



**FABIANA MIDORI TANIMOTO DE OLIVEIRA RODRIGUES**

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**O debate acerca dos determinantes das variações recentes nos preços de  
*commodities*: FMI e UNCTAD, duas visões divergentes.**

Monografia do curso de Ciências Econômicas  
da Universidade Estadual de Campinas para  
obtenção de diploma de graduação do Instituto  
de Economia, sob orientação do

**Prof. Dr. André Martins Biancareli**

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**CAMPINAS 2009**

A minha família, os grandes responsáveis por essa conquista.

Ao meu marido, que teve paciência durante a  
elaboração desse trabalho.

E ao meu orientador, que me ajudou, me ensinou  
e fez com que essa monografia tornasse realidade.

## **RESUMO**

O objetivo dessa monografia é analisar o debate a cerca dos determinantes das variações nos preços das *commodities* entre 2002 e 2008, tendo como base as visões do FMI e da UNCTAD. Para efetuar tal análise foi feita uma revisão bibliográfica da literatura oriunda destas instituições e relacionadas ao tema. Dentre elas, aquelas que defendem os fatores reais da economia (oferta e demanda) como sendo os principais determinantes dos preços de produtos primários, e aquelas que se contrapõem, afirmando que há um fator especulativo importante além dos fatores reais. Esse debate remonta a um outro, que já foi analisado por diversos autores, o da existência de uma deterioração dos termos de trocas dos países cuja pauta de exportação é baseada em *commodities*, que também merece destaque na realização desse trabalho.

## **ABSTRACT**

The goal of this paper work is to analyze the debate regarding the determinants of the commodities price movements between 2002 and 2008, based on the views of FMI and UNCTAD. To conclude this analysis a bibliography review, related to this topic, from these two institutions was made. Among them, those that defend the real economy (supply and demand) as being the main price determinant from primary products, and those that are against this view, stating that there is an speculative motive beyond the real economy. This debate recalls another one that has already been written by several authors, the existence of a deterioration of terms-of-trade in countries which exports are based in commodities, this also deserves highlight in this paper work.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1 - O ciclo de preço das <i>commodities</i>.....</b>	<b>3-17</b>
INTRODUÇÃO.....	3
<b>1.1 – O ciclo recente (2002-2008).....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 – Os determinantes na variação de preços das commodities.....</b>	<b>8</b>
<b>1.2.1 – Os determinantes na variação de preços das commodities.....</b>	<b>8</b>
<b>1.2.2 – Os determinantes de curto prazo.....</b>	<b>14</b>
<b>CAPÍTULO 2 – FMI, UNCTAD e suas diferentes visões.....</b>	<b>18-43</b>
INTRODUÇÃO.....	18
2.1 – FMI.....	20
2.2 – UNCTAD.....	32
2.3 – FMI X UNCTAD.....	42
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>44</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>47</b>

## INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, um tema que ganhou grande relevância foi o da variação recente nos preços de *commodities*, que entre 2002 e 2007 acumulou alta de 113% (excluindo o aumento no petróleo que foi de 185%), segundo o *Commodity Price Statistics*, da UNCTAD (2009). Esse movimento tem levantado questões como: O que levou a esse *boom*? Essa tendência é duradoura? Qual será o impacto nos países em desenvolvimento? Pode-se identificar a partir destas questões duas grandes visões. Uma delas parte de concepções mais liberais e é defendida pelo FMI, outra é herdeira da tradição estruturalista que pode ser observada nos posicionamentos da UNCTAD.

O pano de fundo teórico, no qual se baseiam os pontos de vista que serão analisados nesse trabalho, é o debate acadêmico quanto à existência da deterioração dos termos de troca nos preços das *commodities*. Essa hipótese, formulada por Prebisch e Singer, contesta a teoria clássica oriunda das idéias de David Ricardo de que o melhor caminho para o desenvolvimento econômico é a especialização em produtos nos quais se possui vantagens comparativas, mesmo que se possua vantagem absoluta em produzir localmente ao invés de importar.

O objetivo dessa monografia é mapear e compreender os elementos desse debate através da organização e análise dos argumentos, relatórios e produções científicas dessas duas instituições.

Com esse trabalho, pretende-se mostrar que a posição defendida por cada instituição quanto aos determinantes do ciclo de preços das *commodities* tem uma teoria econômica por trás dando embasamento aos argumentos. Como foi destacado anteriormente, o FMI, historicamente mais ortodoxo e liberal, defende a redução de barreiras comerciais e a especialização da produção dos países, enquanto a UNCTAD acredita que a deterioração dos

termos de troca para os exportadores de produtos primários existe e deve ser combatida, assim, essa instituição trabalha para que os países em desenvolvimento possam ser inseridos no comércio mundial de forma mais justa.

O período que será analisado é 2002-2008, quando o preço das *commodities* cresceu de forma significativa e a inserção da China no comércio mundial mudou estruturalmente o perfil da demanda global. No fim de 2008, com a crise financeira, a mudança nos preços apresentada nesse período arrefeceu e os preços de *commodities* apresentaram grande queda. Assim, mesmo diante de uma mudança estrutural da demanda mundial, a tese de que essa alta nos últimos anos foi em grande parte de natureza especulativa – em contraposição a visão baseada estritamente em fatores reais e na conseqüente inversão na deterioração dos termos de troca – foi fortalecida.

A monografia foi dividida em dois capítulos. No primeiro há uma descrição do ciclo de preço das *commodities* e seus determinantes e no segundo, através de leitura e reflexão dos relatórios econômicos publicados por essas duas instituições no período em questão, foi efetuado análise de suas visões, identificando suas divergências e similaridades.

## CAPÍTULO 1 - O ciclo de preço das *commodities*.

### INTRODUÇÃO

Em economia, a explicação básica para a variação no preço das mercadorias é o confronto entre a oferta e a demanda. Se a oferta é maior do que a demanda, o preço cai; mas se a demanda é maior que a oferta, o preço sobe. Essa relação, aparentemente simples, existe no mercado de *commodities*, porém a grande questão é saber o que exatamente o faz com que um ou outro esteja em excesso ou escassez, e em que medida a relação entre oferta e demanda é suficiente para explicar o patamar de preços dos bens. Para entender o sobe-desce dos preços, o primeiro passo é compreender quais são os fatores que determinam a oferta e a demanda, para então avaliar qual o impacto de cada um.

Esse primeiro capítulo tem como objetivo expor o ciclo recente de preços das *commodities*, explicitando a trajetória ocorrida nos seis anos entre 2002 e 2008, primeiramente por meio de uma análise mais abrangente, utilizando um índice geral das *commodities*. Dada a variedade de bens que compõe esse grupo, fez-se necessária a divisão em subgrupos e períodos específicos e assim, com um maior nível de detalhes, pode-se observar o que especificamente foi responsável pela tendência altista apresentada.

Além disso, pretende-se apresentar de forma sucinta as linhas teóricas que dão embasamento para o debate que é o foco desse trabalho, retomando teorias clássicas e seus desdobramentos, e especificar quais são os determinantes no ciclo de preços das *commodities* e de que maneira eles influenciam esse mercado.

O capítulo está dividido em duas seções. A seção 1.1 descreve o ciclo recente de preços das *commodities*, e a seção 1.2 trata de seus determinantes.

## 1.1 – O ciclo recente (2002-2008)

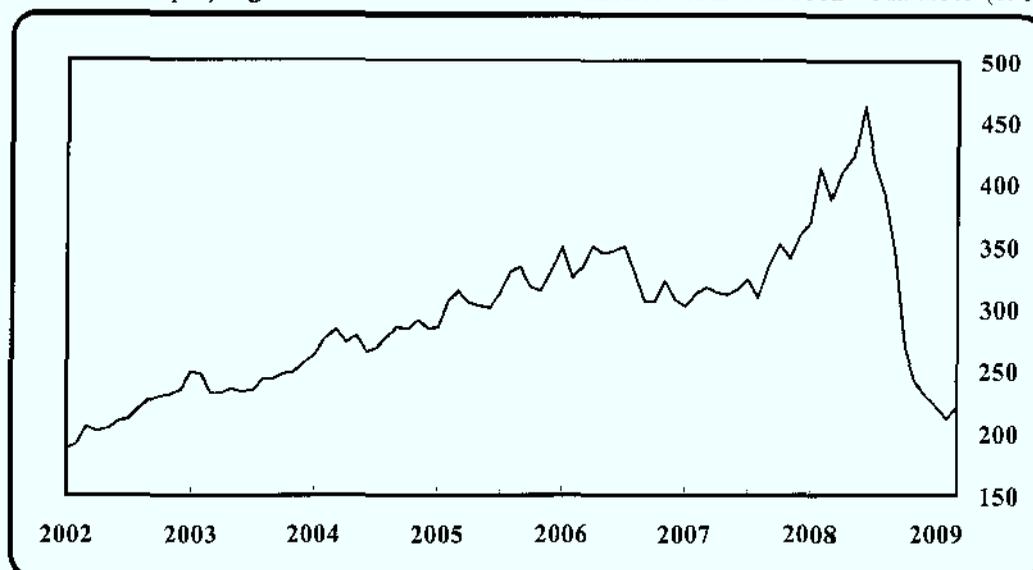
O século XX foi marcado, apesar da volatilidade, por uma tendência geral de queda dos preços das *commodities*. No período recente essa volatilidade permanece, mas o movimento apresentado parece se diferenciar do movimento mais longo. Em 2002 as cotações apresentavam aumento em relação ao ano anterior, em grande parte amparado pelos choques de oferta na agricultura, que foram resultado de fatores climáticos (o *El niño*, principalmente), mas ainda não indicava o que estava por vir.

Como mostra o Gráfico 1, foi na segunda metade de 2003 que o *boom* começou a ficar mais evidente, quando o nível de preços das *commodities* ficou acima do esperado, tanto no mercado à vista como no mercado de futuros. O índice *spot* (do mercado a vista) subiu 16% e o índice futuro da Reuters-CRB subiu 8,86%, muito acima dos 5,8% previstos pela Organização Mundial do Comércio (OMC) (Prates, 2007). Outra característica a ser destacada nesse ciclo é que tanto as *commodities* metálicas, como as industriais, energéticas, de alimentos e outras, tiveram esse movimento de alta – ainda que com durações e intensidades bastante distintas. Não foi, portanto, um movimento isolado de um subconjunto específico.

Na primeira metade de 2004, houve um desaquecimento nos preços de algumas *commodities*, como nas agrícolas, que apresentaram uma leve queda nesse período, mas no segundo semestre já voltaram a apresentar altas expressivas. A partir daí, o mercado em geral manteve taxas de crescimento elevadas, com destaque para os preços dos subgrupos do petróleo e dos grãos e óleos vegetais, que entre 2005 e 2008 cresceram mais de 100%.

Essa tendência persistiu até meados de 2008, quando entrou em cena a crise financeira internacional, derrubando o preço dos bens em todos os mercados, inclusive o de *commodities* –que apresentou queda brusca.

Gráfico 1. Índice de preços geral de *commodities* Reuters/Jefferies -CRB Jan/2002 – Mar.2009 (1967=100)

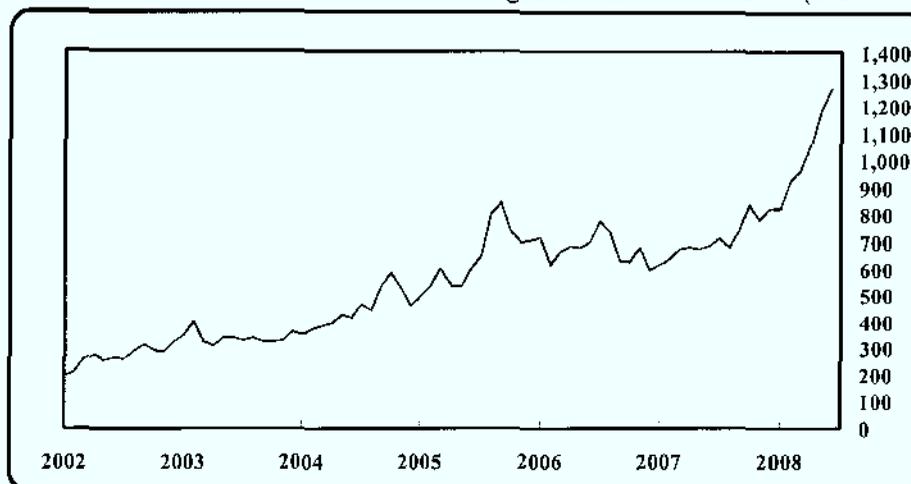


Fonte: CRB – *Commodity* Research Bureau.

Assim, o Gráfico 1 demonstra as variações do índice Reuters/Jefferies-CRB - composto pelo índice de preço de diversos subgrupos de *commodities*, entre eles: o de carnes, o de gorduras e óleos, o industrial, as metálicas, as energéticas e as têxteis. – no período 2002-2008. Nele pode-se observar claramente a tendência altista que persistiu nesse período, intensificada no segundo semestre de 2007. Em junho de 2008, o índice atingiu seu pico, que foi o momento de inflexão dessa tendência. Em apenas um semestre os preços retornaram a níveis observados na segunda metade de 2002, quando a alta nos preços estava iniciando sua trajetória.

Apesar de tratar-se de um índice geral, esse movimento pode ser observado também em seus sub-índices, e em praticamente todos a mesma tendência é apresentada. É muito importante olhar para cada um deles isoladamente; nas *commodities* energéticas, por exemplo, o aumento de preços foi ainda mais relevante. Esse mercado sozinho apresentou crescimento de um patamar de 200 para 1200 em seis anos, ou seja, 600% mais caro no período analisado, como pode ser observado no Gráfico 2.

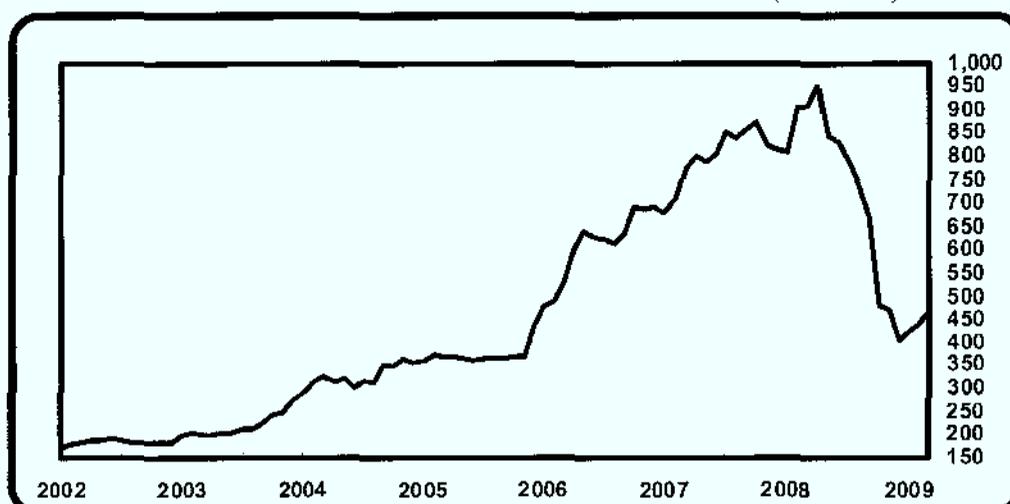
Gráfico2. Sub-índice de *commodities* energéticas Jan/2002-Jun/2008 (1967=100)



Fonte: CRB – *Commodity* Research Bureau.

Além das energéticas, as *commodities* que apresentaram maior crescimento foram as metálicas, que de um índice de 174 em janeiro de 2002 saltaram para 950 em abril de 2008, mais de 500% em apenas 6 anos (Gráfico 3). A variação de preços nesse mercado não foi constante, podendo-se observar quatro períodos principais, entre janeiro de 2002 e setembro de 2004, com o início do aquecimento nesse mercado, em seguida uma fase de certa estabilidade que durou até outubro de 2005, e a partir de 2006 foi quando houve o verdadeiro *boom*, alcançando seu pico em abril de 2008. Nos meses seguintes, com a crise econômica, esse movimento se inverteu e passou a apresentar forte queda.

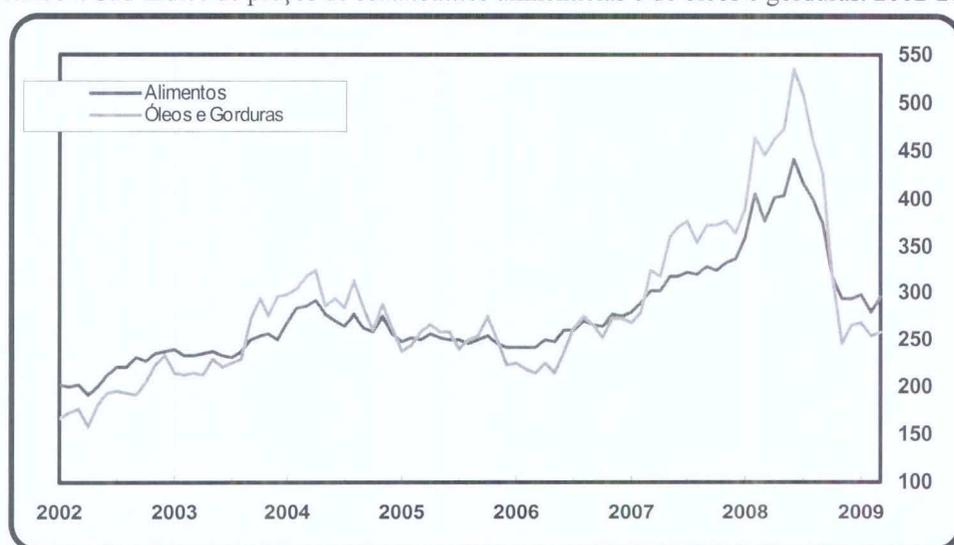
Gráfico3. Sub-índice de *commodities* metálicas 2002-2009 (1967=100)



Fonte: CRB – *Commodity* Research Bureau.

Outros sub-índices apesar de terem menor intensidade, foram significativos. As *commodities* alimentícias e de óleos apresentaram ritmo semelhante de crescimento, cerca de 200% entre janeiro de 2002 e seu pico em julho de 2008. Mas como fica evidente no Gráfico 4, o aumento expressivo se deu a partir de janeiro de 2007, dado que até então o movimento foi marcado por períodos de altas e baixas. No segundo semestre de 2008, assim como todos as outras categorias os preços das *commodities* alimentícias e de óleos caíram a menos da metade do nível apresentado no pico.

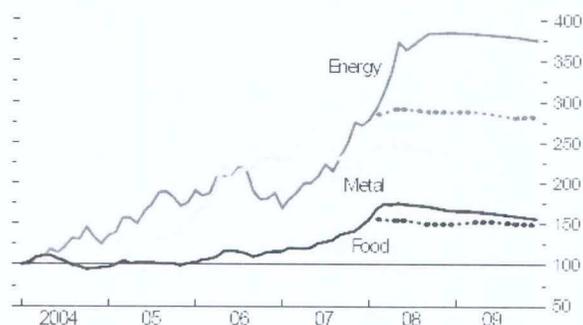
Gráfico4. Sub-índice de preços de *commodities* alimentícias e de óleos e gorduras. 2002-2009



Fonte: CRB – *Commodity Research Bureau*.

Em meados de 2008, quando essa tendência altista já apresentava sinais de arrefecimento, o FMI fez previsões para os preços de *commodities* para os meses seguintes, projetando uma estabilização. Em estudo efetuado no *World Economic Outlook* de 2008, as *commodities* foram divididas em três sub-índices: energia, metais e alimentos. As previsões não se concretizaram, o que se apresentou, como já foi ressaltado, foi uma queda de preços em todos os mercados.

Gráfico5. Projeções da evolução dos preços de *commodities* selecionadas (janeiro 2004=100)



Fonte: FMI – *World Economic Outlook - Update*, July 2008. **Nota:** As linhas pontilhadas referem-se as previsões feitas em fevereiro de 2008, que foram revistas pelo FMI no WEO de julho de 2008.

Nesse estudo, o FMI associa esse *boom* nos preços do petróleo e alimentos ao forte crescimento global que ocorreu entre 2003 e 2007. Isso porque grande parte do crescimento econômico mundial advém de economias que tem demanda fortemente atrelada às *commodities*, aliado a esse fator há também a questão da oferta que não cresceu de forma proporcional.

Em suma, fica claro que apesar da diversidade de bens e subgrupos existentes, o ciclo recente leva todos a um fator comum, o aquecimento no mercado de *commodities* que elevou as suas cotações a índices históricos, alguns com mais intensidade que outros. O grupo de bens que compreende o mercado de *commodities*, como pôde ser observado, é amplo e inclui mercadorias de naturezas diferentes, e os fatores que determinam sua variação de preços é ainda mais extenso. A seguir, serão discutidos os principais fatores que determinaram a tendência de médio e longo prazo desses preços durante o século XX. Em seguida, o foco será entender o ciclo recente aqui descrito.

## 1.2 – Os determinantes na variação de preços das *commodities*

### 1.2.1 – Os determinantes de longo prazo.

A tendência estrutural dos preços das *commodities* no século XX, segundo Prates (2007), possui alguns determinantes de longo prazo, que justificam a tendência de queda

apresentada nesse período e devem ser compreendidos antes de iniciar uma análise acerca do que determinou o ciclo altista mais recente.

Uma das mudanças estruturais observada no século XX afetou diretamente a demanda de matérias-primas: os progressos tecnológicos que permitiram a redução do seu uso por unidade de produto. Dessa forma, quanto maior a renda, tecnologias melhores são aplicadas na produção e menor a demanda de matéria-prima em proporção à quantidade produzida. Como a demanda por bens primários não cresce tanto quanto a demanda por produtos industrializados, há queda de preços. A mesma relação aplica-se às *commodities* industriais derivadas de matérias-primas metálicas.

Os avanços tecnológicos afetaram as cotações de *commodities* tanto do lado da demanda quanto do lado da oferta. No lado da demanda, possibilitaram a emergência de produtos sintéticos que em parte substituíram a demanda por algodão, lã e borracha. Do lado da oferta, a introdução de máquinas e técnicas de produção mais avançadas elevou a produtividade na agricultura, aumentando o volume produzido. A demanda reduzida, somada à maior produção, pressionou os preços para baixo. (Prates, 2007)

Além disso, após a 2ª Guerra Mundial, houve uma mudança na estrutura da demanda dos países da OCDE, que resultou em queda da importação de produtos primários não-petrolíferos e redução da participação dos mesmos nas exportações mundiais. E mais uma vez o resultado foi queda da demanda e de preços.

De acordo com estudo da UNCTAD (2002) que compreende o período de 1980 a 1998, apesar do crescimento de 8% no comércio mundial nesse período, as taxas de crescimento do preço dos produtos primários foram negativas. Outro fator que reforça o movimento longo de queda dos preços das *commodities* é o protecionismo em alguns países centrais em relação à importação de *commodities* primárias, que restringe ou até mesmo

proíbe a entrada de mercadorias oriundas de outros países como forma de incentivo à produção local. Os subsídios governamentais concedidos aos produtores nesses países reduzem fortemente os custos e diminuem a competitividade das mercadorias oriundas dos países em desenvolvimento, que não dispõem dos mesmos incentivos.

Há também o fato do mercado de produtos primários ser tomador de preços, ao contrário do mercado de produtos industrializados, que é relativamente oligopolizado, o que faz com que os preços das *commodities* acompanhem a flutuação cíclica da demanda. Esse fator, porém, tem influência reduzida atualmente, uma vez que a tendência de queda nas décadas de 1980 e 1990 fez com que houvesse certa oligopolização nos mercados de *commodities* também.

Dentre os fatores assinalados por Prates, talvez o que tenha maior relevância seja aquele levantado por Prebisch (1951): os bens primários têm menor elasticidade-renda da demanda em relação aos bens industrializados, ou seja, um aumento na renda acarretará em um aumento na demanda dos bens primários em menor proporção que na dos bens industrializados. Essa relação ocorre devido às mudanças nos padrões de consumo, que resultam em uma menor demanda por alimentos em resposta ao aumento da renda, uma vez que a alimentação é uma necessidade física que possui limites, ao passo que os manufaturados não, estes têm capacidade de criar necessidades.

Em meados do século passado, diante da dificuldade que os países periféricos encontravam em se desenvolver e reduzir a dependência econômica dos países centrais, diversos estudos foram feitos tendo como foco a especificidade dos países em desenvolvimento (principalmente os latino americanos), que não lhes permitia crescer de maneira semelhante aos países desenvolvidos. Dentre outras, foi desenvolvida a hipótese de deterioração dos termos de troca por Prebisch e Singer. Raúl Prebisch um dos fundadores da CEPAL (Comissão de Estudos para América Latina), cujo objetivo principal era entender as

especificidades dos países latino americanos e propor meios de mudar essa realidade de subdesenvolvimento.

Em Ocampo e Parra (2006) há uma síntese da hipótese Prebisch-Singer. Segundo essa hipótese, os países exportadores de produtos primários têm uma tendência à deterioração dos termos de troca: um aumento na renda leva a um aumento na demanda de *commodities* proporcionalmente menor, isto é, há uma baixa elasticidade-renda da demanda, os produtos industrializados por sua vez tem elasticidade-renda da demanda alta.

O fato dos bens industrializados e de alto teor tecnológico possuírem maior elasticidade-renda da demanda que os bens primários, fortalece a idéia que o crescimento econômico leva à deterioração dos termos de troca dos países cuja pauta de exportação é composta predominantemente por *commodities*. Assim, se houver um aumento da renda mundial, o aumento da demanda de bens primários será menor que a dos bens industrializados e de alto teor tecnológico. Com o crescimento da demanda por bens industrializados, há um aumento dos preços dos mesmos, o que não ocorre com os bens primários. Além disso, um aumento de produtividade na produção agrícola não leva a um crescimento da renda dos produtores, e sim a uma queda nos preços dos bens, já que o aumento da produção resulta em um excesso de oferta não acompanhado pela demanda.

Outro fator relevante na hipótese Prebisch-Singer é a diferença em como é organizada a mão de obra em cada país. Nos países desenvolvidos, um setor importante é o da produção industrial, nele a estrutura dos trabalhadores fabris é organizada, e assim tem força para garantir que um avanço tecnológico resulte em aumento real dos salários, e uma crise econômica não resulte em redução salarial. Já nos países em desenvolvimento, onde os trabalhadores rurais não têm uma estrutura organizada, o avanço tecnológico não resulta em aumento dos salários reais, e sim em queda do preço dos bens vendidos, e uma crise econômica resulta automaticamente em uma queda salarial.

Portanto, os países periféricos, grandes exportadores de *commodities*, sofrem com a deterioração dos termos de troca: com importações mais caras, e os preços dos produtos exportados em queda, têm que exportar cada vez mais para manter o nível de suas importações. E é essa a crítica de Prebisch e Singer ao raciocínio oriundo das idéias inspiradas em David Ricardo.

A teoria das vantagens comparativas de Ricardo (1982) parte do princípio de que o comércio internacional resulta da diferença dos custos relativos de produção entre os países, sendo assim um país que tem uma economia aberta tende a se especializar e exportar bens nos quais tem maior vantagem comparativa, e importar os bens nos quais não possua vantagem comparativa. Mesmo que exista vantagem absoluta em produzir localmente bens que são importados, é mais vantajoso a especialização da produção de mercadorias cuja vantagem absoluta seja alta, isso porque o lucro obtido na exportação será maior do que se ambos fossem produzidos localmente.

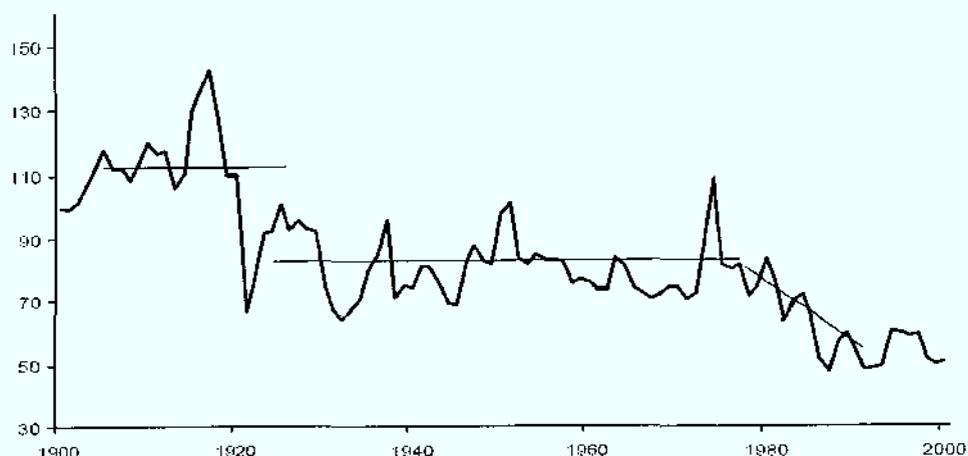
O modelo ricardiano é tradicionalmente demonstrado usando como exemplo dois países (A e B), e dois bens (queijo e vinho). O que define se um país produz internamente ou importa esses bens é o custo de oportunidade de cada um. Se no país A o custo de oportunidade de produzir queijo for menor que o de produzir vinho, ele se especializará em queijos e importará o vinho daquele país cujo custo de oportunidade de produzir vinho é menor que produzir queijo. Esse comércio trata-se, então, de uma relação *win-win*, isto é, as duas nações saem ganhando (Ricardo, 1982).

A partir deste modelo ricardiano outros estudos foram desenvolvidos, como o de Heckscher-Ohlin-Samuelson que destaca a proporção dos fatores, e formula que um país exportará determinado produto de acordo com a abundância relativa dos fatores de produção que possui. Os que têm abundância em capital deveriam produzir bens intensivos em capital; já os que tem abundância de trabalho deveriam produzir bens intensivos em trabalho, e assim

haverá aumento do bem estar, mas também haverá ganhadores e perdedores. Esse modelo afirma que há uma equalização dos preços dos fatores de produção e uma convergência dos seus preços relativos (Krugman & Obstfeld). Dessa forma os países em desenvolvimento que se especializassem na produção de produtos primários estariam obtendo o melhor resultado possível, o que vai contra a idéia de deterioração dos termos de troca. Partindo dessa concepção ricardiana e seus desdobramentos, e também das críticas a eles, muitos economistas se propuseram a desenvolver e propor novas teorias de comércio internacional. Entre eles, Paul Krugman, que criou modelos de comércio internacional .

Em contraposição, a hipótese de Prebisch e Singer abriu uma longa discussão e deu origem a vários estudos empíricos. Ocampo e Parra (2003) salientam que analisando a série histórica do período 1900-2000, que é composta por uma série de preços de 24 *commodities*, observa-se uma tendência de queda dos preços das *commodities*. E demonstram isto através da atualização até 2000 do estudo empírico realizado por Grilli e Yang (1988), dessa forma abrangem os 100 anos em questão. O resultado desse estudo empírico, que pode ser observado no Gráfico 6, demonstra que apesar da alta volatilidade apresentada, no longo prazo houve queda dos preços. Os cálculos foram deflacionados com base no índice MUV (Valor unitário da manufatura) desenvolvido pelas Nações Unidas.

Gráfico 6: Índice de preços reais de *commodities*, excluindo o petróleo, 1900 – 2000.  
1900=100



Fonte: Extraído de Ocampo e Parra (2003) - adaptação de Grilli e Young (1988), com cálculos baseados em dados das Nações Unidas.

Por outro lado, entre os que se opõe a essa hipótese, Spraos (1980) assinala que as séries temporais econométricas utilizadas para corroborá-la são falhas e podem ser não estacionárias, o que faria com que mudanças bruscas afetassem o resultado. Dessa forma, as séries temporais deveriam ser feitas usando variáveis *dummy*, que capturassem o efeito de quedas bruscas que resultaram de momentos específicos da história, como crises e choques. Segundo essa abordagem, não há uma tendência de queda dos termos de troca dos países exportadores de *commodities*, e o nível de preços no início do século XXI é reflexo de acontecimentos isolados durante o século anterior.

Todos esses determinantes levantados por Prates (2007) indicam que a queda no preço dos produtos primários é um problema estrutural. O que explicaria, então, a tendência altista apresentada no ciclo recente dos preços das *commodities*?

### **1.2.2 – Os determinantes de curto prazo**

O ciclo recente parece não estar seguindo esses mesmos determinantes que vigoraram até então. O movimento apresentado entre os anos de 2002 e 2008 exigiu uma nova explicação. Prates (2007) destacou dois fatores principais: as condições macroeconômicas globais e o chamado “efeito-China”, e de forma mais específica, no que tange as *commodities* agrárias, os choques de oferta.

A questão climática influenciou o mercado de *commodities*, na medida em que levou à quebra da oferta de diversos bens. O *El niño*, por exemplo, causou seca e enchente em diversas localidades levando a uma redução mundial dos estoques dos bens agrícolas. Isso gerou uma elevação dos preços desse tipo de *commodity*, principalmente por tratar-se de um

momento particular, em que o crescimento da demanda, que será ilustrado mais adiante, já exercia certa pressão nas cotações.

Para compreender o que ocorreu nesse período, é importante olhar para todo o contexto, pois cada fator não trabalhou sozinho para trazer esse resultado, eles se sobrepuseram.

Primeiro, existiam condições macroeconômicas favoráveis à tendência altista apresentada. Os preços das *commodities* acompanham, em grande parte, os movimentos da economia: nos períodos em que há crescimento acelerado, o preço desses bens sobe, e em momentos de crise econômica ocorre o oposto. Isso decorre da própria natureza das *commodities*, principalmente das metálicas e agrícolas que são insumos industriais e como tal têm sua demanda aquecida quando a produção industrial cresce.

Essa correlação foi comprovada em estudo econométrico realizado pela OMC, em seu relatório anual de 2003 (WTO, 2003), conforme Tabela 1.

Tabela 1: Correlação entre preço relativo das *commodities* e o produto global.

Commodity	Coefficiente de correlação
Matérias-primas metálicas	5,4 <sup>a</sup>
Matérias-primas agrícolas	4,6 <sup>a</sup>
Alimentos	4,7 <sup>b</sup>

Notas:  
(a) Nível de significância: 1%  
(b) Nível de significância: 5%  
**Fonte:** WTO (2003a).

No ciclo recente não foi diferente: com a retomada o crescimento após 2002, os fatores mencionados entraram em cena. Além disso, a oferta não respondeu ao crescimento da demanda. Os detentores de estoque não estavam convencidos que haveria um aumento expressivo nas vendas e mantiveram seus estoques em nível baixo, impulsionando ainda mais o mercado de *commodities*.

No caso dos metais ferrosos, a correlação entre preço e movimento da economia é ainda mais expressiva, isso porque a demanda e conseqüente aumento de preços leva a uma resposta ainda mais lenta dos produtores desses bens se comparado aos produtores agrícolas. Assim, mesmo com o aumento nos preços das *commodities* metálicas, os investimentos e sua maturação levarão um certo tempo para acontecer. Uma vez que a oferta não acompanhou a demanda os preços atingiram níveis muito altos.

Dentre os fatores destacados por Prates (2007), está incluído também a pressão exercida sobre os preços devido às baixas cotações do dólar e as baixas taxas de juros mundiais apresentados no período. Como a maioria das *commodities* comercializadas internacionalmente é cotada em dólar, a desvalorização dessa moeda pressiona os preços para cima pois torna os produtos mais baratos ao consumidor, aumentando sua demanda. Além disso, as baixas taxas de juros reduzem o rendimento de aplicações financeiras em títulos públicos, o que faz com que o investidor busque alternativas de investimento do seu capital que apresentem retornos maiores.

O mercado de *commodities* se apresenta como uma alternativa atrativa às baixas taxas de juros. No contexto de alta liquidez internacional em que as economias se encontravam, as aplicações especulativas foram estimuladas, principalmente pelos bancos, formando bolhas nos mercados de futuros. O que serviu como mais um fator de incentivo a elevação das cotações dos bens primários inseridos nesses mercados.

Para Frankel (2008) a taxa de juros é um determinante muito importante. Se elas são altas há redução na demanda por *commodities* estocáveis ou aumento na oferta, pois: i) há um maior incentivo para extração hoje ao invés de no futuro; ii) a vontade das empresas de guardar estoques reduz; iii) os especuladores são encorajados a sair do mercado de *commodities* e transferir seus recursos para títulos da dívida pública. Quando as taxas de juros são baixas o efeito é o oposto, assim uma expansão monetária reduz as taxas de juros reais e

assim contribui para o aumento dos preços das *commodities*, até que os preços sejam considerados supervalorizados a ponto de haver expectativa de depreciação futura. Isso pode ser mais bem observado nos dois últimos anos desse ciclo de ascensão. Houve uma alta de 25% nos preços desses bens entre agosto de 2007 e março de 2008, mesmo sendo um período em que já era clara a crise da hipoteca sub-prime nos Estados Unidos e já havia perspectivas de queda no crescimento econômico global, fatores que levariam a uma queda nos preços. O que reforça a teoria que afirma que a taxa de juros é um determinante importante no preço de *commodities*.

O segundo fator levantado por Prates (2007) é o evidente “efeito-China”. O crescimento notável da China foi considerado pela maioria dos analistas o principal determinante da alta recente nos preços das *commodities*, atuando em duas frentes. Por um lado, as indústrias aumentaram significativamente a demanda de *commodities* metálicas e industriais. Por outro, o crescimento e o enorme contingente populacional impulsionam a demanda por alimentos. Essa relação pode ser observada estatisticamente, vide o crescimento de 40% das importações chinesas, que representou em 2003 26,5% da demanda global de aço, 19,8% de cobre e 19% de alumínio (IMF,2004).

Os determinantes do ciclo recente dos preços das *commodities* descritos acima são aceitos amplamente, porém, a forma como eles são abordados e enfatizados é que diferencia as visões dominantes nesse debate. O capítulo que segue pretende demonstrar como as diferentes visões do FMI e da UNCTAD, amparados nas teorias econômicas aqui expostas, se posicionam em relação aos determinantes do ciclo recente das *commodities*.

## CAPÍTULO 2 – FMI, UNCTAD e suas diferentes visões

### INTRODUÇÃO

A variação nos preços das *commodities* tem sido alvo de muitos estudos, seja por sua importância comercial, seja por sua importância no desenvolvimento econômico da maioria dos países da periferia. Conforme destacado anteriormente, as diferentes opiniões baseiam-se em linhas teóricas de certa forma opostas e, dependendo da abordagem adotada, chega-se a propostas econômicas diferentes.

Não há um consenso de qual é mais próxima da realidade, e isso exige uma análise mais profunda e organizada dos argumentos de cada vertente: a do FMI e a da UNCTAD. E esse será o objeto de estudo nesse capítulo.

Na primeira parte será exposta a visão do FMI, com base nos argumentos utilizados pela instituição em suas publicações. A segunda parte resumirá o posicionamento da UNCTAD, tendo como suporte também suas publicações. Por fim, será feita uma análise quanto às similaridades e divergências entre elas.

O FMI (Fundo Monetário Internacional) é uma organização composta de 185 países, cujos objetivos são promover a cooperação monetária global, assegurar estabilidade financeira, facilitar o comércio internacional, promover aumento do emprego e crescimento econômico sustentável e reduzir a pobreza no mundo. O Fundo, que tradicionalmente defende um receituário ortodoxo, acredita que para atingir seus objetivos é necessária a liberalização das economias, através de redução das barreiras ao comércio e do fim do protecionismo, aliada a uma estabilização macroeconômica e política.

A visão desta instituição quanto aos determinantes dos preços de *commodities*, exposta em várias de suas publicações nos últimos anos, é baseada principalmente nos fatores

chamados reais: de um lado o crescimento acelerado da demanda por bens primários impulsionada principalmente pela China, e do outro a incapacidade da oferta acompanhar tal crescimento. Essa combinação exerce uma pressão sobre os preços fazendo com que eles subam. Tal abordagem sugere que a tendência apresentada no período – 2002-2008 – era indicativa de que a tese da deterioração dos termos de troca para os países exportadores de bens primários não seria mais aplicável. Dito de outro modo, a tendência recente de alta seria duradoura e reverteria o movimento mais longo da queda.

A UNCTAD (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento), é uma instituição internacional que visa aumentar as oportunidades de comércio, investimento e crescimento dos países em desenvolvimento, auxiliando nas dificuldades encontradas por essas nações frente a globalização, de forma que as mesmas possam ser inseridas na economia mundial nas mesmas condições.

Fundada em 1964 por Raul Prebisch, a instituição promove a integração dos países em desenvolvimento na economia mundial. Ela entende que possui três papéis principais: i) funciona como fórum para deliberações inter-governamentais, através do apoio de especialistas e troca de experiências; ii) efetua pesquisas, análises de políticas e recolhe dados para debate de representante de governos e especialistas; iii) oferece assistência técnica específica para necessidade dos países em desenvolvimento, em especial para países menos desenvolvidos e economias em transição.

Suas explicações para o *boom* nos preços das *commodities* ocorrido no período 2002-2008 apresentam outros elementos, não se restringindo aos fatores reais. A ênfase é colocada na especulação financeira, cujo efeito sobre os preços é tão forte – ou mais – quanto aqueles oriundos dos fatores reais. Em tempos de baixa das taxas de juros internacionais, o capital financeiro busca alternativas de portfólio que se mostrem mais rentáveis, e o mercado de *commodities* é uma das alternativas. Se esse movimento torna-se vantajoso, a especulação

nesses mercados aumenta. Dessa forma, o *boom* no preço das *commodities* nos últimos 5-6 anos seria reflexo, em grande parte, desse movimento especulativo. Considerando que a escalada desses bens primários não está amparada apenas em fatores reais, poderia-se dizer que é temporário, uma vez que depende do ciclo financeiro. Portanto, a deterioração dos termos de troca continuaria sendo uma realidade, condenando os países que se especializam na produção e exportação de *commodities* a terem crescimento inferior ao mundial. Os desdobramentos recentes reforçam essa tese, uma vez que logo após a crise financeira mundial houve uma inversão do movimento de aumento dos preços de *commodities* com grande queda nos preços. Em seguida os preços retomaram o crescimento, indicando que a crise tenha corrigido, pelo menos temporariamente, os excessos da especulação financeira.

## 2.1 – FMI

O tema debatido nesse trabalho é objeto de análise em várias das principais publicações do FMI nos últimos anos. Observando atentamente cada uma delas, mesmo em uma perspectiva histórica, um traço fica evidente: há uma crença de que a variação de preços das *commodities* primárias dá-se essencialmente pelo resultado de movimentos da oferta e demanda, isto é, seriam os fatores reais da economia os grandes responsáveis pelo sobe e desce dos preços.

Ao longo dessa seção o leitor deparará com descrições que podem parecer repetitivas, mas que devem ser colocadas, uma vez que o intuito é justamente mostrar o posicionamento do Fundo quanto aos fatores determinantes do ciclo recente de *commodities*. Os argumentos, aqui expostos, são similares em todos os grupos de *commodities*, apesar da diferença que permeia os fundamentos de cada um desses mercados. Cabe também colocar que ao longo dos anos (2002-2009) o FMI expôs seu posicionamento em diversas publicações. A principal delas, o *World Economic Outlook* (WEO), é um relatório que possui a análise dos economistas do FMI a cerca dos desdobramentos da economia mundial e é publicado duas

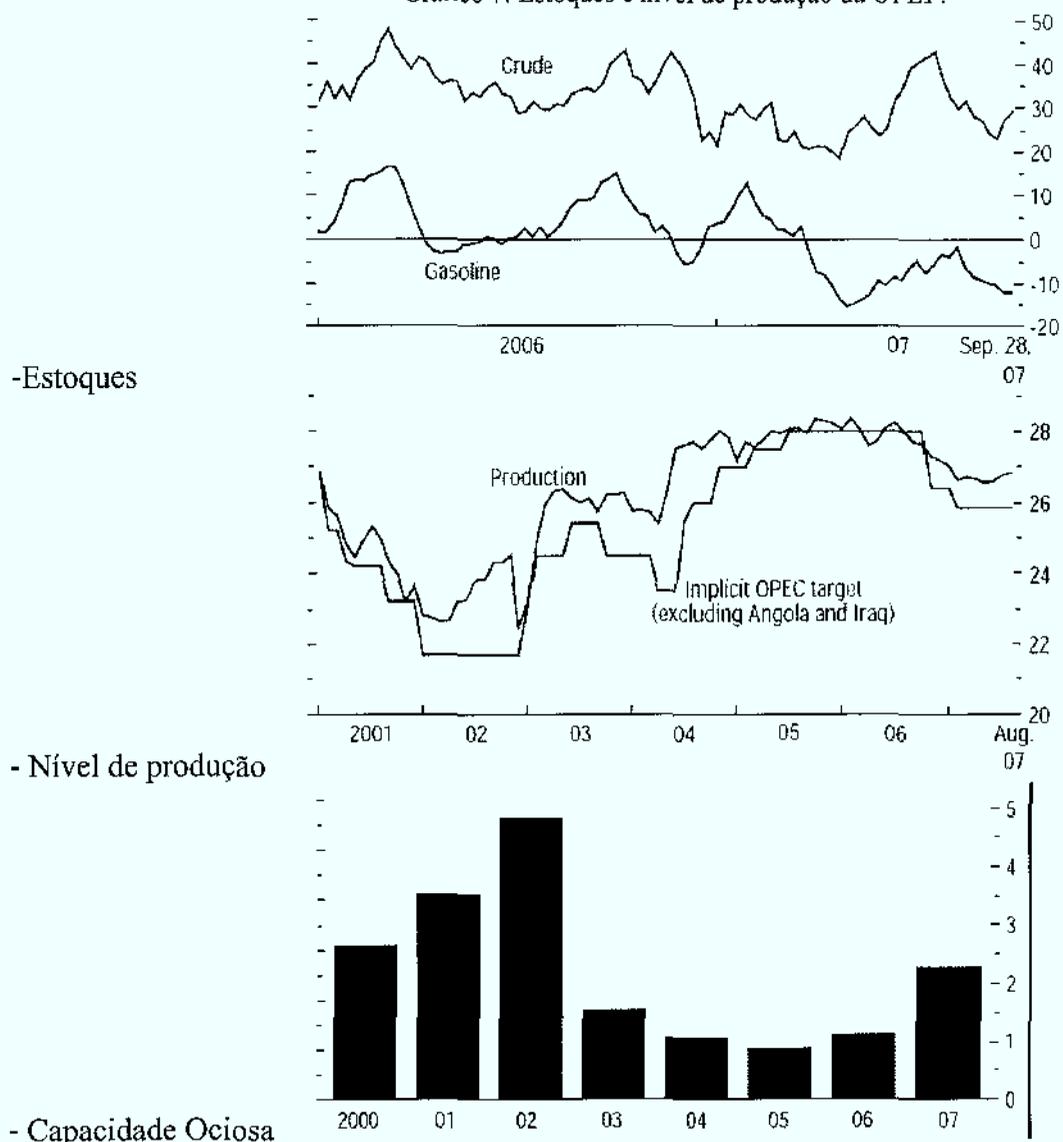
vezes ao ano, além deste relatório também são publicados *working papers* que são destinados à pesquisa de membros individuais do FMI, para citar alguns: “*Forecasting Commodity Prices: Futures Versus Judgment*” (2004), “*Commodities and the Market Price of Risk*”, “*Do South-South Trade Agreements Increase Trade? Commodity-Level Evidence from COMESA*” (2007). Porém, foi no WEO de 2007, talvez por ser o ano em que o ciclo atingiu os maiores níveis até então observados, que foram encontradas explicações que têm um detalhamento maior, e portanto, foi o mais utilizado nesse trabalho.

O início da tendência altista no mercado de *commodities* se deu em 2002, mas já no primeiro semestre de 2003, houve queda dos preços das *commodities* não energéticas devido às incertezas relacionadas à guerra, ao SARS, ao crescimento menor do que o esperado da economia e da melhora das condições após os choques de oferta no ano anterior. Apesar disso, o FMI já projetava no WEO (World Economic Outlook) que, com a recuperação da economia mundial que iniciara, os preços das *commodities* seguiriam seu movimento cíclico e tenderiam a um crescimento, acompanhando o movimento nos mercados de metais industriais (WEO, 2003).

Essa projeção se mostrou correta, e os preços de fato apresentaram alta nos anos que se seguiram. Em 2007, os preços atingiram níveis recordes nesses mercados, o índice do FMI de preços de *commodities* e energia subiu 21% só nos primeiros 8 meses, com o aumento no preço do petróleo e metais, e também apoiados pelo aumento no preço dos alimentos. Para o Fundo o preço do petróleo atingiu picos em setembro de 2007 em resposta principalmente ao crescimento da demanda face à oferta que não a acompanhou. Da mesma maneira, os alimentos teriam sofrido aquecimento da demanda devido, em grande parte, à produção de biocombustíveis (WEO, 2007). E esse foi para o FMI o principal determinante do *boom* que se observava.

Esse posicionamento do FMI quanto aos fatores determinantes na variação de preços das *commodities* fica claro em “**Surging Oil Prices Reflect Robust Demand amid Tight Supply**” (WEO,2007,p.41). Esse texto, que faz parte de um apêndice ao segundo capítulo do WEO de 2007 sobre o desenvolvimento no mercado de *commodities*, trata exclusivamente dos preços do petróleo, mas demonstra bem o argumento central do Fundo. Nele a instituição argumenta que os preços recordes atingidos no ano de 2007, mesmo com um aumento programado da demanda, sugeriam que o mercado estava preocupado com a disponibilidade de petróleo frente a um contexto de crescimento incerto da oferta e redução nos níveis de estoque. Dessa maneira estava ocorrendo uma sobreposição de fatores. Primeiro, apesar do consumo fraco em países da OCDE, os países não pertencentes a OCDE estariam compensando, fazendo com que a demanda continuasse alta, com destaque a China, Índia e Oriente Médio – que apresentaram alto crescimento do consumo de petróleo, mesmo com o aumento dos preços. Segundo, a oferta apresentava queda - estimou-se que tenha caído 0,4 milhões de barris ao dia (mbd) só em agosto de 2007, o aumento no nível de produção observado a partir de 2004 só durou até meados de 2006 e ao mesmo tempo que os estoques continuavam baixos (ver Gráfico 7). Por fim, a capacidade ociosa da produção de petróleo atingiu em 2007 menos da metade de seu nível em 2002. É possível observar no gráfico 7 que desde 2003, quando o ciclo iniciava, a capacidade ociosa se manteve em níveis muito baixos em relação aos anos anteriores.

Gráfico 7: Estoques e nível de produção da OPEP.



Fonte: Extraído do WEO (FMI, 2007)

Como o aumento de preços não foi um caso isolado das *commodities* energéticas, uma análise do que o FMI diz a respeito dos outros grupos de *commodities* se faz necessária. No caso das *commodities* não energéticas observou-se um aumento de 7% no índice do FMI nos primeiros oito meses de 2007. Segundo a instituição, os preços mais altos dos metais refletem problemas de oferta diante das perdas causadas pela crise de crédito que atingiu o mercado no primeiro semestre desse ano. A instituição afirma que apesar da demanda ser forte, como no caso da estocagem de cobre na China e a crescente necessidade de urânio como fonte de energia nuclear, os problemas de oferta ainda parecem ser os mais relevantes, com disputas

trabalhistas no Chile, México e Peru tornando o custo de produção do cobre maior e políticas governamentais que regulamentam a exportação do estanho na Indonésia. Além disso, a redução no número de plantas diminuiu os estoques da maioria dos metais a níveis muito baixos.

Ainda nessa linha o FMI (WEO,2007) afirmou que o preço das *commodities* alimentícias cresceu 10,5% entre janeiro e agosto de 2007, liderado pela soja, óleos e trigo. Isso porque a expansão dos biocombustíveis aumentou a demanda por milho, soja e óleos. O trigo teria atingido seus níveis mais altos desde a década de 1990, refletindo as más condições climáticas e aos baixos estoques mantidos historicamente.

O FMI chamou atenção para o impacto que o aumento dos preços tinham sobre a inflação e apontou que esse problema podia ser ainda mais intensificado, uma vez que alguns alimentos eram também utilizados como fonte de energia. Esse aumento no preço das *commodities* alimentícias, porém, trouxe resultado positivo para a balança comercial dos países cuja exportação é fortemente baseada nesses bens, como Argentina, Bolívia e Chile. O aquecimento no mercado de *commodities* foi considerado uma das principais fontes de pressão sobre os preços. A alta demanda por esses bens estavam mantendo os preços do petróleo e metais em níveis altos desde 2006.

Apesar de 2007 ter sido o pico do ciclo altista de preços das *commodities*, já em 2006 o FMI pudera prever o que estava por vir. Os primeiros meses desse ano foram marcados pela continuidade dos elevados preços de *commodities*, o petróleo atingiu novos picos. Já nesse ano, o FMI atribuiu as mesmas causas (no WEO ,2006) pelo alto nível de preços do petróleo apresentado anteriormente. Para a instituição a alta podia ser explicada pelas forças de oferta e demanda que operavam nesse mercado: os produtores possuíam baixa capacidade ociosa enquanto todo o mundo apresentava forte crescimento do produto, o que significava um crescimento da demanda. Outros fatores de oferta levantados pelo fundo que influenciavam o

*boom* que estava em processo foram as incertezas quanto a segurança no Oriente Médio e riscos à produção em alguns grandes produtores, como a Nigéria. Esses fatores unidos pressionaram os preços para cima. Os metais também encareceram frente à crescente demanda, principalmente de países emergentes, além de sofrerem de falhas na capacidade produtiva e disputas trabalhistas estarem surgindo .

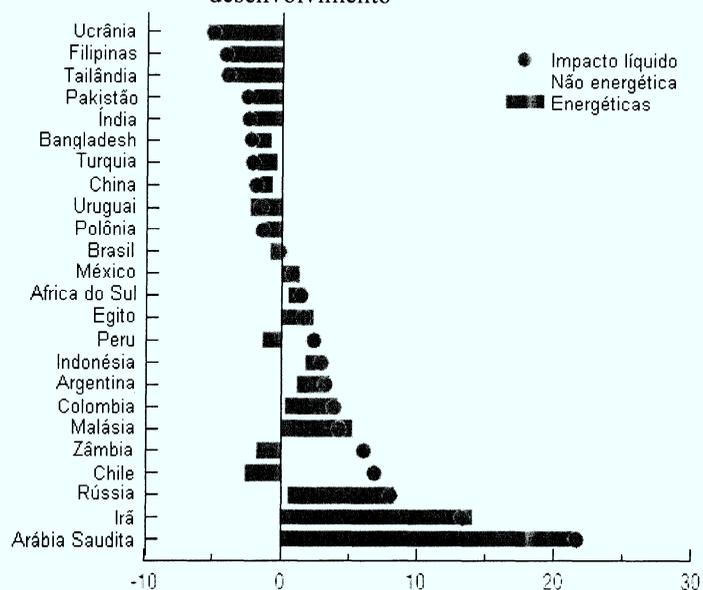
Nesse contexto, surgiram comentários que sugeriam que por trás dessa forte alta de preços existia a influência da especulação financeira, mas a análise do FMI foi contrária a essa visão. A instituição entende que apesar dos especuladores terem um importante papel ao dar liquidez a esse mercado, sua atuação não é suficiente para se tornar um fator decisivo na variação de preços. Essa visão pode ser encontrada no artigo (HELBLING,2008) escrito por Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blackman and Kevin Cheng (que são respectivamente conselheiro, economista senior e economista do departamento de pesquisa do FMI). Nele dá-se destaque ao texto “*Commodities as alternative financial assets*” no qual afirmam que o aumento das posições nos mercados de futuros e opções de *commodities* não significa que a especulação é responsável pela tendência altista nos preços, e sim um resultado dela. Além de citar que a *Commodity Futures trading Commission* (Comissão de comércio de futuros de *commodities*) argumenta que a especulação pode até mesmo reduzir a volatilidade de preços, uma vez que aumenta a liquidez no mercado, e permite que os agentes ajustem seus portfólios, estimulando a entrada de novos participantes.

Uma leitura dos argumentos colocados pelo FMI em 2006 mostra que apesar de 2007 ter apresentado um crescimento excepcional em relação aos anos anteriores, o posicionamento não muda. Para o aumento de 15% em termos de dólares no índice FMI de preços de *commodities* e energia, liderado principalmente por metais (WEO,2006) a explicação do Fundo já era que a demanda por esses bens aumentou muito diante do crescimento econômico global. Além de salientar que, apesar do aquecimento nos preços da *commodities* que poderia

ter um efeito de redução na demanda, o consumo não caiu. . Assim como aconteceu com as energéticas, para o aumento do índice de preços das *commodities* não energéticas de 19% entre janeiro e julho de 2006, o FMI concluiu que com a demanda aquecida e problemas na oferta, a alta e a volatilidade dos preços persistiu. Neste ano, alguns problemas na oferta envolveram a menor qualidade do metal, quedas na produção devido a deslizamentos e disputas laborais. Com as *commodities* alimentícias os argumentos são parecidos: a incapacidade da oferta em acompanhar a crescente demanda, pressionou os preços pra cima. Até que a capacidade da oferta fosse suficiente para acompanhar a demanda, o FMI esperava que esse movimento continuasse.

Essa alta de preços mostrou-se vantajosa para alguns países, na medida em que pode haver uma melhora nos termos de troca para os exportadores de *commodities*. Assim esse *boom* beneficiaria muitas economias em desenvolvimento, mais do fizera em que outros *booms* (“Commodity Price Boom, Better Policies Spur Globalization”, 2008). Apesar de alguns países sofrerem com a alta de preços das *commodities*, a variação de preços das *commodities* teve um resultado positivo na balança comercial de muitos países emergentes, como pode ser observado na Figura 1 (WEO,2006).

Figura 1: O impacto da variação de preços das *commodities* na balança comercial de mercados emergentes e em desenvolvimento



Fonte: IMF (WEO,2007, c.1, p.17)

No que tange aos termos de troca entre países, o FMI (WEO,2006,c.5) coloca que alguns observadores, como Barclays Capital (2006) sugerem que o aparecimento da China e outras economias emergentes pode ter modificado a tendência de preços de longo prazo, sendo esse um novo período em que haverá manutenção de preços elevados. E que outros (Société Generale,2006) acreditam que a especulação elevou os preços a níveis que descolam da realidade, e sendo assim eles voltarão a cair em termos reais como ocorreu no século passado.

Para o FMI (WEO,2006,c.5), os preços de *commodities* não energéticas, principalmente os metais acompanham em geral os movimentos cíclicos da economia, dessa forma a tendência altista de curto prazo é associada a momentos de crescimento mundial forte. As *commodities* agrárias também seguem o ciclo, mas de forma mais branda, já que a resposta da oferta é mais rápida. Tendo isso em consideração, o Fundo afirma que, em geral, os responsáveis por essa alta recente do preços das *commodities* são: o crescimento rápido de mercados emergentes e o baixo investimento no setor durante a década de 1990 e início de 2000.

A China, que sozinha foi responsável por praticamente todo o aumento na demanda de níquel, também respondeu muito pelo aumento do consumo de alumínio, cobre e aço, tendo um crescimento de cerca de 50% . Assim, esse país contribuiu com uma parcela importante no aumento da demanda por esses bens. Isso se deu pois este país além de passar a ter um peso maior na economia, também apresentou rápido crescimento na produção industrial o que está diretamente ligado a demanda por metal.

Há outros países emergentes que também exerceram pressão sobre os preços, mas não tiveram um resultado tão amplo. A questão que fica é se a demanda chinesa será capaz de sustentar por um período maior, ou será um efeito temporário.

Quanto à atividade de investidores financeiros no mercado de *commodities*, isto é, a especulação financeira - que pode parecer ter um papel influente também - o FMI descartou a sua importância como fator determinante de preços. Para o FMI, apesar da participação do investidor no mercado de *commodities* ser cada vez maior naquele período, é importante ressaltar que o valor de transações não comerciais que eram feitas não eram tão grande quanto as que estavam relacionadas a comercialização no mercado físico. Alguns analistas, disse o FMI, sugeriam que essa especulação financeira era a principal causa do aumento dos preços de petróleo e metais, e que inclusive estava criando uma bolha. Segundo estes analistas os fundamentos de oferta e demanda foram amplificados pela especulação, pois os preços atingiram níveis que não são justificados por esses determinantes fundamentais. O FMI acredita que apoiar-se nesses argumentos pode parecer o caminho mais fácil, mas eles não possuem evidências que possam corroborá-los. Os dados e a definição das correlações feitas para medir a especulação são circunstanciais e problemáticas. O que se pode observar é que a atividade dos investidores, ao injetar liquidez no mercado de *commodities*, demonstra a percepção de que os determinantes (oferta e demanda) levariam a uma mudança nos preços,

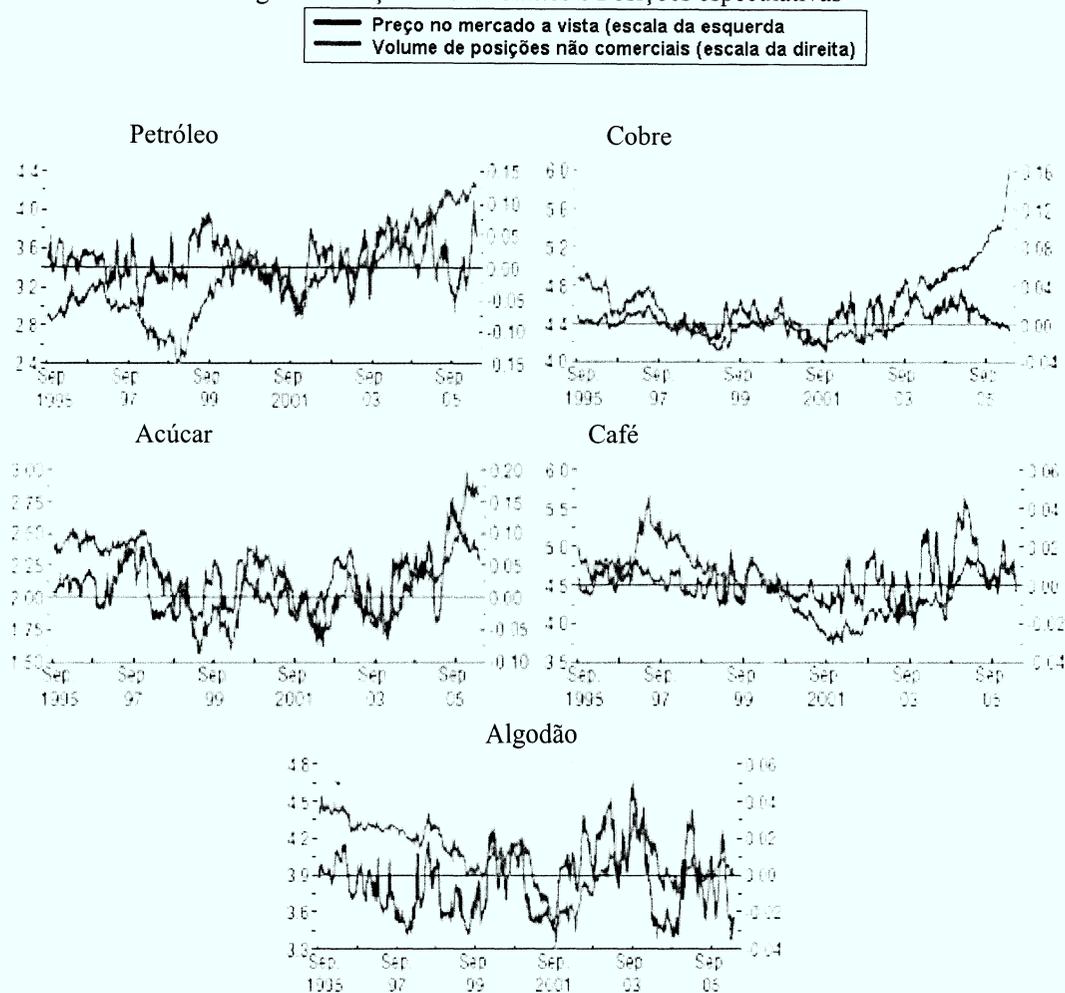
tornando este mercado atrativo. Dessa maneira, os altos preços seriam a causa da especulação e não resultado dela.

Para deixar mais clara essa sua visão, o FMI fez um estudo empírico (WEO,2006,c.5), um exercício econométrico no intuito de medir a relação da especulação com a alta dos preços. O FMI pretendeu com esse estudo econométrico avaliar a validade dos argumentos daqueles que defendem que a especulação teve forte influência no aumento dos preços das commodities nesse ciclo recente. Para isso faz um levantamento da direção da causalidade entre os movimentos nos preços *spot* e futuro e as mudanças nas posições especulativas em uma amostra das principais *commodities*: petróleo, cobre, açúcar, café e algodão. O objetivo foi testar a presença de uma série de relações entre essas variáveis.

Os dados utilizados foram os números de contratos reportados semanalmente pela *Commodity Futures Trading Commission* (Comissão de Comércio de Futuros em *Commodities*) para dois tipos de agentes: os *commercial* e os *noncommercial*.

*Commercial traders* são aqueles que utilizam contratos de futuros como *hedging* e os *noncommercial* são os especuladores que apostam nas mudanças de preço. Assim o estudo utilizou o número de posições *noncommercial* (não comerciais) como uma *proxy* para especulação. Colocados no gráfico, as posições *noncommercial* e o comportamento dos preços *spot* (à vista), identifica-se uma volatilidade menor nos preços *spot* do que nas posições especulativas, além de não ser possível identificar nenhuma tendência entre os preços e a especulação. No caso do petróleo, por exemplo, não há nenhum alta persistente nos últimos anos, ao passo que os preços nesse mercado têm mantido uma forte tendência altista. O resultado para o cobre é ainda mais significativo: durante todo o ano de 2005 houve queda no número de posições *noncommercial*, período em que o preço do cobre atingiu níveis recordes.

Figura 2: Preço de *commodities* e Posições especulativas



Fonte: FMI, WEO 2006, c.5, p.17

Essa análise visual pode sugerir que no curto prazo exista uma relação entre os preços *spot* e as posições especulativas. Para isso, o FMI empregou um modelo de correção de erro no vetor (detalhes no Apêndice 5.2, cap.5, WEO 2008). O resultado obtido foi que no curto prazo a causalidade geralmente vai dos preços *spot* para a especulação. Na regressão do petróleo, a especulação demonstrou ter um efeito significativo, mas muito pequeno sobre os preços futuros. No geral, a maioria dos resultados encontrados nas regressões para os preços no mercado à vista e para os preços no mercado futuro são que as correlações são raramente significativas, ao passo que nas equações para posições especulativas as correlações foram sempre ou muito significativas.

Tabela 2: Sumário do resultado da regressão

	Equações para o preço no mercado a vista	Equações para o preço de futuros	Equações para posições especulativas
<b>Petróleo</b>			
Coeficientes de curto prazo			
Preço no mercado a vista	...	Raramente significativo	Sempre significativo
Preço no mercado futuro	Raramente significativo	...	Sempre significativo
Posições especulativas	Raramente significativo	Muito significativo	...
<b>Cobre</b>			
Coeficientes de curto prazo			
Preço no mercado a vista	...	Nunca significativo	Sempre significativo
Preço no mercado futuro	Raramente significativo	...	Muito significativo
Posições especulativas	Raramente significativo	Raramente significativo	...
<b>Açúcar</b>			
Coeficientes de curto prazo			
Preço no mercado a vista	...	Raramente significativo	Sempre significativo
Preço no mercado futuro	Às vezes é significativo	...	Sempre significativo
Posições especulativas	Raramente significativo	Raramente significativo	...
<b>Café</b>			
Coeficientes de curto prazo			
Preço no mercado a vista	...	Nunca significativo	Sempre significativo
Preço no mercado futuro	Raramente significativo	...	Muito significativo
Posições especulativas	Raramente significativo	Raramente significativo	...
<b>Algodão</b>			
Coeficientes de curto prazo			
Preço no mercado a vista	...	Raramente significativo	Sempre significativo
Preço no mercado futuro	Nunca significativo	...	Sempre significativo
Posições especulativas	Nunca significativo	Nunca significativo	...

Fonte: Extraído e adaptado do WEO 2008

Com isso, o FMI conclui que os resultados obtidos são consistentes com a hipótese que a especulação pode dar liquidez ao mercado e até se beneficiar dele, mas não há uma relação de causa com a variação nos preços.

Em suma, o FMI argumenta que são os fatores reais da economia, isto é, as forças de oferta e demanda, e não a especulação financeira, os principais determinantes no ciclo recente de preços das *commodities*. Houve de modo geral problemas de oferta - falta de investimento, baixa capacidade ociosa, redução de estoques, etc, acompanhado por um forte crescimento da demanda - crescimento da economia mundial, liderada pelos países em desenvolvimento (as economias emergentes).

## 2.2 - UNCTAD

Seguindo uma linha mais heterodoxa, a UNCTAD, em sua busca de soluções para as limitações dos países em desenvolvimento, também procurou compreender o ciclo de preços das *commodities* no período 2002-2008. Uma vez que a maior parte dos países considerados periféricos é altamente dependente da exportação de *commodities* primárias, entender esse novo ciclo e analisar seu impacto sobre as economias emergentes foi objetivo de diversas publicações e estudos da UNCTAD nos últimos anos.

A instituição fez suas primeiras projeções de alta já em 2002, mesmo com os preços das *commodities* mais importantes tendo apresentado no ano anterior queda em resposta crise econômica que fora agravada pelos ataques de 11 de setembro. Era esperada uma recuperação nos preços em 2002, com a melhora da economia mundial, mas não muito significativa pois ainda haveria baixa demanda. Nesse momento os determinantes dos níveis de preços das *commodities* não variavam muito da questão oferta e demanda.

No TDR (Trade and Development Report) de 2008 a UNCTAD faz um balanço sobre a alta nos preços das commodities observada a partir de 2002. A instituição entende que a principal causa desse movimento foi o forte crescimento da economia mundial, dando destaque para os países em desenvolvimento. O crescimento da demanda por sua vez esbarrou em gargalos da oferta, uma vez que os baixos preços na década de 1990 desestimularam os investimentos nesse setor, gargalos estes que não estão sendo sanados de forma satisfatória.

O aumento da renda em países em rápido desenvolvimento pressionou os preços de *commodities* de duas maneiras. Primeiro porque a demanda por alimentos aumenta naturalmente em países de baixa renda, segundo porque com renda maior os hábitos alimentícios também modificam. A população passa a consumir mais carne e o aumento da produção de carne exige mais alimento para o gado. Ao mesmo tempo as terras foram

crescentemente utilizadas para plantação destinada a produção de biocombustível, como forma de substituição dos óleos combustíveis que se tornavam cada vez mais caros.

O movimento cíclico natural nos preços das *commodities* poderia sugerir que os movimentos de oferta e demanda seriam suficientes para fazer com que essa alta em um dado momento chegasse ao fim. Porém, existem questões estruturais envolvidas, como a continuidade no crescimento da demanda por parte dos países asiáticos ainda em expansão, e a utilização de recursos naturais que se exaurem ao longo do tempo.

Esse pensamento poderia sugerir que a tendência de longo prazo de queda nos preços das *commodities* levaria a uma melhora nos termos de troca dos países em desenvolvimento, contudo esses países também estão se tornando dependentes da importação desses bens.

O aumento da demanda, sem a devida resposta da oferta, tem reduzido os estoques de diversas *commodities*. Essa situação estimula a crescente especulação, principalmente frente às confusões no mercado financeiro, e apesar de não haver evidência do quanto a participação dos investidores financeiros influencia o mercado de *commodities*, não é possível negar que houve impacto na alta dos preços.

Segundo a UNCTAD é difícil mensurar os movimentos especulativos, porque as estatísticas não separaram as operações comerciais das especulativas, e muitas dessas são feitas diretamente em bancos, e esses dados não são registrados pelos órgãos que regulamentam o comércio de *commodities*. Para enfatizar seu argumento a UNCTAD cita (TDR,2008) o que relatou um funcionário do Senado dos Estados Unidos:

“Although it is difficult to quantify the effect of speculation on prices, there is substantial evidence that the large amount of speculation in the current market has significantly increased prices. Several analysts have estimated that speculative purchases of oil futures have added as much as \$20–\$25 per barrel to the current price of crude oil, thereby pushing up the price of oil from \$50 to approximately \$70 per barrel.”

Apesar do movimento especulativo ter impacto direto sobre o preço de futuros, não significa que os preços *spot* vão acompanhar. A questão central do investimento financeiro no mercado de *commodities* é que ele pode mudar a expectativa daqueles que atuam no mercado *spot*. Por exemplo, se houver uma expectativa que haverá problemas na oferta de trigo e os preços de futuros começarem a subir as padarias podem sentir a necessidade de estocar farinha para não sofrer com o esperado aumento dos preços, essa reação pressionaria os preços *spot* para cima. Se somado a isso a elasticidade preço da demandada for baixa o nível de preços *spot* podem permanecer altos.

A UNCTAD salienta também que a alta variou muito entre os subgrupos de *commodities* existentes até 2006, mas em 2007 o salto nos preços foi generalizado .

As *commodities* energéticas, o subgrupo que mais se apreciou desde 2002, tem particularidades. Seus principais produtores formam a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), e em conjunto eles tomam decisões quanto ao aumento ou redução da produção desse bem. Mesmo com a alta dos preços em 2008, os produtores optaram por manter o nível de produção por acreditar que esse aumento era resultado de tensões geopolíticas, a depreciação do dólar e investimentos especulativos. Como não se sabe ao certo quanto ainda resta para ser explorado, não é possível saber qual será seu pico, e qualquer acontecimento nesses países é motivo para variações no preço. Mas a UNCTAD acredita que não se pode negar que as flutuações observadas diariamente não se atribuem apenas aos fundamentos econômicos, os especuladores devem estar tendo um papel importante nesse mercado.

As *commodities* não energéticas também estão muito ligadas à variação no preço das energéticas, pois estas influenciam no seu custo de produção, além disso, preços mais altos do petróleo têm incentivado a produção de bio-combustível, que por sua vez compete com as

áreas agriculturáveis dos alimentos. Essa relação faz com que a volatilidade de um seja repassada aos outros.

No TDR de 2008, a UNCTAD concluiu que a tendência altista apresentada até então dependeria do desempenho econômico mundial nos anos seguintes. Uma desaceleração ou até mesmo recessão estava por vir, e se os Estados Unidos, que sozinho representava 16% das importações de *commodities*, entrasse em recessão, a queda dos preços desses bens poderia ocorrer, como resultado da queda da demanda. A tendência baixista podia ser ainda pior se fosse seguida por vendas especulativas.

A UNCTAD acredita que os choques de oferta e demanda extrapolaram as mudanças de preço. Para minerais, metais, materiais industrializados e energéticos a variação dos preços está fortemente relacionada com a demanda, sendo influenciada pela atividade econômica e industrial global. Já as agrícolas sofrem maior influência da oferta e fatores externos como o tempo. No caso do petróleo, outros fatores exercem pressão sobre os preços, como as tensões geopolíticas. Por fim, como as *commodities* são cotadas em dólares, parte da variabilidade de preços nesse mercado é em resposta a valorizações e desvalorizações do câmbio. E como já foi discutida, a especulação tem um papel importante na volatilidade dos preços de produtos primários.

Para essa instituição a questão financeira é muito relevante para explicar o movimento altista observado nos últimos 7 anos, e está diretamente relacionada com a instabilidade de preços nesse mercado.

A tentativa de mitigar os impactos da instabilidade de preços no mercado de *commodities* fez com que o gerenciamento de riscos fosse passado aos operadores de mercado. Dessa maneira os produtores podiam prever melhor qual seriam seus ganhos e até mesmo receber mais crédito, uma vez que o risco de não pagarem era menor. Além disso eles

dispunham também de instrumentos de hedging para reduzir os riscos. Os riscos associados ao mercado de *commodities* são negociados em mercados de futuros e opções. No mercado de futuro são feitos contratos de compra e venda de uma quantidade de *commodities* a um determinado preço. As opções são contratos que dão o direito, e não a obrigação, de comprar e vender contratos futuros a um determinado preço, assim, ao mesmo tempo que protegem contra mudanças de preço desfavoráveis, não permitem que o produtor obtenha lucros altos quando os preços são altos.

A instabilidade no mercado de *commodity* não pode ser erradicada, mas medidas de controle que previnam a especulação excessiva nesse mercado podem reduzir a extensão das flutuações no preço.

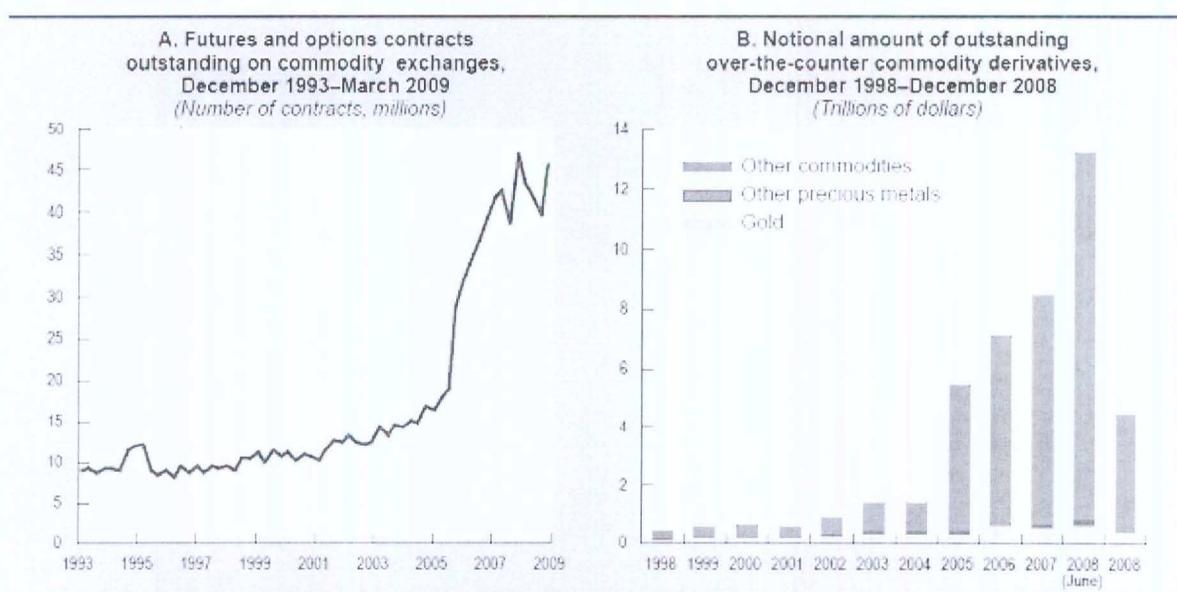
No TDR publicado no segundo semestre de 2009 pela UNCTAD, um ponto de vista no qual se baseia a instituição é muito enfatizado – o fato do mercado financeiro ter grande importância na determinação dos preços das *commodities* – tendo um capítulo todo dedicado ao seu estudo. Este é intitulado “A financierização do mercado de *commodities*”, que por si já diz muito. Como já fora salientado, a UNCTAD quando analisa os determinantes do ciclo de preços recente das *commodities* aponta tanto para os fatores reais, envolvendo os desequilíbrios entre a oferta e a demanda desses bens, como para os financeiros e especulativos.

Apesar de não ser possível efetuar testes econométricos precisos, a UNCTAD buscou nos estudos feitos demonstrar estatisticamente que a financierização do mercado de *commodities* está cada vez mais evidente. Para a instituição, o que chamou a atenção foi que os investidores estavam tomando posições cada vez maiores no mercado de futuros de *commodities* considerando-as uma classe de ativo, não levando em consideração as relações entre oferta e demanda, e isso pode influenciar o movimento de preços.

Avaliar e mensurar o efeito do mercado financeiro e da especulação sobre os preços das *commodities* não é uma tarefa fácil. Primeiro é importante compreender como o investidor opera no mercado de *commodities*. Tradicionalmente a especulação nesse mercado estava relacionada com a oferta e demanda, quando um agente queria antecipar ou proteger-se da alta volatilidade de preços. O que se verificou nos últimos anos, porém, foi um descolamento dessa realidade e uma preocupação maior com o portfólio do que com os fundamentos. Os especuladores atuam principalmente no mercado de futuros e opções, considerando os bens primários como uma opção de diversificação da carteira, opção esta que tem menor volatilidade, é negativamente correlacionadas com ações e títulos e é um *hedge* contra inflação e variações cambiais do dólar.

Observando o mercado de futuro e opções em *commodities* nota-se que houve um aumento de mais de três vezes entre 2002 e meados de 2008. Ainda mais significativo foi o crescimento das negociações no mercado *over the counter* (que são os contratos bilaterais não listados na bolsa de valores) que foi de 14 vezes no mesmo período (Gráfico 8).

Gráfico 8: A. Contratos de futuro e B. Derivativos *over-the-counter*  
FINANCIAL INVESTMENT IN COMMODITIES



Fonte: UNCTAD, TDR 2009

Os críticos a esta visão argumentam que os investidores atuam apenas nos derivativos, não provocando variações nos estoques e nos mercados físicos. Mas esse argumento pode ser contestado, as forças de arbitragem podem fazer com que os preços no mercado à vista mudem mesmo sem que transações reais sejam intensificadas. Além disso, dado a volatilidade dos preços pode haver um aumento na demanda precaucionária que afeta diretamente os preços à vista.

Outro argumento que gera ceticismo nos analistas é a hipótese dos mercados eficientes. Ela afirma que os preços respondem automaticamente e perfeitamente às informações disponíveis aos agentes em um mercado livre. A UNCTAD rebate essa hipótese também e dá dois motivos para isso: os agentes podem mudar suas posições no mercado de acordo com fatos ou acontecimentos isolados e não com fundamentos e um único agente pode tomar posições em proporção tão grandes que modifique o preço no mercado.

Assim, divide os agentes em três grupos: i) *informed traders*: se baseiam em informações sobre os fundamentos do mercado e suas projeções; ii) *noise traders*: negociam com base em questões estratégicas, e não com base no mercado; iii) *uninformed traders*: seguem o movimento de preços, comprando *commodities* cujo preço está aumentando e vendem as que estão declinando.

Os *uninformed traders* parecem ser guiados pelos *noise traders*. A ação destes está cada vez mais relacionada com a volatilidade de preços das *commodities* e cabe notar que o peso desses agentes pode ser tal que eles influenciem o preço das *commodities* mesmo não havendo nenhuma informação relacionada a mudanças nos fundamentos desse mercado.

Ainda no TDR de 2009, a UCTAD buscou corroborar estatisticamente as conclusões que chegou quanto a financerização das *commodities*. Nesse estudo a UNCTAD partiu do princípio que os investidores financeiros têm pouca informação em relação aos mercados de

*commodities* e alocam seu capital em índices de *commodities*. Como há uma variedade de *commodities* nesses índices, todas elas são afetadas pela variação no preços de outras classes de ativos. Além disso, algumas como o petróleo, tem peso maior, o que faz com que mudanças nesse mercado baseada em seus fundamentos possam ser transmitidas para outros mercados de *commodities* mesmo que não haja mudanças nos fundamentos destas.

Entre 1997 e 2001 os preços das *commodities* estavam estáveis e os investimentos financeiros nesse mercado eram baixos. O *boom* iniciou em 2002, mas o aumento significativo deu-se em 2007 atingindo picos até meados de 2008. Por isso, os cálculos foram efetuados para quatro períodos diferentes: Janeiro de 2007-Dezembro de 2001, Janeiro de 2002-Dezembro de 2006, Janeiro de 2007-Junho-2008 e Junho de 2008-Dezembro2008. A UNCTAD procurou demonstrar que, se existe uma financeirização no mercado de *commodities* o resultado da correlação entre a mudança de preços em diferentes mercados seria alta.

Dos resultados sumarizados na Tabela 3 temos que a correlação entre o movimento dos preços do petróleo e de praticamente todas as outras *commodities* aumentou entre o primeiro período (1997-2001) e os dois seguintes. O trigo por exemplo, de uma correlação de 3,5% no primeiro período, passou a 11,8% e 17% nos dois períodos subsequentes. O milho de soja, de -6% saltou para 9,4% e em seguida para 27,6%. No último período, a correlação do petróleo com todas as outras *commodities* aumenta significativamente e isso foi provavelmente causado pela retirada dos investidores de suas posições futuras. Relação semelhante pode ser observado em outros mercados também, exemplo disso é a correlação no movimento de preços entre o óleo de soja e o alumínio que foi de 41,4% no período Janeiro/2007-Junho/2008.

Tabela 3: Correlação da mudança de preços de *commodities* selecionadas por período

CO-MOVEMENTS OF PRICE CHANGES, SELECTED COMMODITIES AND PERIODS													
(Correlation coefficients, per cent)													
	Aluminium	Copper	Nickel	Zinc	Tin	Palm oil	Rice	Soybean oil	Soybeans	Wheat, soft red	Maize	Crude oil (Brent)	Crude oil (WTI)
<i>January 1997–December 2001</i>													
Aluminium	100.0												
Copper	60.5	100.0											
Nickel	43.4	47.7	100.0										
Zinc	48.9	41.2	36.5	100.0									
Tin	21.2	21.2	19.9	16.9	100.0								
Palm oil	-12.8	-3.5	-12.8	-7.2	-1.2	100.0							
Rice	12.3	6.1	3.2	3.6	7.9	-6.8	100.0						
Soybean oil	-0.1	14.6	3.3	-3.1	2.1	29.0	-2.5	100.0					
Soybeans	16.1	17.4	19.7	4.6	8.5	0.2	-7.6	55.2	100.0				
Wheat, soft red	2.7	4.6	6.5	1.5	7.0	1.6	-6.2	27.2	38.5	100.0			
Maize	-1.3	4.4	10.6	-1.6	4.2	2.5	-6.6	45.5	64.9	56.9	100.0		
Crude oil (Brent)	16.3	12.7	19.6	3.2	-1.1	-17.7	3.3	-4.6	-1.9	5.1	-3.0	100.0	
Crude oil (WTI)	16.7	13.7	19.4	5.9	-4.7	-17.1	2.8	-6.0	-1.9	3.5	-0.5	62.0	100.0
<i>January 2002–December 2006</i>													
Aluminium	100.0												
Copper	65.4	100.0											
Nickel	43.2	50.3	100.0										
Zinc	58.3	69.7	45.8	100.0									
Tin	33.2	36.7	32.5	37.6	100.0								
Palm oil	6.0	9.4	2.3	7.0	10.6	100.0							
Rice	-2.4	6.0	-4.8	-3.7	7.1	6.4	100.0						
Soybean oil	8.8	11.5	2.8	13.2	12.7	43.4	3.5	100.0					
Soybeans	4.8	8.9	2.4	7.4	18.9	27.4	0.6	61.1	100.0				
Wheat, soft red	16.2	14.1	7.4	18.9	15.4	2.6	-8.1	24.3	26.9	100.0			
Maize	12.6	13.6	3.8	18.6	26.0	17.1	1.7	38.4	48.3	41.3	100.0		
Crude oil (Brent)	15.0	23.1	25.0	24.7	22.2	-4.6	-5.7	5.8	7.8	11.1	2.6	100.0	
Crude oil (WTI)	14.5	19.4	19.7	21.0	17.4	-0.7	-6.1	9.4	7.7	11.8	7.0	67.4	100.0
<i>January 2007–June 2008</i>													
Aluminium	100.0												
Copper	62.1	100.0											
Nickel	48.3	42.4	100.0										
Zinc	56.0	67.1	43.4	100.0									
Tin	38.2	41.0	26.6	48.5	100.0								
Palm oil	36.9	31.1	33.9	32.7	10.7	100.0							
Rice	-14.9	-0.4	2.7	-6.3	-2.8	-7.5	100.0						
Soybean oil	41.4	20.3	26.5	17.8	16.3	61.6	-26.4	100.0					
Soybeans	34.3	15.3	26.3	9.9	12.4	51.6	-21.3	65.9	100.0				
Wheat, soft red	9.4	13.7	-10.1	3.2	6.4	4.7	-28.2	19.3	23.2	100.0			
Maize	13.8	2.2	10.8	6.8	11.2	16.5	7.1	22.0	35.5	23.6	100.0		
Crude oil (Brent)	28.9	26.1	6.0	5.6	19.2	15.7	0.7	31.5	22.8	13.9	9.7	100.0	
Crude oil (WTI)	18.9	21.4	-1.5	0.8	23.0	10.6	1.7	27.6	21.2	17.0	2.6	86.4	100.0
<i>July 2008–December 2008</i>													
Aluminium	100.0												
Copper	48.9	100.0											
Nickel	43.9	55.3	100.0										
Zinc	52.4	71.4	63.6	100.0									
Tin	19.8	38.3	72.6	43.5	100.0								
Palm oil	22.2	49.0	10.2	33.2	-11.5	100.0							
Rice	29.7	22.3	-5.2	11.2	-13.1	-15.5	100.0						
Soybean oil	27.6	57.4	32.5	36.7	13.7	74.7	-2.7	100.0					
Soybeans	30.8	31.3	33.6	26.3	11.7	46.4	-3.5	79.2	100.0				
Wheat, soft red	13.4	11.1	-6.4	4.6	-29.2	37.3	-6.0	41.4	49.1	100.0			
Maize	27.6	31.9	26.5	17.2	-0.1	33.6	15.1	66.5	79.6	62.4	100.0		
Crude oil (Brent)	19.0	62.1	31.7	27.6	26.0	61.9	8.4	78.6	45.8	29.1	45.4	100.0	
Crude oil (WTI)	11.9	59.1	25.0	16.0	25.4	46.9	21.1	69.7	37.4	22.4	41.9	93.1	100.0

Fonte: UNCTAD (TDR,2009) – *Commodities* selecionadas: alumínio (aluminium), cobre (copper), níquel (nickel), zinco (zinc), estanho (tin), óleo de dendê (palm oil), arroz (rice), óleo de soja (soybean oil), soja (soybeans), trigo (wheat), milho (maize), petróleo (crude oil)

Com base nas evidências descritas acima a UNCTAD conclui que parte do *boom* nos preços de *commodities* observada no período 2002-2008 e a queda subsequente deve-se a *financerização* no mercado de *commodities*.

Para a UNCTAD avaliar os impactos da variação de preços nas *commodities* está diretamente relacionada a uma questão histórica: os termos de troca (TDR 2008). Em 2002 acreditava-se que a discussão em volta do tema continuava, mas com certa variação, à medida que os países em desenvolvimento têm ido em direção a uma maior industrialização e exportação de manufaturados. Essa nova realidade não acabou com o antigo problema da deterioração dos termos de troca, isso porque mesmo passando a ter em sua pauta de exportação produtos manufaturados, os países periféricos ainda sofrem com a queda relativa dos preços das exportações, mesmo nos manufaturados. Isso fez com que a discussão levasse a outra análise, a das questões mais estruturais como excesso ou não de mão de obra, que pode ser não qualificada e não organizada nos países em desenvolvimento. Portanto, é preciso olhar pra algo além da relação elasticidade renda da demanda, como fora suficiente um dia. O resultado, porém, permanecia, os países periféricos continuavam exportando bens cujos preços declinavam enquanto os países centrais prosseguiam com preços crescentes.

Em 2008, houve uma pequena mudança nesse ponto de vista, pois a instituição concluiu que os termos de troca mudaram significativamente nos últimos anos – os preços dos produtos primários subiram muito e os dos manufaturados não aumentaram tanto. O estereótipo de países em desenvolvimento como exportadores de *commodities* primárias e importadores de manufaturados de um lado, e países desenvolvidos como exportadores de manufaturados e importadores de *commodities* primárias de outro, não é mais válido. A estrutura da oferta e demanda desses bens mudou: países em desenvolvimento tornaram-se também grandes importadores de *commodities* e ao mesmo tempo diversificaram sua estrutura produtiva em direção a exportação de manufaturados intensivos em trabalho.

Assim, a melhora ou piora nos termos de troca deveria ser definida pela pauta de exportação vis-à-vis a de importação. Para aqueles que exportam *commodities* primárias, mas também são dependentes de importação de *commodities* energéticas e alimentícia a

deterioração dos termos de troca pode ser mantida, à medida que o aumento do preço do produto exportado não é suficiente para compensar a apreciação do que é importado.

Isso pode ser observado em países da África que não exportam combustíveis nem metais. Nesses países o aumento de preços dos produtos exportados não foi compensado pelo aumento no preço dos produtos importados. Por outro lado os países do oeste da Ásia onde estão localizados os principais exportadores de petróleo apresentaram melhora significativa nos termos de troca. O meio termo foram os países Latino Americanos e o Caribe que tiveram uma melhora mais moderada nos termos de troca devido a uma maior diversificação comercial.

Para os países que estão se beneficiando do aumento de preços das *commodities* primárias, cabe agora conseguir tomar proveito da situação, de maneira que essa receita extra seja usada para fortalecer as perspectivas de desenvolvimento. Assim, esses países precisam absorver esses ganhos, seja pelas empresas locais ou via impostos que garantam uma distribuição justa entre os agentes domésticos e os investidores estrangeiros. O objetivo deve ser financiar o desenvolvimento em infraestrutura e em setores sociais e produtivos, de forma sustentável.

### **2.3 – FMI X UNCTAD**

As duas instituições analisadas nas seções anteriores apresentam tanto similaridades quanto divergências no que tange aos determinantes do ciclo recente de preços das *commodities*. Há um consenso geral que o *boom* de *commodities* apresentado no período 2002-2008 deve-se ao aumento da demanda mundial por esses bens, principalmente dos países do leste asiático, e a incapacidade da oferta acompanhar esse crescimento, em grande parte devido à falta de investimento durante a década de 1990.

O que diferencia o FMI da UNCAD, como pode ser observado ao longo desse trabalho, é a ênfase que é dada a esses fatores. A primeira acredita que as mudanças nos fundamentos desses mercados foi suficiente para levar às variações de preços apresentadas durante o período em questão. A última conclui que há além desses, um fator importante a ser destacado como determinante dos preços, a financeirização das *commodities*, isto é, a influência cada vez maior dos investidores financeiros.

## CONCLUSÃO

Os desdobramentos recentes no mercado de *commodities* certamente se diferem de todo um movimento acompanhado durante cerca de um século. Os fatores que determinavam a variação de preços dos produtos primários podiam ser facilmente identificados. Como apresentado no primeiro capítulo desse trabalho, a tendência seguida durante todo o século XX foi em geral de queda.

O que se observou ao longo de todos esses anos foi que os preços das *commodities* em grande parte acompanharam o ciclo econômico, uma relação esperada, uma vez que nos momentos de crescimento há aumento da demanda, principalmente por parte das indústrias. Como as *commodities* têm menor elasticidade-renda da demanda em relação aos bens industrializados, o aumento no preço nos momentos em que a economia mundial estava aquecida não compensava a queda apresentada durante as crises. Além disso avanços tecnológicos ao mesmo tempo aumentaram a produtividade no campo e permitiram um melhor aproveitamento da matéria prima, ou seja, maior oferta frente a uma demanda reduzida. Esses fatores, entre outros anteriormente apresentados explicam porque houve uma tendência de queda de preços das *commodities* indicando a existência de um problema estrutural.

O início do século XXI trouxe uma novidade para esse mercado, um movimento repentino de alta, que iniciou em 2002, intensificou-se em 2007 e atingiu recordes até meados de 2008, quando com a crise financeira mundial os preços em todos os mercados caíram de forma brusca. Esse fenômeno surpreendeu os analistas por sua intensidade.

Uma leitura mais atenta das análises feitas pelas instituições abordadas aqui, o FMI e a UNCTAD, permite chegar a explicações distintas do que ocorreu nesses últimos anos, que

refletem a linha de pensamento de cada uma. Esse foi o objetivo dessa monografia: mapear o debate a cerca dos determinantes do ciclo de preços das *commodities*.

A partir desse mapeamento pode-se concluir que há fatores que sem dúvida tiveram papel muito importante no ciclo altista de 2002-2008. Cabe destacar, primeiramente, o próprio aquecimento da economia, que faz com que a demanda por esses bens aumente. E em contraposição, a oferta que não acompanhou tal crescimento, dado que os investimentos da década de 1990 foram insuficientes para suprir o aumento de produção necessário.

Quando observamos a demanda, é importante notar que não foi apenas um crescimento normal de acompanhamento da economia, houve também o chamado “efeito-China” que atuou em praticamente todos os mercados. A emergência da China no mundo capitalista, elevou de forma excepcional o comércio internacional de *commodities*. Para suprir suas necessidades o país precisa importar volumes enormes de *commodities* metálicas e industriais para fins produtivos, e agrícolas para alimentar a maior população do mundo.

Por fim, houve a pressão exercida sobre os preços em decorrência da depreciação do dólar que fez com que as *commodities* ficasse mais barata para o importador, o que impulsiona a demanda.

Esses fatores evidentemente foram essenciais para o *boom* que foi observado nos últimos 7 anos. Contudo, a grande novidade, que é o ponto principal de divergência entre o FMI e a UNCTAD, é a importância que o mercado financeiro adquiriu na determinação de preços das *commodities*. Com as taxas de juros nos países cada vez menores e a liquidez maior, os agentes passam a buscar alternativas para seu portfólio de investimentos financeiros. O mercado de *commodities* se mostrou uma opção de diversificação desse portfólio.

De um lado o FMI nega veemente que a especulação financeira tenha alguma influência sobre os preços desses bens. Com estudos econométricos demonstra que a correlação é mais forte no sentido oposto, ou seja, houve aumento da especulação em função do aumento generalizado de preços. Assim, os fatores reais da economia, aqueles que influenciam a oferta e demanda, seriam suficientes para explicar o nível de preços atingidos nesses anos.

A UNCTAD, porém, discorda dessa análise. A leitura que faz desse fenômeno é que por mais que existam fatores de oferta e demanda que pressionam os preços, não é possível negar que a especulação financeira tomou proporções tais que os agentes que atuam em mercados de futuros e opções possam afetar o nível de preços. Apesar de não ser simples efetuar testes econométricos precisos devido a dificuldade de se obter dados que especifiquem o que é o comércio do produto físico e o que é especulação, há evidências suficientes para concluir que o investidor financeiro assumiu um importante papel na determinação de preços.

Diante das leituras efetuadas e dos dados observados, é difícil imaginar que a alta volatilidade apresentada, a similaridade no movimento de preços entre mercados tão distintos, a participação crescente de agentes que não se importam com os fundamentos de mercado do produto que comercializam, as bolhas especulativas formadas e a subsequente queda de preços durante a crise financeira de 2008 sejam resultado apenas das forças de oferta e demanda. As evidências parecem ser suficientes para demonstrar que houve de fato uma “financeirização das *commodities*” como afirma a UNCTAD.

## REFERÊNCIAS

BARCLAYS CAPITA, 2006, *The Commodity Refiner*, Q1,

BOWMAN, Chakriya and HUSAIN, Aasim M., 2004, *Forecasting Commodity Prices: Futures Versus Judgment*, [www.imf.org](http://www.imf.org)

FRANKEL, Jeffrey, 2008, An Explanation for Soaring *Commodity Prices*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1002>, acesso em 09/05/2009.

FMI, *World Economic Outlook*, 04/2002, Washington D.C., Fundo Monetário Internacional  
FMI. *World Economic Outlook*, 04/2004, Capítulo 1, apêndice 1.1 e Capítulo 2, Washington D.C., Fundo Monetário Internacional  
FMI. *World Economic Outlook*, 2006, 2007 and 2008,, Washington D.C., Fundo Monetário Internacional

GRILLI, Enzo R. e Maw Cheng Yang (1988), “Primary commodity prices, manufactured goods prices, and the terms of trade of developing countries: What long run shows”, *The World Bank Economic Review*, vol. 2, No. 1.

HELBLING, Thomas, 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/03/helbling.htm>

OCAMPO, José Antônio e PARRA, Maria Ângela, **The commodity terms of trade and their strategic implications for development**, 2006, In: Jomo K. S. (ed.). *The Long Twentieth Century -- Globalization Under Hegemony: The Changing World Economy*. Oxford University Press, New Delhi.

KRUGMAN, Paul & OBSTFELD, Maurice, *Economia Internacional: teoria e política*, 2005, 6ª edição.

MAYDA, Anna Maria and STEINBERG, Chad, 2007, *Do South-South Trade Agreements Increase Trade? Commodity-Level Evidence from COMESA*, [www.imf.org](http://www.imf.org)

PRATES, Daniela, 2007, A alta recente dos preços das *commodities*, **Revista de Economia Política**, vol. 27, nº 3 (107), pp. 323-344, julho-setembro/2007

PREBISCH, R. “Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico”. In: GURRIERI, A. *La obra de Prebisch en la Cepal*. México: Fondo de Cultura Económica: 248-297, 1982. Primeira edição: 1951.

RICARDO, David, **Princípios da economia política e tributação**, 1982, in: Os Economistas, Ed. Abril Cultural.

ROACHE, Shaun K., 2008, *Commodities and the Market Price of Risk*

SOCIETE GENERALE, 06/2006 “Bubble About to Burst,”

SPATAFORA, Nikola and TYTELL, Irina , 2008, *Commodity Price Boom, Better Policies Spur Globalizatio*, IMF Research Department, [www.imf.org](http://www.imf.org)

SPRAOS, John, “The Statistical Debate on the Net Barter Terms of Trade Between Primary Commodities and Manufactures” , 1980, *The Economic Journal*, 90.

UNCTAD, *The Trade and Development Report*, 2009, Geneve, United Nations Conference for Trade and Development

UNCTAD, *The Trade and Development Report*, 2008, Geneve, United Nations Conference for Trade and Development

UNCTAD, *The Trade and Development Report*, 2002, Geneve, United Nations Conference for Trade and Development,

WTO, World Trade Statistics, Geneve: World Trade Organization, 2003b.