ou óleo de canola, mas na verdade o alimento contém o mais barato destes óleos. Isto é feito para que os produtores do alimento não estejam obrigados a mudar de rótulo sempre que utilizem ingredientes diferentes. No entanto, pode ser um desafio ainda maior para um produtor agrícola trocar palmeiras por canola⁴. Este desequilíbrio de mais produtores no lado da compra e menos consumidores no lado da venda cria um espaço no lado da venda do mercado de futuros de commodities em que os investidores poderiam obter um prêmio por risco de seguros.

Os cinco componentes dos retornos

O prêmio por risco de seguros é o primeiro e principal componente dos rendimentos em longo prazo de índices de commodities quando se tenta representar a classe de ativos. Contudo, existem também outros componentes importantes. O segundo deles é o fornecimento de garantias. Visto que é preciso fornecer garantias a fim de comprar futuros de commodities, a garantia rende juros de acordo com a taxa de títulos do Tesouro em que é investida. Isto poderia fornecer a taxa de inflação esperada mais uma taxa real de rendimento, mas somente se o índice estiver completamente garantido, o que significa que por cada dólar de exposição, deverá haver um dólar na conta de margem. Tanto o S&P GSCI quanto o DJCI estão completamente garantidos.

O terceiro componente é o rendimento de conveniência que é obtido quando há um inventário baixo em comparação com a demanda. O rendimento de conveniência é positivo no caso de índices que mantêm os contratos mais próximos e mais líquidos, especificamente quando o preço das commodities aumenta após um período de escassez, o que proporciona um possível prêmio pela conveniência de investir na commodity nesse momento. Por exemplo, uma refinaria poderia estar disposta a pagar um preço mais elevado pela compra de petróleo, já que a produção de gás não poderia continuar sem petróleo, ou seja, para a refinaria é conveniente ter petróleo.

O rendimento de conveniência é positivo no caso de índices que mantêm os contratos mais próximos e mais líquidos, especificamente quando o preço das commodities aumenta após um período de escassez, o que proporciona um possível prêmio pela conveniência de investir na commodity nesse momento.

O quarto componente é a variância das expectativas, que decorre de uma inflação geralmente inesperada (ou de “choques do lado da oferta”) que pode gerar uma elevação dos preços de commodities sem relação alguma com os mercados de capitais. Exemplos deste componente são rupturas de tubulações e secas. A variância das expectativas é com frequência mais positiva do que negativa, porém, um exemplo de variância negativa seria o impacto na demanda decorrente da doença das vacas loucas na indústria pecuária. A importância da variância das expectativas, mais do que ser uma fonte de proteção contra à inflação, é que impulsiona a forma com que os rendimentos das commodities variam individualmente. Do mesmo modo, geram padrões de rendimentos que diferem dos padrões de ações ou títulos de renda fixa, melhorando os benefícios de diversificação.

O quinto componente é o rebalanceamento. Os índices de commodities podem atingir um rendimento com base na frequência de rebalanceamento (basicamente vendendo os títulos que aumentam de valor e comprando os títulos cujo valor diminui). Esta não é uma característica única das commodities, mais ainda é um componente dos rendimentos. Os componentes mais originais dos rendimentos das commodities como classe de ativos são seu potencial de diversificação e proteção inflacionária. Para mais informações sobre estas características, confira o documento “Weighing In on the DJCI and S&P GSCI”, a nossa série de vídeos “Index Matters” e o nosso blog em www.indexologyblog.com.

NOTAS

1. Fonte: Ibbotson Associates (2006): "Strategic Asset Allocation and Commodities". Estudo encomendado pela PIMCO e preparado por Thomas M. Idzorek.
<http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MethodologyDocuments/IBBAssociates/Commodities.pdf>.
2. Uso de dados diários históricos desde 01/2006 até 05/2013 pertencentes aos seguintes índices: S&P Commodity Producers Gold Index TR, S&P GSCI Gold Index Total Return, S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production Index TR, S&P GSCI Energy Index Total Return, S&P Commodity Producers Agribusiness Index TR, S&P GSCI Agriculture Index Total Return. A fonte dos dados é S&P Dow Jones Indices.
3. Fonte: Working, H. (1933): "Price Relations between July and September Wheat Futures at Chicago Since 1885". Estudos sobre trigo realizados pelo Instituto de Pesquisa Alimentar (Stanford).

Equação da teoria do armazenamento

$$F_{0,T} = S_0 \exp[(r+c-y)T]$$

onde

$F_{0,T}$ = o preço de futuros de hoje para entrega no momento T;

S_0 = o preço à vista de hoje;

r = a taxa de juros sem risco, expressa em tempo contínuo;

c = o custo de armazenamento físico por unidade de tempo, expresso em tempo contínuo;

y = o rendimento de conveniência, expresso em tempo contínuo.

4. Fonte: Till, H. & Gunzberg, J. (2006): "Absolute Returns in Commodity (Natural Resource) Futures Investments". Capítulo 3 de *Hedge Fund & Investment Management*, Nelken, I. (ed).

AVISO LEGAL

© 2016 S&P Dow Jones Indices LLC, uma divisão da S&P Global. Todos os direitos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® e S&P® são marcas comerciais registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), uma empresa filial da S&P Global. Dow Jones® é uma marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Estas marcas comerciais em conjunto com outras foram licenciadas para a S&P Dow Jones Indices LLC. A redistribuição, reprodução e/ou fotocópia total ou parcial é proibida sem consentimento por escrito. Este documento não constitui uma oferta de serviços nas jurisdições onde a S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P ou suas respectivas afiliadas (coletivamente "S&P Dow Jones Indices") não possuem as licenças necessárias. Todas as informações fornecidas pela S&P Dow Jones Indices são impessoais e não adaptadas às necessidades de qualquer pessoa, entidade ou grupo de pessoas. A S&P Dow Jones Indices recebe compensação em conexão com a licença de seus índices a terceiros partes. O desempenho de um índice no passado não é uma garantia de resultados no futuro.

Não é possível investir diretamente em um índice. A exposição a uma classe de ativos representada por um índice está disponível por meio de instrumentos de investimento baseados naquele índice. A S&P Dow Jones Indices não patrocina, endossa, vende, promove ou gerencia nenhum fundo de investimento ou outro veículo de investimento que seja oferecido por terceiros partes e que procure fornecer um rendimento de investimento baseado no desempenho de qualquer índice. A S&P Dow Jones Indices não oferece nenhuma garantia de que os produtos de investimento com base no índice acompanharão de modo preciso o desempenho do índice, ou proporcionarão rendimentos positivos de investimento. A S&P Dow Jones Indices LLC não é uma consultora de investimentos e a S&P Dow Jones Indices não faz declarações com respeito à conveniência de se investir em qualquer fundo de investimento ou outro veículo de investimento. A decisão de investir em um determinado fundo de investimentos ou outro veículo de investimento não deverá ser tomada com base em nenhuma declaração apresentada neste documento. Potenciais investidores são aconselhados a fazerem investimentos em tais fundos ou outro veículo somente após considerarem cuidadosamente os riscos associados a investir em tais fundos, conforme detalhado em um memorando de oferta ou documento similar que seja preparado por ou em nome do emitente do fundo de investimento ou outro veículo. S&P Dow Jones Indices não é um consultor fiscal. É preciso que um consultor fiscal avalie o impacto de quaisquer títulos isentos de impostos nas carteiras e as consequências de alguma decisão particular de investimento. A inclusão de um índice não é uma recomendação da S&P Dow Jones Indices para comprar, vender ou deter tal título, nem deve ser considerado como um aconselhamento de investimento.

Estes materiais foram preparados unicamente com fins informativos baseados nas informações geralmente disponíveis para o público de fontes consideradas como confiáveis. Nenhum conteúdo nestes materiais (incluindo dados de índice, classificações, análises e dados relacionados a crédito, modelos, software ou outros aplicativos ou informações destes) ou qualquer parte deste (Conteúdo) pode ser modificada, submetida à engenharia reversa, reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, por nenhum meio, nem armazenada em bases de dados ou sistema de recuperação, sem o consentimento prévio, por escrito, da S&P Dow Jones Indices. O Conteúdo não deve ser usado para nenhum fim ilegal ou não autorizado. A S&P Dow Jones Indices e seus provedores de dados terceirizados e licenciadores (coletivamente "S&P Dow Jones Indices Parties") não garantem a precisão, integralidade, oportunidade ou disponibilidade do Conteúdo. S&P Dow Jones Indices Parties não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, para os resultados obtidos do uso do Conteúdo. O CONTEÚDO É FORNECIDO "NO ESTADO EM QUE SE ENCONTRA". S&P DOW JONES INDICES PARTIES SE ISENTAM DE QUAISQUER E TODAS AS GARANTIAS EXPRESSAS OU IMPLÍCITAS, INCLUINDO MAS NÃO LIMITADAS A, QUALQUER GARANTIA DE COMERCIALIZABILIDADE OU ADEQUAÇÃO A UM FIM OU USO EM PARTICULAR, ISENÇÃO DE BUGS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE A FUNCIONALIDADE DO CONTEÚDO SERÁ ININTERRUPTA OU QUE O CONTEÚDO OPERARÁ COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU DE HARDWARE. Sob nenhuma circunstância, S&P Dow Jones Indices Parties serão responsáveis a qualquer parte, por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, custas legais ou perdas (incluindo, sem limitação, perda de rendimentos ou perda de lucros e custos de oportunidades); em conexão com qualquer uso do Conteúdo, mesmo se aconselhado da possibilidade de tais danos.

A S&P Dow Jones Indices mantém algumas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e a objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, algumas unidades de negócios da S&P Dow Jones Indices podem ter informações que não estejam disponíveis a outras unidades de negócios. A S&P Dow Jones Indices estabelece políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de algumas informações não públicas recebidas em conexão com cada processo analítico.

Além disto, a S&P Dow Jones Indices presta uma ampla gama de serviços a, ou relacionados com, muitas empresas, incluindo emissoras de títulos, consultoras de investimentos, corretoras, bancos de investimentos, outras instituições financeiras e intermediários financeiros; e, em conformidade, pode receber taxas ou outros benefícios econômicos dessas empresas, incluindo empresas cujos títulos ou serviços possam recomendar, classificar, incluir em portfólios modelos, avaliar, ou abordar de qualquer outra forma.

Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá. A versão em inglês está disponível em nosso site www.spdji.com